

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HUKUKİ AÇIDAN SERMAYE PİYASASINDA ÖZEL DURUM
AÇIKLAMALARI

Yüksek Lisans Tezi

Esma Hazal GÜRLER

Ankara, 2023

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HUKUKİ AÇIDAN SERMAYE PİYASASINDA ÖZEL DURUM
AÇIKLAMALARI

Yüksek Lisans Tezi

Esmâ Hazal GÜRLER

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Murat GÜREL

Ankara, 2023

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HUKUKİ AÇIDAN SERMAYE PİYASASINDA ÖZEL DURUM

AÇIKLAMALARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Murat GÜREL

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

İmzası

1- Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT

2- Doç. Dr. Burçak YILDIZ

3- Doç. Dr. Murat GÜREL (Danışman)

Tez Savunması Tarihi: 13.01.2023

T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Doç. Dr. Murat GÜREL danışmanlığında hazırladığım “Hukuki Açıdan Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları (Ankara, 2023)” adlı yüksek lisans tezindeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

13.01.2023

Esma Hazal GÜRLER

TEŞEKKÜR

Tez konusunu öneren sayın *Arş. Gör. Dr. Gökhan Aydoğan*'a, tez yazım sürecinde desteklerini esirgemeyen, duraksadığım her anda ilerlememi sağlayan, kıymetli görüş ve önerileriyle bu çalışmaya katkı sunan sevgili *Arş. Gör. Ülkü Ay Kaplan* ve *Arş. Gör. Hanım Yıldırım Soysal*'a teşekkür ederim.

Tez çalışmasının planlanması, yürütülmesi ve tamamlanması aşamalarının her anında son derece ilgili ve duyarlı olup bilgi ve tecrübelerini esirgemedi bu çalışmanın ortaya çıkmasını sağlayan, çalışmanın mimarı çok değerli tez danışmanım *Doç. Dr. Murat Gürel*'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Tez yazım sürecinde varlıklarını her an yanımda hissettiğim canım anneciğim *Melek Gürler* ve canım babacığım *Murat Gürler*'e, kardeşlerime, kıymetli dostum *Av. Amine Nur Güran*'a ve sevgili *Emircan Karataş*'a minnet ve teşekkürlerimi sunarım

Son olarak, 2210-A Genel Yurt İçi Yüksek Lisans Burs programının bursiyeri olduğum Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu'na, yüksek lisans eğitimime katkıları dolayısıyla teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR.....	xvi
GİRİŞ.....	1
I- KONUNUN TAKDİMİ.....	1
II- KONUNUN SINIRLANDIRILMASI	2
III- TEZ PLANI	3

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ KAPSAMINDA ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE TARİHSEL GELİŞİMİ

I- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ.....	5
1- Tanımı	5
2- Amaçları.....	7
3- İşlevleri	10
4- Türleri	11
II- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	12
1- Özel Durum Kavramı.....	12
A- Kökeni	12
B- Tanımı.....	13
2- Hukuki Niteliği	16
3- Terimin Yerindeliği	17

4- Konusu	20
A- Çerçeve Sorunu	20
B- Kural İçi Boşluğun Tespiti	21
C- Çerçevenin İçeriğinin, Kural İçi Boşluğun Doldurulması Suretiyle Oluşturulması	22
5- Kapsamı	23
6- Amacı.....	27
A- Fırsat Eşitliğinin Sağlanması.....	27
B- Sürekli Bilgi Akışının Sağlanması	29
7- Önemi.....	30
III- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ VE YÜRÜRLÜKTEKİ DÜZENLEMELER İÇERİSİNDEKİ YERİ	31
1- Genel Olarak	31
2- Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda	31
A- Kamuyu Aydınlatmanın İlkeselleşme Sürecinde İlk Adım: Mavi Gök Kanunları	31
B- İlkel Düzeyde Kamuyu Aydınlatma: 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu	32
C- Sürekli Kamuyu Aydınlatma: 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu	33
D- Yeknesaklaştırılmış Formlar: S-K Tüzüğü.....	34
E- Seçici Açıklamanın Adaletsizliği: Kamuyu Adil Aydınlatma Tüzüğü	35

F- Mevcut Düzenlemelerin Yetersizliği: Sarbanes-Oxley Kanunu	35
G- Tüketicilerin Finansal Piyasalarda Korunması: Dodd-Frank Kanunu	37
3- Avrupa Birliği Hukukunda	38
A- Birlik Düzeyinde Özel Durum Açıklamalarına Yönelik İlk Adımlar: Avrupa Ekonomik Topluluğu Direktifleri	38
B- AET Direktiflerinin Sadeleştirilmesi: SLIM ve Winter Raporları	39
C- AB Sermaye Piyasalarının Bütünleştirilmesinde Önemli Adım: Lamfalussy Raporu ve Çerçeve Düzenlemeler	40
a- Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi.....	42
b- Finansal Araç Piyasaları Direktifi	43
c- Şeffaflık Direktifi.....	45
d- Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü	46
4- Türk Hukukunda	48
A- Genel Olarak.....	48
B- eSerPK'nin İlk Dönemi	49
C- eSerPK'nin İkinci Dönemi: 3794 Sayılı Kanun Değişikliği	50
a- VIII-20 Sayılı Mülga Tebliğ	51
b- VIII-39 Sayılı Mülga Tebliğ	52
c- VIII-54 ve VIII-57 Sayılı Mülga Tebliğler	53
D- SerPK Dönemi.....	54

İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA KONU BİLGİLERİN ÖZELLİKLERİ VE İÇERİKLERİ

I- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA KONU BİLGİLER VE ÖZELLİKLERİ.....56

1- İçsel Bilgi ve Sürekli Bilgi Ayırımı	57
A- Ayırımın Kaynağı.....	57
B- Ayırımında “Bilgi” Teriminin Esas Alınması	57
C- Ayırma Konu Bilgilerin Genel Çerçevesi	58
a- İçsel Bilgilerin Genel Çerçevesi	58
b- Sürekli Bilgilerin Genel Çerçevesi	59
D- Ayırımın Hukuka Uygunluğu Sorunu	60
E- Mevcut Düzenlemelerde Değişiklik Yapılması Gerekliliği.....	62
F- Bilgilerin “Sürekli” Olup Olmadığının Belirlenmesi.....	66
G- Düzenleme Önerisi	67
2- İçsel ve Sürekli Bilgilerin Özellikleri	68
A- Genel Olarak.....	68
B- Ortak Özellikleri	69
a- Açıklanacak Hususların, Bilgi, Olay veya Gelişme Olmaları	69
b- Henüz Kamuya Açıklanmamış Olmaları.....	70
c- Sermaye Piyasası Araçlarına veya İhraççılarına İlişkin Olmaları	72
C- Ayırt Edici Özellikleri	74
a- İçsel Bilgiler Bakımından	74

aa- Genel Özellikleri	74
bb- Kesinlik Özelliği	75
cc- Etki Unsuru.....	76
aaa- Etki Kavramının Anlamı.....	76
bbb- Etkinin Muhtemel Oluşu	77
ccc- Etki Unsurunun Elemanları.....	78
i- Genel Olarak	78
ii- Sermaye Piyasası Araçlarının Değeri ve Fiyatına Etki	78
ii. 1- Mevcut Durum.....	78
ii. 2- Sermaye Piyasası Araçları	79
ii. 3- Sermaye Piyasalarında Değer ve Fiyat Ayrımı	80
ii. 4- Sermaye Piyasası Araçlarının Değerinin ve Fiyatının Belirlenmesi	81
ii. 5- Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Düzenleme Önerisi	82
iii- Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Etki.....	83
iii. 1- Mevcut Durum.....	83
iii. 2- Yatırım.....	84
iii. 3- Yatırım Kararı.....	85
iii. 4- Yatırım Kararlarını Belirleyen Etkenler	86
iii. 4. a- Etkin Sermaye Piyasası Kuramı ve Objektif Etkenler.....	86
iii. 4. b- Davranışsal Finans Kuramı ve Subjektif Etkenler	88

iii. 5- Yatırım Kararlarına Etkide Objektif Yatırımcı Kriteri.....	89
iii. 6- Yatırımcıların Yatırım Kararlarının Değişmesine Neden Olabilecek Nitelikteki Hususların Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatından Bağımsız Olup Olamayacağı Sorunu	90
iii. 6. a- Mevcut Durum	90
iii. 6. b- Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatı ile Yatırımcıların Yatırım Kararları Arasındaki İlişki	91
iii. 6. c- Düzenleme Önerisi	93
ddd- Etkinin Tespitinde Başvurulabilecek Yorum Araçları	94
i- Genel Olarak.....	94
ii- Önceki Açıklamalar.....	95
iii- Geçmişte Karşılaşılan Fiilî Etki	95
iv- Piyasalardan Gelen Talep ve Yorumlar.....	96
v- Etki Sonucunu Doğurmayan Benzer Açıklamalar	97
b- Sürekli Bilgiler Bakımından.....	98
aa- Özellikleri.....	98
bb- Yardımcı Unsur.....	99
aaa- Anlamı.....	99
bbb- Dayanağı	99
ccc- Kapsamı	100
ddd- Kullanılmasına Yardımcı Olunan Yatırımcı Hakları	101
eee- Haklarını Kullanmasına Yardımcı Olunan Yatırımcı	102

II- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA KONU BİLGİLERİN İÇERİĞİ	103
1- İçeriğin Sınıflandırılması	103
A- Sınıflandırmanın Kaynağı	103
B- Sınıflandırmanın Amacı	104
C- Sınıflandırmanın Genel Çerçevesi.....	104
a- İçsel Bilgiler Bakımından	105
b- Sürekli Bilgiler Bakımından	106
2- İçsel Bilgiler.....	107
A- İhraççıdan Kaynaklanan Durumlar	107
a- İhraççı Kadrolarındaki Değişiklikler ve Kadrodakilere İlişkin Gelişmeler	107
aa- Yönetim Kadrolarındaki Değişiklikler	107
bb- Yönetim Kadrolarındakilerin Sorumluluklarına İlişkin Durumlar	108
cc- Nitelikli Personel ve Bunların Sorumluluklarına İlişkin Durumlar	109
b- Adli Dava ve İdari Kovuşturmalar	110
c- Önemli Tutarda Olağan Dışı Gelir ve Kârlar ile Gider ve Zararlar	111
d- Sermaye Yapısına ve Yönetim Kontrolüne İlişkin Değişiklikler	113
aa- Kavramlar	113
aaa- Sermaye Yapısı ve Kontrolü	113
bbb- Yönetim Kontrolü	114
bb- ÖDT Düzenlemesi ve Değerlendirilmesi	115
aaa- ÖDT Düzenlemesi	115
bbb- Düzenlemenin Değerlendirilmesi	119

cc- Örnekleri.....	121
aaa- Birleşme ve Bölünme.....	121
bbb- Pay Alım Teklifi.....	122
ccc- Sermaye Yapısındaki Diğer Değişiklikler	123
e- Maddi Duran Varlıklarla İlgili İşlemler.....	124
f- İhraççının Faaliyetlerine İlişkin Değişiklikler.....	125
aa- Faaliyetlerin Türü ve Niteliğine İlişkin Durumlar	125
bb- Piyasalardaki Faaliyetlere İlişkin Durumlar	125
cc- Anlaşmalara İlişkin Durumlar	126
dd- Yatırım Politikalarına İlişkin Durumlar.....	127
ee- Organizasyon Yapısına İlişkin Durumlar.....	127
ff- Denetleme ve Derecelendirmeye İlişkin Durumlar.....	128
gg- Sona Ermeye İlişkin Durumlar	128
g- İhraççının Finansal Yapısına İlişkin Değişiklikler	129
aa- Dava ve Takipler	129
bb- Sermayeye ve Esas Sözleşmeye İlişkin Durumlar.....	130
cc- Kâr Dağıtım Politikasına İlişkin Durumlar	130
dd- Alacaklara, Borçlara ve Bağışlara İlişkin Durumlar.....	131
ee- Yükümlülöklere İlişkin Durumlar	131
ff- Finansal Tablo ve Raporlara İlişkin Durumlar.....	132
h- Bağlı Ortaklıklar ve Finansal Duran Varlıklara İlişkin Değişiklikler	132

1- Pay Dışındaki Sermaye Piyasası Araçlarını Halka Arz Eden İhraççılara ve Bu İhraçlara İlişkin Bilgiler	133
B- İhraççıdan Bağımsız Durumlar.....	135
3- Sürekli Bilgiler.....	136
A- İhraççıya İlişkin Genel Bilgiler	136
B- Bilgilendirme Politikası.....	137
C- Genel Kurula İlişkin Bilgiler	138

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖZEL DURUMLARIN AÇIKLANMASINA İLİŞKİN ESASLAR

I- ORTAK ESASLAR.....	139
1- Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Mevzuatın Düzenlenme Tekniği	139
A- ÖDT Bakımından	139
B- ÖDT II Bakımından.....	140
2- Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Mevzuatın Uygulama Alanının Tespiti...	141
A- Genel Olarak.....	141
B- Mevzuat Hükümlerine Tâbi Olan İhraççılar ve Ortaklıklar	142
C- İhraççılar ve Ortaklıkların Mevzuat Hükümlerine Tâbi Oldukları Süreler ..	143
D- İhraççılar ve Ortaklıkların Tâbi Oldukları Mevzuat Hükümlerinin Kapsamı	145
3- Açıklama Sürecinde Gözetilmesi Gereken İlkeler.....	145
A- Eşit İşlem.....	145
B- Güncellik	146

C- Hızlı ve Kolay Erişilebilirlik	148
D- Açıklama Öncesi Gizlilik	149
4- Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında Uyulması Gereken Şeklî ve Maddi Esaslar	150
A- Şeklî Esaslar	150
a- Genel Olarak	150
b- Açıklamaların Dili	151
c- Açıklamaların Yeri	152
aa- KAP	152
bb- SPK İnternet Sitesi	153
cc- Diğer Bilgi Yayma Kanalları	154
d- Açıklamaların Zamanı	156
aa- İhraççıların Özel Durumları Bakımından	156
bb- Borsa Dışı Ortaklıkların Özel Durumları Bakımından	156
B- Maddi Esaslar	157
a- Genel Olarak	157
b- Açıklama Metninde Yer Verilmesi Gereken Hususlar	158
aa- Temel Hususlar	158
aaa- İhraççılar Bakımından	158
i- İhraççılar Tarafından Yapılacak Açıklamalarda	158
i. 1- Genel Bilgiler	158
i. 2- Sorumluluk Beyanı	161

ii- İlgili Taraflarca Yapılacak Açıklamalarda	162
bbb- Borsa Dışı Ortaklıklar Bakımından	163
bb- Özellik Arz Eden Durumlara İlişkin Açıklama Metninin Ayrıca İçermesi Gereken Hususlar	165
aaa- Yanlış Değerlendirilebilecek Durumlar	165
bbb- Belirsiz Olan Durumlar	167
cc- Mevcut Bir Özel Durum Açıklamasına İlişkin Açıklamaların İçermesi Gereken Hususlar	169
aaa- Düzeltmeye Yönelik Açıklamalar Bakımından	169
bbb- Güncellemeye Yönelik Açıklamalar Bakımından	170
c- Açıklamaların Nitelik İtibariyle Taşınması Gereken Özellikler	171
aa- Genel Olarak	171
bb- Tam Olmak	173
cc- Açık ve Anlaşılır Olmak	175
dd- Doğru ve Dürüst Olmak	176
aaa- Doğruluk	176
bbb- Dürüstlük	178
ee- Yeteri Kadar Olmak	180
II- İÇSEL BİLGİLERİN AÇIKLANMASI	182
1- Açıklama Yapmakla Yükümlü Olan Kişiler	182
A- Genel Olarak	182
B- Ortaklıklar	183

C- İlgili Taraflar.....	183
a- Pay Sahipleri	183
b- İdari Sorumluluğu Bulunan Kişiler, İdari Sorumluluğu Bulunanlarla Yakından İlişkili Olan Kişiler ve İhraççının Ana Ortağı	184
aa- Genel Olarak.....	184
bb- İdari Sorumluluğu Bulunan Kişiler.....	186
cc- İdari Sorumluluğu Bulunanlarla Yakından İlişkili Olan Kişiler	187
dd- Ana Ortak.....	188
c- Sermaye Piyasası Araçları Üzerinde İşlem Yapan Kişiler	189
2- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesi	191
A- Genel Olarak.....	191
B- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler	192
C- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesinin Oluşturulması.....	193
D- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesinin Güncellenmesi	194
3- Açıklamanın Zamanı.....	195
A- Kural.....	195
B- İstisna: Gizli Tutma Yükümlülüğü Bulunan Kişilere Açıklama	196
a- Kanun Gereği.....	197
b- Esas Sözleşme Gereği.....	198
c- Özel Sözleşmeler Gereği	199
4- Açıklamanın Kapsamı.....	200
A- Genel Olarak.....	200

B- Olağan Dışı Fiyat ve Miktar Hareketleri	200
C- Haber ve Söylentiler	201
D- Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler	203
5- Kapsamın Sınırları: Ticari Sırlar.....	207
III- İÇSEL BİLGİNİN AÇIKLANMASININ ERTELENMESİ.....	211
1- Genel Olarak	211
2- Şartları.....	213
A- İhraççının Meşru Menfaatlerinin Zarar Görmesi İhtimalinin Bulunması	213
a- Meşru Menfaat Kavramı	213
b- Meşru Menfaat Örnekleri	214
B- Yatırımcıların Yanıltılmasına Yol Açılmaması.....	216
C- Ertelenen Bilgilerin Gizliliğinin Sağlanması.....	217
a- Genel Olarak	217
b- İhraççının Açıklanması Ertelenen Bilgilere Erişimi Kontrol Etme Yükümlülüğü	218
c- Gizliliğin Sağlanamaması Halinde Açıklanması Ertelenen Bilginin Açıklanması Yükümlülüğü	219
3- Usulü	220
A- Erteleme Kararı	220
B- Erteleme Süresi.....	221
C- SPK'nin Erteleme Sebeplerinin Yerindeliğini Takdir Yetkisi	222
IV- SÜREKLİ BİLGİLERİN AÇIKLANMASI	223

1- Açıklama Yapmakla Yükümlü Olanlar	223
2- Açıklamanın Zamanı.....	224
3- Açıklamanın Kapsamı.....	225
SONUÇ	227
KAYNAKÇA.....	233
ÖZET	250
ABSTRACT	252



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
aşa.	: aşağıda
bkz.	: bakınız
C.	: cilt
CFR	: The Code of Federal Regulations
Chap.	: chapter
E.	: Esas
Ed.	: Editor
ed.	: edition
EEC	: European Economic Community
Erteleme Rehberi	: Delay in the Disclosure of Inside Information
eSerPK	: 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu
ESMA	: The European Securities and Markets Authority
FR	: Federal Register

Gerekçe	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri (1/638), TBMM, Dönem 23, Yasama Y. 3, Sıra S. 337.
K.	: karar
m.	: madde
MAD	: The Market Abuse Directive 2003/6/EC
MAR	: The Market Abuse Regulation (EU) 596/2014
MiFID I	: The Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC
No.	: number, numara
OECD	: The Organisation for Economic Co-operation and Development
OJ	: Official Journal
ÖDT	: II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği
ÖDT II	: II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği
par.	: paragraf/paragraph
PCAOB	: Public Company Accounting Oversight Board
Reg.	: regulation
Reg. FD	: Regulation of Fair Disclosure

Reg. S-K	: Regulation S-K
Rehber	: Özel Durumlar Rehberi
RG.	: Resmi Gazete
s.	: sayfa
S.	: sayı
SA	: Securities Act of 1933
SEA	: Securities Exchange Act of 1934
SEC	: Securities and Exchange Commission
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SOX	: Sarbanes-Oxley Act
SPK/Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
TDK	: Türk Dil Kurumu
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standardı
Tl.	: title
TMS	: Türkiye Muhasebe Standardı
USC	: The United States Code
Vol.	: volume
vd.	: ve devamı

vs.	:	vesaire
Y.	:	yıl
yuk.	:	yukarıda
II-5.2 sayılı Tebliğ	:	II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
II-14.1 sayılı Tebliğ	:	II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği
II-17.1 sayılı Tebliğ	:	II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği
II-23.2 sayılı Tebliğ	:	II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği
II-26.1 sayılı Tebliğ	:	II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği
VII-128.6 sayılı Tebliğ	:	VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği
VIII-20 sayılı mülga	:	Seri: VIII, No: 20 sayılı mülga Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ
VIII-39 sayılı mülga	:	Seri: VIII, No: 39 sayılı mülga Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
VIII-54 sayılı mülga	:	Seri: VIII, No: 54 sayılı mülga Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
VIII-54 sayılı mülga	:	Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber Tebliğ Rehberi
VIII-57 sayılı mülga	:	Seri: VIII, No: 57 sayılı mülga İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen

Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına
İlişkin Esaslar Tebliği



GİRİŞ

I- KONUNUN TAKDİMİ

Sermaye piyasalarında yatırımcılar, sermaye piyasası araçları üzerinden bu araçları ihraç eden anonim ortaklıklara fon sağlamaktadır. Yatırımcılarca sağlanacak fonun miktarının, aktarılacağı anonim ortaklığın ve yatırılacağı sermaye piyasası aracının belirlenmesi, bir karar verme sürecini gerektirmektedir. Bu sürecin temelini, bilgi oluşturmaktadır. Bilgi, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında yapılan açıklamalar aracılığıyla sermaye piyasalarına aktarılmaktadır.

Özel durum açıklamaları, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında sermaye piyasalarına bilgi aktarım kanallarından biridir. Avrupa Birliği (AB) hukukunda Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü¹ (MAR) ile Şeffaflık Direktifinde², Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hukukunda 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nda³ düzenlenen bu açıklamalar, Türk hukukunda 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu⁴ (SerPK), II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği⁵ (ÖDT), II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği⁶ (ÖDT II) ve Özel Durumlar Rehberinde⁷ (Rehber) düzenlenmiştir.

¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L. 173/1-61, 12.06.2014.

² Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, OJ L. 390/38-57, 31.12.2004.

³ TL. 15 USC Chap. 2B § 78a.

⁴ RG. 30.12.2012, S. 28513.

⁵ RG. 23.01.2014, S. 28891.

⁶ RG. 23.01.2014, S. 28891.

⁷ SPK 2014/19 sayılı Bülten, 27.06.2014 tarih ve 20/643 sayılı Kurul Kararı için bkz. [blob:https://mevzuat.spk.gov.tr/3c0dda12-a82d-4373-bc10-0217fcb7c29a/](https://mevzuat.spk.gov.tr/3c0dda12-a82d-4373-bc10-0217fcb7c29a/) (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

Öğretide, ikinci el piyasalarda kamunun sürekli aydınlatılması amacına hizmet eden özel durum açıklamaları göz ardı edilmiş, bu açıklamalara ilişkin düzenlemeler Türkiye’de yeterince ele alınmamıştır. Oysa yalnızca 12-16 Aralık 2022 tarihleri arasında Kamuyu Aydınlatma Platformunda (KAP) yayımlanan 1208 bildirimin üçte birinden fazlasını (480 bildirim) özel durum açıklamalarının oluşturduğu dikkate alındığında, konuya ilişkin düzenlemelerin teorik ve pratik yansımaları üzerinde durulmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle tezin konusu, “Hukuki Açıdan Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları” olarak belirlenmiştir.

II- KONUNUN SINIRLANDIRILMASI

“Hukuki Açıdan Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları” başlıklı bu çalışma gerek sermaye piyasası hukukunun çeşitli ve kapsamlı düzenlemeleriyle gerek ticaret hukukunun anonim ortaklıklara ilişkin ilke ve esaslarıyla gerekse sorumluluk düzenlemeleri kapsamında borçlar, idare ve ceza hukuku uygulamalarıyla bağlantılıdır. Ancak bir yüksek lisans tezi olarak hazırlanan çalışmanın kapsam ve sınırlarını son derece genişletecek olan bu hususların, özel durum açıklamalarına ilişkin olan tezde detaylıca incelenmesine imkân bulunmamaktadır. Ayrıca anılan hususlar gerek karşılaştırmalı hukuk öğretisinde gerekse Türk hukuk öğretisinde çok sayıda çalışmaya konu edilmiş olduğundan, bu çalışmada yalnızca ilgili düzenleme ve çalışmalara atıf yapılmasıyla yetinilmiştir.

Bu kapsamda, kamuyu aydınlatma ilkesiyle yakından ilişkili olan kurumsal yönetim ilkeleri, diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden olan izahname ile finansal tablo ve raporlar, özel durum açıklamalarının büyük çoğunluğunu oluşturan içsel bilgilerle doğrudan ilgili olan bilgi suistimali suçu, bir kamuyu aydınlatma belgesi olan özel durum açıklamalarından doğan hukuki ve idari sorumluluk, özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemelerin uygulama alanındaki ortaklıklarla ilgili olarak anonim ortaklıklar hukuku ilke ve esasları ile sermaye piyasası kurumları, halka açık olmaları halinde özel

durumlarını açıklamakla yükümlü olmalarına rağmen özel kanun ve düzenlemelere tâbi olan bankalar ve son olarak özel durum açıklamalarının çoğunun yayımlandığı KAP, çalışmamızda ayrıca incelenmemiştir. Çalışmada bu hususlara ya çok az ve genel olarak değinilmiş ya da ilgili oldukları düzenleme ve çalışmalara atıf yapılmasıyla yetinilmiştir.

Bununla birlikte, özel durum açıklamaları esasen kamuyu aydınlatma ilkesinin alt görünümlerinden biri olduğundan, çalışmamızda kısaca bu ilkeye yer verilmiş, özel durum açıklamalarının karşılaştırmalı hukuktaki durumu, Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği düzenlemeleriyle sınırlı olarak incelenmiştir. Kamuyu aydınlatma ilkesinin sınırını oluşturduğu kabul edilen ticari sırlar, özel durum açıklamasına konu içsel bilgiler bağlamında ve genel olarak ele alınmıştır.

Son olarak, ortaklıklarca gerçekleştirilen veya bunlara ilişkin olan pek çok durumun, özel durum açıklamasına konu edilmesi gerektiğinden, tüm bu hususların çalışmamızda detaylıca incelenmesi mümkün olmamıştır. Dolayısıyla genel kurul kararlarından, temel pay sahipliği haklarına, yapısal değişikliklerden önemli nitelikteki işlemlere, ortaklık kontrolünün ele geçirilmesinden denetleme ve derecelendirmeye kadar son derece geniş ve her biri ayrı çalışmaların konusunu oluşturabilecek nitelikte olan özel durumlara, çalışmamızda sınırlı bir anlatımla yer verilmiştir.

III- TEZ PLANI

Tez çalışması, üç bölümden oluşmaktadır:

Çalışmanın birinci bölümünde, ilk olarak özel durum açıklamalarının kaynağı olan kamuyu aydınlatma ilkesine kısaca değinilmiş, ardından özel durum açıklamalarının kavramsal çerçevesi çizilerek konusu, kapsamı, amacı ve önemi ortaya konulmaya çalışılmış, son olarak özel durum açıklamalarına konu bilgilerin açıklanmasına ilişkin düzenlemelerin Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği ve Türk hukukunda tarihsel süreç içerisindeki gelişimi incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, özel durumlar çatısı altında değerlendirilen içsel ve sürekli bilgilere odaklanılmıştır. Öncelikle içsel ve sürekli bilgi ayrımının hukuka uygun olup olmadığı ve mevcut düzenlemelerde değişiklik yapılmasının gerekip gerekmediği üzerinde durulmuş, ardından içsel ve sürekli bilgilerin ortak ve farklı özellikleri incelenmiştir. Bu kapsamda, bir durumun içsel veya sürekli bilgi olup olmadığının tespitinde dikkate alınması gereken etki ve yardımcı unsurlar irdelenmiş, sermaye piyasası araçlarının değeri, sermaye piyasası araçlarının fiyatı, yatırımcıların yatırım kararları, yatırım kararlarının oluşmasında rol alan etkenler, objektif yatırımcı kriteri ve bunlar arasındaki ilişkiler ortaya konulmaya çalışılmıştır. Son olarak, içsel veya sürekli bilgi olarak değerlendirilebilecek durumlar, sınıflandırılarak örneklendirilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise özel durumların kamuya açıklanma süreci üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu bölümde öncelikle, tüm özel durumlar bakımından ortak olan açıklanma esasları tespit edilmiştir. Özel durum açıklamalarının şekli ve maddi esasları incelendikten sonra içsel bilgilerin açıklanma esaslarına, içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin esaslara ve sürekli bilgilerin açıklanma esaslarına yer verilmiştir. Son olarak çalışmanın sonuç bölümünde, tezde ulaşılan sonuçlar sıralanmış ve pozitif hukuka yönelik değişiklik önerileri yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ KAPSAMINDA ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Özel durum açıklamaları, kamuyu aydınlatma ilkesinin alt görünümlerinden biridir. Özel durum açıklamalarının amaç, konu ve kapsamının tespit edilebilmesi için öncelikle kamuyu aydınlatma ilkesi içerisindeki yeri belirlenmelidir. Bu amaçla, aşağıda ilk olarak kamuyu aydınlatma ilkesine kısaca değinilmiştir. Ardından özel durum açıklamalarının bu ilke içerisindeki yeri, tarihsel süreç içerisindeki gelişimi de dikkate alınarak belirlenmeye çalışılmıştır.

I- KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ

1- Tanımı

Kamuyu aydınlatma ilkesinin kapsamı ile yöneldiği amaçların genişliği ve ilkenin zaman içerisinde piyasaların ihtiyaçları doğrultusunda gelişim göstermesi, hem ilkeye ilişkin kapsayıcı bir tanım yapılmasını zorlaştırmış hem de sınırlayıcı bir tanımlamadan kaçınılmasına neden olmuştur⁸.

⁸ **Kaya, A.:** Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001, s. 17-18; **Yanlı, V.:** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 96; **İhtiyar, M.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, s. 59; **Üçışık, G.:** Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2009, C. 3, S. 1, s. 11; **Duman, H.:** Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011, C. 7, S. 50, s. 97; **Keskin, M.:** Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul 2018, s. 34; **Adıgüzel, B.:** Sermaye Piyasası Hukuku, Üçüncü Baskı, Ankara 2019, s. 129; **Uçar, D.:** Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu Aydınlatma Sorumluluğu, İstanbul 2020, s. 22-23; **Meral, N.:** Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, İstanbul 2021, s. 12; **Aydoğan, G.:** Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Ankara 2021, s. 9.

Bununla birlikte, ilkeyi anlamlandırma ve ilkenin temel esaslarını belirleme çabası, öğretide çeşitli tanımlar yapılmasını gerekli kılmıştır⁹. Kanaatimizce de kamuyu aydınlatma ilkesinin, günün koşullarını aşan ve tüm zamanlar için anlam ifade eden bir tanımının yapılması ne mümkün ne de gereklidir¹⁰. Ancak bu durum, ilkenin niteliğinin belirlenmesine engel değildir. Kamuyu aydınlatma ilkesi, mevzuatta belirlenen veya belirlenmesi ilgili idari otoriteye ya da kamuyu aydınlatmakla yükümlü olanların takdirine bırakılan birtakım bilgilerin, öngörülen usul ve esaslara uygun olarak kamu¹¹ ile paylaşılması şeklindeki *nitelikli bir bilgilendirme sürecini* ifade etmektedir¹².

Gerçekten de kamunun aydınlatılması bir anda gerçekleşmemektedir. Zira öncelikle bir bilginin doğması, bu bilginin ilke kapsamında açıklanması gerekliliğinin tespit edilmesi ve açıklanması için belirli hazırlıkların yapılması, ardından bilginin kamuyu aydınlatmakla yükümlü kişilerce mevzuatta öngörülen şekilde açıklanması gerekmektedir. Ayrıca kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlali halinde ilgililerin

⁹ Kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin öğretideki tanımlar için bkz. **Tekinalp, Ü.**: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İkinci Baskı, İstanbul 1979, s. 13, 53; **Kabaalioglu, H. A.**: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s. 13-14; **Karayalçın, Y.**: Muhasebe Hukuku, Ankara 1988, s. 82; **Ünal, O. K.**: Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara 1999, s. 134; **İhtiyar, s. 63**; **Paslı, A.**: Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul 2009, s. 340; **Yanlı, V.**: Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 159; **Şehirali Çelik, F. H. (Kırca, İ./Manavgat, Ç.)**: Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara 2013, s. 199; **Manavgat, Ç.**: Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s. 187; **Uçar, s. 24**; **Tekinalp, Ü. (Poroy, R./Çamoğlu, E.)**: Ortaklıklar Hukuku I, On Dördüncü Baskı, İstanbul 2019, s. 317, par. 471; **Meral, s. 12-13**; **Aydoğan, s. 10**.

¹⁰ **Aydoğan, s. 10**.

¹¹ Buradaki *kamu* ifadesiyle bilgilendirmenin tüm muhatapları kastedilmektedir; bkz. **Kaya, s. 29**; **Yanlı, s. 104**; **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat): s. 199**; **Aydoğan, s. 5-7**. Özel durum açıklamaları bağlamında kamuyu aydınlatma ilkesinin muhatapları için bkz. aşağı. Birinci Bölüm, II-5 (Kapsamı).

¹² **Manavgat, Halka Arz, s. 187**. Kamuyu aydınlatmanın *bilgilendirme sistemi* olduğu yönünde bkz. **Ünal, O. K.**: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 366-367. Aynı yönde bkz. **Meral, s. 12-13**; *nitelikli bir bilgi aktarımı* olduğu yönünde bkz. **Aydoğan, s. 10**. Kamuyu aydınlatma kapsamında ilgililere nitelikli bilgilerin sunulduğu yönünde bkz. **Kaya, s. 20**.

hukuki, cezai ve idari sorumlulukları da gündeme gelebilmektedir¹³. Bu itibarla, içinde çeşitli aşamaları barındıran kamuyu aydınlatma ilkesinin anlık bir durumu değil; bir süreci ifade ettiğini belirtmek mümkündür. Diğer yandan, ilke kapsamında herhangi bir bilginin, herhangi bir şekilde ve herhangi bir zamanda açıklanması değil; belirli niteliklere sahip belirli bilgilerin, belirlenen şekilde ve zamanda kamuya açıklanması gerektiğinden, bilgilendirmenin alelade değil aksine nitelikli¹⁴ bir süreci gerektirdiği açıktır. Bu nedenle kamuyu aydınlatma ilkesinin nitelikli bir bilgilendirme sürecini ifade ettiğini belirtmek yanlış olmayacaktır.

2- Amaçları

Kamuyu aydınlatma ilkesinin en temel ve genel amacı, sermaye piyasalarındaki tüm yatırım kararlarının¹⁵ nitelikli bilgiye dayalı olarak şekillenmesine imkân tanımaktır¹⁶. Zira ilke uyarınca kamuyu aydınlatmakla yükümlü ortaklığın¹⁷ mali, idari

¹³ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlali halinde gündeme gelen hukuki, cezai ve idari sorumluluğa ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Yanlı**, s. s. 147. Yalnızca hukuki sorumluluğa ilişkin olarak bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 29 vd., **Aydoğan**, s. 277; **Meral**, s. 225.

¹⁴ *Nitelikli* kelimesi, sözlük anlamı itibarıyla bir şeyde üstünlük ve ayırt edici bir özellik bulunduğunu belirten sıfattır; bkz. Türk Dil Kurumu (TDK) Sözlüğü, www.tdk.gov.tr (Erişim Tarihi: 12.12.2022). Bir dekanlığın fakültede gerçekleştirilecek bir sempozyumun konusunu, tarihlerini ve varsa bu hususlardaki değişiklikleri fakültenin internet sitesinde duyurması halinde bu duyurunun şekli, zamanı ve içeriği konusunda herhangi bir sınırlamaya veya kurala tâbi olunmadığı düşünüldüğünde, duyurunun muhatapları açısından bu bilgilendirmenin alelade olduğu, ayırt edici bir özellik taşımadığı söylenebilir. Oysa kamuyu aydınlatma ilkesinin gerektirdiği bilgilendirme süreci, şekil, zaman ve içerik bakımlarından detaylıca belirlenmiş kurallara tâbi olup sıradan duyurulardan farklı ve bu itibarla da niteliklidir.

¹⁵ Sermaye piyasalarında yatırım kararlarına ilişkin bilgi için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-iii (Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Etki).

¹⁶ Kamuyu aydınlatma ilkesi bakımından, nitelikli bilgilerin ilkenin muhatapları tarafından dikkate alınıp alınmaması ve hatta bu bilgilere erişilip erişilmemesi önemsizdir. Önemli olan, dileyenlerin ortaklıkla ilgili nitelikli bilgilere kolayca erişebilmesi ve kararlarını bu bilgiler ışığında şekillendirebilmesine imkân tanınmasıdır; bkz. **İhtiyar**, s. 61; **Kaya**, s. 20. Benzer şekilde bkz. **Karayalçın**, s. 86; **Çetin**, N.: Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 15, S. 1, s. 12; **Aydoğan**, s. 85.

¹⁷ Özel durum açıklaması yapmakla yükümlü olan ortaklıklar için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I-2-B (Mevzuat Hükümlerine Tâbi Olan İhraççılar ve Ortaklıklar).

ve hukuki durumuna ilişkin çeşitli bilgilerin: *tam, doğru, dürüst, açık, anlaşılır, tarafsız, güvenilir, kolay erişilebilir, eş zamanlı, eş kapsamlı, yeterli, karşılaştırılabilir ve zamanında* tüm muhatapların bilgisine sunulması gerekmektedir¹⁸. Bu sayede, ilgili ortaklığın mevcut yatırımcıları¹⁹ ortaklıktaki güncel pozisyonlarını devam ettirip ettirmeyeceklerine, potansiyel yatırımcıları ilgili ortaklığa yatırım yapıp yapmayacaklarına, mevcut alacaklıları ortaklıkla ekonomik ilişkilerini sürdürüp sürdürmeyeceklerine ve potansiyel alacaklıları ise ortaklıkla ekonomik bir ilişki içerisine girip girmeyeceklerine ilişkin kararlarını söz konusu nitelikli bilgiler ışığında verebileceklerdir²⁰. Nitelikli şekilde bilgilendirilme imkânı sağlanan bu kişiler, yatırım

¹⁸ **Karayalçın**, s. 86; **Turanboy, A.**: İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Ankara 1990, s. 7; **Manavgat, Ç.**: Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997, s. 81; **Kılıç, S.**: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997, s. 19; **Ünal**, s. 127-128; **Kaya**, s. 18-19; **Karababa**, s. 49; **Akbulak, S./Akbulak, Y.**: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, 2004, s. 16; **Paslı, A.**: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, İstanbul 2005, s. 74-75; **Karlı, M.**: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Beşinci Baskı, İstanbul 2004, s. 627; **Yanlı**, s. 105; **İhtiyar**, s. 63-80; **Üçışık**, s. 9, 13; **Pamukçu, F.**: Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011, C. 7, S. 50, s. 140; **Çetin**, s. 13; **Duman**, s. 98, 108 vd.; **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)**: s. 200; **Çetin, N./Töremiş, H. E./Cantimur, Z.**: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistematik Analizi, Ankara 2014, s. 21; **Kara, S.**: Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukukî Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2015, C. 23, S. 2, s. 136; **Özer, I.**: Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2018, C. 34, S. 11, s. 48-49; **Adıgüzel**, s. 129-130; **Meral**, s. 15, 127 vd.; **Aydoğan**, s. 62.

¹⁹ Sermaye piyasasındaki yatırımcılara ilişkin olarak bkz. **Aytaç, Z.**: Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz? Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları, Ankara 2001, s. 5 vd.

²⁰ **Kaya**, s. 19-20; **Yanlı**, s. 133; **Paslı**, s. 249, dn. 351; **Manavgat**, Halka Arz, s. 187-188; **Duman**, s. 97-98.

kararları bakımından risk değerlendirmesi yapabilecek konumda olacak ve dolayısıyla söz konusu kararların olağan risklerini²¹ de kendileri taşıyacaklardır²².

Bununla birlikte kamuyu aydınlatma ilkesi, tüm sermaye piyasası hukuku düzenlemelerine hâkim olan *yatırımcının korunması* amacına hizmet etmekte ve piyasalardaki bilgi asimetrisi²³ olgusunun yatırımcıların yanıltılmasına yol açmasını

²¹ Yatırım kararları sonucu karşılaşılabilecek sistematik olan ve olmayan riskler hakkında detaylı bilgi için bkz. **Turhan, E.**: Hisse Senetleri Piyasasında Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 1998, s. 18-22.

²² **Kabaalioglu**, s. 10; **Kılıç**, s. 19; **Kaya**, s. 20-21; **Yanlı**, s. 105-106; **İhtiyar**, s. 92-93; **Duman**, s. 98; **Üçışık**, s. 2, 9; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 167; **Kara**, s. 136; **Manavgat**, Halka Arz, s. 188; **Turan, G.**: Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 20, S. 1, s. 192, 197; **Meral**, s. 14-15.

²³ Bilgi asimetrisi, birden fazla kişinin, herhangi bir olay, durum veya işlem hakkında farklı düzey ve miktarlarda bilgi sahibi olması şeklinde tanımlanabilir. Örneğin tüketici kredisi hizmeti sunan bir banka ile kredi kullanıcısı ortalama bir tüketicinin söz konusu kredi işlemine ilişkin bilgi düzeyi aynı olmadığı gibi payları halka arz edilmiş bir anonim ortaklığın yönetim kurulu üyeleri ile bu paylardan on adetine sahip olan bireysel yatırımcının söz konusu ortaklığa ilişkin bilgi düzeyleri de aynı değildir. Aynı kredi işlemi veya ortaklığa ilişkin farklı düzey ve miktarlarda bilgi sahibi olan bu taraflar arasında bilginin özdeş/simetrik değil, asimetrik bir dağılım sergilediği görülmektedir. Piyasalardaki bilgi asimetrisi olgusunu, ABD'nin ikinci el araç piyasasında ("*the automobiles market*") iyi ve kötü ("*lemon*") araçlar hakkında sahip olunan/olunmayan bilginin bunların fiyatına ve piyasa katılımcılarının davranışlarına etkisini "*lemons principle*" örneği üzerinden inceleyen meşhur çalışma için bkz. **Akerlof, G. A.**: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics 1970, Vol. 84, No. 3, s. 488-500. Bilgi asimetrisine ilişkin olarak bkz. **İhtiyar**, s. 200, dn. 135; **Kara**, s. 133 vd.

önleyerek (*ex-ante koruma*)²⁴ piyasalara güveni hâkim kılmayı amaçlamaktadır²⁵.

Böylece piyasalarda etkinliğin sağlanmasına da yardımcı olunmaktadır²⁶.

3- İşlevleri

Öğretide, kamuyu aydınlatma ilkesinin üç temel işlevinden söz edilmektedir²⁷.

Buna göre, ilkenin amaçladığı üzere kamuya nitelikli bilgi sunulması, muhatapların ise sermaye piyasalarındaki kararlarını bu bilgiler ışığında ve bilinçli olarak alması, *aydınlatıcı işlev*dir²⁸. Nitelikli bilginin paylaşılması yoluyla muhatapların

²⁴ Sermaye piyasası yatırımcıları bakımından *ex-ante* ve *ex-post* koruma mekanizmalarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Çetin**, s. 18-19. **Aydoğan** tarafından kamuyu aydınlatma ilkesinin amaçları bir madalyona benzetilmiş ve bu madalyonun bir yüzünü ilkenin önleyici (*ex ante*) yönünün diğer yüzünün ise tazmin edici (*ex post*) yönünün oluşturduğu belirtilmiştir; bkz. **Aydoğan**, s. 56-58. Kamuyu aydınlatma ilkesinin amaç ve işlevlerinin gerçekleşebilmesi, onun kanuni düzenlemelere kavuşturulması ve bu düzenlemelerde ihlaller bakımından sorumluluk öngörülmüş olmasına bağlıdır. Bununla birlikte ihlalden doğan sorumluluk, kamuyu aydınlatma ilkesine içkin değildir. Başka bir ifadeyle, kamuyu aydınlatma ilkesinin ihlali dolayısıyla idari ve cezai yaptırımlar yalnızca ilkenin işlevselliğini sağlamak için kanun koyucu tarafından öngörüldüğü takdirde gündeme gelmektedir. Hukuki sorumluluğun ise kanuni bir düzenlemeye kavuşmasına dahi gerek olmayıp uyumsuzluk halinde genel hükümlere başvurulabilmesi imkânı bulunmaktadır. O halde sorumluluk düzenlemeleri her ne kadar kamuyu aydınlatma ilkesinin tamamlayıcısı ve işlevselliği açısından vazgeçilmezi olsa da bunların ilkenin amaçları arasında değerlendirilmesi kanaatimizce mümkün değildir.

²⁵ **İhtiyar**, s. 93-94, 110; **Duman**, s. 99; **Çetin**, N.: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yatırımcıların Korunması, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 440; **Turan**, s. 192; **Özer**, s. 46-47; **Aydoğan**, s. 57.

²⁶ Etkin sermaye piyasası kuramına ilişkin bilgi için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-iii-iii.4-iii.4.a (Etkin Sermaye Piyasası Kuramı ve Objektif Etkenler).

²⁷ **Turanboy**, s. 7-8, 188-191; **Kılıç**, s. 19-20; **Küçüksözen**, C.: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s. 15; **Karababa**, S.: Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s. 50; **İhtiyar**, s. 94; **Or**, Z.: Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış Açısı, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi 2011, C. 3, S. 1, s. 43-44; **Uçar**, s. 41; **Meral**, s. 15. *Manavgat*, kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevlerini, caydırıcı olma, rekabet artırıcı olma ve açıklama içeriği ile yöntemine ilişkin ortak şekil oluşturma şeklinde sıralanmıştır; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 195-197.

²⁸ Kamuyu aydınlatma ilkesinin aydınlatıcı işlevine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Karababa**, s. 50; **Kılıç**, s. 20; **İhtiyar**, s. 94; **Meral**, s. 15-17; **Aydoğan**, s. 79-80.

yanıtılmasının engellenmesi ve piyasalarda güvenin hâkim kılınması amacı, ilkenin muhataplarını hile ve aldatmacalardan *koruyucu işlevini* teşkil etmektedir²⁹. Son olarak, kamuyu aydınlatma ilkesinin işlevsel kılınması amacıyla kanun koyucu tarafından ilkenin ihlali halinde hukuki, idari ve cezai sorumluluk hükümlerinin öngörülmesi, yaptırım tehdidi altında ihlallerin önlenmesini sağlayan *caydırıcı işlevi* oluşturmaktadır³⁰.

4- Türleri

Kamuyu aydınlatma ilkesi, açıklama fiili kapsamında maddi ve şeklî kamuyu aydınlatma³¹, açıklamanın yapıldığı *piyasaya* göre birinci el ve ikinci el piyasada³² kamuyu aydınlatma, açıklamanın yapıldığı *zamana* göre ihraçta ve sürekli kamuyu

²⁹ Kamuyu aydınlatma ilkesinin koruyucu işlevine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Kılıç**, s. 19-20; **İhtiyar**, s. 95; **Meral**, s. 18-19; **Aydoğan**, s. 81-83.

³⁰ Kamuyu aydınlatma ilkesinin caydırıcı işlevine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Kılıç**, s. 20; **İhtiyar**, s. 95; **Manavgat**, Halka Arz, s. 194-195; **Meral**, s. 19-24; **Aydoğan**, s. 80-81.

³¹ Öğretide, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında açıklanan bilgilerin nitelikli oluşu maddi anlamda kamuyu aydınlatma, bu bilgilerin açıklanma sürecine ilişkin usullerin takip edilmesi ise şeklî anlamda kamuyu aydınlatma olarak ifade edilmektedir; bkz. **Tekinalp**, s. 51-53; **Paslı**, s. 247; **Yanlı**, s. 106-108; **Paslı**, Devralınma, s. 341; **İhtiyar**, s. 119-120; **Duman**, s. 112-113; **Meral**, s. 33-35; **Aydoğan**, s. 62. Kanaatimizce, kamuya açıklanması öngörülen her bilgi belirli bir içeriğe sahip olup bunların açıklanması bakımından da belirli usullerin takip edilmesi gerektiğinden, maddi ve şeklî kamuyu aydınlatmayı kamuyu aydınlatma türleri olarak değil, kamunun aydınlatılması fiilinin birbirini tamamlayan iki farklı yönü olarak nitelemek uygun olacaktır.

³² Birinci ve ikinci el piyasalar, alım satıma konu şeyin niteliğine göre yapılan piyasa ayrımında finansal piyasaların alt başlıklarını oluşturur. Bu bağlamda birinci el piyasalar sermaye piyasası araçlarının ihraç edildiği/ilk kez ortaya çıktığı, ikinci el piyasalar ise ihraç edilmiş/ortaya çıkmış sermaye piyasası araçlarının el değiştirdiği piyasalardır; bkz. **Rodoplu, G.:** 2000'li Yıllara Doğru Sermaye Piyasası, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 1996, C. 1, S. 1, s. 63-66. Birinci ve ikinci el piyasalar için bkz. **Küçüksozen**, s. 7-8; **Yanlı**, s. 219; **Memiş, T./Turan, G.:** Sermaye Piyasası Hukuku, Beşinci Baskı, Ankara 2020, s. 27, 28; **Adıgüzel**, s. 21-24.

aydınlatma³³, açıklamanın *gerekliliğine* göre ise zorunlu ve gönüllü kamuyu aydınlatma³⁴ şeklinde türlere ayrılarak incelenmektedir³⁵.

II- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1- Özel Durum Kavramı

A- Kökeni

Özel durum kavramı, Türk sermaye piyasası hukukunda ilk kez, 3794 sayılı Kanun³⁶ ile değişik 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu³⁷ (eSerPK) m. 16/A'da kullanılmıştır. Karşılaştırmalı hukuk sistemlerindeki durum aşağıda³⁸ incelenecek olmakla birlikte, bu sistemlerde esasen kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında özel durum açıklamaları terimine yer verilmemiştir. Söz konusu sistemlerin ikinci el piyasalarda

³³ Sermaye piyasası araçlarının ihracı esnasında kamuyu aydınlatma ilkesi gereği nitelikli bilgilerin açıklanması, açıklamanın yapıldığı piyasaya göre birinci el piyasada, açıklamanın yapıldığı zamana göre ise ihraçta kamuyu aydınlatmadır. İhraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının dolaşımı esnasında kamuyu aydınlatma ilkesi gereği nitelikli bilgilerin açıklanması, açıklamanın yapıldığı piyasaya göre ikinci el piyasada, açıklamanın yapıldığı zamana göre ise sürekli kamuyu aydınlatmadır; bkz. **Turanboy**, s. 8; **Yanlı**, s. 108 vd.; **İhtiyar**, s. 120 vd.; **Paslı**, Devralınma, s. 347 vd.; **Duman**, s. 113-116; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 22 vd.; **Manavgat**, Halka Arz, s. 199 vd.; **Uçar**, s. 43-45; **Meral**, s. 143 vd.; **Aydoğan**, s.63-65, 68-69.

³⁴ Mevzuatta öngörülen bilgilerin öngörülen şekil ve kapsamda kamuya açıklanması zorunlu kamuyu aydınlatma, bunların dışında kalan bilgi açıklamaları ise gönüllü kamuyu aydınlatma olarak ifade edilmektedir; bkz. **İhtiyar**, s. 151-154; **Duman**, s. 116-119; **Manavgat**, Halka Arz, s. 189 vd.; **Rüzgar**, E.: Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk, BTHAE 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 850-852; **Meral**, s. 35-46; **Aydoğan**, s. 65-67.

³⁵ **Yanlı**, s. 106 vd.; **İhtiyar**, s. 119 vd.; **Demir, A.**: Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2007, s. 10, 54 vd.; **Duman**, s. 112 vd.; **Manavgat**, Halka Arz, s. 199 vd.; **Adıgüzel**, s. 130 vd.; **Uçar**, s. 42-45; **Aydoğan**, s. 61-68. Yalnızca maddi-şekli kamuyu aydınlatma ayrımı için bkz. **Tekinalp**, s. 51-54.

³⁶ 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun (RG. 13.05.1992, S. 21227).

³⁷ RG. 30.07.1981, S. 17416.

³⁸ Bkz. aşağıda. Birinci Bölüm, III (Özel Durum Açıklamalarının Tarihsel Gelişimi ve Yürürlükteki Düzenlemeler İçerisindeki Yeri).

kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde dönemsel olarak finansal tablo ve raporların açıklanması, periyodik açıklamalar (*periodic disclosure*); herhangi bir zamanda ortaya çıkıp kısa süreler içerisinde veya derhal kamuya açıklama yapılması gereken durumların (*episodic*) açıklanması ise diğer açıklamalar (*other events/other reports*), güncel açıklamalar (*current reports*) eş zamanlı açıklamalar (*real time issuer disclosure*) ve süregelen/sürekli açıklamalar (*ongoing disclosure*) gibi terimler kullanılarak hükme bağlanmıştır.

Dolayısıyla, ikinci el piyasalarda kamunun derhal aydınlatılması gereken durumlara yönelik *özel durum açıklamaları* teriminin, tespit edebildiğimiz kadarıyla Türk hukukuna özgü olduğu belirtilmelidir. O halde, aydınlanmaya ihtiyaç duyan muhatapların talepleri ile aydınlatmakla yükümlü olanların sorumluluklarının kapsam ve sınırlarının belirlenebilmesi için özel durum ifadesinin Türk hukukundaki anlamının ortaya konulması gerekmektedir.

B- Tanımı

Özel durumlar, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu³⁹ (SerPK) m. 15/1’de, “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak; II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği⁴⁰ (ÖDT) m. 4/1-n’de ise “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek içsel veya sürekli bilgiler*” olarak tanımlanmıştır. Görüldüğü üzere, SerPK’de bilgi, olay ve gelişme olarak ifade edilen durumlar, ÖDT’de içsel ve sürekli bilgi olarak ikiye ayrılmıştır. Ayrıma konu bilgiler, ÖDT m. 4’te tanımlanmıştır. Buna göre, m. 4/1-e uyarınca “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya*

³⁹ RG. 30.12.2012, S. 28513.

⁴⁰ RG. 23.01.2014, S. 28891.

açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler” içsel bilgi; m. 4/1-p uyarınca “içsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler” ise sürekli bilgidir.

Özel durum kavramına ilişkin SerPK m. 15’teki tanım ile içsel bilgilere ilişkin ÖDT m. 4/1-e’deki tanım, “*henüz kamuya açıklanmamış*” olma hususu dışında birebir aynıdır. Ayrıca sürekli bilgilerin de içsel bilgi olmayan tüm bilgi, olay ve gelişmeler denilmek suretiyle içsel bilgiler esas alınarak tanımlandığı görülmektedir. Hal böyleyken, mevzuatımızda *özel durum, içsel bilgi ve sürekli bilgiden* her birinin diğerleri esas alınarak tanımlandığı, bir bilinmeyenin bir başka bilinmeyenle açıklanmaya çalışıldığı, sonuç itibariyle de hiçbirinin nitelik, kapsam ve sınırlarının tam olarak belirlenemediği ortadadır. Bu nedenle, özel durum kavramının tanımlanması ve anlamlandırılması görevinin öğretiyeye düştüğünü belirtmek yanlış olmayacaktır.

SerPK m. 15 uyarınca özel durumlar, *bilgi olay ve gelişmeler ile sermaye piyasası araçlarının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olabilme* unsurlarından oluşmaktadır. Özel durumların ne olduğu sorusu, birtakım bilgiler, olaylar ve gelişmeler olarak cevaplanabileceğinden bilgi olay ve gelişme unsurunun *tanımlayıcı unsur* olarak ifade edilmesi mümkündür. Benzer bir şekilde, özel durumların nasıl oldukları sorusu ise sermaye piyasası araçlarının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili oldukları yönünde cevaplandırılabilirdiğinden bu etkinin kısaca *niteleyici unsur* olarak ifade edilmesi mümkündür. Zira, kavramın SerPK m. 15 uyarınca anlam, içerik ve zihinlerde oluşturduğu tasarımı belirleyen husus, bu durumların sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olmasıdır. O halde özel durum kavramının, SerPK m. 15’ten hareketle *tanımlayıcı ve niteleyici unsurları bir arada içeren durumlar* olarak tanımlanması mümkündür.

Ancak özel durumların niteleyici ve tanımlayıcı unsurlardan ibaret görülmesi halinde, ÖDT’de “sürekli bilgiler” başlığı altında düzenlenen durumlar bu kavramın

kapsamı dışında kalacaktır. Zira ÖDT'deki içsel bilgiler tanımında SerPK m. 15'teki tanımlayıcı ve niteleyici unsurlara yer verilmiş, bir bakıma özel durumlar ile içsel bilgiler eş anlamlı olarak değerlendirilmiştir. Sürekli bilgiler ise içsel bilgiler dışında kalan tüm durumlar olarak belirlenmiş ve esasen bu bilgilerin tanımlayıcı unsur içermelerine rağmen niteleyici unsur içermedikleri ifade edilmiştir. Oysa SerPK m. 15 uyarınca bir durumun özel durum olabilmesi için niteleyici unsura sahip olması gerektiğinden, bu unsuru taşımayan sürekli bilgilerin, özel durumların kapsamı dışında kalacağı açıktır. O halde, halihazırda açıklama yükümlülerince sürekli bilgiler adı altında muhataplara sunulan bilgileri de kapsayan bir özel durum tanımına ihtiyaç vardır.

Aşağıda⁴¹ detaylıca tartışılmış olmakla birlikte, kanaatimizce ÖDT'de sürekli bilgiler olarak değerlendirilen durumların büyük bir kısmı, Tebliğde tanımlanan içsel bilgiler kapsamına girmektedir. Bunun dışında kalan durumlar ise yine aşağıda⁴² belirlendiği üzere yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerden ibarettir. Dolayısıyla, sürekli bilgilerin nasıl oldukları sorusu yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikte oldukları şeklinde cevaplandırılabilecektir. Bu durumda sürekli bilgilerin yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olmak olan *niteleyici unsur* ile bilgi, olay ve gelişme olan *tanımlayıcı unsurlardan* oluştuğu belirtilebilir.

Gelinen noktada, hem sürekli bilgileri niteleyen yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olma unsuru için hem de içsel bilgileri niteleyen sermaye piyasası araçlarının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olma unsuru için *niteleyici unsur* terimi kullanılmış olmaktadır. Çalışmamızda, içsel ve sürekli bilgilerin içeriklerinin belirlenmesini kolaylaştırmak adına, sermaye piyasası araçlarının

⁴¹ Bkz. aşa. İkinci Bölüm, I-1 (İçsel Bilgi ve Sürekli Bilgi Ayrımı).

⁴² Bkz. aşa. İkinci Bölüm, I-2-C-b (Sürekli Bilgiler Bakımından).

değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olma unsuru *etki unsuru*⁴³ olarak; yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olma unsuru ise *yardımcı unsur* olarak isimlendirilmiştir.

Sonuç olarak özel durum kavramı, etki unsuru ve tanımlayıcı unsur ya da yardımcı unsur ve tanımlayıcı unsurdan oluşan bilgilerin toplamı olarak formüle edilebilir. Başka bir ifadeyle, özel durum kavramının “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek yahut yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak tanımlanması mümkündür⁴⁴.

2- Hukuki Niteliği

Özel durum açıklamaları, hukuken kendisine sonuç bağlanmış bir eylem olması itibarıyla hukuki fiildir⁴⁵. Zira özel durumların açıklanması kanun koyucu tarafından zorunlu tutulmuş, açıklanmaması haline ilişkin sorumluluk hükümleri öngörülmüştür. Ayrıca özel durumların açıklanması, belirli hususlardaki bilgilerin muhataplara beyan

⁴³ Bu unsurun yalnızca “*sermaye piyasası araçlarının fiyatına etkili olabilmek*” olarak anlaşılması gerektiği hususunda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-ii vd. (Sermaye Piyasası Araçlarının Değeri ve Fiyatına Etki).

⁴⁴ Özel durum kavramının “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek nitelikteki içsel bilgi, olay ve gelişmeler ile yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak tanımlanması gerektiği hususunda bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-iii-iii.6-iii.6.c (Düzenleme Önerisi).

⁴⁵ Hukuki fiiller hakkında detaylı bilgi için bkz. **Eren, F.:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yirminci Baskı, Ankara 2016, s. 159 vd.; **Esener, T.:** Borçlar Hukuku I, Ankara 1969, s. 6-8; **Altaş, H.:** Medeni Hukuk Başlangıç Hükümleri, Ankara 2014, s. 121 vd.; **Gözler, K.:** Hukukun Temel Kavramları, On Üçüncü Baskı, Bursa 2015, s. 141-142; **Pashı, A.:** Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Kullanılan “Oy”un Hukuki Niteliği (Bölüm I: Kavram), İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2009, C. 67, S. 1-2, s. 174.

edilmesi olduğundan bunların hukuken bilgi/tasavvur açıklaması niteliği taşıdığı belirtilmelidir⁴⁶.

3- Terimin Yerindeliği

Özel durum açıklamalarının konu ve kapsamı belirlenirken “*özel*” ifadesiyle neyin kastedildiği ve olağan/sıradan olandan ne şekilde farklılaşarak özel olma niteliğine kavuştuğunu yahut ne şekilde aidiyet belirttiğini saptamak gerekir. Böyle bir saptamanın mümkün olmaması durumunda ise ifadenin yerindeliği üzerinde durulmalı ve ihtiyaç olması halinde bu durumları karşılayabilecek yeni bir terim tercihinde bulunulmalıdır⁴⁷.

Özel durum ifadesi *lafzi* olarak incelendiğinde, bu ifadenin belirli durumları diğerlerinden ayıran ve onları özel olarak nitelemeye olanak sağlayacak özelliklere dikkat çeken bir *üst kavram* olduğu belirtilebilir⁴⁸. Bu itibarla SerPK m. 15’te, birtakım durumların etkileri⁴⁹ bakımından sınıflandırıldığı, etkisiz durumlar olağan/sıradanken etkili durumların özel kabul edilmesiyle özel durum kavramının oluşturulduğu çıkarımı yapılabilir. Ayrıca durumların özel olmasıyla, açıklanacak bilgilerin yalnızca belirli bir kişiye veya bir şeye ait olduğu hususunun altının çizilmeye çalışılması ve bu açıdan bilgilerin henüz herkesçe malum olmadığına işaret edilmiş olması da mümkündür. Dolayısıyla özel durum ifadesinin, belirli kişilerce sahip olunan bilgilerin kamunun aydınlatılması amacıyla hususi olarak kamuya açıklanması gerekliliğine dikkat çekmek

⁴⁶ Hukuki fiillerden olan bilgi/tasavvur açıklamalarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Eren**, s. 163; **Esener**, s. 7; **Altaş**, s. 124, 127.

⁴⁷ Kavram ile bir şeyin taşıdığı içerik ve anlamın zihinde yarattığı tasarım belirtilirken terim ile bu tasarımın isimlendirilmesi, sözel olarak başlıklandırılması ifade edilmektedir; bkz. TDK Sözlüğü, www.tdk.gov.tr (Erişim Tarihi: 12.12.2022); **Kaya**, s. 37, dn. 1.

⁴⁸ TDK Sözlüğü’nde *özel* sıfatının yedi adet anlamı tanımlanmıştır. Bunların bir kısmı özel olan şeyin ayırt ediciliğini vurgulamışken diğer bir kısmı o şeyin aitliğine, münhasırlığına dikkat çekmiştir; bkz. TDK Sözlüğü, www.tdk.gov.tr (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

⁴⁹ **Turanboy** tarafından bu etki, *önemli* kelimesiyle ifade edilmiştir ve yatırım kararlarına etki eden bilginin önemli bilgi olduğu belirtilmiştir; bkz. s. 45, 48.

amacına hizmet ettiği de düşünülebilir. Ancak kanaatimizce, kanun koyucunun “*özel durum açıklamaları*” terimini tercih etmesinin arkasındaki neden, bu açıklamaların ikinci el piyasalarda kamuyu aydınlatma ilkesinin periyodik görünümü olan finansal tablo ve raporlardan ayrılmasını sağlamak ve farklarına işaret etmektir.

Öğretide *Manavgat* tarafından gerek bu açıklamalara konu durumların herhangi bir zamansal sınıra tâbi olmaması gerekse açıklama yükümlülüğünün dönemsellik arz etmemesi nedeniyle özel durumların açıklanmasının “*özel haller gereği kamuyu aydınlatma*” terimiyle ifade edilebileceği belirtilmiştir⁵⁰. Bunun dışında, açıklanması öngörülen *özel durumları* nitelemek üzere *önemli durum*⁵¹, *esaslı durum*⁵², *asli husus/durum*⁵³ ya da *gerekli durum* terimlerinin tercih edilmesinin düşünülmesi de mümkündür.

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri⁵⁴ uyarınca kamuya eksik veya yanıltıcı şekilde açıklanması halinde kullanıcılarının ekonomik tercih ve kararları üzerinde etki

⁵⁰ **Manavgat**, s. 220.

⁵¹ Özel durumlarının kapsamının daha dar belirlendiği eSerPK m. 16/A’ya ilişkin olarak öğretide, bunların *mevcut durumu önemli ölçüde değiştirebilecek olma* niteliğini vurgulayan *önemli durumlar* teriminin kullanılması tercih edilmiştir; bkz. **Karayağın, Y.**: Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Gelişmeler, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1996, C. 18, S. 4, s. 123; **Yanlı, s. 134**; **Yanlı, V.**: Kamuyu Aydınlatma Açısından Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkelerinin Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. 2, İstanbul 2007, s. 1592; **Paslı, Devralınma**, s. 343, 354. Aynı dönemde *özel konular/durumlar* ifadesi de kullanılmıştır; bkz. **Kılıç, s. 25**; **Küçüksözen, s. 177**. Bilginin önemli olmasıyla kastedilene ilişkin bilgi için bkz. **Aydoğan, s. 353** vd.

⁵² İçsel bilgilerin, ortaklıklara ilişkin esaslı bilgiler oldukları yönünde bkz. **Paslı, Devralınma**, s. 362, dn. 196. Aynı yönde bkz. **Meral, s. 181**.

⁵³ *Material facts* (SEA § 14-e [Tl. 15 USC Chap. 2B § 78n]). *Turanboy* tarafından *material fact* ifadesi *maddi vakia* olarak çevrilmişken (**Turanboy, s. 46**) *Manavgat* tarafından asli husus olarak çevrilmiştir (**Manavgat, s. 81**). Ayrıca bu ifadenin ABD, Kanada, İngiltere, Almanya ve Fransa hukuk sistemlerinde anlam ve kullanımları için bkz. **Turanboy, s. 46** vd.

⁵⁴ G20/OECD Principles of Corporate Governance, 30 November 2015 için bkz. https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

doğurabilecek, aynı zamanda makul bir yatırımcının yatırım kararları bakımından da önemli kabul edilebilecek bilgiler “önemli/esaslı bilgi” (*material information*) olarak adlandırılmış ve etki unsuru *önemlilik/esaslılık (materiality)* ilkesine dayandırılmıştır⁵⁵. Buna göre esaslı bilgiler, kamuya açıklanması gereken önemli bilgilerdir⁵⁶. Türk sermaye piyasası hukukundaki özel durum açıklamalarına ilişkin mülga Kanun ve Tebliğ düzenlemelerinde de *önemlilik/esaslılık* ilkesi dikkate alınmış; değere, fiyata ve yatırım kararlarına etki edebilecek *önemli* olay ve gelişmelerin özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması öngörülmüştür⁵⁷. Ayrıca halihazırda yürürlükte olan II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliğinde⁵⁸ (ÖDT II) de açıklanması gereken özel durumlar *önemlilik* esasına dayandırılmıştır⁵⁹.

Her ne kadar yukarıdaki terimlerin hepsi özel durum açıklamaları teriminin yerine kullanılabilecek ve bu terimin yerini genel olarak doldurabilecekse de kanaatimizce “özel” sıfatı, hem durumları *etki unsuru ve yardımcı unsur* bakımından ayırt etmesi hem de bunları açıklamakla yükümlü olanlara ilişkin, özgü ve ait olduğunu (*private*)⁶⁰ belirtmesi itibarıyla söz konusu durumların henüz herkesçe bilinmediğine işaret ettiğinden amaca daha uygundur.

⁵⁵ G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 37.

⁵⁶ **Turanboy**, s. 45, 48; **Paslı**, Devralınma, s. 342.

⁵⁷ Bu düzenlemeler: eSerPK m. 16/A, Seri VIII, No: 20 sayılı mülga Tebliğ m. 1, Seri VIII, No: 39 sayılı mülga Tebliğ m. 2 ve Seri VIII, No: 54 sayılı mülga Tebliğ m. 2 olup aşağıda incelenmiştir; bkz. aşağı. Birinci Bölüm, III-4 (Türk Hukukunda).

⁵⁸ RG. 23.01.2014, S. 28891.

⁵⁹ ÖDT II, m. 2 uyarınca, “*Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklarla ilgili önemli bilgi, olay ve gelişmelerde ortaklıklar ve/veya ilgili taraflarca kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanma usul ve esasları bu Tebliğ hükümlerine tabidir.*”

⁶⁰ *Private* (özel) sıfatının aitlik belirten tanımları için bkz. Dictionary by Merriam-Webster Online Sözlük, <https://www.merriam-webster.com/dictionary/private> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

Özel olduğu belirtilen durumları bilgi, olay ve gelişme şeklinde sınıflandırmaya gerek olmadığı; zira kamuya açıklanması gereken hususların birer bilgi olduğu ve gerek olay gerekse gelişmelerin esasen bilgi niteliği taşıdığı⁶¹, bu nedenle “*özel durumlar*” terimi yerine “*özel bilgiler*” teriminin kullanılmasının yerinde olacağı düşünülebilir. Ancak kanaatimizce özel durum kavramının kapsamını sınırlandırmamak ve geniş bir şekilde belirlenebilmesine olanak sağlamak amacıyla bilgi, olay ve gelişmeler *durum* terimiyle ifade edilmiştir⁶². Gerçekten de durum ifadesi, yalnızca tamamlanmış hususlara ilişkin bilgiler değil, henüz tamamlanmamış işlemlerdeki gelişmelerin yahut planlanmamış olayların da etki veya yardımcı unsurları taşımak kaydıyla özel olabileceği ve kamuya açıklanacak hususların kapsamında yer alabileceği konusundaki tereddütleri gidermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası hukukunda kamuya açıklanması gereken hususları belirten özel durum kavramının *özel durum açıklamaları* terimiyle ifade edilmesinin uygun olacağı kanaatindeyiz.

4- Konusu

A- Çerçeve Sorunu

Özel durum açıklamaları bağlamında kamuya açıklanabilecek her durum bu açıklamaların konusunu oluşturur. Ancak konunun tespiti, söz edilen durumların sınırlı sayıda belirlenip sıralanmasını gerektirmez. Bu durumların açıklanmasının mevzuatta öngörülme amacı ve lafzı dikkate alınarak özel durum açıklamalarının çerçevesinin çizilmesi, konusunun belirlenmesi için yeterlidir. Anayasa Mahkemesince de ifade edildiği üzere, kanun koyucu tarafından özel durum açıklama yükümlülüğünün yalnızca

⁶¹ **Manavgat**, Halka Arz, s. 222.

⁶² Özel durum açıklamalarına konu bilgi, olay ve gelişmelere ilişkin olarak bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-B-a (Açıklanacak Hususların, Bilgi, Olay veya Gelişme Olmaları).

genel çerçevesi çizilmiştir⁶³. O halde özel durum açıklamalarının konusunun bir *çerçeve sorunu* olduğunu belirtmek yanlış olmayacaktır⁶⁴.

B- Kural İçi Boşluğun Tespiti

Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki tüm bilgi, olay ve gelişmeler özel durum açıklamalarının konusunu oluşturmaktadır. Fakat hangi durumların bu etkiyi veya yardımı sağlayabilecek nitelikte olduğunun belirlenmesi bir yorum faaliyetini gerektirmektedir⁶⁵. Zira kanun koyucu tarafından lafzi olarak özel durum kavramının unsurlarının, eksik de olsa⁶⁶, belirlenmesine rağmen her somut durumda, bu durumun yatırımcıların gerek yatırım kararlarına *etki edebilecek* gerekse haklarını kullanmalarına *yardımcı olabilecek* nitelikte olup olmadığının değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu itibarla özel durum açıklamaları bakımından etki ve yardımcı unsurlara bağlanmış bir kural içi (*intra legem*) boşluğun söz konusu olduğunu belirtmek yanlış olmayacaktır⁶⁷. Zira kanun koyucu tarafından, yatırımcılar ve kamuyu aydınlatmakla yükümlü olanlar arasındaki menfaatler dengesinin sağlanabilmesi için sınırları belirli bir kanuni çözüm getirilmesi yerine her somut durumda, durumun özellik ve gerekliliklerine göre bir çözüm belirlenmesine imkan tanınması tercih edilmiştir⁶⁸. Gerçekten de söz konusu kural içi

⁶³ Karara ilişkin bilgi için bkz. aşağıda. Birinci Bölüm, II-4-C (Çerçevenin İçeriğinin, Kural İçi Boşluğun Doldurulması Suretiyle Oluşturulması).

⁶⁴ Bilgi alma hakkı bakımından bkz. **Kaya**, s. 194.

⁶⁵ **Manavgat**, Halka Arz, s. 211. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 177.

⁶⁶ Bkz. aşağıda. İkinci Bölüm, I-1-C vd. (Ayrırma Konu Bilgilerin Genel Çerçevesi).

⁶⁷ Kural içi boşluk hakkında detaylı bilgi için bkz. **Edis, S.**: Hukukun Uygulanmasına Yargıca Tanınmış Takdir Yetkisi, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1973, C. 30, S. 1, s. 171 vd.; **Kırca, Ç.**: Örtülü (Gizli) Boşluk ve Bu Boşluğun Doldurulması Yöntemi Olarak Amaca Uygun Sınırlama (Teleologische Reduktion), Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2001, C. 50, S. 1, s. 93-94; **Altaş**, s. 248 vd. Aynı hususun bilgi alma hakkı bakımından incelenmesi için bkz. **Kaya**, s. 198, dn. 16.

⁶⁸ **Yanlı, V.**: Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında “İçsel Bilgi” Kavramı, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2010, s. 264.

boşluk sayesinde yatırımcıların yatırım kararlarını *bilgiye dayalı olarak verme* hususundaki menfaatleri ile ilgili ortaklığın *piyasadaki rekabet gücünü koruma* hususundaki menfaati dengelenebilmektedir⁶⁹.

C- Çerçevenin İçeriğinin, Kural İçi Boşluğun Doldurulması Suretiyle Oluşturulması

Tespit edilen kural içi boşluk Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)⁷⁰ ve yargı tarafından doldurulmalı, bir başka ifadeyle her somut durum bakımından menfaatler dengesi ve kamuyu aydınlatma ilkesinin amaçları dikkate alınarak etki ve yardımcı unsurların değerlendirilmesi sonucu açıklama yapılmasının gerekip gerekmediği belirlenmelidir. Özel durumların kamuya açıklanması yükümlülüğünün ihlali dolayısıyla SPK tarafından hakkında idari para cezası tesis edilen bir ihraççının karara karşı iç hukuk yollarını tüketerek bireysel başvuru yoluyla başvurduğu Anayasa Mahkemesi, konuya ilişkin kararında bu hususa değinmiştir⁷¹. Karara göre, dinamik bir alan olan sermaye piyasalarındaki teknik konuların kanun koyucu tarafından düzenlenmesi beklenmemelidir. Bu bakımdan özel durum açıklamalarına konu olabilecek bilgi, olay ve gelişmeler de teknik nitelikte olup, güncel gelişmeler ışığında bunların ayrıntılarının idare tarafından tespit edilmesi gerektirmektedir.

Ancak SPK tarafından her bir özel durumun Kurul kararlarıyla kazuistik bir yöntemle sayılması mümkün olmadığı gibi, halihazırda her bir ortaklık bakımından açıklama gerektiren bir özel durumun mevcut olup olmadığı da çoğu zaman açıklama yükümlülüğünün ihlali halinde tespit edilmektedir. Ayrıca bu boşluğun yargı tarafından

⁶⁹ Bu sayede *maksimum* değil *optimum* düzeyde kamunun aydınlatılacağı yönünde bkz. **Pashı**, s. 250.

⁷⁰ Özel durumları açıklamakla yükümlü olanlarca her somut durumun bu açıklamalara konu olup olamayacağı saptanırken SPK tarafından hazırlanan tebliğ rehberleri, *yol gösterici* olacaktır; bkz. **Pashı**, Devralınma, s. 362, dn. 196.

⁷¹ Anayasa Mahkemesi'nin 2017/23849 numaralı başvuruya ilişkin 10.10.2018 tarihli kararı için bkz. RG. 14.12.2018, S. 30625.

doldurulabilmesi de ancak bu hususta bir hukuki uyumsuzluğun doğmasından ve uyumsuzluğun mahkemeye taşınmasından sonra gerçekleştirilebilecektir. Dolayısıyla, henüz bir ihlal veya uyumsuzluk oluşmadığı aşamada, ihlale ve uyumsuzluğa sebebiyet vermemek amacıyla, bir durumun açıklanması gereken bir özel durum niteliği taşıyıp taşımadığının tespiti, kamuyu aydınlatma ilkesine tâbi ortaklığa ve ilgililere düşmektedir⁷². Ancak ortaklık ve ilgililer tarafından yapılacak bu tespit, asgari olarak SPK tarafından Özel Durumlar Rehberi⁷³ (Rehber) ile belirlenen hususların dikkate alınması gerekir. Bir başka ifadeyle açıklama yükümlülükleri, asgari olarak Rehberde örneklendirilen özel durumları açıklamak durumundadır. Hal böyleyken, her bir ihraççı ve durum bakımından değerlendirilmesi ve yorumlanması gereken özel durumların konusunun, bilgi, olay veya gelişmelerin etki veya yardımcı unsurları sağlaması şartıyla sınırsız olduğunu belirtmek yanlış olmayacaktır⁷⁴.

5- Kapsamı

Özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemelerin maddi içeriği, özel durumların kapsamını belirlemektedir⁷⁵. Bununla birlikte, hangi tür bilgi, olay veya gelişmelerin

⁷² **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 264; **İhtiyar**, s. 188; **Koch, P.**: Disclosure of Inside Information (içinde European Capital Markets Law, Ed. **Rüdiger Veil**), Second ed., Oxford and Portley Oregon 2017, 364-365, par. 55; **Aydoğan**, s. 221. Bu husus Rehberde, “*Kamuya açıklama yapma yükümlülüğü bulunanlar, karşılaştıkları bu tür gelişmeleri kamuya açıklayıp açıklamayacaklarını eldeki veriler ve ihraççıya özgü koşullar altında değerlendirmelidirler. Bu nedenle, bu örneklerle nitelendirilen olayların sermaye piyasası aracının değeri, fiyatı ve yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olup olmayacağı değerlendirilirken her bir durum ayrı ayrı dikkate alınır. İçsel bilgilerin kamuya açıklanmasının gerekip gerekmediğinin değerlendirilmesi Tebliğ kapsamında bu bilgileri açıklamakla yükümlü kişilerin sorumluluğundadır.*” şeklinde ifade edilmiştir; II-5, s. 10.

⁷³ Özel Durumlar Rehberi için bkz. SPK 2014/19 sayılı Bülten, 27.06.2014 tarih ve 20/643 sayılı Kurul Kararı, blob:<https://mevzuat.spk.gov.tr/3c0dda12-a82d-4373-bc10-0217fcb7c29a/> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

⁷⁴ Benzer şekilde bilgi alma hakkının konu bakımından sınırsız olduğuna ilişkin görüşler için bkz. **Kaya**, s. 200 vd.

⁷⁵ Bilgi alma hakkı bakımından bkz. **Kaya**, s. 194.

açıklanamayacağı hususu, özel durum açıklamalarının kapsamını belirginleştirip sınırlarını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda ticari sırlar⁷⁶, özel durum açıklamalarının (içsel bilgiler bakımından) kapsamının sınırını oluşturmaktadır⁷⁷.

Özel durum açıklamalarına konu durumlar, bunları açıklamakla yükümlü olanlar, açıklamalara muhatap olanlar, açıklamaların usulü ve zamansal sınırları, açıklamanın ertelenmesi şartları ve açıklanmama halindeki sorumluluk hükümleri bir bütün olarak özel durum açıklamalarının kapsamını oluşturan hususlardır. Bu kapsam gerek açıklanacak durumlar gerek açıklamakla yükümlü olanlar gerekse muhataplar bakımından oldukça geniştir.

Belirtilmelidir ki, özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gereken bilgi, olay veya gelişmelerin yalnızca ÖDT, ÖDT II ve Rehber ile sınırlı olduğu düşünülmemelidir. Gerçekten de gerek SerPK’de gerekse SPK tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelerde dağınık bir şekilde de olsa kamuya açıklanması gereken özel durumlara ayrıca yer verilmiştir. II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği⁷⁸ m. 10, 12, 24 ve 28, II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği⁷⁹ m. 11 ve Ek-2, II-18.1 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği⁸⁰ m. 12 ve 14, II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği⁸¹ m. 12 ve 13, II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği⁸² m. 8, II-23.3 sayılı Önemli

⁷⁶ Detaylı bilgi için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II-5 (Kapsamın Sınırları: Ticari Sırlar).

⁷⁷ Anonim ortaklıkların, kamuyu aydınlatma ilkesince “*camdan bir evde oturması*” gerektiği ancak ticari sırların bunun istisnası olduğu yönünde bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 317, par. 471. Ticari sırların, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında açıklanması gereken bilgilerin sınırını oluşturduğu yönünde bkz. **Yanlı**, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 1584; **Gürbüz Usluel**, s. 199-201; **Memiş/Turan**, s. 40; **Aydoğan**, s. 371; **Meral**, s. 141. Bilgi alma hakkı bakımından ticari sırların objektif sınır oluşturduğu yönünde bkz. **Kaya**, s. 213.

⁷⁸ RG. 28.06.2013, S. 28691.

⁷⁹ RG. 03.01.2014, S. 28871.

⁸⁰ RG. 25.12.2013, S. 28862.

⁸¹ RG. 03.01.2014, S. 28871.

⁸² RG. 28.12.2013, S. 28865.

Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği⁸³ m. 8/2 ve 16/4, II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği⁸⁴ m. 10/1 ve 21, II-27.3 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği⁸⁵ m. 5/1, II-31/A.1 sayılı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği⁸⁶ m. 6/7 ile VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği⁸⁷ m. 18/6, 20/2, 21/2, 27/2 ve 28/2 bu düzenlemelere örnektir⁸⁸.

İzahname, finansal tablo ve raporlar ile özel durum açıklamaları, açıklanan bilgilerin ilgili olduğu ortaklığın/ortaklıkların geçmiş, şimdi ve gelecekleri bakımından adeta bir *ayna* görevi görmektedir⁸⁹. Bunlardan özel durum açıklamaları, “şimdi”ye yönelik olup ortaklığın şimdiki durumunu yansıtmaktadır⁹⁰. Dolayısıyla, özel durum açıklamalarına konu durumlardan bazılarına, diğer kamuyu aydınlatma belgelerinde de yer verilmesi mümkündür. Ancak bu açıklamalar özel durum açıklaması niteliği taşımayacaktır. Zira özel durum açıklamaları zamansal olarak, en erken birinci el piyasalarda sonuçlandırılan bir ihracı takiben başlayıp bu açıklamalara konu olabilecek bilgi, olay ve gelişmelerin gerçekleştiği her an devam etmektedir. Bu nedenle özel durum açıklamasına konu olabilecek nitelikte bir durumun izahname ile kamuya açıklanması,

⁸³ RG. 27.06.2020, S. 31168. Bu tebliğ uyarınca kamuya açıklanması gereken özel durumlara ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Tarhan, D. G.**: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul 2018, s. 201-204.

⁸⁴ RG. 23.01.2014, S. 28891.

⁸⁵ RG. 31.12.2020, S. 31351.

⁸⁶ RG. 11.09.2020, S. 31241.

⁸⁷ RG. 07.06.2013, S. 28670.

⁸⁸ Paya dayalı kitle fonlaması faaliyetleri kapsamında III – 35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (RG. 03.10.2019, S. 30907) m. 22 uyarınca kamuya açıklanması öngörülen bilgiler esasen özel durum niteliği taşısa da Tebliğe tâbi girişim ortaklıkları SerPK m. 3 uyarınca ihraççı tanımı kapsamı dışında tutulmuştur. Dolayısıyla yalnızca anılan Tebliğ kapsamındaki ortaklıklar bakımından sınırlı bir uygulama alanına sahip bu bilgi açıklamalarına çalışmamızda ayrıca yer verilmemiştir. Konuya ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Hacıömeroğlu, A. O.**: Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi 2020, C. 8, S. 15, s. 294 vd.

⁸⁹ **Paslı**, s. 245; **Paslı**, Devralınma, s. 340.

⁹⁰ **Paslı**, Devralınma, s. 253-254.

özel durumların kamuya açıklanması gereken zamansal sınırın dışında kalacaktır. Benzer şekilde belirli periyotlar halinde açıklanan finansal tablo ve raporlarda yer alabilecek bu tür durumlar, bahsedilen durumun derhal veya kısa süre içerisinde kamuya açıklanması gerekliliğini karşılamayacağından özel durum açıklaması olarak değerlendirilemeyecektir⁹¹.

Son olarak, özel durum açıklamaları bakımından muhatabı herkes olabilen bir derhal bilgi verme durumu söz konusudur⁹². Nitekim kamuyu aydınlatma ilkesinde söz edilen kamu, bir bütünü ifade etmektedir⁹³. Bu bütün, kamunun aydınlatılmasında *menfaati* olan mevcut ve muhtemel yatırımcılar⁹⁴, mevcut ve muhtemel alacaklılar⁹⁵, mevcut ve muhtemel çalışanlar⁹⁶ ve devletten⁹⁷ oluşmaktadır⁹⁸.

⁹¹ Finansal raporlama esnasında finansal veri ve finansal bilgilerin içsel bilgiye dönüşmesinin mümkün olduğu, finansal raporlamanın dürüst resim ilkesine uygunluğu ve bütünlük arz etmesi gereği karşısında içsel bilgilerin derhal açıklanması yükümlülüğü dikkate alındığında raporlama esnasında ortaya çıkan içsel bilgilerin ne zaman kamuya açıklanmaları gerekeceğine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Manavgat, Ç.:** Finansal Verilerin ve Finansal Bilgilerin İçsel Bilgi Niteliği-Kamuya Açıklamanın Sınırları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1998, C. 38, S. 1, s. 8 vd.

⁹² **Kaya**, s. 30; **Manavgat**, Halka Arz, s. 210; **Meral**, s. 30.

⁹³ **Kaya**, s. 17, dn. 53. Bu husus *Paslı* tarafından *ülke ekonomisinin bütünü* olarak değerlendirmiştir; bkz. **Paslı**, s. 248.

⁹⁴ Muhataplardan mevcut ve muhtemel yatırımcılar hakkında bkz. **Tekinalp**, s. 25-33; **Yanlı**, s. 102-103; **İhtiyar**, s. 96; **Aydoğan**, s. 71-75; **Meral**, s. 31-32.

⁹⁵ Muhataplardan mevcut ve muhtemel alacaklılar hakkında bkz. **Tekinalp**, s. 31; **İhtiyar**, s. 97; **Aydoğan**, s. 75-76.

⁹⁶ Muhataplardan mevcut ve muhtemel çalışanlar hakkında bkz. **Tekinalp**, s. 36; **İhtiyar**, s. 97; **Aydoğan**, s. 76-78.

⁹⁷ Muhataplardan devlet hakkında bkz. **Tekinalp**, s. 33-36; **İhtiyar**, s. 98; **Aydoğan**, s. 78-79.

⁹⁸ **Tekinalp**, s. 25-36; **Kaya**, s. 20; **Yanlı**, s. 101-105; **İhtiyar**, s. 95-100; **Duman**, s. 99-106; **Üçışık**, s. 12; **Uçar**, s. 45-48; **Meral**, s. 30-33.

6- Amacı

A- Fırsat Eşitliğinin Sağlanması

Kamuyu aydınlatmakla yükümlü olan ortaklıklar, hukuken kişiliğe sahip oldukları süre boyunca *yaşayan varlıklardır* ve gerek ortaklık içinde gerekse ortaklık dışında devamlı olarak çeşitli işlemler gerçekleştirmekte, hukuki ilişkilere taraf olmaktadır⁹⁹. Bunun sonucunda ortaklık sermaye piyasası araçlarının fiyatı¹⁰⁰ da sürekli olarak değişmektedir. Zira sermaye piyasaları bilgiye son derece duyarlı olup söz konusu işlem ve ilişkilere ilişkin *bilgi*, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde hızla etkisini göstermektedir¹⁰¹. Bahsi geçen işlem ve ilişkilere taraf olmayan, bunlardan haberdar olması imkânı da bulunmayan muhatapların, ilgili ortaklığa ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin kararlarını bilgiye dayalı olarak şekillendirebilmeleri (*informed decision*) bakımından bu bilgilerden en kısa sürede¹⁰²/derhal¹⁰³ haberdar olmaları gerekmektedir¹⁰⁴. Yatırım kararlarının bilinçli olarak alınabilmesi de ancak bu şekilde mümkündür¹⁰⁵. Aksi takdirde söz konusu gelişmelerden haberdar olan içeridekiler¹⁰⁶

⁹⁹ **Karşı**, s. 612; **İhtiyar**, s. 176; **Üçışık**, s. 8, 13; **Duman**, s. 115.

¹⁰⁰ Bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-ii-ii.4 vd. (Sermaye Piyasası Araçlarının Değerinin ve Fiyatının Belirlenmesi).

¹⁰¹ **Kabaalioglu**, s. 189; **Turanboy**, s. 9; **Tanör, R.**: Sermaye Piyasası Kanunu'nun Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Düzenlemeleri ve Bunların Bankalar Kanunu'na Tabi Kuruluşlara Uygulanabilirliği, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan, İstanbul 2002, C. 1, S. 1, s. 671. Tarihsel süreçte bilginin, piyasalar üzerindeki etkisinin fark edilmeye başlandığı çeşitli örnekler için bkz. **Kabaalioglu**, s. 18 vd.

¹⁰² MAR m. 17/1.

¹⁰³ ÖDT m. 23.

¹⁰⁴ **LaFarge, R./Hayes, J.**: Full and Fair Disclosure under the Federal Securities Laws: Truth or Consequences, Suffolk University Law Review 1969, Vol. 3, No. 3, s. 595; **Kabaalioglu**, s. 184; **Tanör**, s. 664, 671; **İhtiyar**, s. 176; **Duman**, s. 116; **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s. 37; **Aydoğan**, s. 206.

¹⁰⁵ **Kabaalioglu**, s. 188-189.

¹⁰⁶ İçeridekiler/içeriden öğrenenler kavramına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Turanboy**, s. 30-31, 75 vd.; **Manavgat, Ç.**: Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1998, C. 19, S. 4, s. 187 vd.

tarafından piyasalarda yapılan işlemler sonucu muhatapların zarara¹⁰⁷ uğrama ihtimalleri gündeme gelmektedir¹⁰⁸. Dolayısıyla özel durum açıklamalarının öngörülmesiyle yatırımcılar arasında fırsat eşitliğinin sağlanması ve bilgi suistimalinin (içeriden öğrenenlerin ticaretinin)¹⁰⁹ engellenmesi amaçlanmaktadır¹¹⁰.

¹⁰⁷ Bilgi suistimali suçu/içeriden öğrenenlerin ticareti bakımından zarar kavramına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Evik, A. H./Evik, V. S.**: İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2005, C. 63, S. 1-2, s. 33 vd. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumlulukta zarar şartına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Manavgat, Ç.**: Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 129-130; **Kara**, s. 149 vd.; **Meral**, s. 350 vd.; **Aydoğan**, s. 425 vd; **Pashı**, Devralınma, s. 396 vd.

¹⁰⁸ **Kabaalioğlu**, s. 189; **Turanboy**, s. 8, 108 vd.; **Özer**, s. 49.

¹⁰⁹ Bilgi suistimali suçuna (SerPK m. 106) ilişkin olarak bkz. **Hacımahmutoğlu, S.**: Market Egalitarianism ve İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Düzenlenmesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan, İstanbul 2002, C. 1, S. 1, s. 604 vd.; **Turanboy**, s. 39 vd.; **Kütükçü, D.**: Sermaye Piyasası Hukuku II, İstanbul 2005, s. 429 vd.; **İhtiyar**, s. 180 vd.; **Turanboy, A.**: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Halka Açık Bankalar Bakımından Piyasa Dolandırıcılığı ve Bilgi Suistimali Suçları, BTHAE 60. Yıl Sempozyumu, Ankara 2017, s. 202 vd.; **Evik/Evik**, s. 8 vd.

¹¹⁰ **Hacımahmutoğlu, S.**: AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan, Ankara 2003, s. 154; **Yanlı**, s. 141, 143; **İhtiyar**, s. 176; **Pashı**, Devralınma, s. 355; **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 258; **Çetin**, Yatırımcının Korunması, s. 453. Benzer şekilde bkz. **Karşı**, s. 612.

B- Sürekli Bilgi Akışının Sağlanması

İzahname¹¹¹, finansal tablo ve raporlar¹¹² ile özel durum açıklamaları, kamuyu aydınlatma ilkesinin çeşitli amaçlarına hizmet eden üç farklı kamuyu aydınlatma belgesidir. Bunlardan özel durum açıklamaları, ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü ikinci el piyasalarda, zorunlu ve sürekli kamuyu aydınlatma kapsamında yapılmaktadır¹¹³. İzahname ile tek seferlik veya finansal tablo ve raporlarla belirli periyotlar halinde yapılan açıklamaların herhangi bir zamanda ortaya çıkabilen bilgileri anlık olarak yansıtabilmeleri mümkün değildir¹¹⁴. Zira bu bilgilerin bir süre sonra

¹¹¹ SerPK m. 3/1-j uyarınca izahname, “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 belgesini” ifade eder. Bir kamuyu aydınlatma belgesi olan izahnameye ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Yanlı**, s. 108-114; **Yanlı**, Kamunun Aydınlatılması, s. 161; **İhtiyar**, s. 121 vd.; **Manavgat**, Halka Arz, s. 694 vd.; **Çatakoğlu, B.**: Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2016, C. 11, S. 1, s. 119 vd.; **Turan**, s. 193 vd.; **Meral**, s. 150 vd.; **Aydoğan**, s. 139 vd.

¹¹² II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 13.06.2013, S. 28676) m. 4/1-b uyarınca finansal raporlar, “finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarından oluşan raporları” ve 4/1-c uyarınca finansal tablolar, “dipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve özkaynak değişim tablosunu” ifade eder. Bir kamuyu aydınlatma belgesi olan finansal tablo ve raporlara ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 279, par. 1451 vd.; **Yanlı**, s. 115-133; **Özkorkut, K.**: Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu Aydınlatma İlişkisi ve Sorumluluk, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 159 vd.; **Manavgat**, Halka Arz, s. 200-210; **Adıgüzel**, s. 132-134; **Aydoğan**, s. 172 vd. Finansal tablolara ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aksu Özkan, R.**: Finansal Tabloların Tutulması ve Hukuksal Sonuçları, İstanbul 2019, s. 5 vd.

¹¹³ **Aydoğan**, s. 206-207.

¹¹⁴ Gerçekten de izahname yalnızca ortaklığın sermaye piyasası araçlarının halka arzı esnasındaki durumunu, finansal tablo ve raporlar ise yalnızca ortaklığın ilişkin oldukları dönem itibarıyla içinde bulunduğu durumu göstermektedir; bkz. **Kabaalioglu**, s. 183, 197 vd.; **Karayalçın**, Gelişmeler, s. 122; **Turanboy**, s. 8, 229-230; **Kaya**, s. 19, dn. 63; **Yanlı**, s. 133-134; **Paslı**, Devralınma, s. 353-354. Benzer şekilde bkz. **Kabaalioglu**, s. 197 vd. Özel durum açıklamalarının düzenlenme nedeninin finansal tablo ve raporların dönemleri arasındaki bilgi boşluğunun doldurulması olduğu yönünde bkz. **Yanlı**, s. 180.

eskimesi doğaldır¹¹⁵. Oysa kamuyu aydınlatma ilkesinin yukarıda belirtilen amaç ve işlevlerinin gerçekleşebilmesi için ilkenin muhataplarına sürekli bir bilgi akışı sağlanması gerekmektedir¹¹⁶. Bu nedenle kanun koyucu tarafından özel durum açıklamaları düzenlenerek “*taze ve yeni bilgilerin*” gerçekleştiği anda kamuya açıklanması amaçlanmıştır¹¹⁷.

7- Önemi

Özel durum açıklamaları, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında muhataplara sürekli bir bilgi akışı sağlanması amacına hizmet eden/ihtiyacına cevap veren en etkili ve vazgeçilmez araçtır. Gerçekten de sermaye piyasaları süreklilik arz ettiği gibi bu piyasalardaki katılımcılar¹¹⁸ da sürekli olarak işlem yapmak ve esas itibarıyla kârlarını maksimize etmek amacıyla hareket ederler. Bu amacın sürekliliği, yatırım kararlarının şekillenmesi bakımından sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgi ve gelişmelerin açıklanmasının da sürekliliğini zorunlu kılmaktadır¹¹⁹. Zira bir anda meydana gelen bir özel durum, daha önce kamuya açıklanmış bilgilerin yatırımcılar nezdinde yarattığı algının değişmesine neden olabilecektir¹²⁰. O halde yatırımcıların, yatırım kararları bakımından gerek duyabilecekleri her türlü bilginin kendileriyle paylaşılacağına bilinciyle sermaye piyasalarına güven duyması ve bunun sürekliliğinin sağlanmasının en

¹¹⁵ Kabaalioglu, s. 190.

¹¹⁶ Karayalçın, Gelişmeler, s. 122; Ünal, s. 129; Tanör, s. 662-663; Yanlı, s. 134; Duman, s. 115; Manavgat, Halka Arz, s. 189; Aydoğan, s. 206. Benzer şekilde bkz. Tanör, s. 663.

¹¹⁷ Kabaalioglu, s. 190; Karşı, s. 612. Bu bakımdan, özel durum açıklamalarının dönemsel kamuyu aydınlatmanın tamamlayıcısı niteliğinde olduğu yönünde bkz. Manavgat, s. 240; Yanlı, s. 138. Aynı yönde bkz. Meral, s. 177.

¹¹⁸ Piyasa katılımcılarını (*market participants*) yatırımcılar ve ihraççılar ile aracı kuruluşlar, bağımsız denetleme ve derecelendirme kuruluşları gibi sermaye piyasası kurum ve kuruluşları olarak belirtmek mümkündür. Bilgi için bkz. Veil, R. (Ed.): European Capital Markets Law, Second ed., Oxford and Portley Oregon 2017, s. 121-127, par. 1-15.

¹¹⁹ Kabaalioglu, s. 187; İhtiyar, s. 164.

¹²⁰ Manavgat, Halka Arz, s. 200.

önemli ve etkili yönteminin, özel durum açıklamaları yoluyla kamunun aydınlatılması olduğunu belirtmek yanlış olmayacaktır.

III- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ VE YÜRÜRLÜKTEKİ DÜZENLEMELER İÇERİSİNDEKİ YERİ

1- Genel Olarak

Özel durum açıklamalarının tarihsel gelişimi, kamuyu aydınlatma ilkesinin tarihsel gelişiminden bağımsız olmamakla birlikte, ikisinin gelişiminin birebir örtüştüğünü belirtmek mümkün değildir. Nitekim bu açıklamaların, kamuyu aydınlatma belgelerinden yalnızca birini oluşturduğu dikkate alındığında ilke ve özel durum açıklamalarının gelişiminin birebir örtüşmemesi doğaldır. Nitekim gerek kamuyu aydınlatma ilkesinin gelişiminde¹²¹ önemli rol oynayan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hukukunda gerekse Türk hukukunda, özel durum açıklamalarına konu bilgilerin ayrıca sınıflandırılması ve kanuni düzenlemelere kavuşturulması, kamuyu aydınlatma ilkesinin benimsenmesini takiben ve daha ileri bir tarihte gerçekleşmiştir. Aşağıda öncelikle kamuyu aydınlatma ilkesinin gelişiminde önemli rol oynayan ABD hukukunda, ardından Türk sermaye piyasası hukukuna kaynaklık eden Avrupa Birliği (AB) hukukunda ve son olarak Türk sermaye piyasası hukukunda özel durum açıklamalarının tarihsel süreç içerisindeki gelişimi incelenmiştir.

2- Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda

A- Kamuyu Aydınlatmanın İlkeselleşme Sürecinde İlk Adım: Mavi Gök Kanunları

¹²¹ Kamuyu aydınlatma ilkesinin ABD ve İngiliz hukuk sistemlerinden hangisinde doğduğu hususunda öğretilerde tartışma ve görüşler için bkz. **Tekinalp**, s. 16; **Kabaalioğlu**, s. 10, 17 vd.; **Tuncer, S.**: Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul 1985, s. 327; **Karşlı**, s. 606-607; **Karababa**, s. 49; **İhtiyar**, s. 6-11; **Üçışık**, s. 4; **Şehirli Çelik (Kırca/Manavgat)**: s. 198-199; **Meral**, s. 24; **Aydoğan**, s. 20.

ABD'deki çeşitli eyaletler tarafından 1911-1931 yılları arasında çıkartılıp yatırımcıların korunması amacıyla menkul kıymet ihraçlarına ilişkin bilgilerin ilgili kamu kurum ve kuruluşlarına bildirilmesini öngören ve *Mavi Gök Kanunları (Blue Sky Laws)* ismiyle anılan kanunlar, kamuyu aydınlatma ilkesini içermese de ABD hukukunda bu ilkeye geçilmesine temel oluşturmuştur¹²².

B- İlkesel Düzeyde Kamuyu Aydınlatma: 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu

ABD'de kamuyu aydınlatma ilkesinin federal düzeyde ve sistemli bir şekilde düzenlendiği ilk kanun, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunudur (*Securities Act of 1933-SA*)¹²³. İhraç edilen menkul kıymetlerin halka arzında tam ve adil bir şekilde kamuyu aydınlatma sağlayarak dolandırıcılığın engellenmesi amacıyla¹²⁴ kabul edilen SA ile yalnızca birinci el piyasalardaki halka arz ve ihraçlar bakımından kamunun aydınlatılması düzenlenmiş¹²⁵, ikinci el piyasalarda ve özel durumlar gereği kamunun aydınlatılmasına ilişkin herhangi bir düzenleme getirilmemiştir.

¹²² **Tekinalp**, s. 5. Mavi Gök Kanunlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Perrin, L. J.**: The Blue Sky Laws, Bench and Bar 1916, Vol. 10, No. 11, s. 483 vd.; **Macey, J. R./Miller, G. P.**: Origin of the Blue Sky Laws, Texas Law Review 1991, Vol. 70, No. 2, s. 348 vd.; **Tekinalp**, s. 18-19; **Kabaalioğlu**, s. 31 vd.; **Turanboy**, s. 17-21; **İhtiyar**, s. 15-18; **Keskin**, s. 7-8. eSerPK'nin ilk halinin Mavi Gök Kanunları dönemini çağrıştırdığı yönünde bkz. **İhtiyar**, s. 55; **Karşı**, s. 607.

¹²³ Tl. 15 USC Chap. 2A § 77a. USC, ABD federal kanunlarının konularına göre sınıflandırılmış resmi derlemesidir. USC hakkında detaylı bilgi için bkz. www.govinfo.gov/help/uscode (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹²⁴ 27.05.1933 tarihinde yürürlüğe giren bu Kanuna ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Lusk, H. F.**: Federal Securities Act of 1933, The American Law School Review 1934, Vol. 7, No. 12, s. 1162 vd.; **Hanna, J./Turlington, E.**: Securities Act of 1933, Illinois Law Review 1933-1934, Vol. 28, No. 4, s. 482 vd.; **James, L. K.**: The Securities Act of 1933, Michigan Law Review 1934, Vol. 32, No. 5, s. 624 vd.; **Kabaalioğlu**, s. 61 vd.; **Turanboy**, s. 21-23; **Küçüksözen**, s. 26-30; **Yanlı**, s. 220-221; **İhtiyar**, s. 19-31; **Meral**, s. 57 vd.

¹²⁵ SA § 6 vd. [Tl. 15 USC Chap. 2A § 77f.].

C- Sürekli Kamuyu Aydınlatma: 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsası

Kanunu

SA'nın kamuyu aydınlatma düzenlemesinin kapsamının sadece birinci el piyasalarla sınırlı olması, ikinci el piyasalardaki dolandırıcılık ve manipülasyon fiillerini engelleyemediğinden, bu piyasalarda da doğruluk ve dürüstlüğü sağlayarak yatırımcıları korumak amacıyla kamunun sürekli aydınlatılmasını düzenleyen 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu¹²⁶ (*Securities Exchange Act of 1934-SEA*)¹²⁷ kabul edilmiştir¹²⁸. Periyodik ve diğer açıklamalar başlıklı SEA § 13 ile menkul kıymetlerin ihracı esnasında tescil edilen bilgi ve belgelerin makul derecede *güncel* tutulması, başka bir ifadeyle bu bilgilerdeki değişikliklerin raporlanması kabul edilmiştir¹²⁹. Raporlanması gereken özel durumlar ve bunların raporlanma usulü, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (*Securities and Exchange Commission-SEC*)¹³⁰ tarafından yayımlanan Form 8-K¹³¹ ile belirlenmiştir. Form 8-K uyarınca ortaklığın: yaptığı iş ve sözleşmelere ilişkin

¹²⁶ 06.06.1934 tarihinde yürürlüğe giren bu Kanuna ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Hanna, J.:** The Securities Exchange Act of 1934, California Law Review 1934, Vol. 23, No. 1, s. 10 vd.; **Tracy, J. E./MacChesney, A.:** The Securities Exchange Act of 1934, Michigan Law Review 1934, Vol. 32, No. 8, s. 1025 vd.; **Lippman, J.:** The Securities Exchange Act of 1934 and the Commerce Clause, United States Law Review 1935, Vol. 69, No. 1, s. 23 vd.; **Cohen, M. H.:** Truth in Securities Revisited, Harvard Law Review 1966, Vol. 79, No. 7, s. 1355-1366; **Kabaalioglu,** s. 188-189; **Turanboy,** s. 23-30; **Küçüksözen,** s. 30-37; **Yanlı,** s. 234-243; **İhtiyar,** s. 31-33.

¹²⁷ Tl. 15 USC Chap. 2B § 78a.

¹²⁸ **Hanna,** s. 11, 20; **Lippman,** s. 22; **Cohen,** 1340 vd.; **Turanboy,** s. 24; **Kılıç,** s. 22; **Yanlı,** s. 219 vd.; **İhtiyar,** s. 31.

¹²⁹ SEA § 13 [Tl. 15 USC Chap. 2B § 78m]. Bu düzenlemenin, dönemsel raporlamanın tamamlayıcısı olduğu yönünde bkz. **Yanlı,** s. 238.

¹³⁰ SEC, SEA § 4(a) [Tl. 15 USC Chap. 2B § 78d] ile kurulmuş ve yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin, güvenilir ve düzgün işler hale getirilmesi amacıyla çeşitli yetkilerle donatılmıştır; bkz. www.sec.gov/about.shtml (Erişim Tarihi: 12.12.2022); www.sec.gov/fast-answers/answerssecworkhtm.html (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹³¹ Tl. 17 CFR Chap. II § 249.308. CFR, ABD Resmi Gazetesinde (*Federal Register*) yayımlanan ABD federal kanunları ve tüzüklerinin konularına göre sınıflandırılmış resmi derlemesidir. CFR hakkında detaylı

bilgileri, finansal bilgileri, menkul kıymetlerine ilişkin bilgileri, denetçiler ve mali tablolara ilişkin bilgileri, ortaklığın üst düzey yönetimi ve kurumsal yönetime ilişkin bilgileri, varlığa dayalı menkul kıymetlerine ilişkin bilgileri, Reg. FD¹³² uyarınca öngörülen bilgileri, pay sahipleri bakımından açıklanması gerektiği düşünülen bilgileri ve edinilen işletme ve sermayeye ilişkin finansal bilgileri SEC'e raporlaması gerekmektedir¹³³. Bu bilgiler, SEC tarafından ilan edilerek kamuya açıklanmaktadır.

D- Yeknesaklaştırılmış Formlar: S-K Tüzüğü

Kamuyu aydınlatma ilkesinin menkul kıymetlerin ihracı esnasındaki süreci düzenleyen SA ve ihracından sonraki süreci düzenleyen SEA, uzun yıllar boyunca ABD hukukunda iki başlı bir kamuyu aydınlatma sistemine vücut vermiştir. Esasen farklı piyasalarda uygulama alanı bulan bu kanunlar, aynı konuya ilişkin bilgilerin farklı formlar altında düzenlenerek kamuya açıklanmasını öngören tekrar hükümleri içerdiğinden uygulamada dağınık açıklamalara ve karmaşıklığa neden olmuştur¹³⁴. Söz konusu mükerrer açıklamaları önlemek ve daha anlaşılır bir bilgilendirme sistemi sağlamak amacıyla SEC tarafından 1977 yılında S-K Tüzüğü¹³⁵ (*Regulation S-K*) kabul edilerek SA ve SEA uyarınca kamuya açıklanması gereken bilgilerin yer alması gereken formlar bakımından yeknesak uygulama hükümleri öngörülmüştür¹³⁶. Buna göre gerek

bilgi için bkz. www.ecfr.gov (Erişim Tarihi: 12.12.2022); www.llsdc.org/fr-cfr-research-guide#8 (Erişim Tarihi: 12.12.2022); www.govinfo.gov/help/cfr (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹³² Reg. FD hakkında detaylı bilgi için bkz. aşağı. Birinci Bölüm, III-2-E (Seçici Açıklamanın Adaletsizliği: Kamuyu Adil Aydınlatma Tüzüğü).

¹³³ Form 8-K'nin güncel hali için bkz. www.sec.gov/files/form8-k.pdf (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹³⁴ **Kabaloğlu**, s. 191.

¹³⁵ Tl. 17 CFR Chap. II § 229.

¹³⁶ **Yanlı**, s. 226-227; **Meral**, s. 61-62. SA ve SEA arasında koordinasyonun sağlanması gerektiği hususunda bkz. **Cohen**, 1342 vd. Reg. S-K hakkında bilgi için bkz. **Castruccio, L. M./ Hentrich, J. J.**: Developments in Federal Securities Regulation-1978, The Business Lawyer 1979, Vol. 34, No. 4, s. 1171-1173; **Yanlı**, s. 226-234. Reg. S-K'nin güncel hali için bkz. www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229 (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

SA gerekse SEA uyarınca aynı anda fakat farklı formlarla kamuya açıklanması gereken durumlar söz konusu olduğu takdirde, S-K Tüzüğünde öngörülen kuralların uygulanması gerekmektedir¹³⁷.

E- Seçici Açıklamanın Adaletsizliği: Kamuyu Adil Aydınlatma Tüzüğü

Kamuyu aydınlatma ilkesine geçilmesine rağmen, zaman içerisinde halka açık ortaklıklar ve diğer ihraççıların henüz kamuya açıklanmamış özel durumları piyasa analistleri ve kurumsal yatırımcılar gibi belirli kişi ve kuruluşlara açıklamayı (*selective disclosure*) tercih etmesi üzerine, böyle bir seçici açıklamanın ortaya çıkaracağı adaletsizliğin giderilmesi ve bu bilgilerin kamuyla da paylaşılarak kamunun tam ve adil bir şekilde aydınlatılmasının sağlanması amacıyla SEC tarafından 2000 tarihli Kamuyu Adil Aydınlatma Tüzüğü (*Regulation of Fair Disclosure/Reg. FD*) yayımlanmıştır¹³⁸. Buna göre, ihraççı veya ihraççı adına hareket eden kişiler tarafından kamuya açık olmayan önemli bilgilerin belirli bir azınlığa açıklanması halinde, eğer açıklama bilinçli bir şekilde yapılmışsa eş zamanlı olarak, bilinçsiz bir şekilde yapılmışsa da en hızlı şekilde, Form 8-K ile öngörülen veya tüm kamunun erişimine açık olabilecek başkaca yöntem veya yöntemlerle bu bilgilerin kamuya da açıklanması gerekmektedir.

F- Mevcut Düzenlemelerin Yetersizliği: Sarbanes-Oxley Kanunu

Enron, Worldcom, Xerox, Sunbeam, Waste Management, Adelphia, Tyco, HealthSouth, Global Crossing gibi dönemin önde gelen halka açık ortaklıklarının peş peşe mali skandallara karışması, ABD hukukundaki mevcut denetleme ve kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin yetersizliğini ortaya koymuştur¹³⁹. Söz konusu skandallar,

¹³⁷ Yanlı, s. 227; Meral, s. 61.

¹³⁸ 23.10.2000 tarihinde yürürlüğe giren Reg. FD tam metni için bkz. “*Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*”, <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹³⁹ Cogan, J. F.: The Goals and Promise of the Sarbanes–Oxley Act, *Journal of Economic Perspectives* 2007, Vol. 21, No. 1, s. 91; Yanlı, s. 243.

kurumsal yönetim¹⁴⁰ anlayışının doğmasına neden olmuş ve bu kapsamda kamuyu aydınlatma ilkesinin önemini gözler önüne sermiştir. Bu nedenle, kamuya yapılacak açıklamaların doğruluğunun ve güvenilirliğinin artırılarak yatırımcıların korunması ve bu tür skandalların önüne geçilmesi amacıyla halka açık ortaklıkların kurumsal ve mali gereksinimlerini önemli ölçüde değiştirip geliştiren 2002 tarihli *Sarbanes-Oxley Kanunu*¹⁴¹ (*Sarbanes-Oxley Act of 2002/SOX*) kabul edilmiştir¹⁴². Bu Kanun ile Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu (*Public Company Accounting Oversight Board*)¹⁴³ oluşturulmuş, kamunun aydınlatılmasına ilişkin detaylı düzenlemeler getirilmiştir. SOX § 409 ile SEA § 13'e eklenen bent uyarınca, SEA § 13/a ve 15/d'de belirtilen kişilerin önemli nitelikteki finansal ve/veya işletmesel bilgilerindeki değişiklikleri de eş zamanlı olarak kamuya açıklaması (*real time issuer disclosure*)

¹⁴⁰ Kurumsal yönetim anlayışı ve ilkeleri hakkında detaylı bilgi için bkz. **Pash**, s. 13 vd.; **Yanlı**, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 1581 vd.; **Pamukçu**, s. 134 vd. Özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemeler (VIII-39 sayılı mülga Tebliğ) ile kurumsal yönetim ilkesinin karşılaştırılmasına ilişkin olarak bkz. **Yanlı**, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 1585 vd.

¹⁴¹ Tl. 15 U.S.C. Chap. 98 § 7201.

¹⁴² 30.07.2002 tarihinde yürürlüğe giren bu Kanunun güncel metni için bkz. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf> (Erişim Tarihi: 12.12.2022). Kanuna ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Cogan**, s. 96 vd.; **Aronson, N. H.**: Preventing Future Enrons: Implementing the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Stanford Journal of Law, Business & Finance 2002, Vol. 8, No. 1, s. 132 vd.; **Lang, N. S./Estes, S. B.**: Congress Passes the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Law and Business Review of the Americas 2003, Vol. 9, No. 1, s. 22 vd.; **Kim, B.**: Sarbanes-Oxley Act, Harvard Journal on Legislation 2003, Vol. 40, No. 1, s. 235-252; **Özkul, L.**: ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2003, s. 9 vd.; **Aksoy, T.**: Küresel Etkili Muhasebe ve Denetim Skandallarının Nedenleri Işığında Sarbanes-Oxley Yasası ile SPK Düzenlemesinin Karşılaştırılması, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 2005, C. 7, S. 4, s. 55 vd.; **Yanlı**, s. 243-246.

¹⁴³ PCAOB, SOX Tl. 1 § 101 [Tl. 15 USC Chap. 98 § 7211] uyarınca sermaye piyasası düzenlemelerine tâbi ortaklıkların denetim raporlarının bilgilendirici, doğru ve bağımsız olmasındaki yatırımcı ve kamu menfaatinin korunması amacıyla tüzel kişiliğe sahip bir denetleme mekanizması olarak kurulmuştur.

gerektiği düzenlenmiştir. SEC tarafından bu gerekliliği karşılamak üzere Form 8-K’da değişiklik yapılmış ve raporlanması gereken olayların sayısı artırılmıştır¹⁴⁴.

G- Tüketicilerin Finansal Piyasalarda Korunması: Dodd-Frank Kanunu

2000’lerin başında ABD’deki konut kredi sisteminin ipoteğe dayalı menkul kıymetler aracılığıyla sermaye piyasasına dahil olması, sistemde yaşanan aksaklıkların sermaye piyasasını ve genel ekonomiyi derinden etkileyerek 2008 ekonomik krizinin yaşanmasında etkili olmuştur¹⁴⁵. Krizin gözler önüne serdiği sistemsel eksikliklerin giderilmesi ve gelecekte yaşanması muhtemel krizlerin etkilerinin en aza indirilmesi amacıyla finansal piyasalarda şeffaflık ve hesap verilebilirliği hâkim kılacak kapsamlı bir denetim sistemi kurarak tüketicilerin bu piyasalarda korunmasını hedefleyen 2010 tarihli Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Kanunu¹⁴⁶ (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act/Dodd-Frank Act*) yürürlüğe girmiştir¹⁴⁷. *Dodd-Frank* Kanunu § 1503 uyarınca Form 8-K aracılığıyla kamuya açıklaması gereken özel durumlar genişletilmiştir¹⁴⁸. Günümüzde, *Dodd-Frank* Kanunu ile öngörülen özel durum açıklamalarına ilişkin geliştirme çalışmaları devam etmektedir¹⁴⁹.

¹⁴⁴ 23.08.2004 tarihli değişiklik için bkz. “*Final Rule: Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date*”, <https://www.sec.gov/rules/final/33-8400.htm> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹⁴⁵ **Erginçan, Y./Yayla, Ü.**: 2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu’na Etkileri, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2013, S. 60, s. 52-53; **Leifer, S. C.**: Protecting Whistleblower Protections in the Dodd-Frank Act, Michigan Law Review 2014, Vol. 113, No. 1, s. 129-130.

¹⁴⁶ Tl. 12 USC Chap. 53 § 5301.

¹⁴⁷ 21.07.2010 tarihinde yürürlüğe giren bu Kanunun tam metni için bkz. <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹⁴⁸ Kömür veya diğer madenleri doğrudan veya bağlı ortaklığı aracılığıyla işleten halka açık ortaklıkların Form 8-K 1.4 uyarınca kamuya açıklaması gereken özel durumlar için bkz. “*Final Rule: Mine Safety Disclosure, II- Discussion of The Amendments, B. Form 8-K Filing Requirement*”, <https://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9286.pdf> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹⁴⁹ Bu kapsamda, 24.03.2022’de Senato’ya sunulan “*Dodd-Frank Material Disclosure Improvement Act*” henüz tasarı aşamasındadır. Detaylı bilgi için bkz. <https://www.govinfo.gov/app/details/BILLS->

3- Avrupa Birliği Hukukunda

A- Birlik Düzeyinde Özel Durum Açıklamalarına Yönelik İlk Adımlar:

Avrupa Ekonomik Topluluğu Direktifleri

AB sermaye piyasası hukukunun gelişiminin, 1966 yılında Avrupa Ekonomik Topluluğu (*European Economic Community*) (AET) tarafından görevlendirilen bir grup bağımsız uzmanca hazırlanan ve kamuyu aydınlatma kapsamında ortaklığın; sermaye piyasası işlemlerini kamuya tanıtması, halka arz veya borsa başvurusu esnasında gerekli bilgileri detaylı bir şekilde kamuya açıklaması ve dönemsel olarak açıklanan finansal tabloların dışında ortaklık faaliyetlerine ilişkin *sürekli bir bilgi akışı sağlaması* gerektiğini belirten *Segré Raporu*¹⁵⁰ ile başladığı kabul edilmektedir¹⁵¹.

Raporu takiben AET tarafından Birinci ve İkinci Ortaklıklar Hukuku Direktifleri yanında kamuyu aydınlatmaya ilişkin çeşitli direktifler çıkartılmıştır¹⁵². Bu direktiflerde,

117s3923is/ (Erişim Tarihi: 12.12.2022); <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/senate-bill/3923/all-info> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹⁵⁰ *The Development of a European Capital Market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels 1966 (*Segré Report*), Chap. 11, s. 225, par. 1- s. 238, par. 24. Raporun tam metni için bkz. <http://aei.pitt.edu/31823/> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹⁵¹ **Veil**, s. 4, par. 2. Avrupa sermaye piyasalarında işlem yapanların, buralarda işlem gören menkul kıymetler hakkında yeterli ve makul ölçüde belirli nitelikteki bilgilere sahip olması gerektiği belirtilen raporun Avrupa’da kamuyu aydınlatmanın ilke haline gelmesine temel oluşturduğu kabul edilmektedir; bkz. **Brinckmann, H.**: *Foundations* (içinde *European Capital Markets Law*, Ed. **Rüdiger Veil**), Second ed., Oxford and Portley Oregon 2017, s. 264-265, par. 1. Aynı yönde bkz. **Yanlı**, s. 197; **Meral**, s. 70.

¹⁵² *First Council Directive (68/151/EEC) of 9 March 1968 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent throughout the Community*, OJ L. 65/8-12, 14.03.1968 (Birinci Ortaklıklar Hukuku Direktifi), *Second Council Directive (77/91/EEC) of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent*, OJ L. 26/1-13, 31.01.1977 (İkinci Ortaklıklar Hukuku Direktifi), *Council Directive (79/279/EEC) of 5 March 1979 on coordinating the conditions for the admission of securities to official*

esas itibariyle yatırımcıların yeterli derecede bilgilendirilmesi suretiyle korunmaları ile sermaye piyasalarına duydukları güven artırılarak piyasaların doğru bir şekilde işleminin sağlanması ve bunun için üye devletlerin mevzuatının uyumlaştırılması amaçlanmıştır¹⁵³. Anılan direktiflerden bazılarında, henüz özel durum açıklaması olarak adlandırılmamış birtakım bilgilerin hızlıca kamuya açıklanması öngörülmüştür¹⁵⁴.

B- AET Direktiflerinin Sadeleştirilmesi: SLIM ve Winter Raporları

Birinci ve İkinci Ortaklıklar Hukuku Direktiflerinin sadeleştirilmesi amacıyla oluşturulan çalışma grupları tarafından 1999 yılında Birinci ve İkinci Ortaklıklar Hukuku

stock exchange listing, OJ L. 66/21-32, 16.03.1979 (Menkul Kıymetlerin Menkul Kıymetler Borsalarının Resmi Kotuna Kabul Edilme Şartlarının Koordinasyonu Direktifi), *Council Directive (80/390/EEC) of 17 March 1980 on coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing*, OJ L. 100/1-26, 17.04.1980 (Menkul Kıymetlerin Borsa Kotuna Alınması için Yayınlanacak Kotasyon Formunun Hazırlanması, Kontrolü ve Yayınlanması ile Dağıtılması Hakkındaki Koşulların Koordinasyonu Direktifi), *Council Directive (82/121/EEC) of 15 February 1982 on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing*, OJ L. 48/26-29, 20.02.1982 (Payları Borsanın Resmi Kotuna Kabul Edilmiş Olan Ortaklıkların Düzenli Olarak Yayımlayacakları Bilgiler Direktifi), *Council Directive (88/627/EEC) of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of*, OJ L. 348/62-65, 17.12.1988 (Borsa Kotundaki Ortaklıklarda Büyük Oranlarda Pay Edinilmesi veya Satılması Hâlinde Açıklanacak Bilgiler Direktifi) ve *Council Directive (89/592/EEC) of 13 November 1989 on coordinating regulations on insider dealing*, OJ L. 334/30-32, 18.11.1989 (İçerden Öğrenenlerin Ticareti Direktifi) bunlardan bazılarıdır. Hâlihazırda uygulamada olmayan direktiflerin tam metinleri için bkz. <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html> (Erişim Tarihi: 12.12.2022). 79/279/EEC, 80/390/EEC, 82/121/EEC ve 88/627/EEC sayılı Direktifler, zaman içerisinde önemli değişikliklere uğramış olup bu Direktiflerin gruplandırılarak tek bir metin çatısı altında birleştirilmesi amacıyla *Directive /EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities*, OJ L. 184/1-66, 06.07.2001 (Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Bu Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgiler Direktifi) kabul edilmiştir.

¹⁵³ 68/151/EEC sayılı Direktif, Dibase, par. 41; 82/121/EEC sayılı Direktif, Dibase, par. 26; 88/627/EEC sayılı Direktif, Dibase, par. 62; 89/592/EEC sayılı Direktif, Dibase, par. 30.

¹⁵⁴ 79/279/EEC sayılı Direktif, m. 4/2 ve Annex Schedule C, 5/A, B, C, 88/627/EEC sayılı Direktif m. 1/4-c, par. 2, m. 4, m. 5, m. 10/1 ve 89/592/EEC sayılı Direktif m. 1/1, 2 vd.

Direktiflerinin Sadeleştirilmesi Raporu (*SLIM Raporu*)¹⁵⁵ ve 2002 yılında Pay Alım Teklifine İlişkin Hususlar Raporu (*Winter Raporu I*)¹⁵⁶ ile Avrupa Ortaklıklar Hukuku Bakımından Modern Çerçeve Düzenlemeler Raporu (*Winter Raporu II*)¹⁵⁷ ışığında kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin kapsamlı öneriler içeren tavsiye niteliğinde raporlar hazırlanmıştır. Bu raporlarda, kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanması gereken birtakım bilgilerin niteliklerine, açıklanma sürelerine, güncelliklerine ve erişilebilirliklerine ilişkin önerilere yer verilmiştir.

C- AB Sermaye Piyasalarının Bütünleştirilmesinde Önemli Adım:

Lamfalussy Raporu ve Çerçeve Düzenlemeler

2000’li yılların başında AB üye devletlerinin sermaye piyasalarının bütünleştirilmesini sağlamak amacıyla AB Ekonomik ve Finansal Hizmetler Konseyi¹⁵⁸

¹⁵⁵ *Simpler Legislation for the Internal Market (SLIM Working Group)* tarafından hazırlanan 1999 tarihli rapor için bkz. *Company Law Slim Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives, October 1999*. *SLIM Raporu*’nda, kamuya açıklanacak bilgilerin yazılı basın yerine elektronik ortamda paylaşılarak bu bilgilere erişimdeki gecikmelerin önlenmesi önerilmiştir; bkz. *SLIM Raporu, Proposal 1*, s. 1-2.

¹⁵⁶ *The High Level Group of Company Law Experts (Winter Group)* tarafından hazırlanan 2002 tarihli bu rapor için bkz. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, January 2002*. *Winter Raporu I*’de, borsada işlem gören ortaklıkların sermaye ve kontrol yapılarına ilişkin detaylı bilgilerin kamuya açıklanması, izahname ve yıllık finansal tablo ve raporlarda yer verilerek kamuya açıklanması istenen bu bilgilerde önemli değişikliklerin meydana gelmesi halinde ise ortaklıkların bunları açıklaması yönünde sürekli bir yükümlülük öngörülmesi tavsiye edilmiştir; bkz. *Winter Raporu I*, Chap. I, *Recommendation I. 1*, s. 25-26.

¹⁵⁷ *The High Level Group of Company Law Experts (Winter Group)* tarafından hazırlanan 2002 tarihli bu rapor için bkz. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, November 2002*. *Winter Raporu II*’de gerek pay sahiplerinin gerekse ortaklıkla ilgili işlem yapan üçüncü kişilerin mevcut pozisyonlarını değerlendirerek hareket edebilmesinin sağlanması amacıyla borsada işlem gören ortaklıklara ilişkin *doğru, anlamlı, ilgili ve yeterli* bilgilerin açıklanması ve bu açıklamaların sürekli olarak *güncellenmesi* gerektiği yönünde düzenleme yapılması önerilmiştir; bkz. *Winter Raporu II*, Chap. II, *Recommendation II. 3*, s. 33-34.

¹⁵⁸ *The Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN)* tarafından alınan komitenin kurulmasına ve görevlerine ilişkin 17.07.2000 tarihli karar için bkz. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/PRES_00_263 (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

(ECOFIN) tarafından Akil İnsanlar Komitesi (*Committee of Wise Men*) oluşturulmuş ve komite tarafından söz konusu amaca ulaşılması için dört aşamalı bir yaklaşımın benimsenmesi gerektiği yönünde rapor hazırlanmıştır¹⁵⁹. *Lamfalussy* Raporuna göre özetle: Birlik düzeyinde çerçeve ilkeler oluşturulması (*framework principles*), bu ilkelerin oluşturulması ve uygulanmasının detaylarının belirlenmesi aşamasında Komisyon'a yardımcı olması amacıyla iki yeni komite kurulması (*implementing measures*), AB menkul kıymetlerine ilişkin düzenleme yapıcılar arasında ortak uygulama standartlarının oluşturulması (*cooperation*) ve son olarak topluluk kurallarının uygulanmasının güçlendirilmesi amacıyla Avrupa Komisyonunun etkili düzenlemeler yapması (*enforcement*) önerilmiştir¹⁶⁰. Bu öneriler ışığında çerçeve nitelikteki Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi¹⁶¹, İzahname Direktifi¹⁶², Finansal Araç Piyasaları Direktifi¹⁶³ ve Şeffaflık Direktifi¹⁶⁴ çıkartılmış, böylece bütünleştirilmiş AB sermaye piyasası hukukunu oluşturan esaslı adım atılmıştır¹⁶⁵. AB sermaye piyasasında, yalnızca içsel bilgiler (*inside information*) bakımından, özel durum açıklamalarına ilişkin ilk kapsamlı düzenleme de bu esnada Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi ile yapılmıştır. Zaman içerisinde

¹⁵⁹ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, February 2001*(*Lamfalussy* Raporu).

¹⁶⁰ *Lamfalussy* Raporu, Chap. II, 1, s. 19.

¹⁶¹ *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, OJ L. 96/16-25, 12.04.2003.

¹⁶² *Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC*, OJ L. 345/64-89, 31.12.2003.

¹⁶³ *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC*, OJ L. 145/1-44, 30.04.2004.

¹⁶⁴ *Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC*, OJ L. 390/38-57, 31.12.2004.

¹⁶⁵ Anılan Direktiflere ilişkin genel bilgi için bkz. **Veil**, s. 10, par. 19 vd.

çeşitli değişikliklere uğrayan bu direktiflerden Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi ile İzahname Direktifi daha kapsamlı düzenlemeler getiren tüzüklerle yürürlükten kaldırılmış¹⁶⁶, Finansal Araç Piyasaları Direktifi yeniden kaleme alınmış¹⁶⁷, Şeffaflık Direktifi ise reform niteliğinde¹⁶⁸ değişikliklere uğrayarak yürürlüğünü sürdürmüştür. Aşağıda bu direktiflerin özel durum açıklamalarına ilişkin olanlarının çalışmamız bakımından önem arz eden hükümlerine değinilmiştir.

a- Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi

Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi (*Market Abuse Directive/MAD*), topluluk içinde sermaye piyasalarının bütünlüğünü sağlamak ve bu piyasalarda yatırımcının güvenini artırmak ortak amacına sahip olan içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa dolandırıcılığına karşı düzenlemelerin tek bir çatı altında toplanması için oluşturulmuştur¹⁶⁹. Böylece topluluk genelinde sorumlulukların dağılımı, uygulanması ve iş birliği için aynı hukuki çerçevenin sağlanması amaçlanmıştır¹⁷⁰. Direktifte, bilgilerin hızlı ve adil bir şekilde kamuya açıklanmasının piyasaların doğru işlemlerini sağladığına, ancak ihraççılar tarafından seçici açıklama yapılması halinde piyasaların doğru işlediğine

¹⁶⁶ Piyasanın Kötüye Kullanılması Direktifi, *Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC 2003/125/EC and 2004/72/EC*, OJ L. 173/1-61, 12.06.2014 (Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü) ile, İzahname Direktifi ise *Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC*, OJ L. 168/12-82, 30.06.2017 (İzahname Tüzüğü) ile yürürlükten kaldırılmıştır.

¹⁶⁷ Finansal Araç Piyasaları Direktifi, *Directive 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 (recast)*, OJ L. 173/349-496, 12.06.2014 ile kapsamı genişletilerek yeniden yazılmıştır.

¹⁶⁸ **Brinckmann**, s. 314, par. 5.

¹⁶⁹ MAD, Dibace, par. 12.

¹⁷⁰ MAD, yürürlüğe girdiği tarih itibarıyla özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemeler içeren 89/592/EEC sayılı Direktif ile 2001/34/EC sayılı Direktif m. 68/1 ve 81(1)'i yürürlükten kaldırmıştır; bkz. MAD, m. 20.

yönelik yatırımcı güveninin azaldığına ve modern iletişim araçlarının her ne kadar bilgiye eşit erişimi mümkün kılrsa da aynı zamanda yanlış veya yanıltıcı bilgilerin yayılma riskini artırdığına dikkat çekilmiştir¹⁷¹.

MAD'da içsel bilgi tanımlanmış¹⁷², bu bilgilerden ihraççıyı doğrudan ilgilendirenlerinin en hızlı şekilde kamuya açıklanması, bunların belirli bir süre internet sitesinde yayınlanması, açıklanmasının ertelenmesi, herhangi bir şekilde sır saklama yükümlülüğü olanlar hariç herhangi birine açıklanması halinde eş zamanlı olarak veya derhal kamuya da açıklanması hususlarında üye devletlerce yapılması gereken düzenlemeler belirtilmiştir¹⁷³. Ayrıca MAD'ın uygulanmasında yatırımcılar bakımından hukuki güvenliğin artırılması için içsel bilginin kesinlik ve fiyata önemli ölçüde etki unsurlarının daha net bir şekilde tanımlanması ve içsel bilginin açıklanmasının ertelenebilmesi için aranan meşru menfaatlerin neler olabileceğinin belirlenmesi amacıyla 2003/124/EC sayılı Direktif¹⁷⁴ çıkarılmıştır¹⁷⁵. Üye devletlerin iç hukukunda uyum sağlaması öngörülen MAD, AB sermaye piyasası hukukunda, özel durum açıklamalarının (içsel bilgi açıklamalarının) genel çerçevesini çizmesi bakımından oldukça önemli bir düzenlemedir¹⁷⁶.

b- Finansal Araç Piyasaları Direktifi

¹⁷¹ MAD, Dibace, par. 24-25. MAD hükümlerine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Lehmann, M./ Kumpan, C.:** European Financial Services Law, Baden 2019, s. 623 vd.

¹⁷² MAD, m. 1/1.

¹⁷³ MAD, m. 6.

¹⁷⁴ *Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation*, OJ L. 339/70-72, 24.12.2003.

¹⁷⁵ 2003/124/EC sayılı Direktif, Dibace, par. 3.

¹⁷⁶ Halihazırda yürürlükte olmayan MAD, yürürlükte olduğu süreçte: *Directive 2008/26/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008*, OJ L. 81/42-44, 20.03.2008 ve *Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010*, OJ L. 331/120-161, 15.12.2010 direktifleriyle değişikliğe uğramıştır.

Finansal araç piyasalarında yatırım hizmet ve faaliyetleri gerçekleştiren kuruluşlara yönelik¹⁷⁷ hükümler getiren Finansal Araç Piyasaları Direktifinde (*Markets in Financial Instruments Directive*/MiFID I), yatırımcıların işlem yapmayı düşündükleri pay senetlerindeki bir işlemin şartlarını herhangi bir zamanda değerlendirebilmeleri ve daha sonra gerçekleştirildiği koşulları doğrulayabilmeleri amacıyla tamamlanan işlemlerin detaylarının ve pay alım-satımına ilişkin mevcut fırsatların ayrıntılarının açıklanması için ortak kurallar oluşturulması gerektiği belirtilmiş¹⁷⁸; bu kapsamda kayıt tutma, raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri öngörülmüştür¹⁷⁹.

Nitekim, MiFID I m. 28 ile yatırım kuruluşları tarafından, alım-satımı gerçekleştirilen pay senetlerine ilişkin işlem hacmi, işlem fiyatı ve işlemin sonuçlandırıldığı zamanın kamuya açıklanması, bu açıklamanın ise mümkün olduğunca *gerçek zamanlı*¹⁸⁰, makul bir ticari temelde ve diğer piyasa katılımcıları tarafından kolayca erişilebilecek şekilde yapılması hususunda üye devletlerce düzenleme getirilmesi öngörülmüştür¹⁸¹. İşlemler eş zamanlı bir açıklama gerekliliği düzenleyen Direktifte, esas itibarıyla bir özel durum açıklaması yükümlülüğü öngörüldüğünü belirtmek mümkündür¹⁸².

¹⁷⁷ MiFID I, Dibace, par. 7.

¹⁷⁸ MiFID I, Dibace, par. 44.

¹⁷⁹ MiFID I, m. 25-30, 44-45.

¹⁸⁰ MiFID I, m. 45/2'de, yetkili makamın onayı olmak şartıyla büyük ölçekli pay senedi alım-satım işlemine ilişkin ayrıntıların açıklanmasının ertelenebileceği düzenlenmiştir.

¹⁸¹ MiFID I, m. 28. Çok taraflı işlem platformu (*multilateral trading facility*/MTF) işleten yatırım kuruluşları ve piyasa operatörleri tarafından yapılacak açıklama gereklilikleri için bkz. MiFID I, m. 29-30.

¹⁸² Halihazırda yürürlükte olmayan MiFID I, yürürlükte olduğu süreçte: *Directive 2006/31/EC of the European Parliament and of the Council of 5 April 2006*, OJ L. 114/60-63, 27.04.2006, *Directive 2007/44/EC of the European Parliament and of the Council of 5 September 2007*, OJ L. 247/1-16, 21.09.2007, *Directive 2008/10/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008*, OJ L. 79/33-36, 19.03.2008 ve *Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010*, OJ L. 331/120-161, 15.12.2010 direktifleriyle değişikliğe uğramıştır.

c- Şeffaflık Direktifi

Şeffaflık Direktifi (*Transparency Directive*), ihraççılar ve yatırımcılar bakımından mevcut şeffaflık gereksinimlerini yükseltmek amacıyla¹⁸³, menkul kıymetleri organize piyasalarda (*regulated markets*) işlem gören ihraççılar hakkında periyodik ve sürekli (*ongoing*) bilgilerin açıklanmasıyla ilgili düzenlemeler getirmektedir¹⁸⁴. Menkul kıymet ihraççıları tarafından periyodik ve sürekli bilgi açıklanmasına ilişkin ulusal düzenlemelerin büyük oranda uyumlaştırılarak, yatırımcıların topluluk genelinde yüksek düzeyde korunmasının sağlanacağı belirtilen Direktifte, ihraççılar hakkındaki bilgilerin *doğru, kapsamlı ve zamanında* açıklanmasının hem yatırımcının korunmasına hem de piyasa verimliliğinin artırılmasına olanak sağlayacağına dikkat çekilmiştir¹⁸⁵. İhraççılar tarafından düzenli bir bilgi akışı oluşturularak yatırımcılar için yeterli şeffaflığın sağlanması ve bu bilgilendirmede eşit davranma ilkesine riayet edilmesi, bilgilere zamanında erişilebilmesini sağlamak üzere üye devletlerce bilgileri dosyalama ve saklama sistemi bulundurulması öngörülmüştür¹⁸⁶.

Bu kapsamda Şeffaflık Direktifinin üçüncü bölümünde, sürekli bilgilere ilişkin açıklama yükümlülükleri düzenlenmiştir. Şeffaflık Direktifi m. 9-16'da payların ve oy haklarının belirli oranlara ulaşması veya bu oranların altına düşmesi halinde açıklanması gereken bilgiler ve açıklanma usulü ile istisnaları ile m. 17-18'de sermaye piyasalarında işlem gören pay ve borçlanma senetleri sahipleri için ihraççı tarafından açıklanması gereken bilgiler düzenlenmiştir. Bu hükümlerde öngörülen açıklama yükümlülükleri,

¹⁸³ Şeffaflık Direktifi, Dibase, par. 38. Şeffaflık Direktifi ile şeffaflık kavramının, Birinci Ortaklıklar Hukuku Direktifi'nde kamuyu aydınlatma kavramının kullanıldığı, bu itibarla içerdikleri konuların farklı olduğu yönünde bkz. **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat)**: s. 201-202.

¹⁸⁴ Şeffaflık Direktifi, m. 1. Şeffaflık Direktifi hükümlerine ilişkin detaylı inceleme için bkz. **Lehmann/Kumpan**, s. 1099 vd.

¹⁸⁵ Şeffaflık Direktifi, Dibase, par. 1, 5.

¹⁸⁶ Şeffaflık Direktifi, Dibase, par. 22-23.

niteliği itibariyle özel durum açıklaması olsa da Direktifte bu yönde bir belirleme yapılmamıştır¹⁸⁷.

d- Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü

MAD'ın yürürlüğe girmesinden sonra hukuki düzenlemelerde, piyasa koşullarında ve teknolojiye meydana gelen gelişmeler neticesinde Üst Düzey Mali Denetim Grubu (*High Level Group on Financial Supervision*) tarafından hazırlanan rapor¹⁸⁸ doğrultusunda, kuralların yeknesaklaştırılması, temel kavramların açıklığa kavuşturulması ve tek bir kural kitabının (*single rule book*) oluşturulması amacıyla MAD ve 2003/124/EC sayılı Direktifi yürürlükten kaldıran Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü (*Market Abuse Regulation/MAR*), yürürlüğe girmiştir¹⁸⁹. Piyasa katılımcıları için daha güçlü bir hukuki güvenlik ve daha az karmaşık bir sistem sağlamak, bunun içinse yeknesak ve daha güçlü bir çerçeve oluşturarak tüm üye devletlerde tek tip uygulama yaratmak ihtiyacından doğan MAR'da¹⁹⁰, AB içerisinde finansal piyasaların bütünlüğünü geliştirmek, yatırımcıları korumak ve piyasa bozucu eylemleri önleyerek piyasalara olan güveni artırmak için içeriden öğrenenlerin ticareti (*insider dealing*), içsel bilgilerin hukuka aykırı olarak açıklanması (*unlawful disclosure of inside information*) ve piyasa

¹⁸⁷ Halihazırda yürürlükte olan Şeffaflık Direktifi, *Directive 2008/22/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008*, OJ L. 76/50-53, 19.03.2008, *Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010*, OJ L. 327/1-12, 11.12.2010, *Directive 2010/78/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010*, OJ L. 331/120-161, 15.12.2010 ve *Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013*, OJ L. 294/13-27, 06.11.2013 direktifleri ile *Regulation (EU) 2021/337 of the European Parliament and of the Council of 16 February 2021*, OJ L. 68/1-13, 26.02.2021 tüzüğü uyarınca değişikliğe uğramıştır.

¹⁸⁸ *Report, The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25.02.2009 Brussels. Raporun tam metni için bkz. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

¹⁸⁹ MAR, Dibase, par. 3. MAR hükümlerine ilişkin detaylı inceleme için bkz. **Lehmann/ Kumpan**, s. 644 vd.

¹⁹⁰ MAR, Dibase, par. 4-5.

dolandırıcılığı (*market manipulation*) eylemleri hakkında yeknesak ve kapsamlı hükümler getirilmiştir¹⁹¹.

MAR m. 7/1’de içsel bilgi tanımına yer verilmiş, MAR m. 7/5’te Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (*European Securities and Markets Authority/ESMA*)¹⁹² tarafından türev piyasaları ve spot piyasaları bakımından açıklanması gereken bilgilere ilişkin örnek niteliğinde bir liste hazırlanacağı belirtilmiştir¹⁹³. İçsel bilgilerin kamuya açıklanmasına ilişkin MAR m. 17/1’de de ihraççıyı doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin en kısa sürede kamuya açıklanması ve bunların ihraççının internet sitesinde yayınlanması düzenlenmiş ancak bununla sınırlı kalınmamış; bilgilerin kamu tarafından *hızlıca erişilebilir, eksiksiz, doğru ve zamanında* değerlendirilebilecek şekilde açıklanması ve ihraççı internet sitesinde yayınlanarak en az beş yıl boyunca burada muhafaza edilmesi öngörülmüştür.

MAR m. 17/4’te içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesinin genel koşulları hükme bağlanmış, MAR m. 17/7’de, m. 17/4 ve 17/5 uyarınca açıklanması ertelenen içsel bilgilerin, erteleme süresince gizliliğinin sağlanamaması ya da bu bilgilerle ilgili söylentilerin gizliliğin sağlanamadığını göstermesi halinde söz konusu bilgilerin en kısa sürede kamuya açıklanması öngörülmüştür. MAR m. 17/10’da m. 17’nin yeknesak

¹⁹¹ MAR, m. 1. Ayrıca içeriden öğrenenlerin ticareti, içsel bilgilerin hukuka aykırı olarak açıklanması ve piyasa dolandırıcılığı eylemlerine ilişkin MAR hükümlerinin ihlali halinde uygulanacak cezai yaptırımlar, Piyasanın Kötüye Kullanılmasına Yönelik Cezai Yaptırımlar Direktifi [*Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)*], OJ L. 173/179-189, 12.06.2014] ile belirlenmiştir.

¹⁹² ESMA, *Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC*, OJ L. 331/84-119, 15.12.2010 tüzüğü ile kurulmuş tüzel kişiliğe sahip bir üst otoritedir. ESMA’nın görev ve yetkileri için bkz. *Regulation (EU) No 1095/2010*, m. 8-39.

¹⁹³ Bkz. *ESMA/2016/1412, Guidelines on MAR Information Relating to Commodity Derivatives Markets or Related Spot Markets for the Purpose of the Definition of Inside Information on Commodity Derivatives*, 30.09.2016.

uygulanmasını sağlamak amacıyla ESMA tarafından, içsel bilginin açıklanması ile açıklanmasının ertelenmesine ilişkin teknik uygulama standartlarının belirleneceği¹⁹⁴ ve m. 17/11’de ise erteleme şartlarından meşru menfaatler ile açıklamanın ertelenmesi halinde kamuyu yanlış yönlendirebilecek durumların neler olduğuna ilişkin örnek niteliğinde rehber hazırlanacağı hükmüne bağlanmıştır¹⁹⁵.

4- Türk Hukukunda

A- Genel Olarak

Türk sermaye piyasası hukukunun gelişimi 1870’li yıllara dayanmaktaysa da¹⁹⁶ ilk Türk sermaye piyasası kanunu 28.07.1981 tarihli mülga eSerPK’dir¹⁹⁷. Ancak eSerPK’nin ilk halinde özel durumların açıklanmasına ilişkin herhangi bir düzenleme yer almamıştır. 3794 sayılı Kanun ile eSerPK’ye eklenen m. 16/A, Türk hukukunda özel durum açıklamalarına ilişkin ilk kanuni düzenlemedir. eSerPK’deki bu değişikliği takiben SPK tarafından özel durum açıklamalarına ilişkin olarak sırayla 1993, 2003 ve 2009 yıllarında özel durumların açıklanmasına ilişkin tebliğler yayımlanmıştır¹⁹⁸. 2012 yılında eSerPK’nin yürürlükten kaldırılıp SerPK’nin yürürlüğe girmesiyle birlikte SPK tarafından özel durumların açıklanmasına ilişkin iki yeni tebliğ yayımlanmıştır. 2014

¹⁹⁴ Bkz. ESMA/2016/1478, *Delay in the Disclosure of Inside Information*, 20.10.2016.

¹⁹⁵ Bkz. ESMA/2016/1130, *Guidelines on the Market Abuse Regulation-Market Soundings and Delay of Disclosure of Inside Information*, 13.07.2016.

¹⁹⁶ Türk sermaye piyasası hukukunun tarihsel süreç içerisindeki gelişimine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Adıgüzel**, s. 25-27; **Karşı**, s. 36 vd. eSerPK’nin yürürlüğe girme aşamasına ilişkin bilgi için bkz. **Aytaç, Z.**: Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi 1985, C. 40, S. 1, s. 229; **Aydoğan**, s. 36 vd.

¹⁹⁷ Türkiye’de sermaye piyasaların neden hukuki düzenlemeye kavuşturulması gerektiği hususunda bkz. eSerPK Gerekçe metni için bkz. “*Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı ve Bütçe-Plan Komisyonu Raporu (1/157)*”, Milli Güvenlik Konseyi, 20.03.1981, Sıra S. 217, s. 1 vd.

¹⁹⁸ Anılan tebliğler için bkz. aşağı. Birinci Bölüm, III-4-C (eSerPK’nin İkinci Dönemi: 3794 Sayılı Kanun Değişikliği)

yılında yürürlüğe giren bu tebliğler, Türk hukukunda halen özel durum açıklamalarının hukuki dayanaklarındandır. Aşağıda Türk sermaye piyasası hukukundaki özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemelerin tarihsel süreç içerisindeki gelişim ve değişimi, halihazırda yürürlükte olmayan düzenlemelerin genel bir çerçevesi çizilerek incelenmiştir. Bununla birlikte Türk hukukundaki özel durum açıklamalarına ilişkin mevcut düzenlemeler, çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde irdelenmiş olduğundan bu bölümde ayrıca detaylandırılmamış, kısaca değinilmekle yetinilmiştir.

B- eSerPK'nin İlk Dönemi

2499 sayılı mülga eSerPK, *sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ile tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması* amacıyla yürürlüğe girmiştir¹⁹⁹. Türk sermaye piyasası hukukunda kamuyu aydınlatma ilkesi de esasen eSerPK m. 22/1-b²⁰⁰ ile modern anlamda gelişim göstermeye başlamıştır²⁰¹. Ancak eSerPK m. 4 ile izahname ve m. 16 ile esasen finansal tablo ve raporların kamuya açıklanması düzenlenmişken özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin herhangi bir düzenlemeye Kanunun ilk halinde yer verilmemiştir²⁰².

¹⁹⁹ eSerPK m. 1.

²⁰⁰ Kurulun başlıca görev ve yetkileri kenar başlıklı eSerPK m. 22/1-b ile “*kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel ve özel nitelikte kararlar almak; özellikle bilanço, kâr ve zarar tablosu, yıllık raporlar, denetim raporları ve diğer tablolar hakkında standartlar tespit etmek ve bunları tebliğlerle duyurmak*” SPK'nin yetkileri arasında sayılmıştır. Maddeye ilişkin detaylı inceleme için bkz. **Yanlı**, s. 158-167.

²⁰¹ Kamuyu aydınlatma ilkesinin Türk hukukundaki ilk işaretlerinin 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda (RG. 09.07.1956, S. 9353) yer aldığı (m. 281, 362, 363, 392, 393) yönünde bkz. **Karlı**, s. 608. Kamuyu aydınlatma ilkesinin Türk hukukundaki tarihsel gelişimi hakkında detaylı bilgi için bkz. **İhtiyar**, s. 38 vd.; **Üçışık**, s. 5-9; **Meral**, s. 117-126; **Aydoğan**, s. 36-53.

²⁰² eSerPK'nin bu halinde kamunun sürekli aydınlatılması, finansal tablo ve raporların açıklanmasıyla sınırlı kalmıştır; bkz. **Kabaalioğlu**, s. 188; **Turanboy**, s. 235; **Paslı**, Devralınma, s. 354. eSerPK'nin ilk halinin yürürlükte olduğu dönemde *Turanboy* tarafından, *menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarını etkileyebilecek derecede önemli ve etkili olabilecek bilgilerin* derhal kamuya açıklanmasına ilişkin düzenleme yapılması önerilmiştir; bkz. s. 236.

C- eSerPK'nin İkinci Dönemi: 3794 Sayılı Kanun Değişikliği

29.04.1992'de eSerPK'de köklü değişikliklere gidilmiş²⁰³ ve 3794 sayılı Kanun m. 16 ile eSerPK'ye “*Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar*” kenar başlıklı²⁰⁴ m. 16/A²⁰⁵ hükmü eklenerek özel durum açıklamaları Türk sermaye piyasası hukukunda ilk kez kanuni düzenlemeye kavuşturulmuştur²⁰⁶. eSerPK m. 16/A'da sıralanan belirli durumlarda “*menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmeler*” özel durumlar olarak adlandırılmıştır. Bu maddede özel durumlar, maddede sayılan belirli hallerde, eSerPK m. 3/1-b'de²⁰⁷ tanımlanan menkul kıymetlerin değerini etkileyebilme unsuruna ve önemlilik ölçütüne bağlanmıştır. Bir başka ifadeyle, madde ile sınırlayıcı

²⁰³ Türk sermaye piyasası hukukunun esasen 1992 tarihli 3794 sayılı Kanun sonrasında *oturmuş sayılabileceği* yönünde bkz. **Karayağın**, Gelişmeler, s. 119; **İhtiyar**, s. 55. Benzer şekilde bkz. **Kılıç**, s. 24.

²⁰⁴ Madde kenar başlığının içeriğe tam anlamıyla uygun olmadığı yönündeki görüş için bkz. **Karayağın**, Gelişmeler, s. 123.

²⁰⁵ 3794 sayılı Kanun ile değişik eSerPK m. 16/A uyarınca, “(1) *Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerden Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar.* (2) *Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuya aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurul ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler.*” Maddenin zarar gören yatırımcıyı koruyucu olmadığı yönünde bkz. **Meral**, s. 178. Maddeye ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. **Yanlı**, s. 134 vd. Bu madde ile *sürekli kamuyu aydınlatma ilkesinin* tamamlandığı yönünde bkz. **Paslı**, Devralınma, s. 354.

²⁰⁶ eSerPK m. 16/A'nın, “*erken uyarı verecek bir gözetim sistemi*” kurulması amacıyla getirildiği yönünde bkz. **Yanlı**, s. 136.

²⁰⁷ eSerPK m. 3/1-b (Değişik: 29.04.1992, 3794/2 m.) uyarınca sermaye piyasası araçları, “*Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Menkul Kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.*”

olmayan bir şekilde özel durumlar örneklendirilmiş ve menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin düzenleme yapma hususunda SPK'ye yetki verilmiştir.

a- VIII-20 Sayılı Mülga Tebliğ

eSerPK m. 16/A ile kendisine tanınan yetki kapsamında SPK tarafından özel durum açıklamalarına ilişkin olarak yayımlanan ilk tebliğ mülga Seri VIII, No: 20 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ²⁰⁸ (VIII-20 sayılı mülga Tebliğ) olmuştur. VIII-20 sayılı mülga Tebliğ m. 1'de eSerPK m. 16/A'daki özel durum tanımını genişletilmiş ve *“sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmeler”* denilmek suretiyle yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgiler de özel durumların kapsamına alınmıştır²⁰⁹.

On dört maddeden oluşan bu Tebliğin 3. maddesinde kamuya açıklanması gereken özel durumlar, eSerPK m. 16/A'ya kıyasla oldukça detaylı bir şekilde örneklendirilmiştir. Buna göre, *“ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler”*, *“duran varlık alımı-satımı-kiralanması-kiraya verilmesi”*, *“ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler”*, *“ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler”*, *“ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler”*, *“iştirakler ve iş ortaklıklarına ilişkin değişiklikler”*, *“idari konulara ilişkin değişiklikler”* ve *“diğer değişiklikler”*, kamuya açıklanması gereken özel durumlardır²¹⁰ (VIII-20 sayılı mülga Tebliğ m. 3). Tebliğin 7. maddesinde kamuya açıklanması gereken özel durumların kapsam ve niteliği düzenlendikten sonra 8. ve 9.

²⁰⁸ RG. 06.07.1993, S. 21629 mükerrer.

²⁰⁹ VIII-20 sayılı mülga Tebliğ: Seri VIII, No: 24 sayılı mülga Tebliğ (RG. 08.11.1994, S. 22105), Seri VIII, No: 25 sayılı mülga Tebliğ (RG. 11.08.1995, S. 22371) ve Seri VIII, No: 29 sayılı mülga Tebliğ (RG. 19.02.1996, S. 22559) ile değişikliklere uğramıştır. eSerPK m. 16/A uyarınca SPK tarafından çıkarılan tebliğler hakkında detaylı inceleme için bkz. **Küçüksözen**, s. 130 vd.

²¹⁰ Bu Tebliğ'in geniş ve doyurucu bir şekilde kaleme alınmış olmakla birlikte özel durumları açıklamakla yükümlü olanlar tarafından *“gereğinden fazla kapsamlı”* hükümler içerdiği yönünde bkz. **Tanör**, s. 680.

maddelerinde yapılacak açıklamaların şekli, ilgili ortaklığın sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görüp görmemesi ölçütüne bağlı olarak farklılaştırılmıştır.

b- VIII-39 Sayılı Mülga Tebliğ

Yaklaşık on yıl yürürlükte kalan VIII-20 sayılı mülga Tebliğ, Seri VIII, No: 39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği²¹¹ (VIII-39 sayılı mülga Tebliğ) m. 19 ile yürürlükten kaldırılmıştır²¹². VIII-39 sayılı mülga Tebliğ m. 2’de özel durumlar, “*sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmeler*” olarak tanımlanmıştır. Böylece eSerPK m. 16/A’daki özel durum tanımı, bir adım daha ileriye taşınarak yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli bilgileri de kapsayacak şekilde genişletilmiştir²¹³.

Yirmi bir maddeden oluşan VIII-39 sayılı mülga Tebliğ m. 5 ile de kamuya açıklanması gereken özel durumlar VIII-20 sayılı mülga Tebliğdeki düzenlemeye benzer şekilde belirlenmiştir. Ancak bu Tebliğin 6. maddesinde faaliyetlerinin tamamı veya bir kısmı sportif faaliyetlerden oluşan ortaklıkların açıklaması gereken özel durumlar ilk kez ve ayrıca hüküm altına alınmıştır. Özel durum açıklamalarının kapsam ve niteliği Tebliğin 10. maddesinde daha geniş²¹⁴ bir şekilde ele alınmıştır. Ayrıca Tebliğin 11. maddesinde henüz sonuçlanmamış olsa dahi açıklanması gereken bir özel durum doğuracak iş ve işlemlere ilişkin görüşmelerin çeşitli aşamalarında kamuya açıklama yapılması gerekliliği ilk kez düzenlenmiştir. Bu Tebliğde de yapılacak açıklamaların şeklinin ilgili ortaklığın sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görüp görmemesi

²¹¹ RG. 20.07.2003, S. 25174.

²¹² VIII-39 sayılı mülga Tebliğ, Seri VIII, No: 42 sayılı mülga Tebliğ (RG. 07.07.2004, S. 25515) ile değişikliğe uğramıştır.

²¹³ Bu Tebliğ ile kamunun sürekli aydınlatılması bakımından önemli bir adım atıldığı ve tebliğin tüm ilgilileri daha rasyonel bir şekilde koruduğu yönünde bkz. **Pasalı**, s. 260.

²¹⁴ **Pasalı**, s. 138.

ölçütüne bağlı olarak farklılaştırılması yaklaşımı benimsenmiştir (VIII-39 sayılı mülga Tebliğ m. 12-13)²¹⁵. Son olarak, Tebliğin 17. maddesi ile ilk kez, henüz kamuya açıklanmamış özel durumlar hakkında bilgi sahibi olan kişilere, kamuya açıklanana kadar bu bilgileri gizli tutma yükümlülüğü getirilmiştir.

c- VIII-54 ve VIII-57 Sayılı Mülga Tebliğler

Yaklaşık altı yıl yürürlükte kalan VIII-39 sayılı mülga Tebliğ ise Seri VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği²¹⁶ (VIII-54 sayılı mülga Tebliğ) m. 28 ile yürürlükten kaldırılmıştır²¹⁷. VIII-54 sayılı mülga Tebliğ m. 2’de de VIII-39 sayılı mülga Tebliğdekine benzer bir özel durum tanımı yapılmıştır. Otuz maddeden oluşan VIII-54 sayılı mülga Tebliğ, kendinden önceki iki tebliğin aksine yalnızca sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ortaklıklara özgülenmiş ve Tebliğde özel durum açıklamalarına konu bilgiler ilk kez içsel bilgi ve sürekli bilgi ayrımına tâbi tutularak ayrı bölümler altında düzenlenmiştir. Sistematiği olarak kendinden önceki iki Tebliğden de esaslı bir şekilde ayrılan VIII-54 sayılı mülga Tebliğ, Türk sermaye piyasası hukukunda özel durum açıklamalarına yeni bir perspektif kazandırmış, kendinden sonraki Özel Durumlar Tebliği bakımından önemli bir altyapı hazırlamıştır.

Ayrıca VIII-54 sayılı mülga Tebliğ m. 26 ile SPK, “*kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, özel durum açıklamalarının yapılmasına ilişkin esasları ayrıca hazırlanacak bir rehber vasıtasıyla kamuya duyurmaya ve bu rehberi güncellemeye*” yetkili kılınmıştır. Bu kapsamda Kurul tarafından *Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber* (VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberi) yayımlanmıştır. VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberi, içsel ve sürekli bilgiler

²¹⁵ Tebliğ uyarınca yapılacak açıklamaların şekline ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Yanlı**, s. 138 vd.

²¹⁶ RG. 06.02.2009, S. 27133.

²¹⁷ VIII-54 sayılı mülga Tebliğ, Seri VIII, No: 70 sayılı mülga Tebliğ (RG. 23.10.2010, S. 27738) ile değişikliğe uğramıştır.

olmak üzere iki ana başlığa ayrılmış, bu Rehberde VIII-54 sayılı mülga Tebliğ hükümlerinin anlamlandırılmasına ve uygulanmasına yönelik önemli açıklamalar getirilmiştir. VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberinde örneklendirilen içsel bilgi kategorileri incelendiğinde, bunların esasen VIII-20 ve VIII-39 sayılı mülga Tebliğlerde sayılan özel durumların genişletilmiş hali olduğu anlaşılmaktadır.

İhraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada işlem görmeyen ortaklıkların özel durum açıklamalarına ilişkin esaslar ise Seri VIII, No: 57 sayılı İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği²¹⁸ (VIII-57 sayılı mülga Tebliğ) ile ilk kez bağımsız bir şekilde düzenlenmiştir²¹⁹. VIII-54 sayılı mülga Tebliğin aksine bu Tebliğde özel durumlar içsel ve sürekli bilgi ayrımına tâbi tutulmaksızın, sınırlı olmayan bir sayma yöntemiyle belirlenmiştir²²⁰.

D- SerPK Dönemi

Yürürlüğe girdiği 1981 yılından sonra piyasaların geçirdiği değişikliklere ve büründüğü karmaşık yapıya cevap vermekte yetersiz kalan eSerPK, 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren SerPK m. 139 ile ilga edilmiştir²²¹. SerPK ile özel durum açıklamalarına ilişkin eSerPK hükmü değiştirilmiştir. SerPK m. 15 ile kamuya açıklanması gereken özel durumlar, “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak tanımlanmıştır. Bu düzenlemeyle, özel durumların tanımı bu sefer bir adım geriye götürülmüş ve *yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik bilgiler*, tekrar kapsam dışında

²¹⁸ RG. 06.02.2009, S. 27133.

²¹⁹ VIII-57 sayılı mülga Tebliğ, Seri VIII, No: 71 sayılı mülga Tebliğ (RG. 23.10.2010, S. 27738) ile değişikliğe uğramıştır.

²²⁰ Bkz. VIII-57 sayılı mülga Tebliğ, m. 5.

²²¹ SerPK Gerekçe metni için bkz. “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri (1/638)”, TBMM, Dönem 23, Yasama Y. 3, Sıra S. 337 (Gerekçe), s. 83.

bırakılmıştır. Ayrıca maddeyle SPK'ye özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi verilmiştir.

SPK tarafından SerPK m. 15/2 uyarınca VIII-54 sayılı mülga Tebliği ilga eden ÖDT ve VIII-57 sayılı mülga Tebliği ilga eden II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği²²² (ÖDT II) yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu Tebliğler esasen VIII-54 ve VIII-57 sayılı mülga Tebliğlerin sistematigi temel alınarak hazırlanmıştır. Ancak ÖDT ve ÖDT II'nin kapsamı, ortaklığın sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görüp görmemesi ölçütüne değil; paylarının borsada işlem görüp görmemesi ölçütüne bağlı olarak farklılaştırılmıştır. Ayrıca ÖDT'nin uygulanmasına yardımcı olmak üzere SPK tarafından Rehber yayımlanmıştır. Rehber, VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberiyle hemen hemen aynı şekilde kaleme alınmış, ufak farklılıklar dışında VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberi sistematigi ve örnekleri Rehberde aktarılmıştır. ÖDT ve ÖDT II hükümleri aşağıda²²³ etraflıca incelenmiş olup tekrara düşmemek adına bu bölümde başkaca bir değerlendirme yapılmamıştır.

²²² RG. 23.01.2014, S. 28891.

²²³ Bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm (Özel Durumların Açıklanmasına İlişkin Esaslar).

İKİNCİ BÖLÜM

ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA KONU BİLGİLERİN ÖZELLİKLERİ VE İÇERİKLERİ

I- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA KONU BİLGİLER VE ÖZELLİKLERİ

Türk sermaye piyasası hukukunda kamuya açıklanması gereken özel durumlar, tarihsel süreç içerisinde çeşitli yöntemlerle düzenlenmiştir. Öyle ki bu durumlar, önceleri yalnızca “özel durumlar” başlığı altında ve sınırlı olmayan bir sayma/örneklendirme yöntemiyle sıralanmıştır. Ancak zaman içerisinde SPK tarafından içsel ve sürekli bilgiler olarak ayrılmış fakat bu sefer kural olarak²²⁴ sınırlı olmayan sayma yöntemi kullanılmayıp durumların örneklendirilmesi SPK’ye bırakılmıştır. Ancak bu farklılaşmaya rağmen özel durum açıklamalarına konu bilgilerin taşınması gereken özellikler esasen değişmemiştir. Gerçekten de hukukumuzda özel durum açıklamalarına ilişkin yapılan düzenlemelerin hepsinde temel olarak sermaye piyasası araçlarına veya ihraççılarına ilişkin, henüz kamuya açıklanmamış, belirli nitelikteki bilgilerin zorunlu olarak kamuya açıklanması öngörülmüştür.

Çalışmamızın bu bölümünde öncelikle içsel ve sürekli bilgi ayrımı, ayrımın hukuka uygunluğu ve olması gereken hukuk bakımından nasıl düzenlenmesi gerektiği irdelenmiştir. Ardından bir bilgi, olay veya gelişmeye kamuya açıklanması gereken özel durum olma niteliğini kazandıran özellikler incelenmiştir.

²²⁴ ÖDT II m. 4/1-e’de özel durumlar, “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek içsel ve sürekli bilgiler*” olarak tanımlanmıştır. Ancak açıklanması gereken özel durumlara ilişkin ÖDT II m. 5’te içsel ve sürekli bilgi ayrımına yer verilmemiş, sınırlı olmayan sayma yöntemiyle özel durumlar sıralanmıştır.

1- İçsel Bilgi ve Sürekli Bilgi Ayrımı

A- Ayrımın Kaynağı

Mevzuatımızda özel durumlar, ilk kez VIII-54 sayılı mülga Tebliğ ile içsel ve sürekli bilgiler olmak üzere ikiye ayrılmıştır. VIII-54 sayılı mülga Tebliğdeki ayrımı devam ettiren ÖDT’de ise özel durumlar m. 4/1-n’de, “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek içsel veya sürekli bilgiler*” olarak, içsel bilgiler m. 4/1-e’de, “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak ve sürekli bilgiler ise m. 4/1-p’de “*içsel bilgi tanımı dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak tanımlanmıştır. Yukarıda da belirtildiği üzere ÖDT’de özel durumlar ve içsel bilgiler, “*henüz kamuya açıklanmamış*” olma hususu haricinde birebir aynı şekilde tanımlanmıştır²²⁵. Ayrıca Tebliğde sürekli bilgilere ilişkin gerçek bir tanım yapılmayıp bunların içsel bilgi tanımına bağlı olarak belirlenmesiyle yetinilmiştir.

B- Ayrımda “Bilgi” Teriminin Esas Alınması

Özel durumların SPK düzenlemeleriyle içsel ve sürekli bilgiler olarak ayrılmış olması, SerPK’de *bilgi, olay ve gelişme* olarak ifade edilen *durumların* yalnızca *bilgilere* indirgendiği izlenimi yaratmaktadır. Oysa Tebliğ düzenlemesiyle amaçlanan bu değildir. Kanaatimizce Tebliğde, öğretide *Manavgat* tarafından belirtilen *bilgi* teriminin *olay ve gelişmeleri* de kapsadığı düşüncesinden hareketle böyle bir tercihte bulunulmuştur. Zira ÖDT ile Rehber bir bütün olarak değerlendirildiğinde, içsel ve sürekli bilgi olarak ifade edilen hususların *olay ve gelişmeleri*²²⁶ de içerdiği görülmektedir. Bu nedenle SPK’nin

²²⁵ Bkz. yuk. Birinci Bölüm, II-1 (Özel Durum Kavramı).

²²⁶ Bilgi, olay ve gelişme ifadesiyle kastedilene ilişkin olarak bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-B-a (Açıklanacak Hususların, Bilgi, Olay veya Gelişme Olması).

terim tercihi yanıltıcı olduğundan, böyle bir ayrımın hiç değilse *içsel durumlar* ve *sürekli durumlar* terimleriyle ifade edilmesi yerinde olacaktır. Ancak çalışmamızda mevcut düzenlemelerle terim birliğinin sağlanması amacıyla tebliğlerdeki terim tercihi benimsenmiş, bu nedenle içsel ve sürekli durumlar olarak ifade edilmesi gereken bilgi, olay ve gelişmeler için içsel ve sürekli bilgi terimlerinin kullanılmasına devam edilmiştir. Benzer bir şekilde, özel durum açıklamalarına konu hususlar mevzuatta içsel ve sürekli bilgiler olarak nitelendirildiğinden, bu durumlar için çalışmamızda da sıklıkla yalnızca bilgi ifadesi kullanılmıştır.

C- Ayrıma Konu Bilgilerin Genel Çerçevesi

a- İçsel Bilgilerin Genel Çerçevesi

ÖDT’de içsel bilgiler somutlaştırılmamış, yalnızca bu bilgilerin açıklanmalarına ilişkin temel esaslar belirlenmiştir. Bu bilgiler, SPK tarafından söz konusu Tebliğ uyarınca yayımlanan Rehber aracılığıyla somutlaştırılmıştır. Tebliğ ve Rehberin birlikte değerlendirilmesi suretiyle içsel bilgilerin, güncel mevzuatla çizilen ana hatlarının belirlenmesi mümkündür.

Rehber uyarınca içsel bilgiler: ihraççıyı ilgilendiren dışsal koşullar, yönetim kadrolarındaki değişiklikler, idari ve adli kovuşturma, önemli tutarda olağan dışı gelir ve kârlar ile gider ve zararlar, birleşme, devralma veya pay alım teklifi, maddi duran varlıklarla ilgili işlemler, ihraççının faaliyetlerine ilişkin değişiklikler, ihraççının finansal yapısına ilişkin değişiklikler, bağlı ortaklıklar ve finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler ve diğer değişikliklerdir.

Ayrıca Rehberde içsel bilgi örnekleri arasında sayılan durumlardan çoğu, ÖDT II uyarınca kamuya açıklanması gereken özel durumlardandır. ÖDT II m. 5/1’in a, i ve m bentleri dışındaki bentlerinde sayılan özel durumlar, Rehber uyarınca ÖDT kapsamında kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerdendir.

b- Sürekli Bilgilerin Genel Çerçevesi

VIII-54 sayılı mülga Tebliğde sürekli bilgilerin, bu Tebliğde “sürekli bilgiler” başlığı altında düzenlenen durumlar oldukları belirtilmişken ÖDT’de sürekli bilgilerin içsel bilgi tanımı dışında kalan ve ÖDT uyarınca açıklanması öngörülen bilgiler olduğu belirtilmemiştir. Bir başka ifadeyle, lafzi anlamda sürekli bilgilerin, ÖDT’de sürekli bilgi oldukları belirlenenlerle sınırlı olmadığı izlenimi yaratılmıştır. Oysa Tebliğin içeriği dikkate alındığında, içsel bilgilerin neler olduğu belirlenmezken sürekli bilgilerin sınırlı olarak ve yoruma yer bırakmayacak şekilde sayıldığı görülmektedir. Ancak bu görünümün aksine, ÖDT bakımından sürekli bilgilerin özel durumlar kapsamındaki yerinin belirlenmesi de bir yorum faaliyeti gerektirmektedir.

ÖDT uyarınca sürekli bilgiler, sermaye yapısına²²⁷ ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, paya dayalı sermaye piyasası araçlarının iktisabına ilişkin gelişmeler, ihraççıya ilişkin genel bilgiler, bilgilendirme politikası, genel kurul ve sermaye artırımına ilişkin bilgiler ve pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların diğer açıklamalarıdır (ÖDT m. 12-19).

ÖDT’de sürekli bilgiler arasında sayılan *sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler* ile *genel kurul ve sermaye artırımına ilişkin bilgilere* benzer durumlara, ÖDT II m. 5/1’in a, i ve k bentlerinde kamuya açıklanması gereken özel durumlar arasında da yer verilmiştir. Dolayısıyla ÖDT ve Rehberin birlikte değerlendirilmesi suretiyle, ÖDT II’nin söz konusu bentlerinde sayılan durumların da SPK nezdinde sürekli bilgilere vücut vereceğini belirtmek yanlış olmayacaktır.

²²⁷ Bu ifadenin, “*pay sahipliği yapısı*” olarak anlaşılması gerektiği yönünde bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II-2-A-d-aa-aaa (Sermaye Yapısı ve Kontrolü).

D- Ayrımın Hukuka Uygunluğu Sorunu

İçsel ve sürekli bilgi ayrımı, kanuna/kanun koyucunun iradesine dayanmamaktadır. Gerçekten de SerPK m. 15 ve gerekçesinde böyle bir ayrıma yer verilmemiştir. O halde Tebliğlerdeki bu ayrımın hukuka uygunluğunun belirlenebilmesi için söz konusu kanunlar uyarınca özel durum açıklamaları bakımından SPK'ye verilen düzenleme yetkisinin incelenmesi gerekmektedir.

SerPK m. 15'in gerekçesinden hareketle esasen kanun koyucunun özel durumların kapsamını genişletmeyi ve Kurul düzenlemelerine hukuki dayanak sağlamayı amaçladığı anlaşılmaktadır²²⁸. Ne var ki, gerekçede amaçlanan hususlar kanun maddesine yansıtılamamıştır. Bir başka ifadeyle, ÖDT'nin dayanağı olan SerPK m. 15/2 ve 128/1-b ile SPK'ye özel durumların kapsamını belirleme yetkisi verilmemiştir²²⁹. Bu nedenle ÖDT'nin hukuki dayanağının güçlendirildiğinden söz edilmesi de mümkün görünmemektedir. Gerçekten de SPK'ye bu hususta verilen yetki, *kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla* özel durumların açıklanmasına ilişkin *usul ve esasların* belirlenmesinden ibarettir. Dolayısıyla, bu ayrım ve belirlemenin düzenleme yetkisi ve tekniği bakımından yerinde olmadığı belirtilmelidir. Her ne kadar SerPK m. 15'in gerekçesinde aksi belirtilmiş ve kanuni

²²⁸ SerPK m. 15'in gerekçesi için bkz. Gerekçe, s. 94.

²²⁹ Oysa VIII-54 sayılı mülga Tebliğin dayanağı olan eSerPK m. 16/A'da yer alan “(...) kurulun kamuya aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri (...)” ifadesi ve m. 22/1-e'de²²⁹ yer alan “(...) önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tespit (...)” ifadesi dikkate alındığında, kanun koyucu tarafından SPK'ye özel durumların kapsamını belirleme yetkisi verildiği anlaşılmaktadır; bkz. **Yanlı**, s. 135, dn. 127. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 178. Bir başka deyişle, eSerPK uyarınca SPK tarafından gerekli görülen birtakım durumların, SPK tarafından çıkarılan tebliğlerle özel durum açıklamaları kapsamına alınabilmesi mümkündür. Dolayısıyla SPK tarafından VIII-54 sayılı mülga Tebliğ ile özel durumların içsel ve sürekli bilgi ayrımına tâbi tutulması ve bu ayrıma konu durumların belirlenmesi, eSerPK'ye ve dolayısıyla hukuka uygundur.

dayanağın güçlendirildiği ifade edilmişse de SerPK ile SPK'ye özel durum açıklamaları bakımından belirleme yetkisi tanınmamıştır.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, *bağımsız idari otorite* statüsündeki SPK, düzenleyici işlem yapma yetkisini normlar hiyerarşisine uygun olarak kullanmakla yükümlüdür²³⁰. Oysa SerPK'de çerçevesi belirlenen²³¹ özel durumlar, SPK tarafından hukuka uygun olmayan bir şekilde ÖDT ile içsel bilgilere indirgenmiş ve tarafımızca eleştirilen kanundaki özel durum tanımının dışında kalan birtakım durumlar, “sürekli bilgiler” başlığı altında ve özel durumlar kapsamında düzenlenmiştir. Bu nedenle, SPK'nin özel durum açıklamaları bakımından kendisine kanunla tanınan yetkiyi, ikincil düzenleme olan Tebliğ hükmüyle genişletmesi, idarenin yetki aşımı nedeniyle hukuka uygun bir görünüm arz etmemektedir.

Bununla birlikte, SerPK ve ilgili ikincil düzenlemeler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, sürekli olduğu belirtilen ancak etki unsuru barındırması dolayısıyla içsel bilgi niteliği taşıdığı tarafımızca belirlenen durumlar dışındaki sürekli bilgilerin kamuya açıklanmasına ilişkin SPK düzenlemesinin, tamamen hukuki dayanaktan yoksun olduğunu ifade etmek mümkün değildir. Gerçekten de SerPK m. 29 ile ÖDT'de sürekli bilgiler kapsamında düzenlenen ve yardımcı unsur barındıran *genel kurula ilişkin bilgilerin* kamuya açıklanmasına yönelik usul ve esaslarının SPK tarafından belirleneceği

²³⁰ **Günday, M.:** İdare Hukuku, Onuncu Baskı, Ankara 2015, s. 572; **Akgül, A.:** Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi, İstanbul 2008, s. 67.

²³¹ SerPK'nin çerçeve kanun niteliği taşıdığına ilişkin olarak bkz. Gerekeçe, s. 10, 11; **Özkorkut**, s. 156. Aynı yönde eSerPK için bkz. **Aytaç**, s. 229; **Aytaç, Z.:** Sermaye Piyasası Hukuku Bağlamında Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Pay Sahipliği Hakları, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 59. SerPK ile eSerPK'nin çerçeve kanun niteliğinin zayıflatılmış olduğu yönünde bkz. **Aytaç, Z.:** Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 19.

hükme bağlanmıştır. Benzer şekilde, II-17.1 sayılı Tebliğ Ek-1’de²³² genel kurula ilişkin olup kamuya açıklanması gereken bilgilerin ve *bilgilendirme politikasının* ortaklık internet sitesinde bulundurulmasına ilişkin hususlara yer verilmiştir.

Hal böyleyken, yardımcı unsur barındıran ve ÖDT’de sürekli olarak nitelenen durumların esasen halihazırda kanuni dayanağının olduğu, ancak bu dayanağı sağlayan hükümlere ÖDT’nin dayanak maddesinde yer verilmemesinin yanlış bir değerlendirmeye yol açtığı belirtilmelidir. Dolayısıyla, SerPK’nin çeşitli maddeleriyle SPK’ye tanınan düzenleme yetkisine dayanılarak SPK tarafından yapılan ikincil düzenlemelerde yer alan özel durumların ÖDT’nin “sürekli bilgiler” başlığı altında bir araya toplanması mümkünse de Tebliğin dayanakları arasında ilgili kanun maddelerinin ayrıca zikredilmesi uygun olacaktır.

E- Mevcut Düzenlemelerde Değişiklik Yapılması Gerekliliği

ÖDT ile sürekli bilgiler kapsamında değerlendirilen durumlar incelenerek bunların SerPK m. 15’teki tanım uyarınca özel durum olma özelliği taşıyıp taşımadığı belirlenmeli, bu özelliği taşımayanların tebliğ kapsamından mı çıkarılması yoksa özel durumların kanuni çerçevesinin mi değiştirilmesi gerektiği tespit edilmelidir. Bu durumların her biri aşağıda²³³ detaylıca incelenmiş olmakla birlikte, esasen ÖDT’nin madde başlıklarının lafzından yola çıkılarak dahi bunların SerPK m. 15’in mevcut düzenlemesi kapsamında özel durum olma özelliklerini taşıyıp taşımadıkları belirlenebilir.

ÖDT’nin üçüncü bölümü uyarınca sürekli bilgiler: *sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, paya dayalı sermaye piyasası araçlarının iktisabına*

²³² II-17.1 sayılı Tebliğ Ek-1’de Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiş ve Ek-1/1.3’te genel kurula ilişkin kamuya açıklanması gereken bilgilere yer verilmiştir. Ek-1/2.1.1’de ise bilgilendirme politikasının ortaklığın internet sitesinde yayınlanmasına ilişkin hususlara yer verilmiştir.

²³³ Bkz. aşağı. İkinci Bölüm, II (Özel Durum Açıklamalarına Konu Bilgilerin İçeriği).

ilişkin gelişmeler, ihraççıya ilişkin genel bilgiler, bilgilendirme politikası, genel kurul ve sermaye artırımına ilişkin bilgiler ve pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların diğer açıklamalarıdır. Ayrıca ÖDT'nin sürekli bilgilere ilişkin üçüncü bölümünde yer almayıp belirli ihraççılara ve fon kullanıcılarına ilişkin açıklama yükümlülüğünün düzenlendiği dördüncü bölümünde de ihraççıya ilişkin genel bilgiler, genel kurul ve sermaye piyasası aracı ihracına ilişkin bilgiler ile sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerin kamuya açıklanması öngörülmüştür. Bu durumların içsel veya sürekli bilgi olduklarına ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamışsa da ÖDT'nin üçüncü bölüm hükümleri dikkate alındığında, Tebliğin dördüncü bölümünde sayılan durumların da SPK nezdinde sürekli bilgilerden olduğu belirtilmelidir.

Belirtmek gerekir ki, tüm bu durumların özel durum açıklamalarına konu bilgilerin taşınması gereken özelliklerden²³⁴ biri olan henüz kamuya açıklanmamış olma özelliğini taşınması mümkündür. Ayrıca bu durumların her biri ya sermaye piyasası araçlarına ya da araçların ihraççısına ilişkin olma özelliğine de sahiptir. Ancak diğerlerinin aksine gerek ihraççıya gerek bilgilendirme politikasına gerekse genel kurula ilişkin açıklanması öngörülen bilgilerin, sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edebilecek nitelikte olduğunu belirtmek mümkün değildir.

SerPK m. 15 uyarınca bir özel durumun etki unsurunu²³⁵ taşınması gerekirken bu unsur taşımayan durumların SerPK uyarınca özel durum açıklamaları kapsamında yerinin olmadığı belirtilmelidir. Bu itibarla, “*Özel Durumlar Tebliği*” olarak adlandırılan bir tebliğin, SerPK m. 15'teki tanıma girmeyen durumları içermesinin düzenleme tekniği bakımından yerinde olmadığı tespiti yapılmalıdır. Ancak yapılan tespit, SerPK m. 15'teki

²³⁴ Bkz. aşa. İkinci Bölüm, I-2 (İçsel ve Sürekli Bilgilerin Özellikleri).

²³⁵ Bkz. aşa. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc (Etki Unsuru).

tanım bakımından özel durumların özelliklerini taşımayan bu durumların kamuya açıklanmasının gerekli olmadığı anlamına gelmemektedir. Zira söz konusu durumlar esasen yatırımcıların haklarını²³⁶ kullanabilmelerine yardımcı olacak nitelikte olduğundan, SerPK'nin düzenlenme amaçları kapsamında yatırımcıları korumak üzere kamunun bilgisine sunulmalıdır²³⁷. Bu noktada, bahse konu durumların hangi kapsamda ve içerikte kamuya açıklanması gerektiği belirlenmelidir.

Öncelikle, bu belirlemenin özel durum açıklamalarının kapsamından bağımsız olamayacağı ifade edilmelidir. Gerçekten de kamuyu aydınlatma ilkesinin sürekli kamuyu aydınlatma veçhesi, finansal tablo ve raporlar (*periodic*) ile özel durum açıklamaları (*episodic*) üzerine inşa edilmiştir. Yukarıda²³⁸ da belirtildiği üzere, finansal tablo ve raporların kamuya açıklanması, periyodik bir şekilde, belirli aralıklarla gerçekleştirilmektedir. Ayrıca finansal tablolar yalnızca finansal bilgiler içerirken, finansal raporlardan yönetim kurulu faaliyet raporları²³⁹ finansal olmayan bilgileri de içermesine rağmen bunları geriye dönük bir görüntü olarak yansıtmaktadır. Dolayısıyla söz konusu kamuyu aydınlatma belgeleri, yatırımcıların haklarını bilinçli bir şekilde kullanabilmeleri bakımından en kısa zamanda öğrenmeleri gereken ortaklığın bilgilendirme politikasını, genel bilgilerini ve genel kuruluna ilişkin bilgilerini zamansal olarak kapsamaya elverişli değildir. Bu nedenle, bahsedilen bilgilerin ikinci el piyasalarda

²³⁶ Yatırımcıların hakları ifadesiyle kastedilene ilişkin detaylı bilgi için bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-b-bb-ddd (Kullanılmasına Yardımcı Olunan Yatırımcı Hakları).

²³⁷ Sermaye piyasası düzenlemelerin temel amacının yatırımcıların korunması olduğu yönünde bkz. Çetin, Yatırımcının Korunması, s. 437. Benzer şekilde bkz. İhtiyar, s. 109.

²³⁸ Bkz. yuk. Birinci Bölüm, II-6-B (Sürekli Bilgi Akışının Sağlanması).

²³⁹ Yönetim kurulu faaliyet raporlarının içeriğine ilişkin detaylı bilgi için bkz. Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik (RG. 28.08.2012, S. 28395), m. 7 vd.; II-14.1 sayılı Tebliğ m. 8.

açıklanabileceği tek kamuyu aydınlatma aracı, özel durum açıklamaları olarak karşımıza çıkmaktadır²⁴⁰.

Özel durum kavramının SerPK tanımı dikkate alındığında, kısaca etki unsuru olarak ifade ettiğimiz unsuru taşımayan bu durumlar bakımından, örneğin “genel durum açıklamaları” başlığı altında yeni bir kamuyu aydınlatma aracı/belgesi oluşturulması düşünülebilir. Ancak kanaatimizce, özel durum açıklamalarıyla aynı açıklanma esaslarına²⁴¹ tâbi olacak bu durumlar için yeni bir kanuni düzenleme yapılması ve bu kapsamda yeni bir tebliğ hazırlanması hem gereksiz hem de sakıncalıdır. Zira halihazırda açıklama yükümlülükleri ve muhataplar tarafından kamuya açıklanması gerektiğinin bilincinde olunan bu durumların, başka bir isim altında yeniden düzenlenmesi gerek içerik gerekse açıklanma usul ve esaslarında değişiklikler yapıldığı izlenimi yaratarak uygulamada karışıklıklara neden olabilecektir.

Dolayısıyla olması gereken, özel durumlara ilişkin kanun çerçevesinin *etki unsuru* taşımayan ancak yatırımcıların haklarını kullanabilmelerine yardımcı olacak nitelikteki birtakım durumları da kapsayacak şekilde genişletilmesidir. Bu genişletme faaliyeti bakımından VIII-39 ve VIII-54 sayılı mülga Tebliğlerin kapsam maddelerindeki belirlemeden yararlanılarak kısaca yardımcı unsur olarak isimlendirdiğimiz

²⁴⁰ İkinci el piyasalarda kamunun derhal aydınlatılması özel durum açıklamalarıyla gerçekleştirilse de bu piyasalarda derhal kamuyu aydınlatmaya yönelik kamuyu aydınlatma belgeleri, yalnızca özel durum açıklama metinlerinden ibaret değildir. Gerçekten de esasen özel durumlara ilişkin olan ancak taşıdığı önem dolayısıyla ayrıca açıklanma esasları belirlenen; pay alım teklifi bilgi formu, birleşme ve bölünme duyuru metinleri, pay satış bilgi formu, borsada işlem görme duyurusu gibi çeşitli kamuyu aydınlatma belgeleri de oluşturulmuştur. Ancak bu duyuru ve açıklamalar yalnızca ilgili oldukları özel durumlara özgü olduğundan, ikinci el piyasalarda kamunun derhal aydınlatılmasının temel ve kapsayıcı aracı özel durum açıklama metinleridir. Anılan kamuyu aydınlatma belgelerine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aydoğan**, s. 234 vd.; **Meral**, s. 206 vd.

²⁴¹ Özel durumların açıklanma esaslarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm (Özel Durumların Açıklanmasına İlişkin Esaslar).

“yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik” ibaresinin SerPK m. 15/1’e eklenmesi düşünülebilir.

F- Bilgilerin “Sürekli” Olup Olmadığının Belirlenmesi

SerPK m. 15’teki tanımın kapsamına girmeyen ve yardımcı unsur barındıran durumların, SPK tarafından *sürekli* sıfatı ile nitelendirilmesi tercih edilmiştir. Kanaatimizce bu tercih, ÖDT’de sürekli bilgiler olarak değerlendirilen durumların AB hukukundaki Şeffaflık Direktifi m. 9-18’de “süregelen/sürekli bilgiler (*ongoing information*)” olarak ifade edilmesinden kaynaklanmaktadır.

Oysa, ÖDT’de “sürekli bilgiler” başlığı altında açıklanması öngörülen sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler ile sermaye artırımına ilişkin bilgiler, herhangi bir süreklilik/devamlılık/kesintisizlik özelliği taşımamaktadır²⁴². Aksine bu durumlara konu bilgi, olay ve gelişmeler herhangi bir zamanda gerçekleşebileceği gibi söz konusu olayların teorik olarak hiçbir zaman gerçekleşmemesi de mümkündür. Gerçekten de anılan değişiklikler, teorik olarak, hiçbir zaman Tebliğde belirtilen oranlara ulaşmayabilir ya da bunların altına düşmeyebilir. Böyle bir durumda, süreklilik bir yana tek seferlik bir olaydan dahi söz edilmesi mümkün olmayacaktır.

Ancak, söz konusu durumların esasen içsel bilgi niteliği taşıdığı dikkate alındığında, “*sürekli*” ifadesinin ÖDT’de sürekli bilgiler arasında sayılan diğer durumlar bakımından değerlendirilmesi gerekmektedir. Kanaatimizce, ÖDT m. 16 ve 20 uyarınca genel bilgiler, m. 17 uyarınca bilgilendirme politikası ve m. 18 ve 21 uyarınca genel kurula ilişkin bilgilerin sürekliliğinden söz edilebilmesi mümkündür. Zira ihraççı faaliyetlerine devam ettiği sürece, bu durumlar devamlı/sürekli bir şekilde

²⁴² *Manavgat* tarafından, ÖDT’nin sürekli bilgilere ilişkin bölümünde yer alan tüm durumlar bakımından bunların süreklilik özelliği taşımadığı, *sürekli* ifadesinin yanıltıcı olduğu ve ÖDT’de sürekli bilgi grubu altında sayılan bilgilerin genellik özelliğine işaret eden yeni bir kavram tercihinde bulunulması gerektiği belirtilmiştir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 222-223. Aynı yönde bkz. **Aydoğan**, s. 226.

değişecek/değişebilecektir. Gerçekten de ihraççı, faaliyetleri süresince düzenli olarak genel kurul toplantıları yapmak veya bilgilendirme politikasına uygun olarak sürekli bir şekilde kamuyu aydınlatmak durumundadır. Dolayısıyla söz konusu durumların *sürekli* sıfatıyla nitelendirilmesi, durumların içerik ve niteliğine uygundur.

G- Düzenleme Önerisi

Yukarıda yapılan tespit ve değerlendirmeler ışığında, SerPK m. 15/1'in yardımcı unsur barındıran bilgileri de kapsayacak biçimde genişletilerek bilgi, olay ve gelişmelerin *işsel ve sürekli* olduğu hususlarına da kanun maddesinde yer verilmesinin uygun olacağı kanaatindeyiz. Bu itibarla, SerPK m. 15/1, "*Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki işsel bilgi, olay ve gelişmeler ile yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.*" şeklinde yeniden kaleme alınabilir. Yahut bunun yerine, SerPK ile eSerPK'de olduğu gibi SPK'ye açıkça özel durumların kapsamını belirleme yetkisi verilmesi düşünülebilir. Böylece ÖDT'nin kanuni dayanağı da gerçek anlamda güçlendirilmiş olacaktır.

SerPK m. 15/1'in yeniden kaleme alınması halinde, SPK tarafından ÖDT ve ÖDT II'de de değişiklik yapılmasının yerinde olacağı kanaatindeyiz. Bu kapsamda, kanaatimizce öncelikle ÖDT m. 4/1-e'deki işsel bilgi ifadesi *işsel durum*, m. 4/1-p'de sürekli bilgi ifadesi ise *sürekli durum* olarak değiştirilmelidir. Ardından özel durumları tanımlayan ÖDT m. 4/1-n ve ÖDT II m. 4/1-e'nin, "*Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek işsel durumlar veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli durumlar*" şeklinde, sürekli durumları tanımlayan m. 4/1-p'nin ise "*yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki işsel durum tanımı dışında kalan bilgi olay ve gelişmeler*" şeklinde değiştirilmesi uygun olacaktır. Ayrıca ÖDT'de sürekli bilgiler kapsamında sayılan ve esasen işsel bilgi niteliğinde olan sermaye yapısına ve yönetim

kontrolüne ilişkin değişikliklere, paya dayalı sermaye piyasası araçlarının iktisabına ilişkin gelişmelere, sermaye artırımına ilişkin bilgilere ve pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların diğer açıklamalarına, içsel bilgilere ilişkin Tebliğ bölümünde yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Ancak ÖDT’de esasen içsel bilgiler sayılmayıp, bunların somutlaştırılması Rehber ile gerçekleştirildiğinden, söz konusu bilgilerin ÖDT’nin içsel bilgilere ilişkin bölümüne eklenmesinin yerine bunlara Rehberde içsel bilgilerin örneklendirildiği bölümde yer verilmesi daha uygun olacaktır.

2- İçsel ve Sürekli Bilgilerin Özellikleri

A- Genel Olarak

Kamuya açıklanması gereken özel durumların neler olduğunun belirlenebilmesi, bu durumların özelliklerinin tespit edilmesini gerektirmektedir. Zira yukarıda²⁴³ da belirtildiği üzere mevzuatımızdaki özel durumlara ilişkin düzenleme, kural içi boşluk niteliğindedir. Bu nedenle, özel durumları açıklamakla yükümlü olanlarca hukuka uygun ve amaca yönelik bir kamuyu aydınlatma sağlanabilmesi adına açıklanması gereken bilgilerin özelliklerinin belirlenmesi, temel hareket noktasını oluşturmaktadır.

Bir özel durum açıklamasının konusunu, nitelikleri belirli, sermaye piyasası araçlarına veya bunların ihraççılarına ilişkin, henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay veya gelişmeler oluşturmaktadır. Ancak bu bilgi, olay veya gelişmelerin niteliklerini belirleyen unsur ve özellikler, içsel ve sürekli bilgiler bağlamında farklılaşmaktadır. Aşağıda öncelikle içsel ve sürekli bilgilerin ortak olan özellikler incelenmiş, ardında iki bilgi türünün niteliğini belirleyen ayırt edici unsur ve özellikleri ele alınmıştır.

²⁴³ Bkz. yuk. Birinci Bölüm, II-4-B (Kural İçi Boşluğın Tespiti).

B- Ortak Özellikleri

a- Açıklanacak Hususların, Bilgi, Olay veya Gelişme Olmaları

Kamuya açıklanması gereken özel durumların, içsel veya sürekli bilgi olmasından bağımsız olarak, her halükârda, bir bilgi, olay veya gelişmeyi barındırması gerekir. Bilgi (*information*), bir kişi veya bir şey hakkında *öğrenme*, *araştırma* veya *gözlem* ile vâkıf olunan gerçekler olarak ifade edilebilmektedir²⁴⁴. Olay (*event*)²⁴⁵, ortaya çıkan, meydana gelen, ilgi çekebilecek veya önemli bir şeye ilişkin olan durumlar olarak tanımlanabilmektedir²⁴⁶. Gelişmenin ise, kelime anlamı itibariyle bir şeyin ilerleme süreci olduğu belirtilebilmektedir. Bu tanımlardan hareketle, bilgilerin gerçeklere, olayların tarafsız olarak ortaya konulabilecek fiillere, gelişmelerin ise tamamlanmamışlığa, harekete işaret ettiğini belirtmek mümkündür. Bununla birlikte *gelişme* kelimesi, anlam itibariyle olumlu bir izlenim uyandırıp hareketin yalnızca ileriye doğru, olumlu yönde olduğunu düşündürebilir. Ancak örneğin bir birleşme işleminin gerçekleşmesinden vazgeçilmesi de, birleşmeye yönelik çalışmalarda meydana gelen olumsuz bir gelişme olarak nitelendirilecek ve kamuya açıklanması gerekecektir. Bilgi ve olaylar, kelime anlamları itibariyle olumlu veya olumsuz bir izlenim yaratmasa da aynı durum, bunlar için de geçerlidir. Zira kamuyu aydınlatma ilkesi, yalnızca olumlu bilgi, olay ve

²⁴⁴ Bkz. TDK Sözlük, <https://sozluk.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 12.12.2022); Merriam-Webster Dictionary <https://www.merriam-webster.com/dictionary/information> (Erişim Tarihi: 12.12.2022). Bilginin, belirli bir durumun varlığının objektif olarak tespit edilmesi olduğu yönünde bkz. **Kırca, Ç.:** Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004, s. 4.

²⁴⁵ Olay (*event*) ve durum (*circumstances*) ifadesinin birbirinden bağımsız ayrı anlamlar ifade etmediği yönünde bkz. **Lehmann/Kumpan**, s. 677, par. 6.

²⁴⁶ Bkz. TDK Sözlük, <https://sozluk.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 12.12.2022); Merriam-Webster Dictionary <https://www.merriam-webster.com/dictionary/event> (Erişim Tarihi: 12.12.2022); Oxford Learner's Dictionaries, <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/event?q=event> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

gelişmelerin değil olumsuz bilgi, olay ve gelişmelerin de kamuya açıklanarak tam bir bilgilendirme sağlamayı amaçlamaktadır²⁴⁷.

Özel durumların içsel ve sürekli bilgi ayrımına tâbi tutulması, ilgili bilgi, olay veya gelişmenin açıklanmasının hizmet ettiği amacın farklılaşmasından kaynaklanmaktadır. Bu amaç farklılığı, içsel ve sürekli bilgilerin niteliğini belirleyen unsurlarla ortaya konulabilmektedir. Gerçekten de yukarıda belirlendiği üzere, içsel bilgilerin niteliğini belirleyen husus, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek olması yönündeki etki unsurunu içermesidir. Sürekli bilgilerin niteliğini ise, yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek olması yönündeki yardımcı unsur içermesi belirlemektedir.

b- Henüz Kamuya Açıklanmamış Olmaları

Bir durumun içsel veya sürekli bilgi olarak değerlendirilebilmesi için henüz kamuya açıklanmamış olması gerekmektedir²⁴⁸. İçsel bilgilerin hukuka aykırı bir şekilde kullanılması sonucu menfaat elde edilmesi olarak adlandırılan bilgi suistimali suçunun tanımlandığı ve düzenlendiği SerPK m. 106'da da bu bilgilerin henüz kamuya açıklanmamış olduklarına vurgu yapılmıştır. Ayrıca ÖDT m. 4/1-e'de de içsel bilgilerin henüz kamuya açıklanmamış bilgiler olduğu belirtilmiştir.

Yatırımcılar arasında fırsat eşitliğini sağlamaya yönelik bir bilgilendirme süreci olan kamuyu aydınlatma ilkesinin öncelikli amacı, yalnızca belirli kişilerce vâkıf olunan birtakım bilgilerin *herkes* tarafından bilinmesini sağlamaktır. Hal böyleyken, halihazırda kamunun erişimine açık olan bir bilginin kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında mükerrer bir açıklama yükümlüğüne tâbi kılınması anlamsızdır. Çünkü kamuya açık olan bilgiler

²⁴⁷ Duman, s. 114; Üçışık, s. 8, 11 vd.

²⁴⁸ Kamuya açıklanmamış olmak (*non-publicity*) kavramının bilginin henüz kamuya açıklanmamış olduğu aşamada ona sahip olan içeridekiler tarafından bu bilgiyle işlem yapılamayacağı esasını öngördüğü yönünde bkz. Karacan, A. İ.: Sermaye Piyasası Hukuku (Yazılar), C. I, İstanbul 2017, s. 465.

zaten sermaye piyasası araçları ve yatırımcılar üzerinde etkisini göstermiş olacağından fırsat eşitliğini ortadan kaldıran bir durum da söz konusu olmayacaktır²⁴⁹. Dolayısıyla içsel veya sürekli bir bilgiden bahsedilebilmesi için, *kural olarak*, bu bilgilerin ilk defa bir özel durum açıklamasıyla yatırımcıların erişimine sunuluyor, bu tarihten önce sınırlı bir çevre dışında kamuoyu tarafından bilinmiyor olması gerekmektedir.

Bununla birlikte, bazı hallerde herhangi bir özel durum açıklaması yapılmamasına rağmen belirli platformlar veya iletişim kanallarında içsel ve sürekli bilgilerin açıklanmış olması mümkündür. Örneğin payları borsada işlem gören bir anonim ortaklığın hukuk işleri bölümü başkanının, kişisel sosyal medya hesabından ortaklığa karşı açılan bir alacak davasına ve bu davanın mesnetsiz olması dolayısıyla reddedileceğinden şüphe duymadıklarına ilişkin açıklamalar yapması mümkündür. Böyle bir durumda, mevzuat uyarınca yapılmış bir özel durum açıklaması mevcut olmayacaktır²⁵⁰. Zira özel durum açıklamalarına konu bilgilerin henüz kamuya açıklanmamış olmasıyla kastedilen, bunların mevzuat uyarınca belirlenen usul ve esasların takip edilerek yayımlanmamış olmasıdır²⁵¹. Bir başka ifadeyle, aşağıda²⁵² da belirtildiği üzere, özel durumların açıklanması, SPK tarafından birtakım usul ve esaslara bağlanmış olup ancak bunların takip edilmesi suretiyle yapılan bir özel durum açıklamasının hukuka uygun olduğundan söz edilebilir.

Bununla birlikte, hukuka uygun bir özel durum açıklaması olmaksızın, çeşitli kanallarla kamuya açık hale gelen bu bilgiler, içsel veya sürekli bilgi olma özelliklerini yitirmeyeceklerdir. Zira bu hallerde dahi, söz konusu bilgilerin doğruluğu ve yeterliliği

²⁴⁹ **Turanboy**, s. 64; Rehber, II-2.3, s. 5.

²⁵⁰ **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 263; Rehber, II-2.2, s. 5.

²⁵¹ Rehber, II-2.2, s. 5. Aynı yönde bkz. **Aydoğan**, s. 230. *Turanboy*, bilginin henüz kamuya açıklanmamış olmasıyla, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklıkla ilgili olup ortaklığın menkul kıymetlerine yatırımda bulunacak şahıslarca bilinmeyen bilginin kastedildiğini belirtmektedir; bkz. s. 58.

²⁵² Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, I-4-A (Şekli Esaslar).

hususunda özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir²⁵³. Dolayısıyla çeşitli kanallarla kamunun sahip olduğu bu bilgilerin kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında *tam, doğru ve yeterli* bir şekilde kamuya açıklandığı ilk an, bahsedilen özel durum açıklaması anı olacaktır²⁵⁴. Hal böyleyken, fiilî olarak gerçekleşen açıklama *tam* bir açıklama olmayacağından, bu durum açıklamaya konu bilgilerin içsel veya sürekli bilgi niteliklerine hâlel getirmeyecektir. Bir başka ifadeyle söz konusu bilgiler, hukuka uygun bir özel durum açıklamasıyla kamuya açıklanana kadar kamuyu aydınlatma yükümlülüğü yerine getirilmemiş olacaktır.

c- Sermaye Piyasası Araçlarına veya İhraççılara İlişkin Olmaları

MAR’da içsel bilgiler tanımlanırken bu bilgilerin doğrudan veya dolaylı olarak ihraççılara ya da sermaye piyasası araçlarına ilişkin olduğu belirtilmiştir²⁵⁵. Ancak SerPK m. 15 ve ÖDT’de özel durum açıklamasına konu bilgilerin sermaye piyasası araçlarına ya da bu araçların ihraççılara ilişkin olmaları gerektiği yönünde bir belirleme yapılmamıştır. Bununla birlikte, SerPK m. 106’da içsel bilgilerin “*doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında*” olduğu belirtilmiştir²⁵⁶.

SerPK m. 3/1-h uyarınca ihraççı, “*Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını*” ifade ederken m. 3/1-ş uyarınca sermaye piyasası araçları, “*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını*” ifade

²⁵³ Bkz. ÖDT m. 9.

²⁵⁴ Bir bilginin kamuya açıklanmış olmasıyla, bilginin herhangi bir yolla ancak bir bütün olarak kamuya yayılmasının ve piyasalarca bilgiye tepki verilebilecek belirli bir sürenin geçmiş olmasının arandığı yönünde bkz. **Manavgat**, s. 104.

²⁵⁵ MAR, s. 7/1.

²⁵⁶ SerPK’deki ihraççı tanımına ilişkin değerlendirmeler için bkz. **Aytaç**, Yenilikler, s. 22.

etmektedir. Gerek ÖDT gerekse ÖDT Rehberi incelendiğinde, özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması öngörülen durumların doğrudan veya dolaylı olarak ya sermaye piyasası araçlarına ya da bu araçların ihraççılarına ilişkin olduğu anlaşılmaktadır.

Belirtmek gerekir ki, ÖDT II uyarınca yapılacak özel durum açıklamalarının uygulama alanı borsa dışı ortaklıklarla sınırlıdır. Ancak bu ortaklıklar fiilen ihraççı değildir²⁵⁷. Çünkü borsa dışı ortaklıklar SerPK m. 3/1-ğ uyarınca sermaye piyasası araçları çıkartmamakta ve dolayısıyla bunların halka arz ederek veya etmeyerek satışını gerçekleştirmemektedir. Ancak bu ortaklıklar, menkul kıymet ve dolayısıyla bir sermaye piyasası aracı olan paylarına beş yüzün üzerinde kişi tarafından sahip olunması dolayısıyla kapalı bir ortaklığa kıyasla geniş bir yatırımcı kitlesine yönelirler²⁵⁸. Bu nedenle borsa dışı ortaklıklar, SerPK uyarınca halka açık ortaklık statüsünü kazanarak varsayımsal (*de facto*) olarak ihraççı niteliğine bürünürler²⁵⁹. Dolayısıyla borsa dışı ortaklıkların açıklamakla yükümlü oldukları özel durumların da varsayımsal ihraççıya ilişkin olduğu belirtilmelidir. Sonuç itibarıyla, bir durumun içsel veya sürekli bilgi olarak nitelendirilebilmesi için sermaye piyasası araçlarına ya da bunların ihraççılarına ilişkin olmaları gerektiği belirtilebilir.

²⁵⁷ Özel durum açıklamaları kapsamında borsa dışı ortaklıklara ilişkin detaylı bilgi için bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm, I-1-B (ÖDT II Bakımından).

²⁵⁸ Halka açık anonim ortaklık statüsü bakımından geniş yatırımcı kitlesinin anlamına ilişkin olarak bkz. **Tanör**, s. 665 vd.

²⁵⁹ **Ünal**, s. 38; **Aytaç**, s. 244; **Tanör**, s. 665- 668. Dolayısıyla bu ortaklıklar halka arzda bulunmanın tüm sonuçlarına tâbi olurlar; bkz. **Günel, V.:** Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul 2007, s. 35.

C- Ayırt Edici Özellikleri

a- İçsel Bilgiler Bakımından

aa- Genel Özellikleri

SerPK m. 15/1 ve ÖDT'nin aksine, Rehberde içsel bilgilerin taşınması gereken özellikler belirlenmeye çalışılmıştır. Buna göre içsel bilgiler, somut olaya/mevcut olana ilişkin, rasyonel bir yatırımcının yatırım kararları bakımından önemli kabul edebileceği²⁶⁰, henüz kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili, kamuya açıklanması halinde ilgili sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek nitelikte, bu etkinin değerlendirilmesi bakımından belirli/belirgin, etki hakkında yeterli esasları içeren ve sahip olanlara diğer yatırımcılara kıyasla avantaj sağlama ihtimali bulunan bilgilerdir²⁶¹. Örneğin, araştırmalara yeni başlanmış bir yatırım projesine ilişkin ayrıntıların etki ihtimalinin henüz belirginleşmediği bir aşamada içsel bilginin doğmuş olduğundan bahsedilemeyecektir²⁶². Ayrıca henüz somut bir olay halini almamış ancak rasyonel bir değerlendirmeye somutlaşması muhtemel kabul edilebilecek birtakım koşulların ve olayların göstergesi olan bilgiler de içsel bilgiler olarak değerlendirilmiştir²⁶³.

²⁶⁰ İçsel bilgilerin sürekli bilgiler dışında kalan önemli bilgiler olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz s. 211.

²⁶¹ Bkz. Rehber, II-2, s. 3-4.

²⁶² Rehber, II-2.1, s. 4.

²⁶³ Bkz. Rehber, s. 4. Bu husus MAR'da *precise nature* olarak yer alan içsel bilginin kesinlik özelliğine ilişkindir; bkz. **Lehmann/Kumpan**, s. 677, par. 5. Yargıtay tarafından, bilgi suistimali suçuna ilişkin bir ceza davasında suistimal edildiği iddia edilen bilginin/suç fiilinin, "*etkileri sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek kadar somut bir değer*" taşıyıp taşımadığının tespit edilmesi gerektiği belirtilmiştir; Yargıtay 19. Ceza Dairesi'nin 18.03.2019 tarihli ve 2019/1159 E., 2019/5844 K. sayılı kararı için bkz. <https://lib.kazanci.com.tr/kho3/ibb/files/19cd-2019-1159.htm> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

bb- Kesinlik Özelliği

Mevzuatımızda içsel bilgilerin kesinliğinden söz edilmemişken mehz AB düzenlemelerinde bu hususa yer verilmiştir. Gerçekten de MAR m. 7/1’de içsel bilgi, bir veya daha fazla ihraççıyla ya da bir veya daha fazla finansal araç ile doğrudan veya dolaylı olarak ilgili, kamuya açıklanmamış ve kamuya açıklanması halinde ilgili araçların fiyatları üzerinde önemli bir etkiye (*significant effect*) sahip olması muhtemel olan kesin nitelikte (*precise nature*) bir bilgi olarak tanımlanmıştır.

Bilginin kesin nitelikte olmasıyla ne kastedildiği, MAR m. 7/2’de açıklanmıştır. MAR m. 7/2 uyarınca, mevcut veya muhtemel olay ya da durumların finansal ve türev araçlar ile belirli ürünlerin fiyatları üzerindeki olası etkisine ilişkin bir sonuca varılmasını sağlayacak kadar spesifik olan bilginin kesin nitelikte olduğu belirtildikten sonra, belirli durum veya olayları meydana getirmesi amaçlanan veya bunları meydana getiren çok aşamalı bir süreç söz konusu olduğunda, bahsedilen gelecekteki durum veya olaylar ile içsel bilginin diğer unsurlarını taşımak kaydıyla bunların meydana getirilmesi süreciyle bağlantılı ara aşamalar da kesin nitelikte bilgi olarak kabul edilmiştir²⁶⁴.

AB hukukunda *precise nature* olarak ifade edilen husus, Türk hukuk öğretisinde tamlık, belirlilik veya kesinlik olarak adlandırılmıştır²⁶⁵. Rehber ise, MAR m. 7/2’de belirtilen *etkiyi değerlendirmeye yetecek kadar spesifik/belirli olma* hususuna, *birtakım olayların göstergesi olma* özelliği de eklenerek “içsel bilgilerin niteliklerinin belirli olması” başlığı altında yer verilmiştir²⁶⁶. Bununla birlikte, MAR’daki çok aşamalı

²⁶⁴ MAR m. 7’deki içsel bilgi tanımının oluşmasında ve ara aşamaların içsel bilgi niteliği taşıma şartlarına ilişkin belirlemelerin yapılmasında önemli etkisi olan *Markus Gelt v. Daimler AG* davası hakkında detaylı bilgi için bkz. **Veil**, s. 195, par. 15; **Aydoğan**, s. 379 vd.; **Meral**, s. 94 vd.

²⁶⁵ *Precise* ifadesiyle; bilginin belirli olmasının kastedildiği yönünde bkz. **Meral**, s. 93-94, bilginin tam ve doğru olmasının kastedildiği yönünde bkz. **Karacan**, s. 473-475, bilginin kesin olmasının kastedildiği yönünde bkz. **Hacımahmutoğlu**, Bilgi, s. 161; **İhtiyar**, s. 187, dn. 82; **Paslı**, Devralınma, s. 377, dn. 226; **Gürbüz Usluel**, s. 210; **Keskin**, s. 75; **Aydoğan**, s. 219-220; **Manavgat**, Finansal Veri, s. 8.

²⁶⁶ Bkz. Rehber, II- 2.1, s. 4.

süreçlerin *ara aşamalarına* ilişkin kesinlik belirlenmesi, Rehberde bu aşamaların *somutlaşması* olarak ifade edilmiştir²⁶⁷. O halde içsel bilgilerin mehzadaki kesinlik özelliğinin, hukukumuzdaki karşılığının belirlenmesi gerekmektedir.

Kanaatimizce de bir durumun içsel bilgi olarak nitelendirilebilmesi için asgari bir kesinliğe ihtiyaç vardır. Aksi halde bu durumun söylenti/spekülasyon düzeyinde kalması ve kamuya açıklanmasının yatırımcıların yanıltılmasına neden olması gündeme gelebilecektir. Örneğin payları borsada işlem gören bir anonim ortaklığın yönetim kurulu üyelerinden birisinin istifa etmeyi düşünmesi henüz soyut bir aşamada olup gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz bir durumdur. Bu bilginin asgari olarak kesinleştiğinden bahsedilebilmesi için, en azından ilgili üyenin istifasına ilişkin somut olarak harekete geçmesi, örneğin istifasını sunması aranmalıdır. Bu halde, tek taraflı bozucu yenilik doğuran bir hak²⁶⁸ olan istifanın tescil ve ilana gerek kalmaksızın kesinliğe kavuşması dolayısıyla derhal kamuya açıklanması gerektiğinden söz edilebilecektir. Sonuç itibariyle mevzuatımızda açıkça belirtilmemiş olsa da kamuya açıklanması gereken bir içsel bilginin asgari bir kesinlik taşıması gerektiği belirtilmelidir.

cc- Etki Unsuru

Mevzuat uyarınca içsel bilgiler, kamuya açıklanmaları halinde sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olma yönündeki etki unsuruna sahip bilgilerdir.

aaa- Etki Kavramının Anlamı

İçsel bilgiler, etki kavramı esas alınarak nitelendirilmiştir. Dolayısıyla içsel bilgilerin belirlenmesi, etki kavramının anlamlandırılmasına bağlıdır. Buradaki etki, bir neden-sonuç ilişkisinden kaynaklanmaktadır. Gerçekten de bir içsel bilginin

²⁶⁷ Bkz. Rehber, II- 2.4, s. 6.

²⁶⁸ Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), s. 403, par. 551.

açıklanmasının sermaye piyasası araçlarının değeri, fiyatı veya yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki etkisi, sonuç, bu sonucu doğuran içsel bilginin açıklanması fiili ise nedendir. Bir başka ifadeyle, içsel bilgiler bakımından etki kavramı, içsel bilgilerin açıklanması fiilinin sonucunu ifade etmektedir.

bbb- Etkinin Muhtemel Oluşu

Söz edilen etki, mutlak değil *muhtemeldir*²⁶⁹. Gerçekten de bir durumun, içsel bilgi olup olmadığının değerlendirildiği ve dolayısıyla henüz kamuya açıklanmadığı aşamada etki unsurunu taşıyıp taşımadığının belirlenmesi gerekmektedir. Oysa bu durumun sermaye piyasası araçları ve yatırımcılar üzerinde herhangi bir etki yaratıp yaratmadığı, ancak bu bilgilerin kamuya açıklanmasından sonra tespit edilebilecektir²⁷⁰. Hal böyleyken, henüz gerçekleşmemiş olan kamuya açıklama fiilinin henüz doğmamış sonucu olan etkisinin, içsel bilgilerin saptanması aşamasında dikkate alınan bir ihtimalden ibaret olduğu aşıkardır. Dolayısıyla, bir bilginin sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileme ihtimalinin olması, diğer özellikleri de taşımak kaydıyla, onun içsel bilgi olarak nitelendirilmesi ve açıklama yükümlülüğünü doğurması bakımından yeterlidir²⁷¹. Bu nedenle bilginin kamuya açıklanmasından sonra herhangi bir etki yaratmaması mümkün olup, bu durum açıklanan bilginin içsel bilgi niteliğine halel getirmeyecektir²⁷².

²⁶⁹ **İhtiyar**, s. 188; **Manavgat**, s. 103.

²⁷⁰ Ayrıca açıklamanın sermaye piyasası araçları ve yatırımcılar üzerinde olumlu veya olumsuz yönde etki yaratması mümkündür; bkz. **Meral**, s. 95.

²⁷¹ **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 263.

²⁷² Rehber, II-2.3, s. 5.

ccc- Etki Unsurunun Elemanları

i- Genel Olarak

Etki olarak adlandırdığımız unsur, mevzuatta sıralanan sermaye piyasası araçlarının değeri, fiyatı ve yatırımcıların yatırım kararları elemanlarından oluşmaktadır. Gerek SerPK gerekse ÖDT uyarınca bu bilgilerin etki unsuru taşıyıp taşımadığı belirlenirken hem sermaye piyasası araçlarının değerini hem sermaye piyasası araçlarının fiyatını hem de yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemesi şartları birlikte aranmamaktadır. Bir başka ifadeyle, etki unsurunun mevzuatta sıralanan söz konusu elemanları, kümülatif olmayıp birbirlerinin alternatifidir. Bu nedenle, mevcut düzenlemeler kapsamında belirtilen elemanlardan herhangi birini, ikisini veya hepsini taşıyan bilgiler, içsel bilgiler olarak değerlendirilebilecektir. Ancak aşağıda²⁷³ detaylıca incelendiği üzere *olması gereken*, etki unsurunun yalnızca sermaye piyasası araçlarının fiyatı elemanından oluşması, mevzuatın da bu yönde değiştirilmesidir. Ancak yine de çalışmamızın mevcut düzenlemelerle uyumlu bir sistematik içermesi adına mevzuatta yer alan etki elemanları, aralarındaki teorik bağlantının kurulmasına dikkat edilerek ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

ii- Sermaye Piyasası Araçlarının Değeri ve Fiyatına Etki

ii. 1- Mevcut Durum

MAR m. 7/1-a uyarınca içsel bilgilerin sermaye piyasası araçları üzerindeki etkisi, sermaye piyasası araçlarının *fiyatı* üzerinde önemli bir etkiye sahip olma (*significant effect on the prices of financial instruments*) şeklinde ifade edilmiştir. Oysa SerPK m. 15 ve ÖDT uyarınca bir bilgi, olay veya gelişme, kamuya açıklanması halinde sermaye

²⁷³ Bkz. aşağı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-ii-ii.5 (Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Düzenleme Önerisi).

piyasa araçlarının değeri veya fiyatı üzerinde etkili olma ihtimali barındırdığı takdirde, diğer özellikleri de taşımak şartıyla içsel bilgiye vücut vermektedir²⁷⁴.

Görüldüğü üzere AB hukukunda bilginin sermaye piyasası araçlarının yalnızca fiyatı üzerinde etkili olması aranmışken mevzuatımızda fiyatın yanı sıra bu araçların değeri üzerinde etkili olabilecek bilgiler de içsel bilgiler olarak değerlendirilmiştir. O halde öncelikle sermaye piyasası araçlarının neler olduğu belirlenerek sermaye piyasası araçlarının değeri ve sermaye piyasası araçlarının fiyatı ifadelerinin anlamları araştırılmalı, aralarında anlamlı bir farklılaşma mevcutsa içlerinden yalnızca birinin mi yoksa her ikisinin de mi etki unsuru bakımından dikkate alınmasının gerekip gerekmediği üzerinde durulmalıdır.

ii. 2- Sermaye Piyasası Araçları

SerPK m. 3/1-ş uyarınca sermaye piyasası araçları, *menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri* ve SPK tarafından belirlenen *diğer araçlar* olmak üzere dört

²⁷⁴ Fiyat ve değer kavramlarının birlikte kullanılmasının eleştiriye açık olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 215.

kategoriye ayrılmıştır. Menkul kıymet²⁷⁵ ve türev araçlar²⁷⁶ da SerPK’de tanımlanmış, diğer kategorilerin içeriğinin doldurulması SPK’ye bırakılmıştır²⁷⁷.

ii. 3- Sermaye Piyasalarında Değer ve Fiyat Ayrımı

Değer ve fiyat kelimelerinin ekonomik anlamları birbirlerine oldukça yakın ve hatta zaman zaman aynıdır. Zira değer, *bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığını, bedelini, kıymetini* ifade ederken fiyat, *alım veya satımda bir şeyin para karşılığındaki değerini, ederini, bir mal veya iş gücü için uygun görülen para karşılığını* ifade eder²⁷⁸. Bu tanımlardan yola çıkılarak iki kavramın da bir parasal karşılığı ifade ettiği belirtilebilir. Ancak sermaye piyasalarında değer ve fiyat, farklı koşul ve parametreler altında oluşan iki ayrı karşılığı ifade eder.

Gerçekten de sermaye piyasalarında değer, çeşitli göstergeler ve yöntemler ışığında belirlenip nominal değer, defter değeri, tasfiye değeri, piyasa değeri ve yaşayan

²⁷⁵ SerPK m. 3/1-o uyarınca menkul kıymetler, “*Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını*” ifade eder.

²⁷⁶ SerPK m. 3/1-u uyarınca türev araçlar, “*Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları: 1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları, 2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri, 3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldırıcı işlemleri*” ifade eder.

²⁷⁷ Detaylı bilgi için bkz. **Yanlı, s. 9; Yanlı, V.:** Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 3, s. 6 vd.; **Adıgüzel, B.:** 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2017, C. 3, S. 1, s. 7. Sermaye piyasası araçları ve menkul kıymet kavramlarına ilişkin bilgi için bkz. **Turanboy, A.:** Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, Ankara 2002, s. 19-34.

²⁷⁸ TDK Sözlük, <https://sozluk.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

işletme değeri gibi çeşitli türlere ayrılan bir ölçütü ifade eder²⁷⁹. Bu değerler, temelde ilgili ortaklığın malvarlıklarının matematiksel bir karşılığıdır. Hangi varlıkların, hangi anda, hangi miktarda ve hangi yöntemlerle bu matematiksel denklemde yer aldığı hususu, söz konusu değer türlerini oluşturmaktadır. Bir başka deyişle bahse konu değerler, somut verilerin rasyonel bir şekilde ve sayısal olarak ifade edilmesi işleminin sonucudur. Oysa sermaye piyasalarındaki fiyat, bu piyasalardaki işlemlerin, çeşitli etkenlerle şekillenen fiilî parasal karşılığını ifade etmektedir.

ii. 4- Sermaye Piyasası Araçlarının Değerinin ve Fiyatının Belirlenmesi

Yukarıdaki açıklamalar ışığında sermaye piyasası araçlarının değeri ve fiyatı ile neyin kastedildiğinin belirlenmesi mümkündür. Bir sermaye piyasası aracının, örneğin halka açık bir anonim ortaklık payının esas sözleşmede biçilen sayısal karşılığı *nominal değerini*, ortaklık varlıklarının muhasebeleştirilmesi sonucu bulunan özkaynakların pay sayısına bölünmesi yoluyla ortaya çıkan sayısal karşılık, her payın *defter değerini* ve payın piyasalarda işlem gördüğü sayısal karşılık ise *piyasa değerini* oluşturur²⁸⁰. Aynı payın fiyatı ise, payın piyasalarda işlem gördüğü sayısal karşılık olan piyasa değerine tekabül eder. Bu payın piyasalarda işlem gördüğü değerin/fiyatın, kamuya açıklanan herhangi bir bilgiyle örneğin ilgili ortaklığın aynı alanda faaliyet gösteren başarılı bir başka ortaklığı devralmaya yönelik görüşmelere başladığına ilişkin bilgiyle hızlı bir şekilde değişmesi mümkündür. Ancak bu bilginin ne esas sözleşmede yazılı nominal değeri ne de ortaklık varlıklarının muhasebeleştirilmesi sonucu ortaya çıkan defter değerini değiştirmesi mümkündür. Zira ilgili ortaklık malvarlığında henüz meydana gelen herhangi bir fiilî değişiklik bulunmamaktadır. Oysa yatırımcıların böyle bir değişiklik olacağına yönelik inanç ve beklentileri, henüz fiilî bir malvarlıksal değer artışı

²⁷⁹ Çelik, O.: Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, Ankara 1999, s. 84-93.

²⁸⁰ Erdoğan, M.: Finansal Yönetim, Erzurum 2009, s. 290-291.

olmamasına rağmen ortaklık paylarının piyasalarda işlem gördüğü fiyatın artmasına yol açabilecektir. Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarının piyasalarda fiilen işlem gördüğü piyasa değerinin/fiyatının hızlı bir değişkenlik özelliğine sahip olduğu, ancak bunların piyasa değeri dışındaki yukarıda örnek verilen değer türleri bakımından çok daha yavaş bir değişkenlik gösterdiği/daha stabil olduğu belirtilmelidir²⁸¹.

ii. 5- Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Düzenleme Önerisi

Gelinen noktada, mevzuatta yer alan “*sermaye piyasası araçlarının değeri*” ifadesiyle bu araçların hangi değerinden bahsedildiğinin belirlenmesi gerekir. Gerek SerPK m. 15’te gerekse ÖDT’de bu yönde bir belirleme yapılmamıştır. Ayrıca ne SerPK gerekçesinde ne de ÖDT Rehberinde konuya ilişkin herhangi bir açıklık bulunmaktadır. Mevzuatta sermaye piyasası araçlarının hem değerinden hem de fiyatından söz edilmesi dolayısıyla buradaki *değer* ifadesinin, fiilî işlem fiyatına karşılık gelen piyasa değerini kastetmek üzere kullanılmamış olması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak özel durumların açıklanması yükümlülüğünün öngörülme amacı dikkate alındığında, mevzuattaki ifadeyle sermaye piyasası araçlarının piyasa değeri dışındaki değerleri de kastedilmemiş olmalıdır. Zira özel durumların kamuya açıklanması, yatırımcılar arasında fırsat eşitliği sağlamayı amaçlayan, bu nedenle yatırımcıların yatırım kararlarını değiştirmelerinde ve şekillendirmelerinde rol oynayabilecek “taze bilgilerin” derhal açıklanmasını öngören bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğüdür. Oysa sermaye piyasası araçlarının piyasa değeri dışındaki değerlerinin, açıklanan bilgilere hızlı ve somut bir tepki vermesi çoğu zaman mümkün değildir. O halde, mevzuattaki düzenlemenin ne şekilde anlaşılması veya değiştirilmesi gerektiği belirlenmelidir.

²⁸¹ **Manavgat**, Halka Arz, s. 215.

Konuyu içsel bilgiler bakımından değerlendiren *Manavgat*, içsel bilgilerin belirlenmesinde fiyat kavramının esas alınması gerektiğini belirtmiştir²⁸². Kanaatimizce de mevzuatta yer alan *değer* ifadesi ile, piyasa değerine/piyasa fiyatına işaret edilmek istenmiş, ancak ayrıca *fiyat* ifadesine yer verilmesi nedeniyle de gereksiz bir tekrara düşülmüştür. Dolayısıyla, mevzuattaki “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını (...) etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” ifadesinin, “*sermaye piyasası araçlarının fiyatını (...) etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak anlaşılması gerekir. Ayrıca mehz AB düzenlemeleriyle lafzi uyumun sağlanması amacıyla hem SerPK m. 15’ten hem de ÖDT hükümlerinden “*(...) değerini (...)*” ifadesinin çıkarılması uygun olacaktır.

iii- Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Etki

iii. 1- Mevcut Durum

AB hukukunda sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde önemli bir etkiye sahip olma ihtimali bulunan bilgilerin içsel bilgiler olarak değerlendirildiği belirtilmiştir²⁸³. Hangi bilgilerin bu etkiyi yaratabileceği ise MAR m. 7/4’te belirlenmiştir. Buna göre, makul bir yatırımcının yatırım kararlarını verirken bu kararlarının temel hareket noktası olarak kullanması muhtemel olan bilgiler, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek bilgilerdir.

Görüldüğü üzere, AB hukukunda bir bilginin fiyata etki etme ihtimali belirlenirken *makul/objektif yatırımcının* yatırım kararları bakımından bu bilgiyi *önemli kabul etmesi* kriteri getirilmiştir. Oysa mevzuatımızda fiyata etkinin değerlendirilmesi bakımından böyle bir kritere yer verilmediği gibi; gerek SerPK m. 15’te gerekse ÖDT’de yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olabilecek bilgiler, lafzi olarak, sermaye

²⁸² *Manavgat*, Halka Arz, s. 215-216.

²⁸³ Bkz. yuk. İkinci Bölüm, I-2-C-a-bb (Kesinlik Özelliği).

piyasası araçlarının değer ve fiyatına etki edebilecek bilgilerden bağımsız olarak değerlendirilmiştir²⁸⁴. O halde, öncelikle yatırım kararlarıyla ve karar verici yatırımcıyla neyin kastedildiği tespit edilmelidir. Ardından bu kararların sermaye piyasası araçlarının fiyatıyla ilişkisi incelenmeli ve içsel bilgilerin tespitinde ayrı bir etki elemanı olarak değerlendirilip değerlendirilemeyecekleri belirlenmelidir.

iii. 2- Yatırım

Yatırım, esas itibarıyla *kazanç sağlama* amacına yönelik bir harcamadır²⁸⁵. Bir yatırımdan söz edilebilmesi için, yatırım yapacak kişiye, harcanabilecek bir finansal değere ve bu değer harcanabileceği bir yatırım aracına ihtiyaç vardır²⁸⁶. Sermaye piyasalarında yatırım, kısaca yatırımcıların fonlarını kazanç sağlamak amacıyla bu piyasalardaki yatırım araçları olan sermaye piyasası araçları üzerinden harcaması olarak ifade edilebilir²⁸⁷.

Bu harcama işlemi, esasen bir sermaye piyasası aracının mülkiyetini kazandıran alım işlemi olmakla birlikte, mülkiyet kazanmaksızın söz konusu araçlar üzerinde intifa veya rehin haklarının kurulmasına yönelik bir sınırlı ayni hak tesisi işlemi şeklinde de olabilmektedir²⁸⁸. Ayrıca bu araçların mülkiyetinin veya araçlar üzerindeki hakların satım işlemine konu olması da önceki bir harcamadan kaynaklanıp yatırım kavramına dahildir.

²⁸⁴ Yıldız, B.: Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırım Tavsiyeleri, Ankara 2015, s. 289.

²⁸⁵ Turhan, s. 3. Bununla birlikte, sermaye piyasalarında kazancın garantisi yoktur; bkz. Özer, s. 45.

²⁸⁶ Bu kapsamda, sigorta ettiren, banka müşterisi olan, herhangi bir ortaklıkta pay sahibi olan, tahvil veya döviz satın alan veya portföy yönettiren kişiler de genel anlamda yatırımcı kavramına dahildir; bkz. Aytaç, Yatırımcının Korunması, s. 4. Bu kişilerce kullanılan yatırım araçları, sigorta sözleşmesi, banka hesap müşteri sözleşmesi, pay, tahvil ve dövizdir. Bununla birlikte sermaye piyasası araçları, kazanç sağlama amacına yönelik yatırımların başlıca araçlarıdır; bkz. Özer, s. 82.

²⁸⁷ Benzer tanımlar için bkz. Özer, s. 42.

²⁸⁸ Sermaye piyasası araçları üzerinde sınırlı ayni hak tesisine ilişkin usul ve esaslar için bkz. II-13.1 Sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (RG. 07.08.2014, S. 29081), m. 22.

iii. 3- Yatırım Kararı

Bir yatırımcının, hangi sermaye piyasası aracı üzerinde ne tür bir işlem yapacağına ilişkin kararı, *yatırım kararı*dır. Bununla birlikte, sermaye piyasalarında *yatırım yapmama* yönündeki olumsuz yatırım kararı da mevcut bir harcama içermemesine rağmen yatırım kararları kapsamında değerlendirilmektedir²⁸⁹. Zira yatırımcıların çeşitli gerekçelerle mevcut pozisyonlarını korumaları, açıklanan bilgiler ışığında herhangi bir sermaye piyasası aracı üzerinde herhangi bir işlem yapmamaya/pozisyonlarını korumaya karar vermeleri de mümkündür. Ayrıca yatırım yapmama yönündeki yatırım kararı, hem halihazırda sermaye piyasalarında fiilen işlem yapan yatırımcılar tarafından hem de henüz bu piyasalarda hiçbir faaliyet göstermemiş olan potansiyel yatırımcılar tarafından verilebilir. Ancak *hareketsiz kalma* yönündeki bu kararın da muhtemel kazancın kaybı veya muhtemel zarardan kaçınılması şeklinde bir ekonomik sonucu olacağı dikkate alındığında, yatırım yapmama kararının da esasen bir yatırım kararı olduğu belirtilmelidir.

O halde, sermaye piyasalarındaki *yatırım kararı* kavramının *yatırım yapma* ve *yatırım yapmama* kararlarını içermesi bakımından harcama temeline dayalı *yatırım* kavramından daha geniş bir anlam ifade ettiğini belirtmek gerekir. Bu bakımdan daha genel bir ifadeyle yatırım kararını, *mevcut veya muhtemel yatırımcıların, hangi sermaye piyasası aracı üzerinde hangi işlemi yapacağına veya yapmayacağına ilişkin kararı* olarak tanımlamak mümkündür.

²⁸⁹ İçsel bilgileri tanımlayan SerPK m. 106/1’de “*yatırımcıların kararı*” ifadesi kullanılmışken ÖDT’de “*yatırımcıların yatırım kararı*” ifadesi kullanılmıştır. *Manavgat* tarafından Tebliğdeki ifadenin, hem *yatırım yapma* ve *yatırım yapmama* yönündeki olumlu ve olumsuz anlamları barındırması hem de yalnızca yatırıma yönelik kararlar bakımından sınırlama getirmesi nedeniyle daha doğru olduğu belirtilmiştir; bkz. Halka Arz, s. 214.

iii. 4- Yatırım Kararlarını Belirleyen Etkenler

Bir yatırımcı, hangi sermaye piyasası aracı üzerinde ne tür bir işlem yapıp yapmayacağına ilişkin *yatırım kararı*nı, çeşitli etkenler altında şekillenen bir süreç sonucunda vermektedir. Bu etkenler, rasyonel veya irrasyonel/objektif veya subjektif olabilirler. Sermaye piyasalarındaki araçların fiyatlarının oluşumuna ilişkin kuramların temelinde de esasen bu etkenleri ortaya koymak amacı yatmaktadır. Zira aşağıda²⁹⁰ da belirtildiği üzere sermaye piyasası araçlarının fiyatı, yatırımcıların yatırım kararları doğrultusunda şekillenmektedir. O halde fiyat oluşuma ilişkin temel iki kuram olan etkin sermaye piyasası kuramı ve davranışsal finans kuramı kısaca izah edilerek yatırım kararlarının şekillenmesinde belirleyici olan objektif ve subjektif etkenlere değinilmelidir.

iii. 4. a- Etkin Sermaye Piyasası Kuramı ve Objektif Etkenler

Etkin sermaye piyasası kuramı özetle, tam ve mükemmel işleyen bir sermaye piyasasında sermaye piyasası araçlarının fiyatının fiyata etkili olan tüm bilgileri yansıttığı; aksi halde dahi piyasa mekanizmalarının derhal doğru fiyat oluşumunu sağladığı varsayımına dayanmaktadır²⁹¹. Bu kuramın “mükemmel işleyen piyasa varsayımı” gerçeklikten uzak olduğundan, piyasalardaki fiyat oluşumunu açıklayabilecek gerçekçi bir yaklaşıma ihtiyaç duyulmuştur. Başlangıçta etkin sermaye piyasası kuramı

²⁹⁰ Bkz. aşı. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-iii-iii.6-iii.6.b (Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatı ile Yatırımcıların Yatırım Kararları Arasındaki İlişki).

²⁹¹ **Kabaalioglu**, s. 189; **Yanlı**, s. 167-168; **Manavgat**, Ç.: Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008, s. 70-71; **Kılıç**, S.: Geleceğe Yönelik Değerlendirmelere İlişkin Özel Durum Açıklamalarının Pay Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği, Business and Economics Research Journal 2019, Vol. 10, No. 4, s. 384. Etkin sermaye piyasası kuramına ilişkin bilgi için bkz. **Fischel**, D.: Efficient Capital Markets, The Crash and the Fraud on the Market Theory, Cornell Law Review 1988-1989, Vol. 74, No, 5, s. 910 vd.; **Manavgat**, Manipülasyon, s. 70-73; **Hacımahmutoğlu**, Bilgi, s. 149 vd.; **Yanlı**, s. 167-171; **Manavgat**, Halka Arz, s. 189-192; **Meral**, s. 38-45; **Aydoğan**, s. 284-285.

temelinde çeşitli yaklaşımlar oluşmuş, piyasaların açıklanan bilgilere tepki verme hızına göre göreceli bir etkinlikten söz eden kuram ile fiyatın ortaklık varlıklarının net değerini yansıttığı ölçüde etkin bir piyasadan bahsedilebileceğini savunan kuramlar geliştirilmiştir²⁹².

Etkin bir piyasada olması gereken, yatırım kararlarını belirleyen etkenlerin objektif olmasıdır. Objektif etkenlerin başında kamuya açıklanan bilgiler yer alır²⁹³. Bu bilgiler, finansal tablo ve raporlar aracılığıyla geçmişe, özel durum açıklamalarıyla mevcut duruma veya geleceğe yönelik değerlendirmeler²⁹⁴ kapsamında geleceğe yönelik olabilir. Örneğin bir yatırımcı, yatırım kararını ilgili ortaklığın sermaye piyasası araçlarının mevcut fiyatı, günlük işlem hacmi, kâr dağıtım politikası, kaynak yapısı²⁹⁵, araçlardaki fiyat artışının enflasyon karşısındaki durumu, ülkenin siyasi politikası ve ekonomik istikrarı, bilgi iletişim kanallarıyla sunulan haber ve gelişmeler²⁹⁶, çevresindeki yatırımcıların yatırım kararları ve spekülasyon eylemleri gibi objektif ve rasyonel etkenlerle şekillendirebilmektedir²⁹⁷.

²⁹² **Manavgat**, Manipülasyon, s. 71-73. Kuramlara ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Gilson, R. J./Kraakman, R.**: The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review 1984, Vol. 70, s. 554 vd.

²⁹³ Pay alım teklifi dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında açıklanan bilgilerin, aracı kurumlar ve yatırımcılar tarafından farklı ölçülerde dikkate alındığını ortaya koyan bir araştırmaya ilişkin olarak bkz. **Manavgat**, s. 75.

²⁹⁴ Geleceğe yönelik değerlendirmelerin özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II-4-D (Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler).

²⁹⁵ **Bekçi, İ./Alkan, H.**: Finansal Bilgi Sisteminin Hisse Senetlerine Yatırım Kararı Üzerine Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2009, C. 14, S. 3, s. 19.

²⁹⁶ Sermaye piyasaları hakkında bilgiler veya politik karar ve projeler de bu kapsamdadır; bkz. **Turanboy**, s. 52 vd.; **Ünal**, s. 139.

²⁹⁷ **Turhan**, s. 27 vd.

iii. 4. b- Davranışsal Finans Kuramı ve Subjektif Etkenler

Etkin sermaye piyasası ve onun altında gelişen kuramların rasyonel yatırımcıyı esas alması, gerçekte yatırımcıların her zaman rasyonel kararlar vermemesi ve yatırım kararlarının arkasında birçok etkenle birlikte *psikolojik* etkenler gibi rasyonel olmayan etkenlerin de bulunması dolayısıyla *davranışsal finans kuramı* geliştirilmiştir²⁹⁸. Buna göre, *geçmişte yaşanan olaylar, sahip olunan araçların yüksek fiyattan satılmasına yönelik dürtü, geçmiş fiyat tahminlerinden bağımsız fiyat tahmini yapılamaması, subjektif önyargılar, yüksek kazanç elde etme ve yaklaşan zararlardan kaçınma arzusu* gibi etkenler yatırımcıların yatırım kararları üzerindeki rasyonel olmayan etkenlerdir²⁹⁹. Bu etkenler altında oluşan yatırım kararları, sermaye piyasalarındaki sermaye piyasası araçlarının fiyatını oluşturmaktadır.

Gerçekten de sermaye piyasalarında fiyatın oluşmasının, yalnızca matematiksel bir denklemle açıklanması mümkün değildir. Zira her ne kadar etkin sermaye piyasası kuramınca sermaye piyasalarında fiyatın değeri yansıtacağı kabul edilse³⁰⁰ de yatırımcıların piyasalarda yapmak istedikleri işlemler ve bu işlemlere biçtikleri parasal karşılıklar, her zaman somut bilgiler ışığında ve rasyonel bir şekilde gerçekleşmemekte, bunların şekillenmesinde kişisel, psikolojik ve çevresel etkenler de rol almaktadır³⁰¹. Dolayısıyla bu kurama göre sermaye piyasalarındaki fiyat, piyasalardaki işlemlerin, çeşitli rasyonel ve irrasyonel etkenlerle şekillenen fiilî parasal karşılığını ifade etmektedir.

²⁹⁸ **Manavgat**, Manipülasyon, s. 73.

²⁹⁹ **Fischel**, s. 911 vd.; **Manavgat**, Manipülasyon, s. 74.

³⁰⁰ Detaylı bilgi için bkz. **Fischel**, s. 910 vd.; **Manavgat**, Manipülasyon, s. 70 vd.

³⁰¹ Detaylı bilgi için bkz. **Langevoort, D.**: Behavioral Theories of Judgment and Decision Making in Legal Scholarship: A Literature Review, Vanderbilt Law Review 1998, Vol. 51, No. 6, s. 1503 vd.; **Manavgat**, Manipülasyon, s. 74. Sermaye piyasası araçlarının fiyat oluşumunu yatırımcıların kararlarında etkili olan psikolojik etkenlerle açıklayan *davranışsal finans kuramı* hakkında detaylı bilgi için bkz. **Langevoort**, s. 1499 vd.; **Manavgat**, Manipülasyon, s. 73 vd.

Bu kapsamda, yatırımcının finansal okur yazarlık düzeyi, yaş ve sağlık durumu, yatırımdan beklentisi, gelir düzeyi, psikolojik yapısı ve sosyokültürel durumu yatırım kararlarını verirken belirleyici olan subjektif etkenlerdir³⁰². Ayrıca yatırımcıların geçmiş deneyimlerinden yola çıkıp sezgisel olarak hareket etmeleri³⁰³ de, yatırım kararlarına yön veren subjektif etkenlerdendir. Hatta yatırımcının, yatırım kararını aldığı esnada heyecanlı, tedirgin, baskı altında veya güvende hissetmesi de subjektif nitelikte olup yatırımcının yatırım kararlarını şekillendirebilmektedir³⁰⁴.

iii. 5- Yatırım Kararlarına Etkide Objektif Yatırımcı Kriteri

AB hukukunda içsel bilgilerin belirlenmesi bakımından yatırım kararlarına etki edilebilecek yatırımcı, *makul yatırımcı (reasonable investor)* olarak belirlenmiştir³⁰⁵. Ayrıca ABD hukukunda, açıklanması gereken içsel bilginin makul yatırımcı tarafından önemli kabul edilen bilgi olduğu, çeşitli mahkeme kararlarıyla ortaya konulmuştur³⁰⁶. SerPK m. 15 ve ÖDT’de bu hususa yer verilmemişse de Rehber ile içsel bilgilerin tespitinde dikkate alınması gereken yatırımcı tipinin *ortalama/makul/rasyonel yatırımcı tipi*³⁰⁷ olduğu birden çok kez belirtilmiştir³⁰⁸. Ayrıca öğretide de SPK düzenlemelerinde korunması amaçlanan ve dikkate alınan yatırımcının ortalama yatırımcı tipi olduğu, dolayısıyla makul/rasyonel/ortalama³⁰⁹ bir yatırımcının yatırım kararlarını verirken

³⁰² **Usul, H./Bekçi, İ./Eroğlu, H.:** Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2002, C. 15, S. 19, s. 136 vd.

³⁰³ **Özer,** s. 48.

³⁰⁴ **Özer,** s. 39.

³⁰⁵ Bkz. yuk. Birinci Bölüm, III-3-C-d (Piyasanın Kötüye Kullanılması Tüzüğü).

³⁰⁶ ABD temyiz mahkemesinin 1968 tarihli Securities Exch. Com’n v. Texas Gulf Sulphur kararı ve diğerleri için bkz. **Aydoğan,** s. 353 vd.

³⁰⁷ Bu yatırımcı tipi hakkında detaylı bilgi için bkz. **Aydoğan** s. 392-395; **Meral,** s. 391-394.

³⁰⁸ Bkz. Rehber, II-2-2.4, s. 3-6, II-5.5, s. 12.

³⁰⁹ Ortalama yatırımcının, “piyasa kuralları ve uygulamaları konusunda ortalama bilgiye sahip, piyasada orta büyüklükte bireysel fonlarını kullanarak, aralıklarla da olsa sermaye piyasasında yatırım yapan yatırımcı tipi” olarak kabul edilmesi gerektiği yönünde bkz. **Manavgat,** İzahnamenin Onayı, s. 124.

dikkate değer kabul edebileceği bilgilerin içsel bilgi olarak değerlendirileceği ifade edilmiştir³¹⁰. Dolayısıyla bir durumun içsel bilgi niteliği taşıyıp taşımadığı belirlenirken, bu duruma makul yatırımcı tarafından atfedilen önem dikkate alınacaktır³¹¹. Ayrıca, anılan makul yatırımcının bireysel yatırımcı olduğu belirtilmelidir³¹². Bireysel yatırımcılar, sahip oldukları tasarruflarını sermaye piyasası araçları vasıtasıyla yatırıma dönüştüren ve kurumsal nitelikte olmayan yatırımcılardır³¹³.

iii. 6- Yatırımcıların Yatırım Kararlarının Değişmesine Neden Olabilecek Nitelikteki Hususların Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatından Bağımsız Olup Olamayacağı Sorunu

iii. 6. a- Mevcut Durum

Yukarıda da belirtildiği üzere AB hukukunda içsel bilgilerin fiyata etki unsuru, bu bilgilerin makul yatırımcının yatırım kararları bakımından temel alınması kriterine bağlanmıştır (MAR m. 7/4). Buna göre makul yatırımcının yatırım kararı verirken önemli

³¹⁰ **İhtiyar** s. 89-91, 188; **Hacımahmutoğlu**, Bilgi, s. 175, 177. Pay alım teklifi bakımından bkz. **Manavgat**, s. 79. İzahnamede açıklanacak bilgiler bakımından bkz. **Manavgat**, İzahnamenin Onayı, s. 124; **Meral**, s. 129. Genel olarak kamuya açıklanacak bilgiler bakımından; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 198; **Aydoğan**, s. 359; **Meral**, s. 391.

³¹¹ İçsel bilgiler bakımından makul yatırımcı kavramının gelişimine etkili olan ABD mahkeme kararları için bkz. **Turanboy**, s. 48-51.

³¹² Türk bireysel yatırımcısının, “*genelde tecrübesiz, yaptığı işlemlerin ayrıntılı bilgilerinden yoksun, ağırlıklı olarak kamu korumasına güvenmiş yani kamudan çok beklentisi olan riski bilerek ya da bilmeyerek seven, buna karşılık yardımcı hizmetlerden fazla yararlanmayan, kamuyu aydınlatma eksikliğini ileri süren fakat açıklanan bilgileri yeterince izlemeyen ya da izlemeyen ve sistem dışı uygulama ve faaliyetlerden çekinmeyen bir profile sahip*” olduğu yönünde bkz. **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s. 10. Yatırımcı gruplarına ve bu kapsamda bireysel yatırımcılara ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s. 5-6; **Özer**, s. 41 vd.

³¹³ II-5.2 sayılı Tebliğ, m. 4/1-a, j. **Özer** tarafından, kamuyu aydınlatma düzenlemelerinde rasyonel seçimler yapabilen bireysel yatırımcının esas alındığı, dolayısıyla esasen çeşitli subjektif etkenler altında karar veren bireysel yatırımcıların tam olarak korunamadığı belirtilmiştir; bkz. s. 61. Bireysel yatırımcıların “tüketici” sayılmaları ve mevzuatta buna ilişkin özel koruma hükümleri öngörülmesi gerektiği yönünde bkz. **Özer**, s. 58, 73.

kabul ettiği bir bilginin, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde de etkili olması gerekmektedir³¹⁴. Bir başka ifadeyle, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde herhangi bir etkisi olmayan bilgiler, yatırımcıların yatırım kararları bakımından da dikkate değeri kabul edilmeyecektir³¹⁵.

Oysa Türk hukukunda sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerindeki etki herhangi bir kritere bağlanmadığı gibi, SerPK m. 15 ve ÖDT’de mevzuattaki kritere içsel bilgilerin ayrı bir unsur olarak yer verilmiş, böylece içsel bilgiler *fiyata etkili bilgi* ile *yatırımcının yatırım kararları üzerinde etkili bilgi* olarak sınıflandırılmıştır. O halde, öncelikle sermaye piyasası araçlarının fiyatı ve yatırımcıların yatırım kararları arasındaki ilişki incelenmeli, bu ilişki zayıfsa mevzuattaki ayırımın devam ettirilmesi, eğer ilişki kuvvetliyse mevcut düzenlemelerin ne şekilde değiştirilmesi gerektiği tespit edilmelidir.

iii. 6. b- Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatı ile Yatırımcıların Yatırım Kararları Arasındaki İlişki

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, sermaye piyasası araçlarının fiyatının, çeşitli etkenler altında alınan yatırım kararlarıyla şekillendiği ortadadır. O halde sermaye piyasası araçlarının fiyatının, yatırımcıların yatırım kararlarından bağımsız olarak değerlendirilmesi mümkün değildir. Başka bir deyişle, bir bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkilerken yatırımcıların yatırım kararlarını etkilememesi ya da yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen bir bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatına etkili olmaması beklenmeyecektir. Gelineen noktada, sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olma hususları birbirlerinin ikamesi olarak ve bağımsız bir şekilde değerlendirilemeyeceğinden, bir

³¹⁴ Turanboy, s. 47 vd.; Paşlı, Devralınma, s. 344, dn. 162.

³¹⁵ Manavgat, Halka Arz, s. 215.

bilginin bunlardan yalnızca birine de etki edebileceği izlemini yaratan SerPK m. 15 ve ÖDT’deki lafzi ifadenin yerinde olmadığını belirtmek gerekir.

Ayrıca sermaye piyasası araçlarının mevcut fiyatlarının mı yatırım kararlarına şekil verdiği yoksa yatırım kararlarının mı mevcut fiyatları oluşturduğu üzerinde durulmalı, buna göre mevzuattaki içsel bilgi tanımında hangisinin esas alınması gerektiği belirlenmelidir. İşlem hacminin oldukça yüksek olduğu ve bu işlemlerin son derece hızlı bir şekilde gerçekleştiği sermaye piyasalarında *fiyat-yatırım kararı* ilişkisinin *paradoks*al bir yapı arz ettiğini belirtmek gerekir. Zira bu piyasalarda ilk kez işlem yapmak isteyen bir yatırımcı, diğer birçok etkenin yanı sıra mevcut fiyatları değerlendirerek yatırım kararlarını şekillendirecektir. Aynı anda, çok sayıda yatırımcının, mevcut fiyatları dikkate alarak, benzer yönde verdikleri yatırım kararları sonrasında işlem yapılan sermaye piyasası araçlarının fiyatında aşağı veya yukarı yönlü bir değişiklik olacaktır. Dolayısıyla halihazırda işleyen piyasalarda hem sermaye piyasası araçlarının fiyatının yeni yatırım kararlarını etkilediği hem de yeni yatırım kararlarının sermaye piyasası araçlarının fiyatına yön verdiği belirtilmelidir.

Fiyat ve karar arasında keskin ve belirli bir öncelik-sonralık ilişkisi bulunmasa da kanaatimizce içsel bilgilerin tespitinde somut ve rasyonel bir olgu olan “*sermaye piyasası araçlarının fiyatı*” esas alınmalıdır³¹⁶. Zira sermaye piyasası araçlarının fiyatı, işlem yapıldığı sırada herkes için aynıyken, yatırım kararlarını şekillendiren subjektif etkenlerin varlığı bu kararların alınma gerekçelerinin herkes için farklılaşmasına neden olmaktadır. Oysa ihlali halinde hukuki, idari ve cezai sorumluluk öngörülen özel durumların açıklanmasında, açıklama konusu içsel bilgilerin subjektif etkilere dayalı yatırım

³¹⁶ *Manavgat* tarafından özel durum açıklamasına konu bilgilerin, sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyecek nitelikte oldukları belirtilmektedir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 210.

kararlarının değişmesine bağlanması, hukuki güvenlik ve öngörülebilirlik bakımından sakıncalı olacaktır.

Öğretide, bir bilginin öneminin menkul kıymetlerin fiyatına etkili olmasıyla ölçüleceęi³¹⁷, içsel bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatında mutlak bir değişime yol açacak nitelikte olması gerektięi³¹⁸ ve yatırımcıların kararları üzerinde etkili olabilecek bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatında da etkili olacağı³¹⁹ belirtilmiştir³²⁰. Kanaatimizce de sermaye piyasası araçlarının fiyatı ve bu fiyattaki değişikliklerin objektif bir olgu olarak herkes için aynı içeriğe sahip bir etki kriteri şeklinde değerlendirilmesi uygun olacaktır.

iii. 6. c- Düzenleme Önerisi

Çalışmamızda, içsel bilgilerin tespitinde sermaye piyasası araçlarının değerinin dikkate alınamayacağı, yatırımcıların yatırım kararları dikkate alınabilecekse de bunların sermaye piyasası araçlarının fiyatından bağımsız olamayacağı, zira fiyatın esasen yatırım kararları çerçevesinde oluştuğu belirlenmiştir. Bu belirlenmeler ışığında, mevcut düzenlemelerde değişiklik yapılması gerektiği ortadadır.

Yukarıda yapılan düzenleme önerileriyle birlikte, gelinen noktada SerPK m. 15'in, "*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek nitelikteki içsel bilgi, olay ve gelişmeler ile yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.*" şeklinde; özel durumları tanımlayan ÖDT m. 4/1-n'nin ise "*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek içsel durumlar veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına*

³¹⁷ **Manavgat**, s. 103.

³¹⁸ **Pash**, s. 205, dn. 245; **Varış Tezcanlı, M.**: İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipölasyonlar, İstanbul 1996, s. 12.

³¹⁹ **Pash**, Devralınma, s. 344 dn. 162.

³²⁰ İçsel bilginin tespitinde fiyata etkili bilginin dikkate alındığı ABD yargı kararları ve değerlendirmeleri için bkz. **Turanboy**, s. 49 vd.

yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli durumlar” şeklinde değiştirilmesi yerinde olacaktır.

ddd- Etkinin Tespitinde Başvurulabilecek Yorum Araçları

i- Genel Olarak

Bir bilginin içsel bilgi olup olmadığı belirlenirken, etkinin uzak ve düşük bir ihtimal değil; yakın ve yüksek bir ihtimal olmasına dikkat edilmelidir. Zira, etki sonucunu doğurma ihtimali son derece düşük bilgilerin içsel bilgi olarak değerlendirilip kamuya açıklanması, başta aşırı bilgi yüklemesi (*information overload*)³²¹ olmak üzere, ortaklığın rekabet gücünün azalmasına, açıklama yükümlülerinin yükümlülük kapsamlarının son derece genişlemesine ve belki de ticari sırların³²² açıklanmasına sebep olabilecektir. Bu nedenle içsel bilgilerin tespitinde, etki ihtimalinin ne derece kuvvetli olduğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, açıklama yükümlülerince, karşılaşılan her durum bakımından, eldeki veriler ve özel durum açıklama yükümlülüğüne tâbi ortaklığa özgü koşullar³²³ (ortaklığın büyüklüğü, yapısı, faaliyet gösterdiği sektör gibi) dikkate alınarak etkinin belirlenmesi gerekecektir³²⁴.

³²¹ Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamında açıklanan bilgilerin kapsamlarının genişliği ve karmaşıklığı dolayısıyla yatırımcıların adeta “*taşmış bilgi seli altında boğuldukları*” hususunda detaylı bilgi için bkz. **Möllers, T./Temel, E.:** Sermaye Piyasalarında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik, Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri), Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 4, s. 31; **Paslı,** Devralınma, s. 378 dn. 226. Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk bakımından aşırı bilgi yüklemesine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 197-199; **Özer,** s. 48; **Aydoğan,** s. 368-370; **Meral,** s. 131-132.

³²² Ticari sırlar için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II-5 (Kapsamın Sınırları: Ticari Sırlar).

³²³ Ortaklığın büyüklüğü ve üretim programlarının genişliği göz önünde bulundurulduğunda, bu organizasyonun içerisindeki tek bir maden ocağıyla ilgili bilgilerin esaslı ve menkul kıymet fiyatları üzerinde etkili olamayacağı yönünde karar verilen *SEC v. Texas Golf Sulphur Co.* davası hakkında detaylı bilgi için bkz. **Turanboy** s. 49 vd.

³²⁴ Rehber, II-5, s. 10.

Söz konusu belirleme, bir yorum faaliyetini gerektirmektedir. Ne var ki, sürekli ve yoğun bir şekilde işleyen sermaye piyasalarında, her bilgi için ayrı ve birbirinden bağımsız bir değerlendirme sürecinin aranması zaman ve kaynak kısıtlılığı altında makul ve gerçekçi bir gereklilik olmayacaktır. Dolayısıyla muhtemel etkinin belirlenmesinde, hız ve kolaylık sağlayacak birtakım kriterlerin/yorum araçlarının belirlenmesi yerinde olacaktır.

ii- Önceki Açıklamalar

Özel durumları açıklamakla yükümlü olanlarca bir durumun etki unsurunu taşıyıp taşımadığının belirlenmesi yönündeki yorum faaliyeti bakımından, yorumlanması gereken bilgi, olay veya gelişmenin halihazırda içsel bilgi olarak kabul edilen bilgilerle aynı veya benzer olup olmadığı değerlendirilebilir³²⁵. Zira daha önceki bir tarihte içsel bilgi olarak kamuya açıklanıp da sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkilediği görülen bir durumla aynı olan veya benzer özellikler taşıyan yeni durumun da aynı etkiyi yaratma ihtimali yüksektir.

iii- Geçmişte Karşılaşılan Fiilî Etki

Açıklama yükümlülerince geçmişteki bir bilgi, olay veya gelişmenin içsel bilgi olup olmadığı değerlendirilip, içsel bilgi olmadığı sonucuna varılarak özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmamış olması doğaldır. Ayrıca bunların bahsedilen değerlendirmeye tâbi tutulmamış olması dahi mümkündür. Zira bu durumların etki yaratabilme kabiliyetinin olduğu hiç düşünülmemiş olabilir. Ancak bahsedilen durumların başka kamuyu aydınlatma belgeleriyle veya harici açıklamalarla yatırımcılar tarafından öğrenilmesinden sonra sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkilediği

³²⁵ Rehber, II-2, s. 4.

gözlemlenebilir. Bir başka ifadeyle, esasen içsel bilgi olduğu düşünülmeyen bir durumun aslında içsel bilgiler gibi etkili olduğu ortaya çıkabilir.

Hal böyleyken, piyasalarda fiilî etki yaratmış olan bu durumla aynı veya benzer olan bilgilerin, daha evvel içsel bilgi olarak değerlendirilmediği gerekçesiyle göz ardı edilmesi mümkün değildir. Zira böyle bir tutum, piyasaların öğrenilen duruma verdiği tepkinin yok sayılması anlamına gelir. Bu nedenle, daha önceleri içsel bilgi olarak nitelendirilmeyen ancak yatırımcılar tarafından herhangi bir şekilde öğrenildikten sonra sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etki doğurduğu tespit edilen bilgi, olay veya gelişmelerle aynı veya benzer nitelikteki bilgi, olay veya gelişmelerin ilerleyen dönemlerde özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gerekir³²⁶.

iv- Piyasalardan Gelen Talep ve Yorumlar

Herhangi bir bilgi, olay veya gelişmenin sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olup olmayacağı tespit edilirken, yatırımcıların o durumla ilgili talep ve yorumları da göz önünde bulundurulmalıdır³²⁷. Örneğin, telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösteren ve payları borsada işlem gören bir halka açık anonim ortaklığın, ünlü bir oyuncuyla medyadaki reklam yüzleri olması konusunda reklam sözleşmesi yapması mümkündür. Bu sözleşmeye ilişkin bilgilerin, sözleşme tutarının ortaklık malvarlığındaki yerinin oldukça ufak olması nedeniyle herhangi bir etki unsurunu taşımadığı tespit edilerek özel durumlar kapsamında kamuya açıklanmamış olması mümkündür. Bununla birlikte, örnekteki oyuncunun kamuoyu tarafından oldukça sevilen bir figür olması ve daha önceki işleri dolayısıyla toplumda güvenilir bir imaj çizmesi dolayısıyla ortaklığın hizmetlerinde yönelik büyük bir talep oluşturması gündeme gelebilir. Bu talep artışı ortaklığın kazancının artmasına da neden olacağından, yatırımcılar söz konusu

³²⁶ Rehber, II-2, s. 4.

³²⁷ Rehber, II-2, s. 4.

sözleşmenin süresini ve detaylarını öğrenmek, yatırım kararlarını bu bilgiler ışığında şekillendirmek isteyebilecektir. Bu kapsamda örneğin yazılı ve görsel basında sözleşmenin detaylarına ilişkin bilgilerin merak konusu olduğunun dile getirilmesi veya ortaklıktan bu hususlarda bilgi talep edilmesi mümkündür. Hal böyleyken, örneğin bahsedilen sözleşmenin sona ermesinin de kamuoyu ve yatırımcılar tarafından merak konusu olacağı muhtemeldir. Bu merakın, yapılan reklam sözleşmesinin sona ermesine ilişkin bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olabileceğinin bir göstergesi olarak değerlendirilmesi ve sözleşmeye ilişkin hususların özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gerekir.

v- Etki Sonucunu Doğurmayan Benzer Açıklamalar

Herhangi bir bilgi, olay veya gelişmenin, sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileme ihtimali bulunan bir içsel bilgi olduğu düşünülerek kamuya açıklanmasından sonra, böyle bir etki yaratmadığının saptanması, açıklama yükümlülerin sonraki özel durum açıklamaları bakımından yol göstericidir. Zira böyle bir durumda, bir bilginin içsel bilgi olup olmadığını yorumlama sorumluluğu bulunan açıklama yükümlülerince benzer özelliklerdeki başka bir bilginin esasen içsel bilgi niteliği taşımadığı yorumu yapılması mümkündür³²⁸.

Ancak belirtmelidir ki, benzerliğe ilişkin böyle bir yorum dikkatlice yapılmalıdır. Zira açıklanıp da herhangi bir etki yaratmayan bilgiyle benzerliğin tespitinde yapılan hata, kamuya açıklanması gereken bir bilginin açıklanmamasına neden olup sorumluluk doğuracaktır. Örneğin, kozmetik alanında faaliyet gösteren halka açık bir anonim ortaklığın kamuya açıklanan son bilançosundaki maddi duran varlıklarının toplam değeri 500.000 Türk lirasıyken yeni şubesi için aylık 50.000 Türk lirası kira bedeli karşılığında bir taşınmaz kiraladığını, bu durumu özel durum açıklamaları kapsamında

³²⁸ Rehber, II-2, s. 4.

kamuya açıkladığını ve açıklanan bilginin sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olmadığını düşünelim. Bu husustaki bilgilerin sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki etmediğinden hareketle, aynı ortaklığın son bilançosundaki maddi duran varlıklarının toplam net değerinin 100.000 Türk lirası olduğu ileri bir tarihte benzer bir taşınmazın yine 50.000 Türk lirası karşılığında kiralanması halinde, aynı miktarda bir kira bedelinin yine herhangi bir etki yaratmayacağı ve bu nedenle kamuya açıklanmasına gerek olmayacağı yorumunun yapılması mümkün değildir. Zira ilk açıklamadaki kira bedeli, ortaklığın açıklanan son bilançosundaki maddi duran varlıklarının toplam değerinin %10'una karşılık gelirken, sonraki kira sözleşmesinin kira bedeli, ortaklığın sonraki tarihli açıklanan son bilançosundaki maddi duran varlıklarının toplam değerinin %50'sine tekabül etmektedir. Dolayısıyla örnekteki ortaklığın halihazırdaki maddi duran varlıklarının toplam değeri içerisinde oldukça önemli bir orana ulaşan böyle bir kiralama işleminin, yalnızca önceki açıklamadaki kira bedeliyle aynı kira bedelini içermesi nedeniyle benzer kabul edilerek kamuya açıklanmaması, açıklama yükümlülerinin sorumluluklarının doğmasına neden olacaktır.

b- Sürekli Bilgiler Bakımından

aa- Özellikleri

İçsel bilgilerin aksine, sürekli bilgilerin özelliklerine ilişkin herhangi bir belirleme ne ÖDT'de ne de Rehberde yapılmıştır. Bu durumun, SPK'nin sürekli bilgileri yoruma ihtiyaç bırakmayacak şekilde belirlemiş olması ve sürekli bilgilerin tespitinde birtakım özelliklerin aranmasından ziyade ÖDT'de düzenlenmiş olmasının yeterli kabul edilmesinden kaynaklandığı düşünülebilir³²⁹. Ancak kanaatimizce, sürekli bilgilerin sınırlı sayma yöntemiyle belirlenmiş olması, bu bilgilerin özelliklerinin tespitine engel

³²⁹ VIII-54 sayılı mülga Tebliğde içsel bilgilerin aksine “sürekli bilgiler” başlığı altında açıklanması öngörülen durumların, yoruma yer bırakmayacak şekilde sayma yöntemiyle belirlendiği yönünde bkz. **Keskin**, s. 85. Aynı durum, bugün itibarıyla ÖDT için de geçerlidir.

değildir. Gerçekten de ÖDT’de sürekli bilgilerden sayılan ancak tarafımızca içsel bilgi niteliği taşıdığı düşünülenlerin dışındaki sürekli bilgiler, belirli ihraççılara ilişkin *genel* ve *sürekli* nitelikteki bilgilerdir³³⁰. Bu bilgilerin kamuya açıklanması sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edebilecek nitelikte değildir. Söz konusu bilgilerin açıklanması, yatırımcıların birtakım *haklarını kullanmalarına yardımcı* olma özelliği taşımaktadır. Dolayısıyla bu bilgilerin de yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olmaya yönelik yeterli esasları içermesi gerektiği belirtilmelidir.

bb- Yardımcı Unsur

aaa- Anlamı

Sürekli bilgilerin yardımcı unsur barındırdığının belirtilmesiyle, yatırımcıların sermaye piyasalarında yaptığı işlemler sonucunda sahip oldukları haklarını doğru ve zamanında kullanabilmelerini sağlamak bakımından bu bilgilerin özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmalarının gerekli olduğu kastedilmektedir. Bu kapsamda yardımcı unsur, yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olma elemanından oluşmaktadır.

bbb- Dayanağı

Türk sermaye piyasası hukukunda, yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olacak nitelikteki bilgilerin özel durum açıklamaları kapsamında açıklanmasına ilişkin ilk düzenleme VIII-39 sayılı mülga Tebliğ ile yapılmıştır. Ancak özel durum açıklamasına konu bilgilerin içsel-sürekli bilgi ayrımına tâbi tutulmamış olduğu bu Tebliğde yardımcı unsurun sürekli bilgileri nitelemek üzere düzenlendiğini belirtmek mümkün değildir. Bu nedenle çalışmamızda, sürekli bilgilerin yardımcı unsura sahip bilgiler olduğu VIII-54 sayılı mülga Tebliğden hareketle belirtilmiştir. Gerçekten de VIII-

³³⁰ Sürekli bilgilerin, sermaye yapısı ve yönetim kontrolü ile ortaklığı tanıtıcı genel nitelikteki bilgilere ilişkin olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 225. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 190.

54 sayılı mülga Tebliğ hükümleri uyarınca özel durumlara ilişkin tanımdan içsel bilgi tanımındaki hususların çıkarılması suretiyle *yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerin* sürekli bilgileri nitelediği anlaşılmaktadır.

SerPK ve ÖDT'nin özel durumları tanımlayan ve belirleyen hükümlerinde yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik bilgilerin de kamuya açıklanması gerektiği hususuna lafzi olarak yer verilmemiştir. Bununla birlikte ÖDT Rehberinde kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerin, “*ihraççının mali durumu veya faaliyetleri nedeniyle sermaye piyasası aracının değeri üzerinde etkili olabilecek, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek (...) olay ve gelişmeler*” yanında “*yatırımcıların (...) haklarını kullanmalarına yönelik olay ve gelişmeler*” kapsamında değerlendirilmesi gerektiği belirtilmiştir³³¹.

Oysa yukarıda içsel bilgilerin özelliklerine ilişkin yapılan tespit ve açıklamalar ışığında, bu tür bilgilerin tespitinde sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edebilecek bilgi, olay veya gelişmelerin dikkate alınmasının gerekli ve yeterli olduğu ortadadır. Bu nedenle, mülga düzenlemeler ve sürekli bilgiler kapsamında değerlendirilen bilgilerin içerikleri dikkate alınarak halihazırda kamuya açıklanması gereken ve içsel bilgi niteliği taşımayan sürekli bilgilerin yardımcı unsur barındıran bilgiler olduğu, dolayısıyla “*yatırımcıların (...) haklarını kullanmalarına yönelik olay ve gelişmeler*”in içsel bilgilerin değil; sürekli bilgilerin tespitinde aranacak bir unsur olduğunun belirtilmesi gerekir.

ccc- Kapsamı

ÖDT’de sürekli bilgiler kapsamında değerlendirilen *ihraççıya ilişkin genel bilgiler, bilgilendirme politikasına ve genel kurula ilişkin bilgiler* dışındaki bilgilerin esasen içsel bilgi niteliği taşıdığı yukarıda belirtilmişti. ÖDT’de sürekli bilgiler olarak

³³¹ Rehber, II-5, s. 10.

değerlendirilen ancak içsel bilgi niteliği taşıyan *sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, paya dayalı sermaye piyasası araçlarının iktisabına ilişkin gelişmeler, sermaye artırımına ilişkin bilgiler, pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların diğer açıklamaları ve belirli ortaklıkların sermaye piyasası aracı ihracına ilişkin bilgilerin* yardımcı unsur değil, etki unsurunu barındırdığı, dolayısıyla da bu başlık altında yalnızca *ihraççıya ilişkin genel bilgiler, bilgilendirme politikası ve genel kurula ilişkin bilgiler* bakımından yardımcı unsurun incelendiği belirtilmelidir.

ddd- Kullanılmasına Yardımcı Olunan Yatırımcı Hakları

Sermaye piyasalarında yatırımcılar, halka açık anonim ortaklık pay sahiplerinden ibaret değildir. Gerçekten de pay, sermaye piyasası araçlarından yalnızca biridir ve pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının mülkiyetine veya bunlar üzerinde sınırlı bir ayni hakka sahip olan kişiler de sermaye piyasası yatırımcıdır. Dolayısıyla sermaye piyasası yatırımcılarının haklarının, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu³³² ve SerPK kapsamında pay sahipliği haklarıyla sınırlı düşünülmemesi gerekmektedir.

Bu itibarla, örneğin SerPK m. 8/4³³³, 32/4³³⁴ ve 84/2³³⁵ hükümleri uyarınca pay dışındaki sermaye piyasası aracı yatırımcılarının Kanun kapsamında sahip olduğu çeşitli

³³² RG. 14.02.2011, S. 27846. TTK m. 357 uyarınca eşit işleme tâbi tutulma hakkı, m. 425 uyarınca genel kurula katılma hakkı, m. 434 uyarınca asgari oy hakkı, m. 437 uyarınca bilgi alma ve inceleme hakkı, m. 445 uyarınca genel kurul kararları aleyhine iptal davası açma hakkı bunlara örnektir.

³³³ SerPK m. 8/4, izahnamede değişiklik yapılması veya yeni hususların izahnameye eklenmesi halinde, bu tarihten önce izahnameyle halka arz edilecek olan sermaye piyasası araçlarını satın alma talebinde bulunan yatırımcıların, taleplerini geri alma haklarına ilişkindir.

³³⁴ SerPK m. 32/4, kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk kapsamında yatırımcıların tazmin talebinde bulunma haklarına ilişkindir.

³³⁵ SerPK m. 84/2, yatırımcıların tazminine ilişkindir.

haklar düzenlenirken; SerPK m. 18/6³³⁶, 19/3³³⁷, 20/3³³⁸, 24³³⁹, 27³⁴⁰ ve 30³⁴¹ hükümleriyle esasen SerPK kapsamındaki ortaklıkların pay sahiplerine yönelik haklar düzenlenmiştir.

ÖDT’de sürekli bilgiler kapsamında sayılan ve tarafımızca yardımcı unsur barındırdığı tespit edilen bilgiler incelendiğinde, bu bilgilerden genel kurula ilişkin olanlarının esas itibariyle paya veya pay üzerinde bir hakka sahip olan yatırımcılara yöneldiği; ihraççıya ve bilgilendirme politikasına ilişkin bilgilerinse tüm piyasa katılanları ve yatırımcılara yöneldiği belirtilmelidir.

eee- Haklarını Kullanmasına Yardımcı Olunan Yatırımcı

SerPK ve SerPK uyarınca yayımlanan ikincil düzenlemeler, halihazırda sermaye piyasalarına fiilen katılım gösteren yatırımcıların haklarını düzenlemekte ve koruma amacı taşımaktadır³⁴². Dolayısıyla, kamuyu aydınlatma ilkesinin ve bu kapsamda özel durum açıklamalarının muhatapları arasında henüz sermaye piyasalarında hiçbir faaliyet göstermemiş muhtemel/potansiyel yatırımcıların da olduğu belirtilmişse de, sürekli bilgilerin açıklanmasıyla haklarının kullanılmasına yardımcı olunan yatırımcıların, halihazırda sermaye piyasalarında fiilen işlem yapan ve hakları mevzuatta düzenlenen mevcut sermaye piyasası yatırımcılarıyla sınırlı olduğu belirtilmelidir.

Ne var ki bu sınır, sürekli bilgilere ilişkin özel durum açıklamalarının yapıldığı an itibariyle geçerlidir. Zira sürekli bilgilere ilişkin açıklamaların yapıldığı tarihte henüz sermaye piyasalarında fiilen işlem yapmayan muhtemel/potansiyel yatırımcıların, ileri bir

³³⁶ SerPK m. 18/6, yayıtlı sermaye sistemine ilişkindir.

³³⁷ SerPK m. 19/3, kâr payına ilişkindir.

³³⁸ SerPK m. 20/3, kâr payı avansına ilişkindir.

³³⁹ SerPK m. 24/1, ayrılma hakkına ilişkindir.

³⁴⁰ SerPK m. 27, ortaklıktan çıkarma ve satma haklarına ilişkindir.

³⁴¹ SerPK m. 30, genel kurula katılma ve oy kullanma haklarına ilişkindir.

³⁴² SerPK m. 1.

tarihte sermaye piyasasında işlem yapmaya karar vermeleri halinde önceki açıklamalardan yararlanmaları mümkündür. Ancak yine de sürekli bilgilere ilişkin özel durum açıklamalarının *hak kullanımına yardımcı olma amacının*, açıklamaların yapıldığı an itibarıyla, ilgili ortaklığın yatırımcısı olup olmadığından bağımsız olarak, sermaye piyasalarında işlem yapan mevcut yatırımcılara yönelik olduğu belirtilmelidir. Bu tarihten sonra, açıklanan sürekli bilginin sermaye piyasalarında faaliyet göstermeye henüz başlayan yahut hâlâ piyasa dışında kalan muhtemel/potansiyel yatırımcılar için yararlı veya kullanışlı olup olmaması, yardımcı unsur barındıran bilgilerin açıklanmasıyla ulaşılmak istenen amacın dışındadır.

II- ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA KONU BİLGİLERİN İÇERİĞİ

1- İçeriğin Sınıflandırılması

A- Sınıflandırmanın Kaynağı

Çalışmamızda özel durum açıklamalarına konu içsel ve sürekli bilgilerin içeriği, büyük ölçüde ÖDT'deki düzenlemeler ışığında ve Rehberdeki açıklamalardan hareketle sınıflandırılmıştır. Belirtmek gerekir ki Rehberdeki sınıflandırma, VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberiyle büyük ölçüde uyumludur. VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberindeki sınıflandırma da esasen VIII-39 sayılı mülga Tebliğde sayılan özel durumlardan hareketle oluşturulmuştur³⁴³. VIII-39 sayılı mülga Tebliğdeki özel durumlar ise eSerPK m. 16/A'da sayılan özel durumların genişletilmesi ve kategorize edilmesi suretiyle belirlenmiştir. Hal böyleyken, daha sınırlı ve dar kapsamlı da olsa özel durumların esasen ilk olarak kanun koyucu tarafından örneklendirildiği ve bu örneklerin, Rehberin hazırlanmasında önemli bir yol gösterici olduğu belirtilmelidir.

³⁴³ VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberi, II-5.7, 5.8, s. 12-16.

Dolayısıyla, aşağıdaki sınıflandırmanın kaynağı da esasen eSerPK m. 16/A uyarınca kanun koyucunun iradesine dayanmakta, ancak günümüz düzenlemeleri ve ihtiyaçları göz önünde bulundurularak eSerPK m. 16/A düzenlemesinin çok daha genişletilmiş ve geliştirilmiş bir halini yansıtmaktadır.

B- Sınıflandırmanın Amacı

Özel durumların belirli başlıklar altında toplanarak incelenmesinin amacı, uygulayıcıların karşılaştıkları çeşitli durumların özel durum açıklamasını gerektirip gerektirmediğinin tespitinde kolayca yararlanabilecekleri bir kaynağın sağlanmasıdır³⁴⁴. Bir başka ifadeyle yapılan sınıflandırma, her bir somut durumun örneklendirilen durumlara benzerliğinin tespitinde referans oluşturmaya yönelik olup karşılaşılabilecek bütün özel durumları kapsayıcı nitelik taşımamaktadır. Dolayısıyla, açıklama yükümlülerince karşılaşılan somut durumlar, SPK Rehberleri ve çalışmamızda yer alan sınıflandırmadan hareketle ancak bununla sınırlı kalınmayarak, durumun ve ihraççının özel koşulları da dikkate alınmak suretiyle bir değerlendirmeye tâbi tutulmalıdır³⁴⁵. Yapılan değerlendirme sonucunda söz konusu durumların sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olacak nitelikte olduğu tespit edildiği takdirde, bunlar özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmalıdır.

C- Sınıflandırmanın Genel Çerçevesi

Mevzuatımızda özel durum açıklamasına konu bilgiler ya içsel ya da sürekli bilgi niteliğindedir. Ancak ÖDT’de, esasen etki veya yardımcı unsur barındırmayan, bu nedenle özel durum niteliği taşımayan ve bu kapsamda kamuya açıklanmasına gerek olmayan birtakım bilgilerin de özel durum açıklaması yoluyla kamuya açıklanması

³⁴⁴ ÖDT m. 27; İçsel bilgiler için bkz. Rehber, II-5, s. 10; VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberi, II-5, s. 8.

³⁴⁵ İçsel bilgiler için bkz. Rehber, II-5, s. 10; VIII-54 sayılı mülga Tebliğ Rehberi, II-5, s. 8.

öngörülmüştür. Gerçekten de ÖDT m. 24/7 uyarınca ihraççılar tarafından sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü yurtdışı borsalarında, esasen Türk hukuku bakımından kamuya açıklanması gereken bir özel durum teşkil etmeyen hususlara ilişkin açıklama yapılması halinde, aynı açıklamanın ÖDT uyarınca KAP'ta da yapılması gerekmektedir. Söz konusu hususlar Türk hukuku bakımından ne içsel ne de sürekli bilgi niteliği taşıdığından, çalışmamızdaki sınıflandırmada da yer almamış ve özel durum olmamasına rağmen özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gereken bu bilgilere ayrıca değinilmemiştir.

a- İçsel Bilgiler Bakımından

Aşağıda içsel bilgiler, ihraççıya bağlı ve ihraççıdan bağımsız durumlar olarak iki ana gruba ayrılıp ilgili oldukları durumlara göre dokuz alt başlıkta incelenmiştir³⁴⁶. Buna göre genel itibariyle: ihraççı kadrolarındaki değişiklikler ve kadrodakilere ilişkin gelişmeler, adli dava ve idari kovuşturmalar, önemli tutarda olağan dışı gelir ve kârlar ile gider ve zararlar, sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, maddi duran varlıklarla ilgili işlemler, ihraççının faaliyetlerine ilişkin değişiklikler, ihraççının finansal yapısına ilişkin değişiklikler, bağlı ortaklıklar ve finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler ve son olarak pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılara ilişkin bilgiler, kamuya açıklanması gereken içsel bilgilere örnektir.

Ancak belirtmek gerekir ki içsel bilgilerin tamamı, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olup esasen yatırımcıların yatırım kararlarını belirleyen bilgilerden oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının fiyatı ve yatırımcıların yatırım kararları arasındaki paradoksal ilişki³⁴⁷ bir yana, sayılan alt başlıklardan önemli tutarda olağan dışı

³⁴⁶ Öğretide bazı yazarlar tarafından içsel bilgiler ortaklık bilgisi ve piyasa bilgisi olarak ayrılmaktadır; bkz. **Turanboy** s. 51-53. Aynı yönde bkz. **Meral** s. 188.

³⁴⁷ “Paradoksal ilişki” ifadesi ile kastedilene ilişkin olarak bkz. yuk. İkinci Bölüm, I-2-C-a-cc-ccc-iii-iii.6-iii.6.b (Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatı ile Yatırımcıların Yatırım Kararları Arasındaki İlişki).

gelir ve kârlar ile gider ve zararlar, sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, maddi duran varlıklarla ilgili işlemler, ihraççının finansal yapısına ilişkin değişiklikler ve bağlı ortaklıklar ile finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler *ilk bakışta ve yüzeysel olarak* fiyata etkili kabul edilebilecek bilgilerdir. Benzer şekilde, ihraççı kadrolarındaki değişiklikler ve kadrolara ilişkin gelişmeler, idari ve adli kovuşturmalar, ihraççının faaliyetlerine ilişkin değişiklikler ve pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılara ilişkin bilgiler de *ilk bakışta ve yüzeysel olarak* yatırım kararlarına etkili olduğu düşünülebilecek bilgilerdir.

Oysa bu durumların, yalnızca kararlara veya fiyata etki başlıkları altında sınıflandırılması, sınıflandırmanın amacına ulaşmasını önleyecektir. Zira uygulayıcılara kolaylık ve yol göstericilik sağlamak amacıyla yapılan sınıflandırma, detaylıca kategorize edilmiş çok çeşitli bilgi, olay ve gelişmelerin sistemli bir şekilde sıralanmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla aşağıda içsel bilgiler, esasen birbirlerine benzer özellikler taşıyalar da kaynaklandıkları veya ilişkin oldukları kişiler, işlemler ya da ilk olarak etkiledikleri hususlar bağlamında dokuz farklı başlık altında incelenmiştir.

b- Sürekli Bilgiler Bakımından

SerPK’de sürekli bilgilere ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamış, ÖDT’de ve ÖDT Rehberinde bu bilgiler sınırlayıcı bir şekilde sayılarak belirlenmiştir. Bu nedenle çalışmamızda da ÖDT’de sayılan sürekli bilgilere sınırlayıcı bir şekilde yer verilmiştir. Ancak ÖDT’de sürekli bilgiler arasında sayılıp da tarafımızca esasen içsel bilgi oldukları belirlenen durumlara, içsel bilgiler kapsamında değinilmiştir. Dolayısıyla çalışmamızda sürekli bilgiler: ihraççıya ilişkin genel bilgiler, bilgilendirme politikası ve genel kurula ilişkin bilgiler başlıklarıyla sınırlı olarak incelenmiştir.

2- İçsel Bilgiler

A- İhraççıdan Kaynaklanan Durumlar

a- İhraççı Kadrolarındaki Değişiklikler ve Kadrodakilere İlişkin Gelişmeler

aa- Yönetim Kadrolarındaki Değişiklikler

Anonim ortaklıkların yönetim kadrolarında³⁴⁸ yer alan kişiler ifadesiyle ilk olarak TTK m. 359 uyarınca ortaklığın yönetim yetkisi ve görevine sahip olan yönetim kurulu üyeleri kastedilmektedir. Bununla birlikte, TTK m. 367/1 uyarınca yönetim yetki ve görevinin kısmen veya tamamen devredilmesi (TTK m. 375’te sayılan yetki ve görevler hariç) mümkün olduğu gibi, TTK m. 368 uyarınca yönetim kurulu tarafından ticari temsilci veya ticari vekil atanması da mümkündür. Bu hallerde, esasen TTK m. 367 uyarınca hazırlanacak bir iç yönerge ile ortaklık yönetim kadroları belirlenmekte ve bu kişiler yönetim kadrolarında yer alan kişilerden sayılmaktadır.

Ayrıca TTK m. 366/2 uyarınca çeşitli amaçlarla komite veya komisyonlar kurulabileceği gibi SerPK’ye tâbi ortaklıklar tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri m. 4.5.1 kapsamında “Denetimden Sorumlu Komite”, “Kurumsal Yönetim Komitesi”, “Aday Gösterme Komitesi”, “Riskin Erken Saptanması Komitesi” ve “Ücret Komitesi” oluşturulması zorunludur. Bu komitelerde yer alan kişilerin de ihraççının yönetim kadrolarında yer alan kişilerden oldukları belirtilmelidir.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren bir ihraççının yönetim kadrolarında meydana gelen değişiklikler, içsel bilgiye vücut verir. Zira, ihraççının yönetiminde önemli yetki ve görevlere sahip kişilerin deneyim, yetenek, yeterlilik ve bilgi birikimleri,

³⁴⁸ Anonim ortaklıklarda “yönetim” ifadesinin esasen birbirini tamamlayan iki farklı yönü olduğu, bunlardan ilkinin TTK m. 374/1 uyarınca yönetim faaliyetleri kapsamında gerçekleştirilen iş ve işlemler, ikincisinin ise bu iş ve işlemleri yerine getiren kişiler olduğu yönünde bkz. **Kırca (Şehirali Çelik/Manavgat)**, s. 527.

yatırımcıların ilgili ihraççıya ilişkin yatırım kararlarının şekillenmesinde rol oynayacaktır³⁴⁹. Bu kadrolardaki kişilerin yeterliliklerinin değerlendirilebilmesi ve yatırım kararları verilirken temel alınabilmesi için, kadrolarda meydana gelen değişikliklerin kamuya açıklanması gerekir.

O halde ihraççının yönetim kurulu üyeleri, Murahhas üye ve müdürleri, genel müdür ve yardımcıları, mevzuat çerçevesinde oluşturulan komitelerin üyeleri ile ihraççıda önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişilerin atanması, ayrılması veya herhangi bir nedenle değişmesi durumlarının, etki unsurunu barındıran içsel bilgiler oldukları belirtilmelidir³⁵⁰.

bb- Yönetim Kadrolarındaki Sorumluluklarına İlişkin Durumlar

İhraççının yönetim kadrolarında yer alanların görevleri nedeniyle hukuki, idari ve cezai sorumluluklarının gündeme gelmesi halinde, bu durumun ihraççıyı etkilemesi olasıdır. İhraççıyı etkileyen böyle bir durumun, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde de etkili olma ihtimali yüksektir. Hal böyleyken, örneğin yönetim kurulu üyelerinin ibra edilmemesi³⁵¹, yaptıkları işlemler dolayısıyla sorumluluk davasına muhatap olabileceklerinin bir göstergesi olduğundan içsel bilgi niteliği taşır. Bu nedenle genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeleri hakkında sorumluluk davası açılması³⁵² da evleviyetle içsel bilgi niteliğindedir³⁵³.

³⁴⁹ Mesleki deneyim ve yeteneklerinin ölçülmesi, verecekleri kararları etkileyebilecek her türlü potansiyel çıkar uyumsuzluklarının değerlendirilebilmesi için muhataplar tarafından bu kişilerin bilinmesinin önemli olduğu yönünde bkz. **Pash**, s. 263.

³⁵⁰ Rehber, II- 5.2, s. 11. Bu durum, ÖDT II m. 5/1-h’de de düzenlenmiştir.

³⁵¹ Rehber, II- 5.2, s. 11.

³⁵² Rehber, II- 5.2, s. 11.

³⁵³ Bu durum, ÖDT II m. 5/1-h’de de düzenlenmiştir.

Bununla birlikte, yönetim kurulu kararları aleyhine³⁵⁴ dava açılması, bu davaların karara bağlanması ve/veya bu davaların kesinleşmesi; ihraççının yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcılar veya ihraççıda önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler hakkında sahtecilik, emniyeti suistimal, hırsızlık, kaçakçılık, dolandırıcılık, hileli veya taksirli iflas gibi suçlardan ya da SerPK m. 115³⁵⁵ kapsamında dava açılması, bu davaların karara bağlanması ve/veya kesinleşmesi³⁵⁶ gibi yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkiye sahip olabilecek durumların, açıklama yükümlülerince içsel bilgi olarak değerlendirilmesi ve özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gerekmektedir³⁵⁷.

cc- Nitelikli Personel ve Bunların Sorumluluklarına İlişkin Durumlar

İhraççının faaliyetleri bakımından önemli pozisyonlarda bulunan veya kişisel bilgi ve becerileri dolayısıyla istihdam edilen nitelikli personele, örneğin uzman bir hukukçuya veya yüksek mühendise ilişkin değişiklik ve yaptırım tehditlerinin de kamuya açıklanması gerekmektedir³⁵⁸. Gerçekten de bir örnekle ifade etmek gerekirse, savunma sanayiinde faaliyet gösteren bir ihraççının üretim birimlerinde çalışan beş kıdemli

³⁵⁴ Örneğin TTK m. 549, 550/2 ve 558/2.

³⁵⁵ Yazılı başvuru ve özel soruşturma usullerine ilişkin SerPK m. 115 uyarınca, “(1) Bu Kanunda tanımlanan veya atıfta bulunulan suçlardan dolayı soruşturma yapılması, Kurul tarafından Cumhuriyet başsavcılığına yazılı başvuruda bulunulmasına bağlıdır. Bu başvuru muhakeme şartı niteliğindedir. (2) Başvuru üzerine kamu davası açılması hâlinde iddianamenin kabulü ile birlikte, bir örneği Kurula tebliğ edilir ve Kurul aynı zamanda katılan sıfatını kazanır. (3) Bu Kanunda tanımlanan veya atıfta bulunulan suçlardan dolayı yapılan soruşturmada Cumhuriyet savcısı, Kurul meslek personelinin yararlanabilir. Bu suçlardan dolayı şüpheli veya tanık sıfatıyla kişilerin ifadesinin alınması sırasında Kurul meslek personelinin de hazır bulunması sağlanabilir. (4) Bu Kanunda tanımlanan veya atıfta bulunulan suçlardan dolayı yapılan soruşturmada kovuşturmayla yer olmadığı kararının verilmesi hâlinde, Kurul bu karara karşı itiraza yetkilidir. (5) 4/5/2007 tarihli ve 5651 sayılı İnternet Ortamında Yapılan Yayınların Düzenlenmesi ve Bu Yayınlar Yoluyla İşlenen Suçlarla Mücadele Edilmesi Hakkında Kanunun 8 inci maddesi, 109 uncu maddede yer alan suçlar bakımından da uygulanır.”

³⁵⁶ Bu husus, ÖDT II m. 5/1-ı’da da düzenlenmiştir.

³⁵⁷ Rehber, II- 5.2, s. 11.

³⁵⁸ Rehber, II- 5.2, s. 11.

mühendisten dördünün aynı anda istifa etmesi gerek üretim faaliyetlerinin aksamasına gerekse bölüm içerisindeki organizasyonun bozulmasına veya işlemez hale gelmesine neden olabilecek nitelikte bir değişikliktir. Böyle bir değişikliğin ihraççının finansal yapısında veya üçüncü kişilerle yaptığı sözleşmelerde yansımalarının görülmesi olasıdır. Hal böyleyken, bahsedilen durumdan yalnızca ihraççı içerisindeki belirli bir çevrenin haberdar olması, bu bilginin menfaat sağlamak amacıyla kullanılmasına, bilgi suistimaline yol açabilecektir. Dolayısıyla, yatırımcılar arasında fırsat eşitliğinin sağlanması adına, bu ve benzeri durumlarda özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir.

b- Adli Dava ve İdari Kovuşturmalar

Payları borsada işlem gören ihraççının sermayesinde veya oy haklarında belirli sahiplik oranlarına³⁵⁹ ulaşan yahut yönetim kurulu üyelerine yönelik imtiyazlı paylara sahip olan pay sahiplerine yönelik çeşitli kovuşturmalar da içsel bilgiye vücut verebilmektedir. SerPK m. 106/1-b ve ÖDT m. 5/2 uyarınca bu kişiler kural olarak içsel bilgilere erişebilmektedir. Payları borsada işlem gören bir ortaklığın bahsedilen nitelikleri taşıyan pay sahiplerinin, ortaklık yönetimiyle iş ve işlemlerine yön vermeleri olasıdır. Böyle bir durumda söz konusu pay sahiplerinin ortaklığın iradesini oluşturacağı belirtilmelidir. Ayrıca bu pay sahiplerinin yönetimde etkili olmasalar dahi ortaklık genel kurul kararlarına etki etme ihtimalleri yüksektir. Dolayısıyla ihraççıya ilişkin önemli kararlarda söz sahibi olacaklardır. Hal böyleyken bahsedilen pay sahipleri hakkında, sermaye piyasası suçları işledikleri iddiasıyla SPK tarafından idari kovuşturma başlatılması ve bu kapsamda adli yargıya taşınan ceza davası kovuşturmaları, rasyonel/makul yatırımcılar nezdinde önemli kabul edilecektir.

³⁵⁹ Bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II-1-C-a (Pay Sahipleri).

Bu nedenle, payları borsada işlem gören ortaklıkların sermayesinde veya toplam oy haklarında, doğrudan veya dolaylı olarak asgari %10'a sahip olan veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip pay sahipleri hakkında SerPK m. 115 kapsamında SPK tarafından suç duyurusunda bulunulmasının ardından, ilgililer hakkında takipsizlik kararı verilmesi, dava açılması, bu davalara ilişkin ara karar verilmesi veya bu kararların kesinleşmesi durumları, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olabileceğinden özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerdendir³⁶⁰.

Ayrıca ihraççı genel kurulu tarafından alınan genel kurul kararları aleyhine dava açılması veya bu davalara ilişkin mahkeme kararlarının kesinleşmesi, kamuya açıklanması gereken içsel bilgilere örnektir³⁶¹.

c- Önemli Tutarda Olağan Dışı Gelir ve Kârlar ile Gider ve Zararlar

Bir ihraççının, olağan işlem ve faaliyetleri kapsamında olmayan kazanç elde etmesi veya bir zarara maruz kalması halinde, söz konusu kazanç ve zararlar, ihraççının malvarlığında yarattığı etkiyle orantılı bir şekilde sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde de etkili olacaktır. Zira sermaye piyasalarında faaliyet göstermelerinin temel amacı kazanç elde etmek ve zarardan kaçınmak olan rasyonel/makul bir yatırımcının, yatırım yaptığı veya yapmayı düşündüğü sermaye piyasası aracı ihraççısının elde ettiği öngörülemeyen kazançların ya da uğradığı öngörülemeyen zararların ihraççı malvarlığında yaratacağı etkiyi dikkate alması beklenecektir.

³⁶⁰ Rehber, II-5.3, s. 12.

³⁶¹ Rehber, II- 5.2, s. 11. Bu husus, ÖDT II m. 5/1-ı'nda da düzenlenmiştir.

“Bir ortaklığın olağan işlem ve faaliyetleri” ifadesi ile, ortaklığın devamlılığı amacıyla sürekli olarak yapılan işlem ve faaliyetler kastedilmektedir³⁶². Örneğin, deri ayakkabı üretimi ve pazarlaması alanında faaliyet gösteren bir ihraççının deri teminine yönelik harcamaları veya üretilen ayakkabıların satışından elde edilen kazançları, olağan işlem ve faaliyetleri kapsamındaki gider ve kazançlarıdır. Oysa, olağan dışı durumlardaki özel amortismanlar (hurdaya ayırma, istimlak vs.), olağan dışı zararlar (dolandırıcılık, sahtekârlık, iş kesintileri nedeniyle ödenen tazminatlar vs.), dava sonucu ortaya çıkan, ihraççının varlığını tehdit edebilecek giderler veya ihraççı için önem taşıyan gelirler, ihraççıların organizasyonunun yapılandırılması sonucu ortaya çıkan kazanç veya kayıplar (bağlı ortaklıkların birleşmesi sonucu ortaya çıkan vergi aktif vs.) ve ihraççının borçlarının yeniden yapılandırılması gibi sebeplerle kredi verenlerin feragati sonucu oluşan gelirler, olağan işlem ve faaliyetler sonucu gerçekleşen olağan kazanç veya zararlar olarak nitelendirilemeyecektir. Bu durumların ihraççının aktif veya pasifinde öngörülemeyen şekilde önemli bir etki yaratması halinde söz konusu durumların içsel bilgi olarak değerlendirilip özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmaları gerekmektedir³⁶³.

³⁶² Şahıs ortaklıkları bakımından, yönetim hakkının kapsamının belirlenmesinde objektif kritere dayalı olağan iş ve işlem kavramına yönelik bilgi için bkz. **Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, s. 233, par. 256; **Kendigelen, A./Kırca, İ.**: Şirketler Hukuku I, İstanbul 2021, s. 243, par. 528.

³⁶³ Rehber, II-5.4, s. 12.

d- Sermaye Yapısına ve Yönetim Kontrolüne İlişkin Değişiklikler

aa- Kavramlar

aaa- Sermaye Yapısı ve Kontrolü

Payları borsada işlem gören ihraççılar, kural olarak halka açık anonim ortaklıklardır³⁶⁴. TTK m. 329 uyarınca bir anonim ortaklığın sermayesi *belirli*³⁶⁵ ve *paylara bölünmüştür*. Pay sahipliği sıfatı, sermayenin bölündüğü payların edinilmesiyle doğmaktadır. Bahsedilen pay edinimleri, ortaklığın pay sahipliği yapısını oluşturmaktadır. ÖDT m. 12'nin kenar başlığında "sermaye yapısı" ifadesi kullanılmışsa da madde metninde düzenlenen hususlar "pay sahipliği yapısı"na ilişkindir³⁶⁶. Bu yapı, payların alım/satım işlemlerine konu olmasıyla değişmektedir. Payları borsada işlem gören halka açık bir anonim ortaklığın pay sahipliği yapısı da esasen, halka açıklık oranınca, borsadaki³⁶⁷ alım/satım işlemleriyle şekillenmektedir. Ancak bunun dışında, yapısal değişiklikler sonucunda, örneğin ayrılma akçesi³⁶⁸ olarak birleşme dışında kalan

³⁶⁴ Bkz. SerPK m. 3/1-e ve h.

³⁶⁵ Sermayenin belirli olmasının anlamına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 305, par. 430, 430a.

³⁶⁶ Bu nedenle maddenin kenar başlığı, "*Pay Sahipliği Yapısına ve Yönetim Kontrolüne İlişkin Değişiklikler*" olarak değiştirilmelidir. Ancak çalışmamızda, ÖDT m. 12'de yer alan "sermaye yapısı" ifadesinin "pay sahipliği yapısı" olarak anlaşılması gerektiği belirtilmekle yetinilmiş ve mevzuatla lafzi uyumun sağlanması amacıyla "sermaye yapısı" ifadesinin kullanılmasına devam edilmiştir.

³⁶⁷ SerPK m. 3/1-ç uyarınca borsa, "*Anonim şirket şeklinde kurulan, sermaye piyasası araçları, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurulca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere kendisi veya piyasa işleticisi tarafından işletilen ve/veya yönetilen, alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getiren veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştıran, bu Kanuna uygun olarak yetkilendirilen ve düzenli faaliyet gösteren sistemleri ve pazar yerlerini*" ifade etmektedir.

³⁶⁸ TTK m. 141.

pay sahiplerinin olması da pay sahipliği miktar ve oranlarında değişikliklere neden olabilmektedir³⁶⁹.

Pay sahipliği sıfatının kazandırdığı en temel hak, oy hakkıdır. Zira her pay, sahibine oy hakkı vermeyebilirse de her pay sahibinin en az bir oy hakkı olması, TTK m. 434/2 uyarınca vazgeçilmez nitelikte bir haktır³⁷⁰. Bu hak, genel kurulda kullanılmakta ve genel kurul kararları, kural olarak, katılanların oy çoğunluğuyla alınmaktadır³⁷¹. Genel kurulun toplantı yeter sayısı ise sermayeyi oluşturan paylara sahip olanların belirli oranlara ulaşmasıyla oluşmaktadır³⁷². Dolayısıyla, payların ve/veya oy haklarının çoğunluğu, kural olarak genel kurul kararlarının yönünü belirleme işlevi taşımaktadır³⁷³. Bu nedenle, ortaklık sermayesini temsil eden payların ve/veya oy haklarının belirli bir oranına sahip olmak, ortaklığın pay sahipliği yapısında kontrole sahip olmak olarak ifade edilebilir³⁷⁴.

bbb- Yönetim Kontrolü

Bazı payların, sahibine birden fazla oy hakkı vermesi veya diğerlerine nazaran çeşitli üstün haklar tanınması, imtiyazlı olması, mümkündür³⁷⁵. Bu imtiyaz, belirli paylara

³⁶⁹ **Manavgat**, s. 164.

³⁷⁰ **Tekinalp, Ü. (Poroy, R./Çamoğlu, E.): Ortaklıklar Hukuku II, On Dördüncü Baskı, İstanbul 2019, s. 19, par. 960b.**

³⁷¹ TTK m. 418/2; SerPK m. 29/6.

³⁷² TTK m. 418/1; SerPK m. 29/6.

³⁷³ **Tanör**, s. 669. Halka açık anonim ortaklık pay sahiplerinin kâr payı alma haklarına yoğunlaşması dolayısıyla genel kurulda *güç boşluğu* olduğundan genel kurulda hakimiyetin oluşturulması kolaylaşmaktadır; bkz. **Pamukçu**, s. 137.

³⁷⁴ **Şehirali Çelik, F. H.:** Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008, s. 55.

³⁷⁵ TTK m. 478/2 uyarınca, “*İmtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır.*” İmtiyazlara ilişkin detaylı bilgi için bkz. SerPK m. 23/1, 28/2; **Aytaç**, Yenilikler, s. 34.

yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınmasıyla da oluşturulabilir³⁷⁶. Yönetimde temsil imtiyazı ise ortaklığın yönetimi hususunda söz sahibi olunması sonucunu doğurmaktadır.

Dolayısıyla ortaklık sermayesinde belirli oranlara sahip olup yönetim kurulunun şekillenmesinde etkili olmak ya da yönetimde temsil imtiyazına sahip olup yönetim kurulu kararlarında belirleyici olmak, esasen yönetim kontrolüne sahip olmaktır³⁷⁷.

bb- ÖDT Düzenlemesi ve Değerlendirilmesi

aaa- ÖDT Düzenlemesi

ÖDT m. 12-15 hükümleri, Şeffaflık Direktifi m. 9-15 hükümlerinden³⁷⁸ hareketle kaleme alınmıştır. Direktifte “*ongoing information*” başlığı altında düzenlenen bu hükümler, Türk hukukuna “sürekli bilgiler” başlığı altında alınmıştır. Buna göre, SPK tarafından ÖDT m. 12³⁷⁹ ile sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler sürekli bilgiler olarak değerlendirilmiş, ÖDT m. 13’te, m. 12’deki oy haklarının

³⁷⁶ TTK m. 360/2 uyarınca, “*Bu maddeye göre yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınan paylar imtiyazlı sayılır.*”

³⁷⁷ **Şehirali Çelik**, s. 52-53. SerPK m. 26/2 ile yönetim kontrolü, “*ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması*” olarak tanımlanmıştır. SerPK m. 26’da yer alan yönetim kontrolü tespit ölçütlerinin eksikliğine ilişkin olarak bkz. **Aytaç**, Yenilikler, s. 36.

³⁷⁸ Şeffaflık Direktifinin sürekli bilgilere ilişkin hükümleri hakkında detaylı inceleme için bkz. **Lehmann/Kumpan**, s. 1142, par. 1 vd.

³⁷⁹ ÖDT m. 12’de öngörülen oranlara ilişkin olarak, “*oranlar, işlem günü (T) sonu itibarıyla netleştirilerek hesaplanır. Örneğin, sürekli bilgileri açıklamaya yükümlü bir kişi tarafından aynı gün içerisinde gerçekleştirilen tüm alım ve satım işlemlerinin netleştirilmesi sonrasında, işlem günü sonu itibarıyla payları Borsada işlem gören bir ihraççının paylarının %5 inden fazlasının alınması söz konusu ise bu durum açıklanacaktır. Yine örneğin; ilgili kişi tarafından ihraççının paylarının %5’inden fazlasının alınması ve aynı gün içerisinde söz konusu payların satılması sonucunda gün sonunda %5 lik oranın altına düşülmesi durumunda ise özel durum açıklaması yapılması yükümlülüğü bulunmamaktadır.*”; bkz. Rehber, III-1, s. 25. Ayrıca bkz. Şeffaflık Direktifi, m. 9/1.

hesaplanmasında dikkate alınması gereken hususlar sınırlayıcı olmayacak şekilde sayılmıştır³⁸⁰. ÖDT m. 14'te borsada işlem gören payları iktisap etme hakkı veren sermaye piyasası araçlarına sahip olanların, bu hakka konu paylara bağlı oy haklarının m. 12'deki oranlara ulaşması veya altına düşmesi halinde açıklama yapılması yükümlülüğü düzenlenmiş³⁸¹ ve son olarak m. 15'te, m. 12 uyarınca yapılması gereken açıklamada yer alması gereken hususlar belirlenmiştir.

ÖDT m. 12/1 uyarınca sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişikliğe yol açabilecek nitelikteki oy veya pay edinim ya da kaybına ilişkin açıklama yükümlülüğü, a) bir gerçek veya tüzel kişinin ya da b) bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, c) doğrudan veya dolaylı olarak, payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki d) payının veya e) toplam oy haklarının %5, %10³⁸², %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95'ine f) ulaşması veya

³⁸⁰ Ayrıca bkz. Şeffaflık Direktifi, m. 10.

³⁸¹ Bu madde uyarınca paya dayalı sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerin, dayanak varlığın başka bir ortaklığa ait olması durumunda, dayanak varlığa ilişkin özel durum açıklamalarından sorumlu olmadıkları yönünde bkz. Rehber, III-2, s. 25. Burada yalnızca pay iktisap etme hakkı veren sermaye piyasası araçlarının dikkate alınmasının eksiklik olduğu, pay alım hakkının/opsiyonunun herhangi bir sermaye piyasası aracına bağlı olmadığı durumlarda da hak sahibinin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü altına girmesi gerektiği yönünde bkz. **Paslı**, Devralınma, s. 363 dn. 197.

³⁸² VIII-20 sayılı mülga Tebliğde yalnızca %10 sınırı öngörülmüştü. VIII-20 sayılı mülga Tebliğin yürürlüğü esnasında *Manavgat* tarafından, Türk hukukunda yönetim kontrolünün en erken sermayedeki payların %13'üne sahip olunmasıyla başladığı dikkate alındığında %10 sınırının çok yüksek olduğu, bu sınırın altında kademeler de belirlenmesi gerektiği, ayrıca %10 sınırının üstü için de kademeler halinde açıklama yapılması gerektiği, belirlenecek kademelerin arasının ise sık tutulması gerektiği, örneğin bu kademelerin %5, 10, 15 olabileceği, iki kademe arasında belirli bir oranda ve sınırlı bir zaman içerisinde meydana gelen artışların da kamuya açıklanması gerektiği ileri sürülmüştür. Zira böylece ortaklığın *gizlice ele geçirilmesinin* önleneyeceği belirtilmiştir; bkz. **Manavgat**, s. 240-241. Şeffaflık Direktifi m. 3/1-a ile, üye devletlerin daha düşük eşikler öngörmesine izin verilmiştir. Detaylı bilgi için bkz. **Lehmann/Kumpan**, s. 1144, par. 13 vd.

g) söz konusu oranların altına düşmesi³⁸³ halinde bu kişiler³⁸⁴ tarafından³⁸⁵ yerine getirilir.

Anılan fıkranın b bendi uyarınca, a) bir kurucuya ait yatırım fonlarının b) doğrudan veya dolaylı olarak ihraççının sermayesindeki c) payının veya d) toplam oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95'ine e) ulaşması veya f) söz konusu oranların altına düşmesi halinde kurucu tarafından yerine getirilecektir.

ÖDT m. 12/2 ile sermaye piyasası araçlarını halka arz etmiş olan halka kapalı anonim ortaklıklardaki pay veya oy hakkı edinimi ya da kaybına ilişkin oranlar, halka açık ortaklıklardan farklı bir şekilde belirlenmiş ve bunların hesabında “*sadece %25, %50 ve %67 oranlarının*” esas alınacağı belirtilmiştir. Belirtmek gerekir ki, miras veya bağışlama gibi yollarla bu oranların aşılması veya altına düşülmesi, açıklama yükümlülüğü bakımından farklı bir sonuç doğurmamakta, anılan durumlarda da açıklama yükümlülüğü varlığını korumaktadır³⁸⁶.

³⁸³ Şeffaflık Direktifi m. 9 uyarınca, payları piyasalarda işlem gören bir ihraççının pay sahiplerinin oy hakları %5, %10, %15, %20, %25, %30, %50 ve %75 eşiklerine ulaştığı, bu eşikleri aştığı veya eşiklerin altına düştüğü takdirde, kamuya açıklama yapılması gerekmektedir. Ayrıca bkz. TTK m. 198.

³⁸⁴ Birlikte hareket suretiyle maddede belirtilen oranların aşılması veya altına düşülmesi bakımından açıklama yükümlülerinin toplam oy hakları ve payları dikkate alınmış, bir başka ifadeyle, aralarında irade ve menfaat birliği bulunan bu kişilere ait paylar, adeta tek bir kişiye ait gibi dikkate alınmıştır; bkz. **Manavgat**, s. 84.

³⁸⁵ Benzer bir düzenlemeye, ÖDT II m. 5/1-a'da yer verilmiştir. Ancak ÖDT II'de bu oranların aşılması veya altına düşülmesi, yönetim kontrolünün el değiştirmesiyle bağlantılı olarak düzenlenmiş ve kontrolün pay edinimi dışında ele geçirilmesi halleri de açıklama yükümlülüğünün kapsamına dahil edilmiştir. Oysa ÖDT'de böyle bir hükme yer verilmemiştir. Ancak ÖDT m. 12'nin kenar başlığında yer alan “yönetim kontrolü” ifadesinden hareketle, ÖDT bakımından da kontrolün sözleşme veya başka yollarla doğrudan veya dolaylı olarak el değiştirdiği hallerin de özel durumlar kapsamında kamuya açıklanması gerekmektedir; bkz. **Paslı**, Devralınma, s. 361 (VIII-54 sayılı mülga Tebliğ, m. 5 bakımından).

³⁸⁶ **Manavgat**, s. 83-84. Aynı durumun, belirli nedenlerle kanunen oy hakkı tanınan hallerde de geçerli olduğu yönünde bkz. s. **Lehmann/Kumpan**, 1143, par. 8.

Aynı maddenin üçüncü fıkrasında, ilk iki fıkradaki hesaplamalar bakımından istisnasız³⁸⁷ paya bağlı tüm oy haklarının, pay grupları bağlamında ayrı ayrı dikkate alınacağı belirlenmiştir³⁸⁸. Son olarak, ÖDT m. 12/4'ün³⁸⁹ ilk cümlesiyle m. 12/1'deki açıklama yükümlülerine, yalnızca doğrudan hareketle payları borsada işlem gören bir ihraççının yine yalnızca sermayesindeki payının belirli oranlara ulaşması veya belirli oranların altına düşmesi halinde Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından açıklama yapılacağı hususunda istisna getirilmiştir³⁹⁰.

Ayrıca, ÖDT'nin “*Fon Kullanıcıları, Nitelikli Yatırımcılara veya Tahsisli Olarak Satılmak Üzere İhraç Belgesi Onaylanan Payları Borsada İşlem Görmeyen İhraççılar ve Payları Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında İşlem Gören Ortaklıklar Tarafından Yapılacak Açıklamalara İlişkin Esaslar*” başlıklı dördüncü bölümünde, bu kişiler

³⁸⁷ ÖDT m. 12/3'te oydan yoksunluk halleri açıkça sayılmamışsa da oy haklarının donmasıyla aynı sonuçları doğuran bu hallerin de oy haklarının hesaplanmasında dikkate alınacağı, oysa esasen oy gücünde azalmaya neden olan bu hallerin oy haklarının hesaplanmasında dikkate alınmaması gerektiği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 223. Oy hakkından yoksun paylar ile oy haklarının donduğu (askıya alındığı) haller, mehz Şeffaflık Direktifi m. 9/1 uyarınca da hesaplamada dikkate alınmaktadır.

³⁸⁸ ÖDT m. 12/3 uyarınca, “*Oy hakkının donduğu durumlar da dahil olmak üzere paya bağlı tüm oy hakları, birinci ve ikinci fıkralarda belirtilen oranların hesaplanmasında dikkate alınır. Bu hesaplama farklı gruplardaki payları ve bunlara bağlı oy haklarını içerecek şekilde ayrı ayrı yapılır.*” Oysa bu fıkraya, oy haklarının hesaplanmasına ilişkin ÖDT m. 13'te yer verilmesi gerekirdi.

³⁸⁹ Fıkra, ÖDT m. 12'ye II-15.1.b sayılı Tebliğ ile eklenmiş ve II-15.1.c sayılı Tebliğ ile değiştirilerek son halini almıştır.

³⁹⁰ Fıkranın II-15.1.c sayılı Tebliğ ile değiştirilen ikinci cümlesi uyarınca, “*Birlikte hareket ile veya dolaylı olarak veya oy haklarına bağlı olarak bu fıkarda belirtilen oranlara ulaşılması veya oranların altına düşülmesi halinde açıklama yükümlülüğü ilgili gerçek veya tüzel kişi ya da bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişiye aittir.*” Bu cümle, esasen maddenin birinci fıkrasında öngörülen açıklama yükümlülüğünün tekrarı niteliğindedir. Ancak kanaatimizce fıkranın II-15.1.b sayılı Tebliğ ile getirilen ilk halinde yer alan “*MKK'nın bu kapsamda açıklama yapması bu madde kapsamındaki diğer açıklama yükümlülüklerini ortadan kaldırmaz.*” cümlesinin yanlış anlaşılmalara neden olması dolayısıyla böyle bir değişiklik yapılmıştır. Zira fıkranın ilk halindeki cümle, yalnızca doğrudan hareketle payları borsada işlem gören bir ihraççının yine yalnızca sermayesindeki payının belirli oranlara ulaşması veya altına düşmesi haline ilişkin açıklamanın MKK tarafından yapılmasının yeterli olmadığı, payları bu oranlara ulaşan veya altına düşenlerin de açıklama yükümlülüğünün devam ettiği izlenimini yaratmaktadır.

tarafından sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin olarak yapılması gereken açıklamalar düzenlenmiştir. Buna göre ÖDT m. 22 uyarınca, a) bir gerçek veya tüzel kişinin ya da b) bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin c) doğrudan veya dolaylı olarak bu bölüm kapsamındaki bir ihraççının sermayesindeki d) payının veya e) toplam oy haklarının %25, %50 veya %67'sine f) ulaşması veya g) söz konusu oranların altına düşmesi halinde, bu kişiler tarafından kamuya açıklama yapılması gerekir.

bbb- Düzenlemenin Değerlendirilmesi

Öğretide *Paslı* tarafından, ÖDT m. 12 metninde ortaklığın kontrolünün el değiştirmiş olmasından ayrıca bahsedilmediği, burada yalnızca pay ve oy hakkı sahiplerinin belirli eşikleri aşması veya bu eşiklerin altına düşmesinin düzenlendiği belirtilmiştir. Bu kapsamda, kontrol değişikliği önemli/içsel bilgiyse de³⁹¹ kontrol değişikliğine yol açmayan ancak maddede belirtilen eşiklerin aşılması veya bunların altına düşülmesi sonucu doğuran durumların içsel bilgi olmayıp sürekli bilgiler kapsamında kamuya açıklanması gerektiği belirtilmiştir³⁹².

Oysa kanaatimizce ÖDT m. 12'de düzenlenen payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesini temsil eden paylarına veya oy haklarına belirli oranlarda sahip olunması ya da sahipliğin bu oranların altına düşmesi, ihraççının sermaye yapısında ve yönetim kontrolünde değişikliğe neden olabilecek nitelikteki durumlardır. Zira bir ortaklık üzerindeki kontrol, ortaklığın kendine özgü koşulları altında kural olarak çeşitli oranlarda pay veya oy hakkı edinimiyle kurulabilmektedir. Öyle ki, halka açıklık oranı ve pay sahipliğinin dağınıklığı azaldıkça ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi için yüksek oranlarda paya veya oy hakkına sahip olmak gerekirken; halka açıklık oranı ve

³⁹¹ **Paslı**, Devralınma, s. 364.

³⁹² **Paslı**, Devralınma, s. 361, dn. 196 (VIII-54 sayılı mülga Tebliğ m. 5 bakımından).

pay sahipliğinin dağınıklığı arttıkça düşük oranlarda paya veya oy hakkına sahip olmak dahi ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi için yeterli olabilmektedir³⁹³.

Ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi, ortaklığın iradesinin ele geçirilmesi ve ortaklığa ilişkin kararların çoğunun bu iradeyle şekillenmesi sonucunu doğuracaktır. Bu sonucu doğuran veya doğurma ihtimali bulunan bir durumun, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahip olacağı kuşkusuzdur³⁹⁴. *Manavgat* tarafından belirtildiği üzere, belirli oranlara ulaşan pay ve oy hakkı edinimlerinin kamuya açıklanması, ileride gerçekleşmesi muhtemel olan bir yönetim kontrolü ele geçirmesi bakımından *uyarıcı* işlev görmektedir³⁹⁵. Bu kapsamda örneğin ele geçirilme ihtimali bulunan hedef ortaklık pay sahipleri, bu sıfatlarını sürdürüp sürdürmeme yönünde yatırım kararlarını verirken uyarıcı açıklamayı dikkate alacaklardır³⁹⁶. Dolayısıyla, mevzuatta belirtilen oranların aşılması ya da altına düşülmesi, herhangi bir kontrol ele geçirme amacı taşımasa dahi, bu ihtimali barındırdığından kamuya açıklanacaktır³⁹⁷.

Ayrıca düzenlemenin me hazı olan Şeffaflık Direktifinde, sermaye yapısına ilişkin (*major holdings*) bu bilgilerin kamuya açıklanmasının, yatırımcıların oy haklarındaki değişikliklere ilişkin tam bir bilgilendirmeye kavuşması, bu bilgiler doğrultusunda ilgili ortaklık paylarının alım veya satımı yönündeki yatırım kararını verebilmesi için öngörüldüğü belirtilmiştir³⁹⁸. Yatırım kararları ile sermaye piyasası araçlarının fiyatı

³⁹³ Şehirli Çelik, s. 55; *Manavgat*, Halka Arz, s. 18 vd., s. 194 vd.

³⁹⁴ *Duman* tarafından yürütülen bir çalışmada yatırımcıların, ortaklık politikaları ile ortaklık yönetim ve denetiminde görev alacak kişileri belirleme gibi işlemlerin genel kurul iradesiyle mi yoksa belirli bir grup pay sahibinin iradesiyle mi oluştuğu bilgisini önemseydiği, zira eğer belirli bir grubun iradesi söz konusuysa yatırımcıların haklarının ihlali veya kazanç transferlerinin gündeme gelebileceği ortaya konulmuştur; bkz. *Duman*, s. 129.

³⁹⁵ *Manavgat*, s. 240. Aynı yönde bkz. *Lehmann/Kumpan*, s. 1142, par. 6.

³⁹⁶ *Manavgat*, s. 240; *İhtiyar*, s. 247 vd.

³⁹⁷ eSerPK m. 16/A bakımından aksi yönde bkz. *Pahlı*, s. 171.

³⁹⁸ Şeffaflık Direktifi, Dibace, par. 18.

arasındaki ilişki dikkate alındığında, ilgili ortaklık paylarının fiyatının, açıklama konusu bilgiler sonucunda değişme ihtimalinin olduğu belirtilmelidir.

Hal böyleyken, payları borsada işlem gören bir anonim ortaklığın kontrolünde herhangi bir değişiklik yaratan veya yaratabilecek olan pay ve oy hakkı değişikliklerine ilişkin bilginin içsel bilgi niteliğini taşıyacağının kabulü gerekir³⁹⁹. Bu nedenle, sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin hükümlerinin, içsel bilgilerin unsurları, özellikleri ve düzenlenme tekniği göz önünde bulundurularak ÖDT kapsamından çıkarılması ve Rehberdeki içsel bilgi örnekleri arasında yer verilmesi uygun olacaktır. Yapılan bu değerlendirmeler, ÖDT m. 22 bakımından da geçerlidir.

cc- Örnekleri

aaa- Birleşme ve Bölünme

Ortaklığın sermaye yapısında ve yönetim kontrolünde değişiklik yaratacak olan birleşme veya bölünme işlemine ilişkin bilgiler, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek kadar somutlaşıp belirginleştikleri takdirde içsel bilgi olarak kabul edilecektir⁴⁰⁰. Birleşme ve bölünme işlemlerinin somutlaşmasıyla kastedilen, rasyonel bir yatırımcı bakımından söz konusu işlemin sonuçlanması olasılığının yüksek bulunmasıdır⁴⁰¹. Buna göre, birleşme düşünen ortaklığın yönetim kurulu tarafından, buna yönelik bir karar alınması veya bununla ilgili olarak bir danışman atanması gibi durumlar, rasyonel/makul bir yatırımcı tarafından sonuçlanma olasılığı düşük bulunduğu takdirde yeterince somutlaşmamış olduğundan içsel bilgi olarak kabul edilmeyecektir⁴⁰². Böyle

³⁹⁹ **Koch**, s. 357, par. 32 vd.

⁴⁰⁰ Rehber, II-5.5, s. 12. Bu duruma, ÖDT II m. 5/1-e’de de yer verilmiştir.

⁴⁰¹ Bu değerlendirme yapılırken konuya ilişkin olarak piyasada yayılan haber ve söylentilerin de dikkate alınması gerektiği yönünde bkz. Rehber, II-5.5, s. 12.

⁴⁰² Rehber, II-5.5, s. 12. Yapısal değişiklik planının henüz somutlaşmadığı aşamada yalnızca böyle bir planın olduğu yönünde açıklama yapılmasının gerekli ve yeterli olduğu, somut olmayan ayrıntıların açıklanmadığı bu durumda kamunun da yanıltılmamış olacağı yönünde bkz. **Manavgat**, s. 87.

bir durumda ayrıca kamuya açıklanması gereken bilgiler, II-23.2 sayılı Tebliğ m. 8’de belirlenmiştir.

bbb- Pay Alım Teklifi

SerPK kapsamındaki bir ortaklığın sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde meydana gelen belirli değişiklikler pay alım teklifi zorunluluğu ile doğrudan ilgilidir⁴⁰³. Dolayısıyla, ihraççının yönetiminde söz sahibi olan kesimin kısmen veya tamamen değişmesine yol açabilecek bu tür gelişmeler, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde de etkili olma niteliğine sahip olacaktır⁴⁰⁴. O halde, pay sahipleri veya üçüncü kişiler tarafından, ihraççının sermaye paylarına ya da ihraççı tarafından diğer ortaklıkların sermaye paylarına yönelik olarak: pay alım teklifinde bulunarak pay veya vekâlet⁴⁰⁵ toplanmasına karar verilmesi, SPK düzenlemeleri uyarınca pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, bu zorunluluktan muaf tutulma veya pay alım teklifinde bulunma başvurusunda bulunulması, başvurunun sonuçlanması gibi durumlar, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde ve dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatında etkili olabilecek nitelikteki içsel bilgilerdir⁴⁰⁶. Pay alım teklifi halinde, teklifte bulunan tarafından II-26.1 sayılı Tebliğ m. 10’da öngörülen hususlar özel durumlar

⁴⁰³ SerPK m. 26/1 uyarınca, “Halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde söz konusu payların veya oy haklarının iktisabının kamuya açıklandığı tarihte pay sahibi olan diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur.” Pay alım teklifine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Manavgat**, s. 7 vd.; **İhtiyar**, s. 236 vd.; **Kolcuoğlu, U.**: Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Pay Alım Teklifi, İstanbul 2009, s. 7 vd.; **Çetin**, Yatırımcının Korunması, s. 448-450; **Erişir Karacan, E./Karacan, A. İ.**: Pay Alım Teklifi, İstanbul 2018, s. 11 vd.

⁴⁰⁴ Zira bu durumlarda ortaklığın finansal ve işletmesel politikaları değişecektir; bkz. **Paslı**, Devralınma, s. 344. pay veya vekalet toplama tekliflerinin devralma yöntemlerinden oldukları yönünde bkz. **Paslı**, Devralınma, s. 257.

⁴⁰⁵ Vekâlet toplanmasına (proxy) ilişkin detaylı bilgi için bkz. **İhtiyar**, s. 207 vd.

⁴⁰⁶ Rehber, II- 5.5, s. 13. Bu duruma, ÖDT II m. 5/1-j’de de yer verilmiştir.

kapsamında kamuya açıklanacaktır⁴⁰⁷. Teklifi alan hedef ortaklık ise teklife ve gerekli detaylara ilişkin bir özel durum açıklaması yapmakla yükümlüdür⁴⁰⁸.

ccc- Sermaye Yapısındaki Diğer Değişiklikler

Payları borsada işlem gören ihraççılar, ÖDT m. 18/1-c uyarınca kâr dağıtımına ilişkin olarak yetkili organ tarafından alınan kararları ve ÖDT m. 18/1-e uyarınca, sermaye artırımını dolayısıyla yeni pay alma⁴⁰⁹ veya değiştirme haklarının kullanılması hakkındaki bilgileri kamuya açıklamakla yükümlüdür.

Tebliğin sürekli bilgilere ilişkin üçüncü bölümünde düzenlenen bu durumlar, esasen sermaye yapısına ilişkin içsel bilgilerdir. Nitekim Rehberde, ihraççının yetkili organı tarafından sermaye artırımını veya azaltımını ya da sermaye artırımının/azaltımının miktarında, kaynaklarında veya yönteminde değişiklik kararı alınması, kararlaştırılan sermaye artırımının/azaltımının tamamen veya kısmen gerçekleştirilememesi⁴¹⁰, ortakların yeni pay alma hakkı kullanımı ile yeni pay alma hakkı kullanımından sonra kalan payların satış tarihleri ile bedelsiz payların ortakların hesabına aktarılma tarihinin belirlenmesi⁴¹¹ ve ihraççının yöneticilerine veya diğer çalışanlarına yönelik pay edindirme planları uygulanması konusunda karar alınması durumları, içsel bilgi örnekleri

⁴⁰⁷ Pay alım teklifi dolayısıyla kamuya açıklanacak hususlara ilişkin bedel açıklama teorisi, teklif sahibi amacına göre açıklama teorisi, piyasaya dayalı açıklama teorisi ve tam kamuyu aydınlatma teorisi için bkz. **Manavgat**, s. 77-79.

⁴⁰⁸ **Manavgat**, s. 214. Pay alım teklifinde bulunan tarafından teklife ilişkin açıklama yapılmışsa ihraççı tarafından bu hususta ayrıca bir açıklama yapılmasına gerek olmadığı yönünde bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 264.

⁴⁰⁹ Yeni pay alma (rüçhan) hakkına ilişkin bilgi için bkz. **Yanlı, V.:** Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun Bazı Ortak Konulara İlişkin Düzenlemelerinin Karşılaştırılması, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 57.

⁴¹⁰ Rehber, II-5.8, s. 15. Benzer bir düzenlemeye, ÖDT II m. 5/1-g'de de yer verilmiştir.

⁴¹¹ Benzer bir düzenlemeye, ÖDT II m. 5/1-k'de de yer verilmiştir.

arasında sayılmıştır⁴¹². Hal böyleyken, ÖDT m. 18/1-c ve e'deki durumların sürekli bilgiler arasında değerlendirilmesi çelişki yaratmaktadır. Dolayısıyla, ortaklığın sermaye yapısında ve kontrolünde değişikliklere sebep olabilecek bu durumların içsel bilgi niteliği taşıdığıının kabulü ile ÖDT'nin sürekli bilgilere ilişkin üçüncü bölümünden çıkarılması uygun olacaktır.

e- Maddi Duran Varlıklarla İlgili İşlemler

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren bir ihraççının malvarlığında değişikliğe neden olacak ya da mal ve hizmet üretimini önemli ölçüde etkileyebilecek nitelikteki maddi duran varlıkların⁴¹³ alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi veya ayni sermaye olarak konulması işlemlerinin⁴¹⁴, ihraççının faaliyet ve finansal tabloları üzerindeki etkisiyle orantılı olarak sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etki göstermesi beklenir. Bu işlemlerin sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olabilecek nitelikte olması halinde özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmaları gerekmektedir. Bununla birlikte, söz konusu işlemler sonucunda edinilen bir kâr mevcutsa ve bunun sermayeye eklenmesi ya da gelir olarak kaydedilmesi yönünde bir karar alınmışsa, özel durum açıklamasında bu bilgiye de yer verilmelidir⁴¹⁵.

⁴¹² Rehber, II-5.10, s. 17.

⁴¹³ Bkz. TTK m. 11/3 ve m. 73/2.

⁴¹⁴ Bu durumlar Rehberde, “alış veya satış bedeli ya da yıllık kira tutarı SPK düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki maddi duran varlıkların toplam net değerinin en az %25'ine veya aktif toplamının en az %10'una ulaşan maddi duran varlık satışları, alışları, kiraya verilmesi, kiralanması veya bir şirkete ayni sermaye olarak konulması” veya “bu oranlara ulaşıldıktan sonra, son bilanço aktif toplamının %5 ve katlarına veya maddi duran varlıkların toplam net değerinin %10 ve katlarına ulaşan veya aşan maddi duran varlık alınması, satılması, kiralanması, kiraya verilmesi veya bir şirkete ayni sermaye olarak konulması” ya da “ihraççı tarafından, değerlendirme sonucunun icra takibi gibi hukuki bir işlemde ya da finansal tablolara alınma gibi bir muhasebe işleminde kullanılması amacıyla maddi duran varlıkların değerlemeye konu edilmesi” olarak örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.6, s. 13.

⁴¹⁵ Rehber, II-5.6, s. 13.

f- İhraççının Faaliyetlerine İlişkin Değişiklikler

İhraççılar çeşitli nedenlerle faaliyetlerinde değişikliklere gitmekte, yatırımlarını çeşitlendirmekte, artırmakta, azaltmakta veya organizasyon yapısını değiştirmektedir. Ayrıca adeta *yaşayan varlıklar* olan ihraççılar, yaşamları sırasında çeşitli sözleşmelere taraf olup hak ve borçlara sahip olmakta, büyüyüp küçülmekte, çeşitli davalara muhatap olmakta ve tüzel kişiliklerini sona erdiren fesih veya iflas olaylarıyla karşılaşmaktadır. Bu durumların, yatırımcıların yatırım kararları ve dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerindeki olası etkileri değerlendirilerek etki ihtimali olduğuna kanaat getirilmesi halinde özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmaları gerekmektedir⁴¹⁶.

aa- Faaliyetlerin Türü ve Niteliğine İlişkin Durumlar

İhraççı tarafından yeni konularda faaliyete başlanması, ihraççının faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek yeni bir ürün üretilmesi ya da yeni bir teknoloji kullanılması, ihraççının faaliyetlerinin veya üretiminin kısmen veya tamamen durdurulması⁴¹⁷, imkânsız hale gelmesi veya bu sonuçları doğurabilecek gelişmelerin ortaya çıkması veya ihraççının organizasyon yapısını önemli ölçüde değiştirmesi durumları, rasyonel/makul yatırımcılar tarafından önemli kabul edilebilecek bilgi, olay veya gelişmelerdir⁴¹⁸.

bb- Piyasalardaki Faaliyetlere İlişkin Durumlar

Bir ihraççının, sermaye piyasası araçlarının yabancı ülkelerdekiler dâhil borsalara veya teşkilatlanmış diğer piyasalara kote edilmesi veya işlem görmesi için başvuru yapılması, başvurunun sonuçlanması, işlemlerin durdurulması, kotasyon koşullarının kaybedilmesi ya da sermaye piyasası araçlarının kottan çıkarılması, işlem gördüğü

⁴¹⁶ Rehber, II-5.7, s. 14-15.

⁴¹⁷ Örneğin, bazı üretim birimlerinde yıllık toplu izin kullanılması dolayısıyla bir süre o bölümlerin üretiminin durması; bkz. **Tanör**, s. 673, dn. 16.

⁴¹⁸ Rehber, II-5.7, s. 14. Benzer bir düzenlemeye, ÖDT II m. 5/1-b’de de yer verilmiştir.

piyasaların değişmesi halleri, doğrudan yatırımcıların yatırım kararlarını şekillendirecek nitelik taşıdıklarından içsel bilgiye vücut vereceklerdir⁴¹⁹.

Bununla birlikte Rehberde, ihraççının sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü yabancı ülke borsalarında veya piyasalarında açıklama yapması halinde de içsel bilginin doğacağı belirtilmiştir. Ancak belirtmek gerekir ki, burada içsel bilgi niteliği taşıyan husus, yabancı ülkelerde yapılan açıklamaların içeriği değil, böyle bir açıklamanın varlığıdır. Zira ÖDT m. 24/7’den de anlaşılacağı üzere yabancı ülkelerde yapılan özel durum açıklamaları, o ülke düzenlemeleri uyarınca gerçekleştirildiğinden, açıklanan bilgilerin Türk hukuku bakımından özel durum niteliği taşıması mümkündür. Dolayısıyla yabancı ülke borsa veya piyasalarında yapılan bu açıklamaların her zaman içsel bilgi niteliği taşımasından söz edilmesi mümkün değildir⁴²⁰.

cc- Anlaşmalara İlişkin Durumlar

İhraççının faaliyetlerinde önemli değişikliklere yol açabilecek tedarikçi veya müşteri anlaşmaları ya da sınai mülkiyet haklarına ilişkin çeşitli sözleşmelerin de özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gerekmektedir. Zira yapılan bu anlaşmalar sonucu ihraççının finansal yapısında, yatırımcıların dikkate almasını gerektirecek nitelikte değişiklikler meydana gelmesi muhtemeldir⁴²¹. Dolayısıyla anılan

⁴¹⁹ Rehber, s. II-5.10, s. 17-18.

⁴²⁰ Bkz. ÖDT m. 24/7.

⁴²¹ Bu durumlar Rehberde, “*ihraççının faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek bir müşteri veya tedarikçi ile yeni bir iş ilişkisine başlanması, mevcut iş ilişkisinin sona ermesi veya ihraççının faaliyetleri içindeki payının önemini yitirmesi*”, “*patent, royalty, lisans, know-how, teknolojik işbirliği, marka devri, iş ortaklığı (joint venture) gibi konularda anlaşma yapılması, anlaşmaların iptal edilmesi veya daha önce kamuya açıklanmış koşullarının değişmesi*”, “*yönetim kurulu üyelerinin, genel kurulun onayı çerçevesinde, ihraççı ile yaptıkları işlemlerin ve ihraççı ile rekabet edilen faaliyetlerinin önemli boyutlara ulaşması*”, “*işbirliğine dayalı önemli anlaşmaların yapılması, tamamlanması, değiştirilmesi veya sona erdirilmesi*” ve “*ihraççının kendi paylarının veya varlıklarının alım satımı ile ilgili gerçekleştirilmiş veya gerçekleştirecek ön anlaşma, ön sözleşme veya ana anlaşma veya ana sözleşme gibi her türlü ad altındaki anlaşma veya sözleşmelere ilişkin olarak açıklama yapılmasına gerek görülen hallerde ilgili kişiler hakkında detaylı ve*

nitelikteki anlaşmaların yapılması, sonlandırılması veya değiştirilmesi hususları kamuya açıklanması gereken içsel bilgilere vücut verecektir.

dd- Yatırım Politikalarına İlişkin Durumlar

İhraççının yatırım politikalarında meydana gelen değişiklikler, örneğin yeni bir yatırıma başlanması veya mevcut bir yatırımın sonlandırılması gibi durumlar⁴²², rasyonel/makul yatırımcıların yatırım kararlarının temelini oluşturabilecek bilgi, olay veya gelişmelerdir. Dolayısıyla anılan durumlara ilişkin bilginin, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde yaratabileceği etki dikkate alınarak kamuya açıklanmaları gerekebilmektedir⁴²³.

ee- Organizasyon Yapısına İlişkin Durumlar

İhraççının yatırım politikalarının bir uzantısı olarak organizasyon yapısında çeşitli değişikliklere gitmesi de mümkündür. Bu kapsamda, örneğin ihraççının faaliyet alanını genişletmek amacıyla yeni şubeler açması ve bu şubelerde çok sayıda personel istihdam etmesi gibi ihraççının organizasyon yapısında meydana gelen değişikliklerin⁴²⁴ yatırım

objektif bilgilerin ve varsa son üç yıl içerisindeki benzer nitelikteki açıklamaların sonuçları” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.7, s. 14; Rehber, II-5.10, s. 18.

⁴²² Bu durumlar Rehberde, “SPK düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanan son bilançodaki maddi duran varlıkların %10 veya daha fazlası tutarında yatırım kararı alınması, yatırıma başlanması, vazgeçilmesi, ertelenmesi, durdurulması, tamamlanması, yatırımlarla ilgili teşvik belgesi alınması, süresinin uzatılması veya alınan teşvik belgesinin herhangi bir nedenle iptal edilmesi” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.7, s. 14.

⁴²³ Rehberde, “Ertelemeye ilişkin hükümler saklı kalmak üzere, ihraççı tarafından bir ihaleye kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %5 veya daha fazlası tutarında bir teklif verilmesinde ve bu aşamadan itibaren önemli her aşamada” kamuya açıklama yapılması gerektiği belirtilmiştir; bkz. Rehber, II-7, s. 20.

⁴²⁴ Bu durumlar Rehberde, “ihraççının üretim, pazarlama, satış gibi ana faaliyet dallarından en az birisinin kısmen veya tamamen başka kişi veya kurumlara devri, kullanılması, hak tesis edilmesi”, “bölünme işlemlerinde, mal varlığı devrine veya bölünme işlemine karar verilmesi, söz konusu işlemlerin gerçekleşme aşamaları ve tamamlanması”, “şube bazlı faaliyet gösteren ihraççılarda, yeni açılan ve kapatılan toplam şube sayısının, son yıllık bilanço tarihindeki sayının %10’una ulaşması”, “geçici personel hariç olmak

kararları ve dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olması muhtemeldir. Böyle bir etki ihtimali doğuran anılan değişikliklerin kamuya açıklanması gerekecektir.

ff- Denetleme ve Derecelendirmeye İlişkin Durumlar

İhraççının finansal tablolarına yönelik bağımsız denetimi veya kredibilitesi ile kurumsal yönetim ilkelerine uyumu kapsamında derecelendirilmesine ilişkin çeşitli durumların da kamuya açıklanması gereken içsel bilgilere vücut vermesi mümkündür⁴²⁵. Bu kapsamda örneğin, bağımsız denetim kuruluşunun ihraççının finansal tablolarıyla ilgili olumsuz görüş bildirmesi, tabloların gerçeği yansıtmadığını göstermesi bakımından yatırımcılar tarafından dikkate değer kabul edilecektir. Dolayısıyla rasyonel/makul yatırımcıların yatırım kararlarını verirken dikkate değer kabul edecekleri bu bilgi, olay veya gelişmeler içsel bilgi niteliği taşıyacaklardır⁴²⁶.

gg- Sona Ermeye İlişkin Durumlar

İhraççının sona ermesine ilişkin durumların, yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olacağı kuşkusuzdur. Bu kapsamda ihraççının iflasına, feshine, tasfiyesine

üzere, personel sayısındaki artış veya azalışın kamuya açıklanan son bilançosunda yer alan personel sayısının %10 ve katlarına ulaşması, bu orandaki personelin zorunlu olarak izne çıkarılması”, “en son açıklanan faaliyet raporunda yer alan kapasite kullanım oranlarında, mevsimlik ve olağan dalgalanmalar dışında bir değişikliğin ortaya çıkması”, “toplu sözleşme görüşmeleri sürecinde grev veya lokavt kararı alınması, kararların uygulamaya konulması veya kaldırılması” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.7, s. 13-14. Ayrıca bkz. ÖDT II m. 5/1-f, n.

⁴²⁵ Denetim ve derecelendirme raporlarıyla kamunun aydınlatılmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aydoğan**, s. 256 vd.

⁴²⁶ Bu durumlar Rehberde, “ihraççının bağımsız denetimini yürüten kuruluşun değişmesi, Kurulun bağımsız denetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde çekilmesi veya bağımsız denetim sözleşmesinin feshedilmesi ya da bağımsız denetim kuruluşunun ihraççının finansal tablolarıyla ilgili görüş bildirmekten kaçınması veya olumsuz görüş bildirmesi, bağımsız denetim raporunda ihraççının sürekliliğini tehlikeye düşürecek belirtiler olduğu hususunun yer alması” ve “derecelendirme yapmak üzere Kuruldan izin almış kuruluşlar ile Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarına yaptırılan derecelendirmenin sonuçlanması” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.10, s. 17.

veya tasfiyesiz sona ermesine ilişkin durumlar, kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerdir⁴²⁷.

g- İhraççının Finansal Yapısına İlişkin Değişiklikler

İhraççıların finansal yapısında çeşitli değişiklikler meydana gelebilir. Bu değişikliklerin sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olma ihtimalleri değerlendirilerek içsel bilgi olup olmadığı ve bu kapsamda kamuya açıklanıp açıklanmayacaklarının belirlenmeleri gerekir. Etkinin muhtemel olduğuna karar verildiği takdirde bu bilgilerin finansal tablo ve raporlarla açıklanması beklenmeden derhal kamuya açıklanmaları gerekir⁴²⁸. Ancak söz konusu bilgi, olay ve gelişmelerde, *“sonuçların yönetim kurulu veya mevzuat çerçevesinde oluşturulan komiteler gibi başka bir organ tarafından son kez gözden geçirilmesinin gerekli olması”* hallerinde içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin hükümler uyarınca erteleme kararı alınıp alınmayacağı değerlendirilebilecektir⁴²⁹.

aa- Dava ve Takipler

Karşı karşıya kalınan icra takipleri, ihraççının bilançosunda önemli yer tutan boyutlara ulaşabilir⁴³⁰. Böyle bir durumda içsel bilginin olduğu kabul edilerek kamuya açıklama yapılması gerekecektir.

⁴²⁷ Bu durumlar Rehberde, *“ihraççı aleyhine fesih veya iflas davası açılması”*, *“varsa, esas sözleşmede tayin edilen bir fesih sebebinin gerçekleşmesi veya ihraççının genel kurullarında ihraççının feshine veya tasfiyesine karar verilmesi”*, *“ihraççının iflas erteleme (konkordato bağlantısı) için başvurması, bu başvurunun sonuçlanması, ihraççının aleyhine iflas davası açılması veya ihraççının tasfiyesi sonucunu doğurabilecek sona erme nedenlerinden birinin gerçekleşmesi, ihraççının tasfiye sürecine girmesi”* şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.7, s. 14; Rehber, II-5.8, s. 16. Ayrıca bkz. ÖDT II m. 5/1-c.

⁴²⁸ Rehber, II-5.8, s. 15.

⁴²⁹ Rehber, II-5.8, s. 15.

⁴³⁰ Örneğin, *“SPK düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasına tekabül eden bir tutar için ihraççı aleyhine herhangi bir yolla icra takibine başlanması, takibin sona ermesi, dava açılması veya davanın sonuçlanması, devam etmekte olan icra takiplerinin*

bb- Sermayeye ve Esas Sözleşmeye İlişkin Durumlar

İhraççının esas veya kayıtlı sermayesine⁴³¹ ilişkin çeşitli durumlar ile esas sözleşmedeki hususların değiştirilmesi⁴³² gibi olaylar, içsel bilgilere vücut verebilmektedir⁴³³. Bu durumlarda kamuya açıklama yapılması gerekmektedir.

cc- Kâr Dağıtım Politikasına İlişkin Durumlar

Sermaye piyasalarında kazanç elde etmek amacıyla faaliyette bulunan yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken ihraççıların kâr dağıtım politikalarına ilişkin bilgilere önem verirler⁴³⁴. Bu nedenle, *“ihraççının yönetim kurulu tarafından dönem kâr ya da zararının nasıl değerlendirileceği hususunda karar alınması, kâr payı avansı verilmesine ilişkin karar alınması, bu kararlarda değişiklik yapılması, kâr payı dağıtımına ilişkin olarak genel kurulda karar alınması, kâr payı veya kâr payı avansı ödeme yer ve tarihlerinin belirlenmesi”*⁴³⁵ gibi durumlar, kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerdendir.

toplamının kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10 una ulaşması” ve “ihraççı tarafından veya ihraççı aleyhine açılan davaların veya tahkim başvurularının, ihraççının mali yapısını veya faaliyet sonuçlarını önemli ölçüde etkileyecek tutara ulaşması”; bkz. Rehber, II-5.7, s. 14; Rehber, II-5.8, s. 15. Ayrıca bkz. ÖDT II m. 5/1-c, ç.

⁴³¹ Kayıtlı sermaye sistemine ilişkin detaylı bilgi için bkz. Ünal, s. 83 vd.; **Manavgat**, Halka Arz, s. 446 vd.; **Aytaç**, s. 247 vd.; **Aytaç**, Yenilikler, s. 26-28; **Manavgat**, İzahnamenin Onayı, s. 136 vd.

⁴³² VIII-39 sayılı mülga Tebliğ döneminde, kamuya açıklanması gereken özel durumlar arasında yer verilmeyen esas sözleşme değişikliklerinin de tüm ilgililerin menfaatleri ve faydası açısından özel durumların kapsamına alınması gerektiği yönünde bkz. **Paslı**, s. 138-139.

⁴³³ Bu durumlar Rehberde, *“ihraççının yönetim kurulu tarafından, sermaye artırımı, esas sözleşme değişikliği gibi genel kurulca karara bağlanması gereken konularda karar alınması”*⁴³³ ve *“sermaye kaybı veya borca batıklık durumuna ilişkin olarak TTK’nın ilgili maddelerinde belirtilen durumların ortaya çıkması, bu işlemlere ilişkin karar alınması, işlemler yapılması ve işlemlerin sonuçlanması”* şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.10, s. 17; Rehber, II-5.8, s. 15-16. Ayrıca bkz. ÖDT II m. 5/1-ğ, i.

⁴³⁴ SerPK uyarınca kâr dağıtımına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 496 vd.; **Aytaç**, s. 250-251.

⁴³⁵ Rehber, II-5.8, s. 16.

dd- Alacaklara, Borçlara ve Bağışlara İlişkin Durumlar

İhraççının aktif ve pasifinde önemli değişikliklere neden olabilecek durumların, içsel bilgiler kapsamında değerlendirilerek kamuya açıklanması gerekir. Zira bu tür durumların ortaklığın bilanço değerinde meydana getireceği değişikliklerin yatırımcılar tarafından bilinmesi, yatırım kararlarının şekillenmesinde ve dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatının değişmesinde etkili olabilecektir. Örneğin, ihraççı alacaklılarının alacaklarından vazgeçmesi ya da borçlarının yapılandırılması hali, kamuya açıklanması gereken içsel bilgilere vücut verecektir⁴³⁶.

ee- Yükümlülüklerle İlişkin Durumlar

İhraççıların mali yükümlülüklerinin değişmesi veya yerine getirilmemesine ilişkin durumlar⁴³⁷, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkiye sahip olabilecek

⁴³⁶ Bu durumlar Rehberde, “SPK düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasına tekabül eden tutardaki borçlar için alacaklıların, birlikte veya münferiden alacaklarının bir kısmından veya tamamından vazgeçmeleri veya vadelerini uzatmaları; ihraççının konkordato mühleti isteminde bulunması, konkordatonun tasdik edilmesi, reddedilmesi veya feshedilmesi”, “SPK düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10’u veya daha fazlasına tekabül eden alacakların bir başka gerçek ya da tüzel kişiye devredilmesi, Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde şüpheli veya değersiz hale gelmesi veya bu durumun ortadan kalkması”, “ihraççının borçlarının ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması talebinde bulunması, söz konusu taleplerin sonuçlanması” ve “ihraççı tarafından, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara veya diğer kişi ve kuruluşlara yapılan bağış ve yardımların kamuya açıklanan son bilanço aktif toplamının en az %1 ve üzerinde olması veya %1’in altındaki bağış ve yardımların toplamının kamuya açıklanan son bilanço aktif toplamının en az %1’ine ulaşması” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.8, s. 15-16.

⁴³⁷ Bu durumlar Rehberde, “SPK düzenlemeleri çerçevesinde ihraççı (bankalar hariç) tarafından verilen teminat, rehin, ipotek ve kefaletlerin toplamının; kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10 ve katlarına ulaşması”, “ihraççının doğrudan veya şarta bağlı olarak önemli bir mali yükümlülük altına girmesine yol açacak gelişmelerin meydana gelmesi”, “ihraççının sosyal sigorta primlerinin, vergi veya vergi taksitlerinin ödenmesini en az iki ay geciktirmiş olması”, “ihraççının personel ücretlerini ödememesi, ödemeleri ertelemesi veya taksitlendirmesi” ve “ihraççının ürettiği mal ve hizmetlerde veya çevresel yükümlülüklerinde önemli durumların ortaya çıkması” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.8, s. 15-16; Rehber, II-5.10, s. 18.

nitelikteki içsel bilgilere vücut verebilir. Örneğin, ilaç üretim faaliyeti gerçekleştiren bir ihraççının fabrikalarında kullandığı havalandırma sistemlerinin doğa dostu yeni nesil sistemlerle değiştirilmesinin gerekmesi, ihraççı için mali bir yükümlülük oluşturacak, bu yükümlülüğün ihraççı bilançosuna kıyasla belirli büyüklüklere ulaşması, kamuya açıklanması gereken bir içsel bilginin varlığına işaret edecektir.

ff- Finansal Tablo ve Raporlara İlişkin Durumlar

İhraççının finansal ve raporlarına ilişkin çeşitli durumlar, içsel bilgiye vücut verebilir. Esasen dönemsel kamuyu aydınlatma belgesi olan finansal tablo ve raporlarda yer alan hususlarda meydana gelen bu değişiklikler ve gelişmeler, bir sonraki dönemin finansal tablo ve raporlarının yayımlanması beklenmeksizin özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanacaktır⁴³⁸. Bu kapsamda örneğin, finansal tablo ve raporlama esaslarında değişiklik sonucunu doğuracak muhasebe politikası değişiklikleri içsel bilgi niteliği taşıyacak, değişikliğin derhal kamuya açıklanması gerekecektir.

h- Bağlı Ortaklıklar ve Finansal Duran Varlıklara İlişkin Değişiklikler

ÖDT m. 5/5'te, *“Kurulun finansal tablolara ilişkin düzenlemelerinde yer alan tanımlar çerçevesinde ihraççının ana ortaklığı ve bağlı ortaklıklarının faaliyetlerinde, finansal yapılarında ve yönetim/sermaye ilişkilerinde bir değişikliğin ortaya çıkması ve*

⁴³⁸ Bu durumlar Rehberde, *“SPK'nin muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri uyarınca ihraççının kamuya açıklanan son finansal tablosunda yer alan şarta bağlı olayların gerçekleşmesi”, “ihraççının mali durumunda önemli bir değişiklik olması ya da yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklenmesi”, “ilgili mevzuatta yapılan bir değişikliğin öğrenilmesi, bu değişikliğin ihraççının daha önce açıklanmış en son tarihli finansal tablolarını önemli ölçüde etkileyecek nitelikte olması ve bu değişikliğin sonrasında ilk açıklanacak finansal tablolarda gerekli düzeltmelerin yapılmasını gerektirmesi”, “SPK düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış finansal tabloların kamuya açıklanmamış olması halinde geçici vergi uygulaması nedeniyle beyanname ekinde vergi dairelerine finansal tablo sunulması dâhil, SPK tarafından belirlenen finansal tablo bildirim sürelerinden önceki bir tarihte mevzuat gereği (bankalarca Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumuna yapılan mali tablo bildirimleri hariç olmak üzere) herhangi bir otoriteye finansal tablo verilmesi” ve “ihraççının finansal tabloları üzerinde önemli etkide bulunacak muhasebe politikalarında değişiklik yapılması” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.8, s. 16-17.*

bu değişikliğin ihraççının faaliyetlerinde, finansal ve yönetim/sermaye yapısında önemli bir değişiklik meydana getirmesi durumunda” bu hususların içsel bilgiler kapsamında kamuya açıklanması gerektiği öngörülmüştür⁴³⁹. Dolayısıyla yalnızca ihraççıda değil, ihraççının hâkimi olduğu veya hâkimiyeti altında bulunduğu ortaklarda meydana gelen birtakım değişikliklerin de içsel bilgiler kapsamında kamuya açıklanması gerekmektedir. Ayrıca, ihraççı tarafından, edinilen veya elden çıkarılan bağlı ortaklık ya da finansal varlıklara ilişkin gelişmelerin sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileme ihtimali olduğunun belirlenmesi halinde özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmaları gerekmektedir⁴⁴⁰.

ı- Pay Dışındaki Sermaye Piyasası Araçlarını Halka Arz Eden İhraççılara ve Bu İhraçlara İlişkin Bilgiler

ÖDT m. 19 ile pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların, ÖDT kapsamındaki diğer açıklama yükümlölüklerinin yanı sıra, hem söz konusu ihraca ve ihraç edilen araçlara ilişkin birtakım bilgileri hem de ihraççıya ilişkin belirli durumları sürekli bilgiler kapsamında kamuya açıklaması öngörülmüştür. Buna göre, ÖDT m. 19/1’in a, b, c, ç, d, e ve h bentleri uyarınca ihraç edilen sermaye piyasası aracına ilişkin birtakım bilgilerin açıklanması gerekmektedir⁴⁴¹. Söz konusu maddenin f

⁴³⁹ Ayrıca bkz. TTK m. 199.

⁴⁴⁰ Bu durumlar Rehberde, “*edinilen veya elden çıkarılan bağlı ortaklıklar veya finansal duran varlıkların alış veya satış bedellerinin SPK düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançoadaki aktif toplamının %5’ine ulaşması, başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının %10 veya daha fazlasının elde edilmesi ya da elden çıkarılması veya söz konusu oranların altında kalmakla birlikte ihraççının faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek bağlı ortaklık veya finansal duran varlık edinilmesi veya elden çıkarılması hususlarında*”, “*bağlı ortaklık veya finansal duran varlık satışlarından elde edilen kar ya da zarar tutarı ve karın nasıl değerlendirileceği hususunda karar alınması*” ve “*ihraççı tarafından finansal duran varlığın sermaye artırımına kısmen veya tamamen katılma veya katılmama hususunda karar alınması*” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-5.9, s. 17.

⁴⁴¹ ÖDT m. 19/1 uyarınca sürekli bilgiler kapsamında kamuya açıklanması gereken ihraca ve ihraç edilen araca ilişkin durumlar: “*a) Sermaye piyasası aracı ihracına ilişkin ihraç tavanı alınmak üzere yetkili organ*

fıkrası kâr dağıtımına, g fıkrası genel kurula ve ğ fıkrası ihraççının sermaye yapısına ve yapısal değişikliklere ilişkin bilgilerin açıklanmasını öngörmektedir⁴⁴². Maddede sayılanlardan genel kurula ilişkin bilgiler dışında kalan durumların hepsi, içsel bilgi niteliğindedir.

Benzer bir düzenleme, ÖDT'nin dördüncü bölümü kapsamına giren ihraççılar ve fon kullanıcıları bakımından ÖDT m. 21'de öngörülmüştür. Bu maddenin de a, b, c ve h bentleri ihraççılar ve fon kullanıcılarına⁴⁴³; ç, d, e, f, g, ğ ve ı bentleri ise ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına⁴⁴⁴ ilişkin durumların açıklanmasını öngörmektedir. Tebliğin

kararı alınması, b) İhraç tavanı kapsamında gerçekleştirilecek her bir tertip ihraç için geçerli olmak üzere, ihracın gerçekleştirilmesi, anapara, faiz veya kupon ödemelerinde temerrüt durumu, c) Sermaye piyasası aracının ihracı aşamasında belirlenen koşulların değişmesi sonucunda yatırımcıların haklarının etkilenmesine neden olabilecek her türlü değişiklikler, ç) Sermaye piyasası aracına ilişkin dönüştürme veya değiştirme haklarının kullanımı, d) Sermaye piyasası aracına ilişkin derecelendirme notları ile söz konusu notlardaki değişiklikler, e) Sermaye piyasası aracına ilişkin garanti ve teminatlar ile bunlardaki değişiklikler, (...) h) İhraç edilen pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının ilişkili taraflardan geri alınması”dır.

⁴⁴² ÖDT m. 19/1 uyarınca sürekli bilgiler kapsamında kamuya açıklanması gereken ihraççıya ilişkin durumlar: “f) Genel kurul tarafından kâr dağıtımına ilişkin karar alınması, g) Genel kurul gündemi ve genel kurul toplantı tutanağı, genel kurul toplantısının yapılamaması durumunda bu durumun gerekçesi, ğ) Sermaye artırımları veya azaltımı, birleşme, bölünme veya tür değiştirmeye ilişkin yetkili organ kararı alınması ve bu işlemlerin sonuçlandırılması”dır.

⁴⁴³ ÖDT m. 21/1 uyarınca, bu bölüm kapsamındaki ihraççılara ve fon kullanıcılarına ilişkin olarak kamuya açıklanması gereken durumlar: “a) Genel kurul tarafından kâr dağıtımına ilişkin karar alınması, b) Genel kurul gündemi ve genel kurul toplantı tutanağı, genel kurul toplantısının yapılamaması durumunda bu durumun gerekçesi, c) Sermaye artırımları veya azaltımı, birleşme, bölünme veya tür değiştirmeye ilişkin yetkili organ kararı alınması ve bu işlemlerin sonuçlandırılması, h) İhraççının ya da fon kullanıcısının finansal durumunda ve/veya faaliyetlerinde meydana gelen ve ihraççının ihraç etmiş olduğu sermaye piyasası aracı sahiplerine ilişkin yükümlülüklerini yerine getirmesini olumsuz etkileyebilecek gelişmeler ve olaylar”dır.

⁴⁴⁴ ÖDT m. 21/1 uyarınca, bu bölüm kapsamındaki ihraççılar ve fon kullanıcıları tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak kamuya açıklanması gereken durumlar: “ç) Sermaye piyasası aracı ihracına ilişkin ihraç tavanı alınmak üzere yetkili organ kararı alınması, d) İhraç tavanı kapsamında gerçekleştirilecek her bir tertip ihraç için geçerli olmak üzere, ihracın gerçekleştirilmesi, anapara, faiz veya kupon ödemelerinde temerrüt durumu, e) Sermaye piyasası aracının ihracı aşamasında belirlenen koşullarının değişmesi sonucunda, yatırımcıların haklarının etkilenmesine neden olabilecek her türlü

bu bölümünde kamuya açıklanması gereken durumlar, içsel ve sürekli bilgi ayırımına tâbi tutulmamıştır. Ancak bölümde kamuya açıklanması öngörülen durumlar incelendiğinde hem içsel hem de sürekli bilgi niteliğindeki durumların bir arada düzenlendiği anlaşılmaktadır. ÖDT m. 21/1 uyarınca kamuya açıklanması gereken durumlardan yalnızca genel kurula ilişkin b bendi sürekli bilgiyken geriye kalan bentlerdeki durumların hepsi içsel bilgi niteliğindedir. ÖDT II m. 5/1-l uyarınca pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin yetkili organ kararı alınması bu bakımdan içsel bilgi niteliğindedir.

Yatırımcılar, halka arz edilen sermaye piyasası aracına ilişkin yatırım kararlarını ihraç edilen araca ve ihraççıya ilişkin bilgiler çerçevesinde oluşturacaklardır. Hal böyleyken, söz konusu durumların sürekli bilgiler kapsamında değerlendirilmesi yerinde olmayıp, içsel bilgiler kapsamında kamuya açıklanmaları gerektiği belirtilmelidir.

B- İhraççıdan Bağımsız Durumlar

Sermaye piyasası aracı ihraççısı tarafından gerçekleştirilen işlem ve faaliyetlerle bağlantılı olmayan, bu işlem ve faaliyetlerin sonucunda gerçekleşmeyen veya ihraççının etki alanında bulunmayan birtakım durumların sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olma ihtimali bulunmaktadır⁴⁴⁵. Böyle bir durumda, açıklanması gereken

değişiklikler, f) Sermaye piyasası aracına ilişkin dönüştürme veya değiştirme haklarının kullanımı, g) Sermaye piyasası aracına ilişkin derecelendirme notları ile söz konusu notlardaki değişiklikler, ğ) Sermaye piyasası aracına ilişkin garanti ve teminatlar ile bunlardaki değişiklikler, ı) İhraç edilen pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının ilişkili taraflardan geri alınması”dır.

⁴⁴⁵ Bu durumlar Rehberde, “ihraççının faaliyetlerinin yasal veya idari işlemler sonucunda kısmen veya tamamen durması, faaliyetin imkânsız hale gelmesi veya bu sonuçları doğurabilecek gelişmelerin ortaya çıkması”, “faaliyet gösterilen sektöre ilişkin mevzuat değişiklikleri nedeniyle ihraççının faaliyetlerinin veya mali durumunun önemli derecede etkileneceğinin ortaya çıkması”, “kamu kurumları ile özel sektör kuruluşlarınca ihraççıyı önemli derecede etkileyecek karar alınması ya da açıklama yapılması”, “ihraççının varlıklarının doğal afetler, yangın, su basması gibi olaylar sonucu zarara uğraması”, “Kurulun onayına ya da iznine tabi bir hususta Kurula başvuru yapılması ve bu başvurunun sonuçlanması”, “faaliyet gösterilen sektöre ilişkin vergilendirme politikasındaki değişiklikler” veya “düzenleyici otoritelerin aldığı

bilgi, olay veya gelişme, ihraççıdan veya *içeriden* kaynaklanmamasına rağmen bu durumların açıklama yükümlülerince içsel bilgi olarak değerlendirilip kamuya açıklanması ve yatırımcıların bilgisine sunulması gerekmektedir. Zira bu durumların açıklanmasıyla birlikte ihraççıya ve *içeriye* ilişkin hususlar üzerinde gerçekleşen etki, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde de etkili olabilecek niteliktedir. O halde piyasa verileri⁴⁴⁶, piyasaların genel durumu⁴⁴⁷ ve genel ekonomik veriler⁴⁴⁸, sermaye piyasası araçlarının fiyatları üzerinde etkili olma ihtimali taşıdıkları takdirde kamuya açıklanacaklardır.

3- Sürekli Bilgiler

A- İhraççıya İlişkin Genel Bilgiler

ÖDT m. 16 ile ihraççıya ilişkin birtakım bilgilerin ve bilgilerdeki değişikliklerin KAP'ta yayımlanması, bazılarının MKK'ye bildirilmesi düzenlenmiştir. Buna göre, payları borsada işlem gören ihraççıların sermayesinde doğrudan %5 veya daha fazla paya veya oy hakkına sahip gerçek ve tüzel kişileri gösteren tablodaki değişikliklerin MKK tarafından derhal güncellenmesi gerekmektedir⁴⁴⁹. Ancak MKK tarafından yapılan güncelleme, ÖDT m. 12 uyarınca sermaye yapısı ve yönetim kontrolünde meydana gelen değişikliklere ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ortadan kaldırmamaktadır (ÖDT m. 16/2). Açıklanan bu bilgilerde herhangi bir değişiklik olması halinde ihraççı tarafından bu değişikliklerin en geç iki iş günü içerisinde KAP'taki genel bilgi formuna yansıtılması, bu bilgilerin güncellenmesi gerekmektedir (ÖDT m. 16/4). Benzer bir

kararlar” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-2.6, s. 7; Rehber, II-5.1, s. 10; Rehber, II-5.10, s. 18. Ayrıca bkz. ÖDT II m. 5/1-d.

⁴⁴⁶ Rehber, II-2.6, s. 7.

⁴⁴⁷ Rehber, II-2.3, s. 5.

⁴⁴⁸ **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 266.

⁴⁴⁹ Maddede belirtilen oranlardaki değişikliklerin borsa dışında gerçekleşmesi halinde MKK'nin bundan anında haberdar olamayacağı ve dolayısıyla genel bilgilerin güncellenmesinin gecikebileceği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 225.

düzenlemeye, Tebliğin dördüncü bölümünün kapsamına giren bazı ihraççılar bakımından da ÖDT m. 20’de yer verilmiştir⁴⁵⁰.

Ayrıca Rehberde, “içsel bilgi niteliğinde olmamakla birlikte ihraççının merkezinin veya faaliyetlerinin yürütüldüğü ana birimlerinin adres, telefon veya faks numaraları gibi iletişim bilgilerinin değişmesi halinde de bu durumun özel durum açıklaması ile kamuya duyurulması” gerektiği belirtilmiştir⁴⁵¹. Bu bilgiler de ihraççının genel bilgileri olduğundan, sürekli bilgiler kapsamında değerlendirilmelidir.

B- Bilgilendirme Politikası

ÖDT m. 17/1 ile payları borsada işlem gören ihraççılar tarafından kamunun aydınlatılmasına yönelik bir bilgilendirme politikası hazırlanması, bu politikanın kamuya açıklanması ve değişiklik halinde gerekli güncellemelerin yapılması yükümlülüğü öngörülmüştür. ÖDT m. 17/2 uyarınca bilgilendirme politikası asgari olarak, “a) Yatırımcı bilgilendirme toplantıları veya basın toplantılarında açıklanan sunum ve raporlara ne şekilde ulaşılabileceği, b) İhraççı hakkında basın-yayın organlarında veya İnternet sitelerinde yer alan haber ve söylentilerin takibi ile buna ilişkin açıklamaların yapılma esasları, c) İdari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenmesinde kullanılan esaslar, ç) Özel durumların kamuya açıklanmasına kadar gizliliğinin sağlanmasına yönelik alınan tedbirler, d) Geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanmasına ilişkin esaslar”ı içermelidir. Bu politika, ÖDT m. 24/4 uyarınca ihraççının yönetim kurulu tarafından hazırlanacak ve kamuya açıklanacaktır.

⁴⁵⁰ ÖDT m. 20 uyarınca, “Tahsisli olarak satılmak üzere ihraç belgesi onaylanan ihraççılar ve fon kullanıcıları hariç olmak üzere, bu bölüm kapsamındaki ihraççılara ilişkin genel bilgilerin KAP’ta yer alan ilgili form kullanılarak yayımlanması ve bu bilgilerde herhangi bir değişiklik olduğunda, ihraççılar tarafından gerekli güncelleme en geç iki iş günü içinde yapılması zorunludur.”

⁴⁵¹ Rehber, II-5.7, s. 15. Bu duruma, ÖDT II m. 5/1-m’de de yer verilmiştir.

C- Genel Kurula İlişkin Bilgiler

ÖDT'nin çeşitli maddelerinde genel kurul toplantılarına ilişkin birtakım bilgilerin kamuya açıklanması gerekliliğine yer verilmiştir. ÖDT m. 18/1'de payları borsada işlem gören ihraççılar tarafından genel kurula ilişkin olarak kamuya açıklanması gereken sürekli bilgilere, 19/1-g'de pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılar tarafından genel kurula ilişkin olarak kamuya açıklanması gereken sürekli bilgilere ve m. 21/1-b uyarınca, ÖDT'nin dördüncü bölümü kapsamındaki ihraççılar ile fon kullanıcıları tarafından genel kurula ilişkin olarak kamuya açıklanması gereken sürekli bilgilere yer verilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÖZEL DURUMLARIN AÇIKLANMASINA İLİŞKİN ESASLAR

I- ORTAK ESASLAR

1- Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Mevzuatın Düzenlenme Tekniği

A- ÖDT Bakımından

ÖDT, altı bölüm ve otuz bir maddeden oluşmaktadır⁴⁵². Tebliğin amaç, kapsam, dayanak ve tanımlarına ilişkin birinci bölümü ile geçici ve son hükümlere ilişkin altıncı bölümü dışındaki bölümlerinde özel durumlar ve bunların açıklanma esasları belirlenmiştir. Buna göre, içsel bilgilere ilişkin esaslar ikinci bölümde, sürekli bilgilere ilişkin esaslar üçüncü bölümde, belirli ihraççılar⁴⁵³ bakımından yapılacak özel durum açıklamalarına ilişkin esaslar dördüncü bölümde, Tebliğde düzenlenen tüm özel durum açıklamalarının şekline, kapsamına ve özelliklerine ilişkin hususlar ise Tebliğin beşinci bölümünde hükme bağlanmıştır.

Tebliğin içsel ve sürekli bilgilere ilişkin bölümleri incelendiğinde, sürekli bilgiler sayma yoluyla belirlenirken içsel bilgiler için kural olarak böyle bir belirleme yapılmadığı anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, özellik arz eden birtakım içsel bilgilere Tebliğin ikinci bölümünde yer verilmiştir. Olağan dışı fiyat ve miktar hareketleri, haber ve söylentilerin doğrulanması, geleceğe yönelik değerlendirmeler ve idari sorumluluğu bulunan kişilerle bunlarla yakından ilişkili kişiler ve ihraççının gerçek ya da tüzel kişi ana ortağı tarafından sermayeyi temsil eden paylar ve bu paylara dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak gerçekleştirilen işlemler, ÖDT’de hükme bağlanan içsel bilgilerdir.

⁴⁵² II-15.1 sayılı Tebliğ; II-15.1.a sayılı Tebliğ (RG. 10.02.2017, S. 29975), II-15.1.b sayılı Tebliğ (RG. 13.02.2018, S. 30331) ve II-15.1.c sayılı Tebliğler (RG. 17.11.2018, S. 30598) ile değişikliklere uğramıştır.

⁴⁵³ Bunlar; yurt içinde halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı ihraç eden payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, payları borsanın Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında işlem gören ortaklıklar ve yurt içinde gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçlarında fon kullanıcılarıdır.

ÖDT'nin dördüncü bölümünde ise belirli ihraççılar tarafından yapılacak özel durum açıklamalarına ilişkin esaslar düzenlenmekle birlikte bu bölümde açıklanması öngörülen bilgilerin içsel veya sürekli bilgi olup olmadıklarına ilişkin herhangi bir belirleme yapılmamıştır. Bununla birlikte, bu bölümde düzenlenen hususların⁴⁵⁴ Tebliğin sürekli bilgilere ilişkin üçüncü bölümünde açıklanması öngörülen bilgilerin, dördüncü bölüm kapsamındaki ihraççılara uyarlanmış hali olduğunu belirtmek mümkündür. Kanaatimizce, ÖDT'nin dördüncü bölümü kapsamındaki ihraççıların sermaye piyasası araçlarının itfası veya izahname ya da ihraç belgesinin geçerlilik süresi gibi sınırlı süreler için ÖDT hükümlerine tâbi olmaları sebebiyle bu bilgilerin süreklilik arz etmeyeceği gerekçesinden hareketle bunların sürekli bilgi olduklarına ilişkin belirleme yapılmasından kaçınılmıştır. Ancak anılan bölüm kapsamındaki ihraççıların, ÖDT'ye tâbi oldukları süre boyunca kamuya açıklama yükümlülükleri süreklilik arz edeceğinden böyle bir kaçınma gerekçesinin pek de yerinde olmadığı belirtilmelidir. Ancak Tebliğin sürekli bilgilere ilişkin üçüncü bölümünde yer alan her bilginin esasen sürekli olmadıkları ve içsel bilgi niteliği taşıdıkları yukarıda belirtilmişti⁴⁵⁵. Dolayısıyla dördüncü bölümde yer alan bilgilerin hepsi de sürekli bilgi olmayıp bunlardan bazıları içsel bilgi niteliği taşımaktadır. Bu nedenle çalışmamızda, ÖDT'nin dördüncü bölümü uyarınca kamuya açıklanması gereken özel durumlardan içsel bilgi niteliği taşıyanlar içsel bilgilere sürekli bilgi niteliği taşıyanlar ise sürekli bilgilere ilişkin başlıklar altında incelenmiştir.

B- ÖDT II Bakımından

ÖDT II'nin uygulama alanı ÖDT'ye kıyasla çok daha dar olduğundan bu Tebliğ üç bölüm ve 12 maddeden oluşmaktadır. Tebliğin amaç, kapsam, dayanak ve tanımlarına ilişkin birinci bölümü ile son hükümlere ilişkin üçüncü bölümü dışında kalan ikinci

⁴⁵⁴ Bunlar; ihraççıya ilişkin genel bilgiler, genel kurul ve sermaye piyasası aracı ihracına ilişkin bilgilerin açıklanması ve sermaye yapısı ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerdir.

⁴⁵⁵ Bkz. yuk. İkinci Bölüm, I-F (Bilgilerin “Sürekli” Olup Olmadığının Belirlenmesi).

bölümünde özel durumlar ve bunların açıklanma esasları belirlenmiştir. Yine ÖDT'nin aksine ÖDT II'de kamuya açıklanması gereken özel durumlar, içsel ve sürekli bilgi ayırımına tâbi tutulmayarak sınırlı olmayan sayma yöntemiyle belirlenmiştir. Bununla birlikte gerek ÖDT hükümleri gerekse Rehber dikkate alındığında ÖDT II'de örnek niteliğinde sayılan özel durumların içsel ve sürekli bilgi niteliği taşıyanlarının tespiti mümkündür. Dolayısıyla ÖDT II uyarınca yapılacak özel durum açıklamalarının açıklanma esasları, çalışmamızın ilgili bölümlerinde içsel ve sürekli bilgiler başlıkları altında incelenmiştir.

2- Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Mevzuatın Uygulama Alanının Tespiti

A- Genel Olarak

ÖDT, ihraççıların⁴⁵⁶ (borsa ortaklığı) özel durumlarının açıklanmasını düzenlemekteyken ÖDT II, payları borsada işlem görmeyen (borsa dışı) halka açık ortaklıkların özel durumlarının açıklanmasını düzenlemektedir⁴⁵⁷. ÖDT m. 2/4 ile, “Yurt dışında sermaye piyasası aracı ihraç eden halka açık olmayan ortaklıklar” ÖDT'nin uygulama alanı dışında bırakılmıştır. ÖDT II'nin uygulama alanı ise yalnızca borsa dışı ortaklıklardan ibarettir. Dolayısıyla borsa dışı ortaklıklar haricindeki ortaklıklar, ÖDT II'nin uygulama alanı dışındadır.

⁴⁵⁶ SerPK m. 3/1-h uyarınca ihraççı, “Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını” ifade ederken ÖDT m. 4/1-ğ uyarınca ihraççı, “Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri” ifade etmektedir. SerPK m. 3/1-h'nin aksine yatırım fonları, ÖDT'deki ihraççılar kapsamına alınmamıştır. Tüzel kişiliği olmamasından dolayı yatırım fonlarının ihraççı kapsamı dışında tutulduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 211. ÖDT ihraççı tanımında yatırım fonları kapsam dışında bırakılmışsa da *borsa yatırım fonları*, III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 27.11.2013, S. 28834) m. 19/2 uyarınca özel durum açıklama yükümlülüğüne tâbidir.

⁴⁵⁷ Borsa ortaklığı ve borsa dışı ortaklık terimleri hakkında bilgi için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 320, par. 473a; **Özkorkut**, s. 154-155.

Aşağıda ÖDT'nin uygulama alanındaki ihraççılar ve ÖDT'ye tâbi oldukları süre ile tâbiyetlerinin kapsamı incelenmiş olmakla birlikte, çalışmamızda ÖDT'nin uygulama alanındaki ortaklıklar ve fon kullanıcıları kısaca *ihraççılar*⁴⁵⁸ olarak, ÖDT II'nin uygulama alanındaki ortaklıklar ise kısaca *borsa dışı ortaklıklar* olarak ifade edilmiştir. Bununla birlikte, ilgili yerlerde ihraççılar ve borsa dışı ortaklıkların tamamından *ortaklıklar* denilerek bahsedilmiştir.

B- Mevzuat Hükümlerine Tâbi Olan İhraççılar ve Ortaklıklar

ÖDT m. 2 uyarınca; a) payları borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar, b) payları borsanın Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında işlem gören ortaklıklar, c) işlem sırası geçici olarak kapatılan payları borsada işlem gören ortaklıklar, d) pay sahibi sayısı beş yüzü aşarak halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanıp ÖDT m. 16/2 uyarınca payları borsada işlem görmeye başlayan ortaklıklar, e) pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını yurt içinde halka arz eden ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, f) pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz etmesine rağmen bu araçları tedavülde olmayan ortaklıklar, g) yurt içinde halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı ihraç eden payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar ve h) yurt içinde gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçlarında fon kullanıcıları⁴⁵⁹, ÖDT'ye tâbi olup bu kapsamda özel durumlarını kamuya açıklamakla yükümlü kişilerdir. Bu bakımdan halka açık bankalar da ÖDT kapsamındadır⁴⁶⁰.

⁴⁵⁸ Sermaye piyasalarında ihraççılara ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Yanlı**, s. 11 vd.

⁴⁵⁹ III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği (RG. 07.06.2013, S. 28670) m. 3/1-ç uyarınca fon kullanıcıları, “*Sahipliğe ve yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında kaynak kuruluşları, alım-satıma dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık kiralama şirketinin vadeli olarak sattığı varlık veya hakkı alan kurucu niteliğini haiz şirketleri, ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında girişimciyi ve ortak girişimin varlık kiralama şirketi dışındaki ortaklarını, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında meydana getirilecek eseri satın alan kişiyi veya yükleniciyi*” ifade etmektedir.

⁴⁶⁰ **Tanör**, s. 686. Halka açık bankaların kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Turanboy**, Banka; s. 76 vd.; **Or**, s. 44 vd.

ÖDT II m. 2 uyarınca, payları borsada işlem görmeyen ancak SerPK m. 16/1⁴⁶¹ uyarınca pay sahibi sayısı beş yüzü aştığından payları halka arz edilmiş sayılan halka açık anonim ortaklıklar ÖDT II'ye tâbi olup bu kapsamda özel durumlarını kamuya açıklamakla yükümlü tüzel kişilerdir⁴⁶². Bu ortaklıkların payları fiilen halka arz edilmemiştir⁴⁶³. Bahsedilen türde bir ortaklığın SerPK m. 16/2 uyarınca halka açık ortaklık statüsünü kazanmasını takip eden iki yıl içerisinde paylarının borsada işlem görmesine yönelik bir başvuru yapmaması mümkündür. Böyle bir durumda ortaklığın payları iki yıl boyunca borsada işlem görmeyecek ancak ortaklık halka açık ortaklık statüsü kazanmış olmasından dolayı SerPK'ye ve SerPK'de öngörülen yükümlülüklerle tâbi olacaktır⁴⁶⁴. ÖDT II'ye tâbi ortaklıklar, varsayımsal olarak halka açık hale gelen ancak payları henüz borsada işlem görmeyen ortaklıklardır.

C- İhraççılar ve Ortaklıkların Mevzuat Hükümlerine Tâbi Oldukları Süreler

ÖDT'ye tâbi olan kişilerden; a) pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını yurt içinde halka arz eden ancak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, b) yurt içinde halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı ihraç eden payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar⁴⁶⁵, c) payları borsanın Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında işlem gören

⁴⁶¹ SerPK m. 16/1 uyarınca, “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.”

⁴⁶² Statü kazanıldıktan sonra pay sahibi sayısının kanunda belirtilenin altına düşmesi, statünün kaybı sonucu doğurmaz; bkz. **Yanlı**, s. 55; **Aytaç**, s. 242-243. Aksi yönde bkz. **Ünal**, s. 37.

⁴⁶³ SerPK m. 16 uyarınca gündeme gelen varsayımsal halka arza ilişkin bilgi için bkz. **Manavgat**, s. 131. eSerPK bakımından bkz. **Tanör**, s. 667; **Yanlı**, s. 38 vd. Payların halka arz edilmiş sayılması dolayısıyla halka açık ortaklık statüsü kazanan bu ortaklıkların borsa dışı kaldığı döneme ilişkin olarak bkz. **Aytaç**, Yenilikler, s. 24-25.

⁴⁶⁴ Fiilî halka arz ile varsayımsal halka arza ilişkin bilgi için bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 48-51; **Manavgat**, İzahnamenin Onayı, s. 131-132.

⁴⁶⁵ ÖDT'nin ilk halinde uygulama alanı dışında bırakılan bu ortaklıklar, 10.02.2017 tarihli değişikliklerle Tebliğin kapsamına alınmıştır. Değişiklikle birlikte ÖDT'ye eklenen geçici madde 2 uyarınca, “Bu maddenin yayımı tarihinden önce yurt içinde tahsisli olarak sermaye piyasası aracı ihraç eden halka açık

ortaklıklar ve d) yurt içinde gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçlarında fon kullanıcıları, halka arza ilişkin izahnamenin veya ihraca ilişkin ihraç belgesinin onaylanması tarihinden ilgili sermaye piyasası araçlarının itfa edildiği tarihe kadar ÖDT'ye tâbi olacaklardır.

Bununla birlikte, a) pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ortaklıklar, b) yurt içinde halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı ihraç eden payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar ve c) payları borsanın Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında işlem gören ortaklıklar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları itfa edilmeksizin tedavülden kalktığı takdirde, bu ortaklıklar izahname veya ihraç belgesinin geçerlilik süresi boyunca ÖDT'ye tâbi olacaklardır. Son olarak yurt içinde gerçekleştirilen kira sertifikası ihraçlarında fon kullanıcıları ihraca ilişkin ihraç belgesinin geçerlilik süresi boyunca ÖDT'ye tâbi olacaklardır⁴⁶⁶.

Borsa dışı ortaklıkların ÖDT II'ye tâbi oldukları süre ise, statünün kazanılmasından itibaren iki yıl içinde borsaya başvurularak paylarının işlem görmeye başlaması veya bu sürede talepte bulunulmayıp SPK tarafından payların borsada işlem görmesine ilişkin karar alınarak borsada işlem görmeye başlamasıyla birlikte sona erecektir. Zira bu durumda söz konusu ortaklıklar, ihraççı sıfatıyla ÖDT'nin uygulama alanına gireceklerdir. Bununla birlikte, payların işlem görmesi için borsaya herhangi bir başvuruda bulunulmaması halinde SPK tarafından ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılmasına ilişkin karar alınması da mümkündür (SerPK m. 16/2). Böyle

olmayan ortaklıklar, bu maddenin yayımı tarihinden sonra yaptıkları ihraç belgesi ya da izahname onayı başvuruları Kurulca onaylanana kadar bu Tebliğ hükümlerine tabi olmazlar.”

⁴⁶⁶ ÖDT'nin ilk halinde yer almayan bu yükümlülük, 10.02.2017 tarihli değişiklikle getirilmiştir. Değişiklikle birlikte ÖDT'ye eklenen geçici madde 3 uyarınca, “*Bu Tebliğin 2'nci maddesinin üçüncü fıkrasının son cümlesi ile getirilen yükümlülük, kapsam dâhilindeki ihraççılar ile fon kullanıcıları açısından bu maddenin yayımı tarihinden sonra yapılacak ihraç belgesi ya da izahname onay başvurularının Kurulca olumlu karşılanmasından sonra başlar.*”

bir durumda ilgili ortaklık SerPK'nin kapsamından çıkacağından hem ÖDT hem de ÖDT II'nin uygulama alanı dışında kalacaktır.

D- İhraççılar ve Ortaklıkların Tâbi Oldukları Mevzuat Hükümlerinin Kapsamı

ÖDT'nin dördüncü bölümünde düzenlenen, a) payları borsada işlem görmeyip sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeksizin yurt içinde ihraç eden *ihraççılar*⁴⁶⁷, b) payları Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarında işlem gören *ortaklıklar* ve c) yurt içi kira sertifikası ihraçlarında *fon kullanıcılarının* açıklama yükümlülükleri, ÖDT'nin içsel ve sürekli bilgilere ilişkin bölümleri hariç tutularak belirlenmiştir (ÖDT m. 2/3). Bir başka ifadeyle, bahse konu ihraççılar ve fon kullanıcılarının, yalnızca ÖDT'nin ikinci ve üçüncü bölümleri haricindeki bölümlerine tâbi olacakları hükme bağlanmıştır (ÖDT m. 2/3)⁴⁶⁸. Anılan kişiler dışındaki ihraççılar, ÖDT'nin tüm hükümlerine, borsa dışı ortaklıklar ise ÖDT II'nin tüm hükümlerine tâbidir.

3- Açıklama Sürecinde Gözetilmesi Gereken İlkeler

A- Eşit İşlem

TTK m. 357 uyarınca eşit işlem ilkesi, anonim ortaklıklar hukukunun temel ilkelerindendir⁴⁶⁹. Ancak eşit işlem ilkesinin sermaye piyasalarında yöneldiği çevre, pay sahipleriyle sınırlı değildir. Yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla kanunla düzenlenen sermaye piyasalarında eşit işlem ilkesi, tüm yatırımcılara

⁴⁶⁷ SerPK m. 11/1 uyarınca, “*Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi için, söz konusu araçların niteliği ve satış şartları hakkında bilgileri içeren ihraç belgesinin hazırlanması ve Kurul tarafından 6'ncı maddede yer alan esaslar çerçevesinde onaylanması zorunludur.*” Detaylı bilgi için bkz. II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (RG. 22.06.2013, S. 28685).

⁴⁶⁸ Korunması gereken yatırımcı kitlesinin nitelikli ve sınırlı olması dolayısıyla bu kişilerin özel durumlarını açıklama yükümlülüklerinin hafifletilmiş olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 226.

⁴⁶⁹ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 690, par. 887 vd.

yöneliktir⁴⁷⁰. Nitekim ÖDT m. 23/5'te de özel durumların açıklanmasında tüm yatırımcıların eşit işleme tâbi tutulması gerekliliği ortaya konulmaktadır. Bu ilke uyarınca, yatırımcıların eşit bir şekilde bilgilendirilme ve bunu talep etme hakları bulunmaktadır⁴⁷¹.

Özel durumların açıklanma sürecine hâkim olan eşit işlem ilkesi, özel durum açıklamalarına ilişkin kanuni düzenlemelerin yatırımcılar arasında *fırsat eşitliği sağlamak* amacına hizmet etmektedir. Bir başka ifadeyle, özel durum açıklamalarına konu durumların, tüm yatırımcılara aynı anda ve aynı içerikte sunulması, bilgide eşitliği sağlamaktadır⁴⁷². Özel durumların açıklanması bakımından eşit işlem ilkesi, fırsat eşitliğini ortadan kaldıran bilgi suistimaliyle de yakından ilgilidir⁴⁷³. Zira bilgi suistimali suçunun işlenmesi, özel durum açıklamalarına konu bilgilerin tüm yatırımcılara eşit bir şekilde sunulmadığının göstergesidir. Bilgide eşitliğin sağlanması ve bilgi suistimallerinin önlenmesi bakımından özel durumların eşit işlem ilkesine uygun bir şekilde açıklanmaları gerekmektedir⁴⁷⁴.

B- Güncellik

Özel durum açıklamasına konu bilgiler güncel olmalıdır. Zira özel durumların kamuya açıklanması yükümlülüğü, kamuyu aydınlatma ilkesinin statik ve geriye dönük bilgi verme sınırlarından çıkılarak mevcut ve dinamik bilginin kamuya açıklanmasını sağlamak amacıyla öngörülmüştür⁴⁷⁵. Özel durumun ortaya çıkmasıyla açıklamanın yapılması arasında geçen sürenin uzaması, açıklama konusu bilginin gerek sermaye

⁴⁷⁰ Sermaye piyasalarında ihraççılara ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgilerin yatırımcılara eşit bir şekilde sunulmasının vazgeçilmez nitelikte olduğu yönünde bkz. **Tanör**, s. 662.

⁴⁷¹ **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s. 9; **İhtiyar**, s. 203. Ayrıca bkz. II-17.1 sayılı Tebliğ, Ek-1, 1.1.3.

⁴⁷² **Pash**, s. 205, dn. 246; **İhtiyar**, s. 88. Benzer şekilde bkz. **Turanboy**, Ticari Sır, Prof. Dr. Tuğrul Ansay'a Armağan, Ankara 2006, s. 363.

⁴⁷³ **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s. 9.

⁴⁷⁴ **Turanboy**, s. 9.

⁴⁷⁵ **İhtiyar**, s. 105.

piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olma gerekse hakların kullanılmasına yardımcı olma ihtimalini ortadan kaldırabilmektedir⁴⁷⁶.

Gerçekten de açıklanması gereken bir içsel bilgi ortaya çıktığında bunun muhataplar tarafından derhal öğrenilmesi, yatırım kararlarının bu bilgiler doğrultusunda şekillenmesine imkân verir. Ancak güncelliğini kaybeden bir içsel bilginin açıklanmasının, yatırım kararlarına etki etme kabiliyeti de kaybolur⁴⁷⁷. Örneğin payları borsada işlem gören bir ihraççının halka kapalı bir anonim ortaklıkla birleşme kararı almasına ilişkin içsel bilginin, birleşme işleminden vazgeçilmesinden sonra açıklanması, yatırımcıların kararları üzerinde herhangi bir etki doğurmayacaktır.

Benzer bir şekilde, açıklanması gereken bir sürekli bilgi ortaya çıktığında bunun muhataplar tarafından en kısa zamanda öğrenilmesi, yatırımcıların haklarını bu bilgiler doğrultusunda kullanabilmelerine imkân sağlar. Ancak güncelliğini kaybeden bir sürekli bilginin açıklanması, yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olma özelliğini kaybeder.

Dolayısıyla özel durumlar, açıklamaya konu durumun ortaya çıkmasıyla mümkün olduğu kadar eş zamanlı olarak kamuya açıklanmalıdır⁴⁷⁸. ÖDT m. 23/2’de, farklı bir belirleme yapılmadığı sürece ÖDT kapsamındaki açıklamaların derhal yapılması ilkesi hükme bağlanmıştır. Zira özel durumlara konu bir bilginin doğduğu an ile bunun açıklandığı an arasında geçen sürede söz konusu bilgi, suistimale açıktır⁴⁷⁹. Yatırımcıların sermaye piyasalarına güvenini korumak için suistimal ihtimalinin ortadan kaldırılması

⁴⁷⁶ **İhtiyar**, s. 88; **Duman**, s. 120. Benzer şekilde bkz. **Kara**, s. 149; **Aydoğan**, s. 377. Ayrıca bu sürenin uzamasının bilgi suistimaline yol açabileceği yönünde bkz. **Yanlı**, s. 141.

⁴⁷⁷ **İhtiyar**, s. 88.

⁴⁷⁸ **Meral**, s. 137-138.

⁴⁷⁹ **Hacımahmutoğlu**, Bilgi, s. 160; **Paslı**, s. 250-251.

gerekir⁴⁸⁰. Bu ise, özel durumların içeridekiler tarafından suistimal edilmesine fırsat bırakılmadan derhal kamuya açıklanmasıyla mümkündür.

Özel durum açıklamalarının güncelliği ilkesi, yalnızca ilk defa ortaya çıkan özel durumlara özgü değildir. Nitekim ÖDT m. 23/7 ve ÖDT II m. 6/1-c uyarınca, kamuya açıklanmış bir özel durumda yaşanan herhangi bir değişiklik veya gelişmenin de kamuya açıklanması gerekmektedir⁴⁸¹. Bu nedenle özel durum açıklamalarının güncelliği, hem özel durumun ilk olarak ortaya çıktığı an hem de daha önce ortaya çıkıp kamuya açıklanan özel durumda bir değişiklik veya gelişmenin meydana geldiği an ile açıklanma anı arasındaki sürenin kısalığına işaret etmektedir⁴⁸².

C- Hızlı ve Kolay Erişilebilirlik

ÖDT m. 23/5 uyarınca özel durumları kamuya açıklama yükümlülüğü, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak şekilde yerine getirilmelidir. Gerçekten de özel durumların en kısa süre içerisinde açıklanması, özel durumları açıklama yükümlülüğünün öngörülmesi amaçlarını sağlamak bakımından tek başına yeterli değildir. Bilgide eşitlik sağlanarak yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması, tüm yatırımcıların bu açıklamalara kolayca erişebilmesini de gerektirmektedir.

SerPK m. 128/1-ğ uyarınca yayımlanan VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği⁴⁸³ ile çalışma usul ve esasları düzenlenen KAP, özel durum açıklamalarına hızlı ve kolay erişimi sağlayan elektronik bir sistemdir⁴⁸⁴. Bununla

⁴⁸⁰ Kabaalioglu, s. 185.

⁴⁸¹ ÖDT m. 23/7 uyarınca, “Önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.”

⁴⁸² Kabaalioglu, s. 205.

⁴⁸³ RG. 27.12.2013, S. 28864.

⁴⁸⁴ KAP’a ilişkin detaylı inceleme için bkz. **Akyürek, K.**: Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), İstanbul 2020, s. 105 vd.

birlikte, bilgi toplumu hizmetleri⁴⁸⁵ gereği, TTK m. 1524 ve ÖDT m. 24/5 uyarınca özel durum açıklamalarının ihraççı internet sitesinde de yayımlanması ve belirli süreler boyunca saklanması öngörülmüştür. Dolayısıyla, ihraççının internet sitesinde yayımlanan özel durum açıklamalarına erişimin de hızlı ve kolay olması gerekmektedir. Bu erişimin hızlı ve kolay olmasından kasıt, internet sitesinin bu açıklamalara ayrılan bölümünün güncel, sistematik, masrafsız ve herkese açık olmasıdır. Gerçekten de ihraççının internet sitesindeki özel durum açıklamalarına yalnızca siteye üye olunarak veya belirli bir kayıt bedeli ödenerek erişilebilmesi halinde, açıklamalara hızlı ve kolay erişim sağlanmamış; dolayısıyla mevzuata aykırı hareket edilmiş olacaktır.

D- Açıklama Öncesi Gizlilik

ÖDT m. 25 ve ÖDT II m. 8’de, özel durum açıklaması yapılmadan önceki aşamada bilgi suistimalinin önlenmesi amacıyla gizli tutma/sır saklama yükümlülüğü düzenlenmiştir⁴⁸⁶. Buna göre, özel durumlar kapsamında kamuya açıklanması gereken bir bilgiye sahip olan kişilerin, bu bilgiler hukuka uygun bir özel durum açıklamasıyla kamuya duyuruluncaya kadar bilgilerin gizliliğini korumaları gerekmektedir. Burada söz edilen gizlilik, birtakım özel durumların hiç açıklanmamasını değil, açıklama yükümlülerince hukuka uygun bir özel durum açıklaması yapılana kadar bilgilerin haricen açıklanmamasını, saklanmasını ifade etmektedir.

Açıklama öncesi aşamada bilgileri gizli tutma yükümlülüğü hem içsel bilgiler hem de sürekli bilgiler bakımından öngörülmüştür. ÖDT m. 25 ve ÖDT II m. 8 ile öngörülen gizli tutma yükümlülüğü, hukuka uygun bir özel durum açıklamasının yapılmasıyla birlikte sona erecektir.

⁴⁸⁵ TTK m. 1524-1528; II-17.1 sayılı Tebliğ Ek-1, 2.1.

⁴⁸⁶ **İhtiyar**, s. 180, dn. 60.

Bununla birlikte, özel durumların henüz kamuya açıklanmamış olduğu aşamada gizli tutulması yükümlülüğüne ÖDT m. 5/4 ile içsel bilgiler bakımından şeklen bir istisna getirilmiştir. Buna göre, henüz kamuya açıklanmamış olan içsel bilgilerin ÖDT m. 5/4 uyarınca “*yasal bir düzenleme, esas sözleşme veya özel bir sözleşme gereğince içsel bilgileri gizli tutma yükümlülüğü*” bulunan kişilere, ÖDT m. 5/3 uyarınca “*ihraççı veya onun namına ya da hesabına hareket eden bir kişi(nin) işi veya görevinin olağan ifası sırasında*”⁴⁸⁷ açıklanması mümkündür. Açıklama öncesi aşamada içsel bilgilerin belirli kişilerle paylaşılabilmesini düzenleyen hüküm, bu aşamada gizli tutma yükümlülüğüne getirilmiş bir istisna gibi görünse de maddi anlamda gizliliğin ihlali sonucu doğurmamaktadır. Zira söz konusu kişilerin, çeşitli düzenlemelerden kaynaklanan gizli tutma yükümlülükleri dolayısıyla bu bilgileri gizli tutmaları gerekmektedir⁴⁸⁸.

4- Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında Uyulması Gereken Şekli ve Maddi Esaslar

A- Şekli Esaslar

a- Genel Olarak

ÖDT m. 23 ve ÖDT II m. 6 ile 7’de, özel durumların açıklanma sürecinde uyulması gereken şekli esaslar düzenlenmiştir. Bu kapsamda özel durum açıklamalarının hangi dilde yapılacağı, açıklamaların ne zaman yapılacağı ve nerede yayımlanacağı, anılan maddelerde hükme bağlanmıştır⁴⁸⁹. Bununla birlikte, ÖDT ve ÖDT II’de, SPK

⁴⁸⁷ Bu bakımdan bilgilerin, “*bilgi gizliliği kurallarına tabi olan avukatlar, bağımsız denetçiler, vergi danışmanları, kredi kuruluşlarına finansal hizmet sunanlar gibi kişilere açıklanması*”, bu kişilerin görevlerini yerine getirirken bu bilgiye ihtiyaç duyuyor olmaları şartıyla, açıklama öncesi gizli tutma yükümlülüğünün ihlali niteliği taşımayacaktır; bkz. Rehber, II-3, s. 7.

⁴⁸⁸ Hükme ilişkin detaylı bilgi ve açıklamalar için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II-3-B (İstisna: Gizli Tutma Yükümlülüğü Bulunan Kişilere Açıklama).

⁴⁸⁹ Böylece, yeknesak açıklama formlarıyla açıklanan bilgilerin özlerinin korunmasına ve daha kolay anlaşılmasına olanak sağlandığı yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 226.

tarafından özel durumların açıklanmasına yönelik olarak belirlenen usul ve esasların, gerekli görülmesi halinde değiştirilebileceği düzenlenmiştir (ÖDT m. 26; ÖDT II m. 9)⁴⁹⁰. Dolayısıyla, özel durumların açıklanma zamanına, yerine veya açıklanma sürece ilişkin herhangi bir esasa SPK tarafından istisna getirilebilecektir. Ancak bu yetkinin kullanılmaması halinde, ÖDT ve ÖDT II'deki şekli esaslar geçerliliklerini koruyacaklardır. Bu bakımdan aşağıda, özel durumlara ilişkin Tebliğlerde özel durumların açıklanmasına ilişkin mevcut şekli esaslar incelenmiştir.

b- Açıklamaların Dili

Özel durum açıklamalarının dili kural olarak Türkçedir (ÖDT m. 23/1 ve ÖDT II m. 6/1-a). Dolayısıyla gerek yabancı ihraççılar gerekse yabancı yatırımcılar tarafından yapılacak özel durum açıklamalarının dili de Türkçe olacaktır⁴⁹¹. Bununla birlikte, söz konusu kurala ihraççılar açısından SPK tarafından istisna getirilmesi mümkündür⁴⁹² (ÖDT m. 23/1). Bu kapsamda, Rehberle SPK tarafından birinci grupta yer alan

⁴⁹⁰ ÖDT m. 26 uyarınca, “(1) Kurul, gerekli gördüğü durumlarda kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapılmasını isteyebilir. (2) Kurul, gerekli gördüğü durumlarda bu Tebliğ uyarınca gönderilen bilgilerin, elektronik ortam da dahil olmak üzere basın yayın organlarında ilan edilmesini ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan isteyebilir. (3) Kurul tarafından uygun görülen hallerde, özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar KAP işleticisi tarafından ayrıca belirlenebilir.” ÖDT II m. 9 uyarınca, “Kurul, gerekli gördüğü durumlarda kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla bu Tebliğde sayılmayan durumlarda da ortaklıklardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapılmasını isteyebilir.”

⁴⁹¹ Rehber, IV, s. 25.

⁴⁹² ÖDT'nin aksine ÖDT II'de SPK'nin bu kurala istisna getirmesine yönelik bir yetki düzenlemesine de yer verilmemiştir. Dolayısıyla ÖDT II uyarınca yapılacak özel durum açıklamalarının Türkçe dışında herhangi başka bir dilde yapılması, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesi sonucunu doğurmayacaktır.

ihraççılar⁴⁹³ bakımından Türkçe'nin yanı sıra İngilizce özel durum açıklama yükümlülüğü öngörülmüştür⁴⁹⁴.

c- Açıklamaların Yeri

aa- KAP

SerPK m. 3/1-k uyarınca KAP, “Mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemi” ifade etmektedir. VII-128.6 sayılı Tebliğ ile KAP’a gönderilecek açıklamaların usul ve esasları SPK tarafından belirlenmiştir. Ayrıca bu hususta, SPK tarafından yetkilendirilen KAP işleticisi Merkezi Kayıt Kuruluşu’nca (MKK)⁴⁹⁵ KAP Üyeliğine ve KAP’a Bildirim Gönderimine İlişkin Usul ve Esaslar Yönergesi⁴⁹⁶ yayımlanmıştır.

Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında kamuya duyurulması gereken hususların kural olarak KAP’ta açıklanması gerekmektedir. Rehberde belirtildiği üzere, özel durumların “(...) kamuya duyurulmuş sayılabilmesi için, söz konusu bilginin Kurulun kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde yayımlanmış olması zorunludur.

⁴⁹³ Bunlar, kurulun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde birinci grupta yer alan ortaklıklar olup, birinci grupta yer alan ortaklıklar ifadesi ile II-17.1 sayılı Tebliğ m. 5/2-a uyarınca, “Piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL’nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL’nin üzerinde olan ortaklıklar” kastedilmektedir.

⁴⁹⁴ Buna göre, “01.01.2015 tarihinden başlamak üzere, Kurulun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde birinci grupta yer alan ortaklıklar tarafından yapılan özel durum açıklamalarının Türkçe’nin yanı sıra eş anlı ve İngilizce olarak, içeriğin doğruluğuna ilişkin sorumluluk ilgili ortaklıkta olmak üzere, ilan edilmesi zorunludur. Bununla birlikte İngilizce olarak yapılan açıklamada, Türkçe açıklamanın esas kabul edileceğine yönelik çekince bildirimi de yer almalıdır.”; bkz. Rehber, IV, s. 25.

⁴⁹⁵ SerPK m. 3/1-p uyarınca MKK, “Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri gerçekleştirmek, kaydileştirilen bu araçları ve bunlara bağlı hakları, elektronik ortamda, üyeler ve hak sahipleri itibarıyla kayden izlemek, merkezî saklamasını yapmak ve Kurul tarafından sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde verilen diğer görevleri yerine getirmek üzere kurulmuş bulunan özel hukuk tüzel kişiliğini haiz Merkezî Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketini” ifade etmektedir.

⁴⁹⁶ Yönerge için bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/menu-icerik/KAP-Hakkinda/Mevzuat-Duyurular-ve-Kilavuzlar> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

(...).⁴⁹⁷ İhraççıların özel durum açıklamalarına ilişkin genel hüküm niteliğindeki ÖDT m. 23'le birlikte; ÖDT m. 9/4, m. 10/1-b, m. 16/1-3-4 ve m. 20 hükümlerinde de ilgili özel durumların KAP'ta açıklanacağı belirtilmiştir. Yönerge ile de özel durum açıklamalarının KAP'ta yer alan birtakım şablonların ve formların doldurulması suretiyle yerine getirileceği hükme bağlanmıştır⁴⁹⁸. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında özel durum açıklamaları, söz konusu düzenlemeler uyarınca kural olarak KAP'ta yapılacaktır. Buna göre, bir özel durum, kural olarak KAP'ta yayımlanmakla birlikte kamuya açıklanmış sayılacaktır.

bb- SPK İnternet Sitesi

ÖDT m. 23/2 uyarınca, a) sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar ve b) borsada işlem görmeyen kira sertifikalarının fon kullanıcıları ile ÖDT II m. 7/1 uyarınca c) borsa dışı ortaklıklar bakımından özel durum açıklama yükümlülükleri, ilgili hususların SPK'ye gönderilmesi suretiyle yerine getirilmiş sayılmaktadır. Buna göre, anılan kişilerce SPK'ye gönderilen bildirimler, KAP'ta değil; SPK'nin internet sitesinde yayımlanacaktır (ÖDT m. 23/2; ÖDT II m. 7/3). Her ne kadar, söz konusu kişilerin açıklama yükümlülükleri, ilgili özel durumların SPK'ye bildirilmesi suretiyle yerine getirilmiş olsa da bu özel durumların kamuya açıklanmış sayılabilmesi için SPK'nin internet sitesinde yayımlanmış olmaları gerektiği belirtilmelidir⁴⁹⁹. Ancak Kurul'a gönderilen bildirimlerin SPK tarafından ne kadar süre içerisinde internet sitesinde yayımlanacağına ilişkin herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Dolayısıyla,

⁴⁹⁷ Rehber, II-2.2, s. 4.

⁴⁹⁸ Yönerge, m. 20/7, m. 21, m. 23. Bu form ve şablonların nasıl doldurulması gerektiğine ilişkin detaylı bilgi için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, I-4-B-b vd. (Açıklama Metninde Yer Verilmesi Gereken Hususlar).

⁴⁹⁹ Bilginin kamuya açıklanmış sayılabilmesi için ilgili idari otoriteye iletilen açıklamaların kamuya duyurulmasının gerektiği yönünde bkz. **Hacımahmutoğlu**, Bilgi, s. 163-164; **İhtiyar**, s. 190, dn. 91. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 187.

SPK'ye yapılan bildirim ile SPK'nin bunu internet sitesinde yayımlaması arasında geçen süre, SPK'nin sorumluluğuna gidilmesine neden olabilecektir⁵⁰⁰.

cc- Diğer Bilgi Yayma Kanalları

Özel durum açıklamalarına, KAP ve SPK internet sitesi dışındaki bilgi yayma kanallarından olan internet siteleri, radyo, televizyon gibi sözlü veya gazete, dergi, broşür gibi yazılı yayın organlarında yer verilmesi gerekebilir⁵⁰¹. Bu kapsamda ÖDT m. 24/5 uyarınca, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar, “*özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki iş günü içinde KAP'ta ihraççıya ilişkin genel bilgilerde belirtilen İnternet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl⁵⁰² süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır.*⁵⁰³”. Aynı fıkra hükmü uyarınca sermaye piyasası araçları borsada işlem görmeyen ihraççılar ise, “*özel durum açıklamalarını en geç kamuya açıklama yapıldıktan sonraki beş iş günü içinde bulunması durumunda kendilerine ait internet sitesinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle bu internet sitesinde bulundurmak zorundadır.*⁵⁰⁴”.

Ancak belirtmek gerekir ki özel durum açıklamalarına ihraççıların internet sitelerinde yer verilmesi, özel durumların kamuya açıklanması yükümlülüğünü tek başına

⁵⁰⁰ SPK'nin resmi internet sitesinde, borsa dışı ortaklıklar tarafından özel durum açıklamaların Kurul'a gönderildiği tarihle Kurul tarafından internet sitesinde yayımlandığı tarih arasında iki, üç, beş gün gibi belirli bir kurala tâbi olmayan ancak nispeten kısa denilebilecek süreler bulunmaktadır. Örnek açıklamalar için bkz. <https://spk.gov.tr/raporlar/OzelDurumAciklamalari> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

⁵⁰¹ Bilgi yayma kanallarına ilişkin olarak bkz. **Pasalı**, s. 284-285.

⁵⁰² MAR, m. 17/1.

⁵⁰³ ÖDT m. 24/5 uyarınca bu yükümlülük, “*ortaklığın internet sitesinde KAP'ta yer alan açıklamalara bağlantı verilmesi suretiyle de*” yerine getirilebilecektir.

⁵⁰⁴ ÖDT m. 24/5 uyarınca, “*Bu ihraççıların kendilerine ait birden fazla internet sitesinin bulunması durumunda, özel durumlar tescil edilen internet sitesinde zorunlu, diğer internet sitelerinde ise ihtiyari olarak ilan edilir. Tescil edilen internet sitesinde, özel durumların ilan edildiği diğer internet sitelerinin bağlantı adreslerine yer verilir.*”

karşılamamaktadır⁵⁰⁵. Zira özel durumların KAP veya SPK internet sitelerinde yayımlanmasıyla birlikte kamuyu aydınlatma yükümlülüğü zaten yerine getirilmiş olmaktadır. Bu açıklamalara ayrıca ihraççıların internet sitelerinde de yer verilmesine ve belirli süreler muhafaza edilmesine ilişkin yükümlülük ise bilgi toplumu hizmetleri kapsamında düzenlenmiştir⁵⁰⁶. Ayrıca, ÖDT m. 24/6 uyarınca, “*Özel durum açıklamalarının, TTK’nın 1524’üncü maddesi uyarınca yapılan düzenlemeler çerçevesinde ilan edildiği durumlarda, bu açıklamaları ihraççının İnternet sitesinde ilan etme ve saklama yükümlülüğü yerine getirilmiş sayılır.*”⁵⁰⁷

ÖDT m. 23/2 ve ÖDT II m. 7/4 uyarınca, “*Kurul gerekli gördüğü durumlarda bu Tebliğ uyarınca gönderilen bilgilerin, elektronik ortam da dahil olmak üzere basın yayın organlarında ilan edilmesini ilgili ortaklıktan ve/veya ilgili taraflardan isteyebilir.*” hükmü düzenlenmiştir. Dolayısıyla KAP’ta açıklanmayıp SPK’ye gönderilen özel durum açıklamaları bakımından SPK, bu açıklamaların SPK internet sitesi dışındaki çeşitli ortamlarda da yayımlanması yönünde karar alabilecektir⁵⁰⁸. Bu durumda özel durum açıklamaları SPK’nin internet sitesiyle birlikte SPK tarafından öngörülen ortamlarda da açıklanmış olacaktır. SPK’nin yatırımcıların etkin bir şekilde korunması için açıklamaların daha geniş bir kitleye ulaşmasını sağlamak amacıyla böyle bir karar almaya yetkili kılınması yerindedir.

⁵⁰⁵ Rehber, II-2.2, s. 4.

⁵⁰⁶ Ortaklıkla ilgili bilgilere kolayca ulaşılacak en güvenilir araç olduğu düşünülerek internet sitesinde bilgilerin paylaşılmasına ilişkin olarak TTK m. 1524 ile getirilen bu yükümlülüğün en üst düzeyde şeffaflığın sağlanması amacıyla öngörüldüğü, bu sayede sürekli olarak gereken durumlarda kamunun bilgilendirilmesinin sağlandığı yönünde bkz. **Yanlı**, Kamunun Aydınlatılması, s. 165.

⁵⁰⁷ TTK m. 1524 uyarınca sicile tescil edilen internet sitesinin ÖDT kapsamında KAP’a bildirilenden farklı olabileceği, bu nedenle KAP’a, TTK m. 1524 uyarınca sicile tescil edilen internet sitesinin bildirilmesinin sağlanması gerektiği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 227.

⁵⁰⁸ Bu karar alınırken, nesnel bir belirleme yapılmalı ve kamunun kolayca ulaşip başvurabileceği bir ortam belirlenmelidir. Benzer şekilde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 196-197.

d- Açıklamaların Zamanı

aa- İhraççıların Özel Durumları Bakımından

İhraççılar bakımından kural, özel durumların *derhal* kamuya açıklanmasıdır (ÖDT m. 23/2)⁵⁰⁹. Zira ÖDT m. 23/5 uyarınca, “*Açıklama yükümlülüğü, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak şekilde*” yerine getirilmelidir⁵¹⁰. Bununla birlikte, daha önce açıklanmış özel durumlara ilişkin gelişmeler ve değişiklikler ÖDT m. 23/7 uyarınca, “*sürekli olarak güncellenerek*” kamuya açıklanacaktır. Ayrıca, kamuya açıklanması ertelenen içsel bilgiler dışında, henüz belirsizlik taşıyan özel durumlara ilişkin açıklama metninde yer verilen *belirsizliklerin çözüme kavuşacağı tahmin edilen tarihte*, bu belirsizliklerin son durumuna ilişkin kamuya açıklama yapılacaktır (ÖDT m. 24/2). Ancak, kural *derhal açıklama* olmakla birlikte, ÖDT’nin sürekli bilgilere ilişkin üçüncü bölümünde kamuya açıklanması gereken bazı özel durumların iki veya üç iş günü içerisinde açıklanacakları hükme bağlanmıştır.

Belirtmek gerekir ki SPK’nin, “*kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla ihraççılardan ve/veya ilgili taraflardan açıklama yapılmasını*” isteme yetkisi bulunmaktadır (ÖDT m. 26/1). Böyle bir durumda özel durum açıklaması, SPK tarafından öngörülen zamanda yapılacaktır.

bb- Borsa Dışı Ortaklıkların Özel Durumları Bakımından

Borsa dışı ortaklıklar bakımından ise derhal açıklama kuralı söz konusu değildir. Zira ÖDT II uyarınca kamuya açıklanması gereken tüm özel durumların veya bunlarda

⁵⁰⁹ Derhal açıklanması gereken bilginin doğduğu anın tespitinin her zaman kolay olmadığı hususunda bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 211. Aynı yönde bkz. **Aydoğan**, s. 379; **Meral**, s. 176-177.

⁵¹⁰ ÖDT m. 23/6 uyarınca, “*Açıklama yapılmadan önce, ilgili ihraççı tarafından sermaye piyasası aracına ilişkin işlemlerin geçici olarak durdurulması borsadan talep edilebilir. (...)*”. Yapılacak açıklamanın kapsamına ve algılanma süresine bağlı olarak yatırımcıların bilgiyi algılamasını kolaylaştırmak ve kamuyu aydınlatmanın amacına ulaşmasını sağlamak amacıyla geçici durdurma isteme hakkı tanındığı yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 227.

meydana gelen değişikliklerin ÖDT II m. 7/1 uyarınca, “*beş iş günü içinde*” SPK’ye bildirilmesi öngörölmüştür. Derhal açıklama ilkesinin borsa dışı ortaklıklar bakımından öngörölmemesi, bu ortaklıklar için payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların aksine geniş bir yatırımcı kitlesinin hak ve menfaatlerinin gündeme gelmemesidir⁵¹¹.

B- Maddi Esaslar

a- Genel Olarak

Bir özel durum açıklamasının içeriğine ilişkin hususlar, özel durumların açıklanma sürecine ilişkin maddi esaslar olarak nitelendirilebilir. Açıklamaların içeriği, özel durum açıklamalarında hangi hususlara yer verilmesi ve özel durum açıklamalarına konu bilgilerin sözel olarak kamuya nasıl sunulması gerektiği ile ilgilidir. ÖDT uyarınca yapılması gereken özel durum açıklamalarının kapsamlarına ilişkin genel nitelikteki hüküm ÖDT m. 24, ÖDT II uyarınca yapılması gereken özel durum açıklamalarının kapsamlarına ilişkin genel nitelikteki hüküm ise ÖDT II m. 6’dır.

ÖDT m. 24/1’de öncelikle bir özel durum açıklamasının taşınması gereken özellikler belirlenmiş, ardından bu açıklamaların *doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekli olması halinde* açıklama metninin içermesi gereken hususlar düzenlenmiştir. ÖDT m. 24/2’de belirsiz olan özel durumlara ilişkin açıklamaların içermesi gereken hususlar belirlenmiştir. ÖDT m. 24/3’te özel durum açıklamalarının taşımaması gereken özellikler sayılmış ve bu açıklamaların hangi amaçlarla kullanılamayacakları düzenlenmiştir. Ayrıca ÖDT m. 23/2 uyarınca özel durum açıklamalarının bir sorumluluk beyanını içermesi gerektiği hükme bağlanmıştır⁵¹².

⁵¹¹ Bahsedilen sınırlı kitle; ortaklık pay sahipleri, paylar üzerindeki hak sahipleri ve ortaklık alacaklılarından oluşmaktadır.

⁵¹² ÖDT m. 23/2 uyarınca, “(...) açıklamanın bu Tebliğde yer alan esaslara uygun olduğu, bu konuda ihraççıya ulaşan bilgileri tam olarak yansıttığı, bilgilerin ihraççının defter, kayıt ve belgelerine uygun

Borsa dışı ortaklıklar bakımından ÖDT II m. 6/1-b’de ise ÖDT m. 24/1’deki hükmün hemen hemen aynısına yer verilmiş ancak açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için açıklama metninin içermesi gereken hususlar *zorunluluk* şartına bağlanmıştır. Yine ÖDT m. 24/3’e benzer şekilde ÖDT II m. 6/1-d’de özel durum açıklamalarının taşınmaması gereken özellikler sayılmıştır. ÖDT II m. 6/1-e’de ise ÖDT m. 24/2’ye benzer bir şekilde, Tebliğ kapsamında yapılması gereken özel durum açıklamalarının bazı belirsizlikler içermesi halinde açıklama metninde yer verilmesi gereken hususlar düzenlenmiştir.

Çalışmamızın bu bölümünde öncelikle herhangi bir özel durum açıklama metninin içermesi gereken hususlar ihraççılar ve borsa dışı ortaklıklar bağlamında incelenmiş, ardından özellik arz eden durumlara ilişkin özel durum açıklamalarında herhangi bir özel durum açıklamasının taşınması gerekenden farklı olarak yer verilmesi gereken hususlar ile mevcut bir özel durum açıklamasına ilişkin sonraki tarihli açıklamalarda yer verilmesi gereken hususlara değinilmiş, son olarak özel durum açıklamalarındaki bilgi sunumunun nitelik itibarıyla taşınması gereken özellikler açıklanmaya çalışılmıştır.

b- Açıklama Metninde Yer Verilmesi Gereken Hususlar

aa- Temel Hususlar

aaa- İhraççılar Bakımından

i- İhraççılar Tarafından Yapılacak Açıklamalarda

i. 1- Genel Bilgiler

olduğu, konuyla ilgili bilgileri tam ve doğru olarak elde etmek için gerekli tüm çabaların gösterildiği ve yapılan bu açıklamalardan sorumlu olduğu” beyan edilecektir.

KAP Yönergesi uyarınca ihraççıların özel durumlarına ilişkin açıklamalar, büyük ölçüde çeşitli şablonların⁵¹³ ve sınırlı olarak belirli formların⁵¹⁴ doldurulması suretiyle oluşturulmaktadır⁵¹⁵. Rehberde, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar

⁵¹³ KAP'ın resmi internet sitesinin Bildirim Sorguları-Detaylı Sorgu-Özel Durum Açıklaması seçenekleri işaretlendiğinde Konu sekmesinde yer alan şablonlar, özel durum açıklamalarına ilişkin şablonlardır. Bunlar: “ana faaliyet konusu değişikliği, ayrılma hakkı kullanımına ilişkin bildirim, bağımsız denetim kuruluşunun belirlenmesi, bağımsız denetim raporunun olumsuz görüş içermesi veya görüş bildirmekten kaçınılması, bilgilendirme politikası, birleşme, borsa kotundan çıkmaya ilişkin bildirim, bölünme, çalışanlara aylık ücret dışında yapılan ödemeler, devrolma, diğer nakit ödemeye ilişkin bildirim, diğer pay ihracı-iptaline ilişkin bildirim, esas sözleşme tadili, faaliyetlerin kısmen veya tamamen durdurulması ya da imkansız hale gelmesi, faaliyetlerin veya gelirlerin yoğunlaştığı şehir değişikliği, finansal duran varlık edinimi, finansal duran varlık satışı, finansal tablo ve-veya dipnot değişikliği, geleceğe dönük değerlendirmeler, genel kurul, geri alınan payların elden çıkarılması, haber ve söylentilere ilişkin açıklama, hak kullanım süreç iptal bildirimi, halka arz işlemlerinde sermaye piyasası aracının %inden fazlasını satın alanlara ilişkin bildirim, icra takipleri, iflas/iflas erteleme, ihale süreci/sonucu, ihraç tavanına ilişkin bildirim, ilişkili taraf işlemleri, kâr dağıtım politikası, kâr payı avansı ödenmesi işlemlerine ilişkin bildirim, kâr payı dağıtımı, kayıtlı sermaye tavanı işlemlerine ilişkin bildirim, kredi derecelendirmesi, maddi duran varlık alımı, maddi duran varlık kiraya verilmesi veya ayni hak tesisi, maddi duran varlık satımı, olağan dışı fiyat ve miktar hareketleri, ortaklık aleyhine dava açılması veya davaya ilişkin gelişmeler, ortaklıktan çıkarma ve satma hakkına ilişkin bildirim, özel durum açıklaması (genel), pay alım satım bildirimi, pay alım teklifi yoluyla pay toplanmasına ilişkin bildirim, pay dışı sermaye piyasası aracı alım satım bildirimi, pay dışında sermaye piyasası aracı işlemlerine ilişkin bildirim (faiz içeren), pay dışında sermaye piyasası aracı işlemlerine ilişkin bildirim (faizsiz), pay dönüşümü işlemlerine ilişkin bildirim, payların geri alınmasına ilişkin bildirim, payların konu edildiği sermaye piyasası araçlarına ilişkin bildirim, pazar geçiş başvurusu, piyasa danışmanı değişikliği, satışa hazır bekletilen paylara ilişkin bildirim, sermaye artırımı/azaltımı, sermaye piyasası araçlarına ilişkin satış öncesi bildirim, sözleşme feshi, sözleşme imzalanması, şirket merkezi değişikliği, teknik yönetime ilişkin açıklama, toptan alış satış işlemi bildirimi, transfer görüşmeleri, transfer görüşmelerinin sonuçlanması veya sona ermesi, TTK'nın 376. maddesi kapsamında yapılan işlemler, unvan değişikliği, varlıkların zarara uğraması, yatırım kuruluşu varant-sertifika-senetlerine ilişkin bildirim, yeni iş ilişkisi, yönetim kurulu komiteleri” şeklindedir; <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

⁵¹⁴ Ortaklığa ilişkin genel bilgiler ve fonlara ilişkin sürekli bilgiler ise sırasıyla KAP'ta yer alan “Şirket Genel Bilgi Formu” ve “Fon Sürekli Bilgilendirme Formu” doldurularak kamuya açıklanmaktadır; bkz. KAP Yönergesi, m. 23.

⁵¹⁵ KAP Yönergesi m. 19/3 uyarınca, “KAP'ta yayınlanacak bildirimlerde KAP Üyeleri tarafından KAP-BİY uygulamasında yer alan menüler ve şablonlar kullanılır. Bildirimler, yapılacak açıklamanın niteliğine uygun menüler ve şablonlar kullanılarak gönderilir.” KAP Yönergesi m. 20/7 uyarınca, “Özel Durum Açıklaması Gönderme menüsünde bazı özel durumlar için şablonlar, bazı özel durumlar için ise (ör: Hak

bakımından içsel bilgilerin açıklanma sürecine yönelik olarak söz konusu şablon ve formların nasıl doldurulması gerektiği belirtilmiştir⁵¹⁶. Bununla birlikte, Rehberin sürekli bilgilerin açıklanmasına ilişkin bölümünde, sürekli bilgi açıklamalarının içeriği belirlenirken Rehberin içsel bilgilerin açıklanmasına ilişkin başlığında belirtilen hususların dikkate alınması gerektiği ifade edilmiştir⁵¹⁷. Dolayısıyla, Rehberdeki bahse konu belirlemeler hem içsel hem de sürekli bilgilerin kamuya açıklanma metinleri bakımından geçerlidir.

Bu kapsamda, Rehberde de belirtildiği üzere, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççıların özel durum açıklamalarının KAP'ta yer alan ilgi şablon ve formların eksiksiz olarak doldurulması suretiyle yapılması gerekir⁵¹⁸. Bu şablonda eksiksiz olarak doldurulması gereken bu alanlar: *başlık*⁵¹⁹, *açıklama tarihi*, *özet bilgi*, *ilgili şirketler*, *ilgili fonlar*, *yapılan açıklamanın güncelleme veya düzeltme olup olmadığı*, *konuya ilişkin daha önce yapılmış bir açıklama olup olmadığı*, *yapılan açıklamanın ertelenmiş bir açıklama olup olmadığı* ve son olarak *bildirim içeriğinden* ibarettir. Bildirim içeriği alanında, kamuya açıklanan özel duruma ilişkin gerekli hususlara yer verilmektedir. Bu kapsamda açıklamada, içsel veya sürekli bilginin ortaya çıktığı veya bunun öğrenildiği tarihe, bilginin ihraççı ile ilgisine, bilginin kamuya açıklanmasını gerektiren etki veya yardımcı unsurlarına yer verilmesi gerekmektedir⁵²⁰.

Kullanımı) ayrı menüler oluşturulmuştur. Yapılacak özel durum açıklamasının niteliğine uygun bir şablon veya menü varsa öncelikle bu şablon veya menünün kullanılması zorunludur. (...) MKK tarafından bir bildirim konuya uygun olmayan bir şablon veya menüden gönderildiğinin tespiti halinde, MKK talebi çerçevesinde derhal ilgili şablon veya menü kullanılarak bildirim tekrar gönderilir.”

⁵¹⁶ Rehber, II-7, s. 20.

⁵¹⁷ Rehber, III-1, s. 24.

⁵¹⁸ Rehber, II-7, s. 20.

⁵¹⁹ Tek bir özel durum açıklaması metninde birden fazla özel durumun açıklanması halinde, açıklama başlığında her bir özel duruma yer verilmesi, özel durum sayısının başlık bulundurulması gerekmektedir; bkz. Rehber, II-7, s. 20.

⁵²⁰ Rehber, II-7.1, s. 20-21.

Ayrıca açıklanan bilginin henüz kesinleşmemiş unsurlarının bulunması halinde, ilgili alanlarda “Henüz kesinleşmemiştir.” ibaresine yer verilmelidir⁵²¹.

i. 2- Sorumluluk Beyanı

ÖDT m. 23/2 ile özel durum açıklamalarında açıklamanın mevzuata ve gerçeğe uygun olduğuna ilişkin bir tür sorumluluk beyanına⁵²² yer verilmesi öngörülmüştür⁵²³. Buna göre, “Yapılacak açıklamada; açıklamanın bu Tebliğde yer alan esaslara uygun olduğu, bu konuda ihraççıya ulaşan bilgileri tam olarak yansıttığı, bilgilerin ihraççının defter, kayıt ve belgelerine uygun olduğu, konuyla ilgili bilgileri tam ve doğru olarak elde etmek için gerekli tüm çabaların gösterildiği ve yapılan bu açıklamalardan sorumlu olunduğu beyan edilir.”

Detayları aşağıda⁵²⁴ incelenmiş olmakla birlikte, ÖDT’nin uygulama alanı ihraççılarken özel durumları açıklama yükümlülükleri bunlarla sınırlı değildir. Kimi hallerde belirli özel durumlara ilişkin açıklamalar, işlemi yapanlar veya özel duruma vâkıf olan belirli pay sahipleri başka bir ifadeyle *ilgili taraflarca* da yapılabilmektedir. ÖDT m. 23/2, bu beyanın tüm açıklama yükümlülükleri tarafından gerçekleştirilmesi gerektiği izlenimini yaratsa da, söz konusu sorumluluk ihraççılara yönelik olup bu husustaki beyana da ilgili taraflarca yapılanlarda değil ihraççılar tarafından yapılan özel durum açıklamalarında yer verilmesi gerekir. Zira, örneğin ÖDT m. 12 uyarınca payları borsada işlem gören bir ortaklığın sermayesindeki payları %5’e ulaşan bir ortak tarafından buna ilişkin olarak yapılan özel durum açıklamasında, bu ortağın ihraççının defter veya kayıtlarına ulaşması

⁵²¹ Bu unsurun kesinleşmesi halinde aynı şablon/form kullanılarak durumun KAP’a bildirilmesi gerektiği hususunda bkz. Rehber, II-7, s. 20.

⁵²² Bu beyan, *Manavgat* tarafından *doğruluk beyanı* olarak nitelendirilmiştir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 226.

⁵²³ Çalışmamızda bahsedilen sorumluluk beyanı, finansal raporlar arasında yer alıp II.14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 13.06.2013, S. 28676) m. 9’da açıklanan sorumluluk beyanına ilişkin belgeyle karıştırılmamalıdır.

⁵²⁴ Bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II (İçsel Bilgilerin Açıklanması).

yahut bunlara uygunluğunu tespit etmesi mümkün değildir. İlgili taraflarca yapılacak özel durum açıklamaları, MKK'ye gönderildikten sonra KAP'a aktarılıp burada yayımlandığından, bu açıklamalarda yalnızca MKK'nin sorumsuzluğuna ilişkin MKK beyanı yer almaktadır⁵²⁵.

Ayrıca, detayları aşağıda açıklanan idari sorumluluğu bulunan kişiler tarafından yapılan özel durum açıklamalarında⁵²⁶, bu açıklamanın ihraççının iradesini ortaya koyan kişilerden örneğin yönetim kurulu üyelerinden biri tarafından yapılması halinde de durum değişmemektedir. Bu kişiler, ÖDT m. 11 uyarınca, ihraççıdan bağımsız olarak kendi iradeleri uyarınca gerçekleştirdikleri işlemler bakımından ihraççı adına hareket etmediklerinden, ilgili taraflar arasında yer alacaktır. Bu kişilerin ÖDT m. 11 uyarınca gerçekleştirecekleri özel durum açıklamaları da MKK tarafından KAP'a aktarılacak ve açıklamada yalnızca MKK'nin sorumsuzluk beyanı yer alacaktır. Dolayısıyla, ÖDT m. 23/2 uyarınca özel durum açıklamalarında sorumluluk beyanına yer verilmesi yükümlülüğünün, yalnızca ihraççı tarafından yapılan özel durum açıklamalarına özgü olduğu belirtilmelidir.

ii- İlgili Taraflarca Yapılacak Açıklamalarda

ÖDT m. 4/1-h uyarınca ilgili taraflar, ortaklıklar haricinde belirli hususlarla sınırlı olarak özel durum açıklaması yapmakla yükümlü olan diğer kişileri ifade etmektedir. Bunlar, ihraççının belirli pay sahipleri, idari sorumluluğu bulunan kişiler, idari sorumluluğu bulunan kişilerle yakından ilişkili olan kişiler, ihraççının gerçek veya tüzel kişi ana ortağı ve belirli oranlarda pay alım/satım işlemini yapan yatırımcılardır. Bu kişiler tarafından ÖDT sermayeyi temsil eden paylar ve bunlara dayalı diğer sermaye piyasası araçları işlemlerine ilişkin m. 11 ve 14 ile pay veya oy hakkı oranlarında

⁵²⁵ Yönerge m. 24/2-g uyarınca, “*Bildirimlerin MKK tarafından KAP'a aktarılarak kamuya duyurulmuş olması, içeriğinin MKK tarafından incelendiği, teyit ya da tekeffül edildiği anlamına gelmez.*”.

⁵²⁶ Bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, II-1-C-b-bb (İdari Sorumluluğu Bulunan Kişiler).

değişiklik sonucu doğuran işlemlere ilişkin m. 12 ve m. 22 uyarınca yapılacak özel durum açıklamaları bakımından, Tebliğ ekinde yer alan form doldurulacaktır.

Bu kapsamda “a) Açıklamayı yapmakla yükümlü olan gerçek kişinin adı soyadı veya tüzel kişinin unvanı, b) Açıklama yükümlülüğünün dolaylı olarak doğması halinde, dolaylı iştirak ilişkisine konu olan ortaklıkların unvanı, c) Açıklama yükümlülüğünün birlikte hareket edilmesi sonucunda doğması halinde, birlikte hareket edenlerin adı soyadı veya unvanı, ç) İşlem yapılan payları ihraç eden ihraççının unvanı, d) Açıklama yükümlülüğüne konu işlemin yapıldığı tarih, işleme konu payların nominal değerleri ve işlem tutarları, e) İşlem öncesinde ve sonrasında sahip olunan pay veya oy haklarının toplam pay veya oy haklarına oranı.” açıklama metni olan formda doldurulması gereken alanlardır. (ÖDT m. 15/1).

Paya dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemler bakımından yapılacak özel durum açıklamalarında ise açıklamayı yapmakla yükümlü olan gerçek kişinin adı soyadı veya tüzel kişinin unvanının yanı sıra, “a) Sermaye piyasası aracının dayalı olduğu payı ihraç eden ihraççının unvanı, b) 12’nci maddede yer alan oranlara ulaşılmasına, aşılmasına veya söz konusu oranların altına düşülmesine neden olabilecek paya dayalı sermaye piyasası aracının iktisap edildiği veya elden çıkarıldığı tarih, c) Sermaye piyasası aracının dayalı olduğu paya bağlı oy haklarının toplam oy haklarına oranı, ç) Varsa, sermaye piyasası aracına dolaylı olarak sahip olunması sonucunu doğuran iştirak ilişkisine dair bilgi, d) Sermaye piyasası aracına konu hakların kullanımı için belirli bir sürenin öngörülmesi halinde, sermaye piyasası aracının dayalı olduğu payın elde edileceği ya da elde edilebileceği tarih veya süreye ilişkin bilgi, e) Sermaye piyasası aracının varsa vadesi ya da itfa tarihi” açıklama metninde yer alacaktır.

bbb- Borsa Dışı Ortaklıklar Bakımından

Borsa dışı ortaklıklar özel durum açıklamalarını KAP’a değil SPK’ye gönderdiklerinden bu ortaklıklarca KAP’ta yer alan şablon ve formların doldurulması söz

konusu değildir. ÖDT II m. 5/1-a uyarınca yapılacak pay ve oy hakkı edinim ya da kayıplarına ilişkin özel durum açıklamaları bakımından ÖDT II Ek-1’de yer alan “*Pay Alım/Satım İşlemlerine İlişkin Özel Durum Açıklama Formu*”, m. 5’teki diğer özel durum açıklamaları bakımından ise ÖDT II Ek-2’de yer alan “*Özel Durum Açıklama Formu*” doldurulacaktır. Bu formlardan ÖDT II m. 5/1-a uyarınca doldurulacak olan incelendiğinde, *payları alım/satım işlemine konu olan ilgili ortaklık, işlemi gerçekleştirenin adı soyadı (tüzel kişilerin ticaret unvanı ve temsil eden kişinin adı soyadı), unvanı, adresi, iletişim bilgileri ve işlemin detayları (tarihi, fiyatı, tutarı, adedi vs.)* kamuya açıklama metninde yer alması gereken bilgilerdir. Özel durum açıklama formu bakımındansa, *açıklamanın ÖDT II uyarınca yapıldığı bilgisi, açıklanan özel durumun içeriği ve sorumluluk beyanı* açıklama metninde yer alması gereken hususlardır.

İhraççılar bakımından yukarıda ifade edildiği gibi, borsa dışı ortaklıklar bakımından da özel durum açıklamasının ortaklık tarafından yapıldığı hallerde açıklama metninde sorumluluk beyanına yer verilecektir. ÖDT’nin aksine ÖDT II’de bu hususta bir hüküm bulunmamaktaysa da Tebliğ ekindeki Özel durum açıklama formu uyarınca borsa dışı ortaklık tarafından yapılan özel durum açıklamalarında, “*Yukarıdaki açıklamalarımızın, Sermaye Piyasası Kurulunun II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliğinde yer alan esaslara uygun olduğunu, bu konuda/konularda tarafımıza ulaşan bilgileri tam olarak yansıttığını, bilgilerin defter, kayıt ve belgelerimize uygun olduğunu, konuyla ilgili bilgileri tam ve doğru olarak elde etmek için gerekli tüm çabaları gösterdiğimizi ve yapılan bu açıklamalardan sorumlu olduğumuzu beyan ederiz.*” şeklindeki sorumluluk beyanına yer verilmesi gerekmektedir.

bb- Özellik Arz Eden Durumlara İlişkin Açıklama Metninin Ayrıca İçermesi

Gereken Hususlar

aaa- Yanlış Değerlendirilebilecek Durumlar

ÖDT m. 24/1 ile birtakım hususlara, “*açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekli*” olması halinde özel durumların açıklanma metninde karşı tarafa, işlemin miktar veya tutarına yer verilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır⁵²⁷. ÖDT II m. 6/1-b’de ise özel durum açıklamasına konu durumun karşı tarafına ya da mümkünse işlemin miktar veya tutarına açıklama metninde yer verilmesi, özel durumların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için *gerekli* olması değil *zorunlu* olması şartına bağlanmıştır⁵²⁸. Ayrıca ÖDT m. 24/1’de gerekli olma şartına bağlı olarak özel durum açıklamasında yer verilebilecek hususlar, ÖDT Rehberinde⁵²⁹ zorunluluk olarak ifade edilmiş; *açıklamanın doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için zorunluysa* söz konusu hususlara açıklama metninde yer verileceği belirtilmiştir.

Öncelikle, “*açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi*” için, özel durum açıklamalarının tam olması gerekmektedir⁵³⁰. İçermesi gereken bilgi ve detaylara sahip olmayan bir özel durum açıklaması eksik olacağından yatırımcıların yanıltılmasına da yol açabilecek, dolayısıyla açıklanan bilgilerin *doğru bir şekilde değerlendirilmesine* engel olacaktır. Bir özel durum açıklamasının yanıltıcı olmayıp tam olabilmesi için,

⁵²⁷ ÖDT m. 24/1 uyarınca, “(...) Açıklamaların doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekliyse, açıklamaya konu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilir; değişikliklerin veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilir.”

⁵²⁸ ÖDT II m. 6/1-b uyarınca, “Açıklama, (...) özel durumun doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için zorunluysa açıklamaya konu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilmeli; değişikliklerin veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar veya tutara yer verilmelidir.”

⁵²⁹ Rehber, II-7.1, s. 20.

⁵³⁰ Özel durum açıklama metninin taşınması gereken özelliklerden tamlık için bkz. aşa. Üçüncü Bölüm, I-4-B-c-bb (Tam Olmak).

açıklama metninde yer verilecek hususların zorunluluk değil gereklilik şartına bağlı kılınması yeterlidir. Zira zorunluluk ifadesi, *kesin olarak gereksinim duyulanken* gereklilik ifadesi ise *yapılması, olması veya bulunması uygun olan*⁵³¹ anlamı taşımaktadır. Dolayısıyla iki ifadenin özel durum açıklamaları bağlamında zihinlerde yarattığı sorumluluk algısı da birbirinden farklıdır. Bu kapsamda zorunluluk şartı, açıklama metninde yer verilecek bilgilerin kapsamını daraltacak ve esasen yanıltıcı nitelik taşıyan eksik açıklamalara neden olabilecektir. Dolayısıyla kanaatimizce, bir özel durum açıklamasında, açıklamaya konu durumun karşı tarafına ya da işlemin miktar veya tutarına yer verilmesi bakımından Rehberde zorunluktan bahsedilmesine karşın Tebliğde yer alan gereklilik ifadesinin dikkate alınması gerekmektedir.

Bununla birlikte, ÖDT m. 24/1 ve ÖDT II m. 6/1-b’de *gereklilik/zorunluluk şartına bağlı* olarak açıklama metninde yer alması gereken hususlar *karşı taraf ve miktar ya da tutarla* sınırlı olarak sayılmıştır. Ancak kanaatimizce, açıklamaların doğru olarak değerlendirilmesi, her bir özel durumun somut şartları kapsamında açıklama metninde yer verilmesi gereken hususların farklılaşabileceğinin kabulüyle mümkündür. Dolayısıyla gereklilik şartına bağlı olarak açıklama metninde yer verilmesi gereken hususların sınırlı sayıda değil; örnek niteliğinde olduğu kabul edilmelidir. Bu kapsamda açıklama yükümlülerince, özel durum açıklamasına konu olabilecek her bir durum bakımından açıklamanın tam olabilmesi için metinde yer verilmesi gereken hususlar ayrıca tespit edilmelidir. Aksi halde eksik bir özel durum açıklaması yapılacağından, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk gündeme gelecektir⁵³².

⁵³¹ Bkz. TDK Sözlük, <https://sozluk.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

⁵³² SerPK m. 32/1 uyarınca, “(...) özel durum açıklaması (...) gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.”

bbb- Belirsiz Olan Durumlar

Bir özel durumun belirsiz olmasıyla, halihazırda kamuya açıklanması halinde sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki durumların bazı unsurlarının henüz tam olarak somutlaşmamış olması kastedilmektedir. Bir özel durumun somutlaşıp somutlaşmadığı, durumu oluşturan her bir aşamada ayrıca değerlendirme yapılmasını gerektirmektedir⁵³³. Somutlaşmama, özel duruma konu işlemin tutarının, hacminin veya işleme ilişkin olarak üçüncü kişilerce verilmesi gereken kararların belirsizliği olarak ortaya çıkabilir⁵³⁴. Özellikle birden fazla aşamadan oluşan işlemlerde, örneğin üç köşeli bir birleşme işleminde⁵³⁵, birleşmenin henüz fikir aşamasında olunmasına ilişkin bilgi, sermaye piyasası araçlarının fiyatları üzerinde etkili olmayacağından bu bilginin kamuya açıklanmasına gerek yoktur. Ancak fikrî aşamadan fiilî aşamaya geçilmesi, bir başka ifadeyle birleşme hazırlıklarına başlanması ve birleşmeden çıkarılması düşünülen ortaklara (*squeeze out merger*) ayrılma akçesi yerine payları verilmesi düşünülen üçüncü ortaklık yönetimiyle anlaşma sağlanmasına ilişkin bilgi, artık kamuya açıklanması gereken bir özel durum teşkil edecektir. Zira, her ne kadar birleşmenin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği, birleşmeden çıkarılması düşünülen ortakların ayrılmak yerine devralan ortaklıkta pay sahipliğini sürdürmek⁵³⁶ isteyip istemeyeceği gibi hususlar somutlaşmamışsa da, birleşmenin gerçekleşeceğine yönelik güçlü bir iradenin olduğu izlenimini yaratan aşamalar, rasyonel yatırımcılar tarafından öğrenilmek istenecektir. Dolayısıyla, örneğimizde üçüncü ortaklık yönetimiyle yapılan anlaşmanın belirsiz özel

⁵³³ Rehber, II-2.4, s. 6.

⁵³⁴ ÖDT II m. 6/1-e.

⁵³⁵ Üç köşeli birleşme işlemleri hakkında detaylı bilgi için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 126-127, par. 1421.

⁵³⁶ Birleşmelerde pay sahipliğinin sürekliliği ilkesi hususunda bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, s. 130, par. 143b-s. 135, par. 145.

durumlar kapsamında kamuya açıklanması ve bu açıklamada birleşmenin gerçekleşeceği öngörülen tarihe, birleşmenin gerçekleşmesi için atılacak adımlara da yer verilmesi gerekecektir.

Rehberde de, birden fazla aşamadan geçerek oluşan özel durumlarda açıklama yükümlülüğünün doğup doğmadığının tespiti bakımından örneklerle yer verilmiştir. Buna göre, “*Örneğin, A şirketinin B şirketinin yönetimini ele geçirme gibi bir niyeti varsa (...) Eğer B şirketi buna izin verir ve ön değerlendirme aşaması da her iki tarafı tatmin edecek düzeyde olursa bu durum, B şirketinin el değiştirmesi için ciddi bir iradenin olduğunu gösterir ki bunun özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulması gerekir*⁵³⁷.” Yine Rehber uyarınca, “*Örneğin çoğunluk payların devredilmesi amacıyla yapılan görüşmeler sonrası ortaya konan bir niyet mektubu, yatırımcıyı bu bilgilerin fiyatlar üzerinde önemli etki potansiyeline sahip olduğu konusunda uyaracaktır*⁵³⁸.”

Böyle bir durumda, tüm unsurları somutlaşmamış olsa dahi *etki ve yardım* ihtimallerini doğuran belirsiz durum, kamuya açıklanması gereken bir özel duruma vücut verecektir. Bununla birlikte, henüz belirsizlikler taşıyan bir özel durumun, bu belirsizliklere işaret edilmeksizin açıklanması, yatırımcıların yanıltılması sonucunu doğuracak ve eksik bir açıklama olacaktır.

⁵³⁷ Rehber, II-2.4, s. 6.

⁵³⁸ Devam eden görüşmelerin sonuçlanmasına kesin gözüyle bakıldığı durumlarda, sözleşme öncesi görüşmeler veya gizlilik sözleşmesi yapılmış olmasının bu bilgiye tek başına kesin nitelik kazandırdığından söz edilemeyeceği ancak taraflarca niyet mektubu aracılığıyla bir niyet anlaşmasının yapılmış olması halinde belirli bir kesinliğe ulaşan bilginin, her somut olay özelinde değerlendirilmek şartıyla, açıklanması gerekeceği yönünde bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 267. İki tarafın da karşılıklı güven ifadelerini içeren bir niyet mektubunun tek başına etki potansiyeli oluşturamayabileceği yönünde bkz. Rehber, II-2.4, s. 6.

Dolayısıyla ÖDT m. 24/2⁵³⁹ ve ÖDT II m. 6/1-e'de⁵⁴⁰ belirtildiği üzere, belirsiz özel durumlara ilişkin açıklama metninde *belirsizliğe, belirsizliğin çözüme kavuşması öngörülen tarihe ve belirsizliği çözüme kavuşturacağı öngörülen hususlara* yer verilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, belirsiz durumlara ilişkin özel durum açıklamalarında bahsedilen hususlara yer verilmesi, yalnızca açıklamanın yapıldığı an için yeterli bir kamuyu aydınlatma sağlayacaktır. Belirsizliklerin çözüme kavuşması öngörülen tarihte çözüme veya çözümsüzlüğe ilişkin herhangi bir açıklamanın yapılmamış olması, kamunun karanlıkta bırakılmasına neden olacağı gibi çeşitli spekülasyonlara da zemin hazırlayabilecektir. Dolayısıyla tam bir kamuyu aydınlatma sağlanabilmesi adına, ÖDT m. 24/2'de belirtildiği üzere, belirsiz özel duruma ilişkin açıklamada yer alan muhtemel çözüm tarihinde, belirsizliğin çözüme kavuşup kavuşmadığı da KAP'ta özel durum açıklaması yapılması suretiyle kamuya duyurulmalıdır⁵⁴¹.

cc- Mevcut Bir Özel Durum Açıklamasına İlişkin Açıklamaların İçermesi Gereken Hususlar

aaa- Düzeltmeye Yönelik Açıklamalar Bakımından

Bir özel durum açıklaması, hatalı bir şekilde kamuya açıklanmış olabilir. Böyle bir hatanın olması halinde, yeni bir özel durum açıklamasıyla söz konusu yanlışlık derhal

⁵³⁹ ÖDT m. 24/2 uyarınca, “6'ncı madde saklı kalmak üzere, henüz kesinleşmemiş bir olay veya koşullar nedeniyle hala belirsiz olan özel durumlar, bu belirsizlik belirtilmek suretiyle kamuya açıklanır. Bu açıklamada belirsizliklerin çözüme kavuşması için öngörülen tarih ve gereken koşullara da yer verilir. (...).”

⁵⁴⁰ ÖDT II m. 6/1-e uyarınca, “Bu Tebliğ uyarınca açıklanması zorunlu aşamaya gelmiş olmakla beraber, miktar, tutar veya işlem olarak bazı belirsizlikler içeren özel durumlar; söz konusu belirsizlikler ile bu belirsizliklerin ortadan kalkacağı muhtemel tarih varsa koşullarıyla birlikte açıklanır. (...).”

⁵⁴¹ ÖDT m. 24/2 uyarınca, “(...) Öngörülen tarihte belirsizliklerin çözüme kavuşup kavuşmadığı hakkında kamuya açıklama yapılır.” ÖDT II m. 6/1-e uyarınca, “(...) Karar alınması aşamasında yapılacak açıklamalarda, kararın uygulamaya geçirilmesi için öngörülen süre ve uygulamayı önleyebilecek unsurlar da açıklamaya eklenir.”

düzeltilmelidir⁵⁴². Düzeltmeye ilişkin açıklama, Yönerge m. 20/7 uyarınca hatalı açıklamanın yapıldığı şablon kullanılarak yapılmalıdır⁵⁴³. Bu şablonda, yapılan açıklamanın düzeltme olduğu belirtilmeli, yanlış olarak açıklanan husus belirtilerek bunun doğrusuna yer verilmelidir⁵⁴⁴.

bbb- Güncellemeye Yönelik Açıklamalar Bakımından

Kamuya açıklanan bir özel durumda meydana gelen gelişmelerin açıklanmaması, yatırımcıların yanıltılmasına yol açabilecektir⁵⁴⁵. Bu nedenle, ÖDT m. 23/7 ve ÖDT II m. 6/1-c uyarınca, *“Önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.”* Yönerge m. 20/7 uyarınca güncelleme açıklamasının da güncellenen açıklamada kullanılan şablonun doldurulması suretiyle yapılması ve bu açıklamanın güncellemeye yönelik olduğunun belirtilmesi gerekmektedir⁵⁴⁶.

Güncelleme gereği doğuran özel durum açıklamaları, daha önce ÖDT m. 24/2 veya ÖDT II m. 6/1-e uyarınca kamuya açıklanan belirsiz durumlar bakımından gündeme gelebilir. Bu durumlarda, durumların çözüme kavuşacağı öngörülen tarihten önce herhangi bir gelişme yaşanması mümkün olup, yaşanan gelişmenin önceki açıklamanın

⁵⁴² Rehber, II-7.1, s. 21.

⁵⁴³ Yönerge m. 20/7 uyarınca, *“(…) Özel durum açıklamasına ilişkin düzeltme(ler) (….) önceki özel durum açıklamasının yapıldığı şablonda ‘Yapılan Açıklama Düzeltme mi?’ (….)’ soru(su) ‘Evet’ olarak yanıtlanarak gönderilir.”*

⁵⁴⁴ Rehberde kamuya yanlış bir bilginin açıklanması halinde düzeltme açıklamasının nasıl yapılması gerektiği belirtilmiştir. Buna göre, *“Düzeltilmeler; açıklamanın düzeltme açıklaması olduğunu belirten bir başlık, açıklamanın kapsamı hakkında hatırlatıcı ve özet bilgiler, ilk açıklamanın tarihi, yanlış olan bilginin içeriği ve doğru olan bilgiyi içeren bir beyan, içsel bilginin meydana geldiği tarih, doğru bilginin ihraççıya etkisi ve doğru bilginin sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileme nedenleri hakkında bir açıklama içermelidir.”* Bkz. Rehber, II-7.4, s. 23.

⁵⁴⁵ **Kara**, s. 149.

⁵⁴⁶ Yönerge m. 20/7 uyarınca, *“(…) Özel durum açıklamasına ilişkin (….) güncellemeler önceki özel durum açıklamasının yapıldığı şablonda ‘(…) ‘Yapılan Açıklama Güncelleme mi?’ soru(su) ‘Evet’ olarak yanıtlanarak gönderilir.”*

güncellenmesi suretiyle kamuya açıklanması gerekecektir. Örneğin birleşme görüşmeleri esnasında meydana gelen herhangi bir olayın, birleşme görüşmesi tarafları arasında hukuki bir uyuşmazlığın yargıya taşınması olayının, birleşme işleminin sonucuna olumlu veya olumsuz herhangi bir etki doğuracak olması halinde, birleşme görüşmelerine ilişkin açıklama güncellenmelidir.

Bununla birlikte, güncelleme gereği doğuran özel durumun hiçbir belirsizlik taşımayan ve tam/tamamlanmış/sonuçlanmış bir bilgi veya olaya ilişkin olması da mümkündür. Bir ihraççının faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere belirsiz süreyle kiraladığı çatılı işyerine ilişkin kira sözleşmesini, TBK m. 347 uyarınca sözleşmenin başlangıcından örneğin beş ay sonra feshetmesi halinde, kira sözleşmesine ilişkin özel durum açıklamasının güncellenmesi ve önceki açıklamayla bağlantı kurularak sözleşmenin feshedildiğinin kamuya açıklanması gerekmektedir⁵⁴⁷.

c- Açıklamaların Nitelik İtibariyle Taşınması Gereken Özellikler

aa- Genel Olarak

Özel durum açıklamaları kapsamında açıklanacak olan bilgi, olay ve gelişmeler, açıklama metninin temelini oluşturmaktadır. Bu metne konu durumlar, esas itibariyle bir bilgi içeriğine sahiptir. Dolayısıyla açıklama metni, belirli bir bilgi temeline dayanmaktadır. Söz konusu bilgiler, kamunun aydınlatılmasına hizmet etmektedir. Özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gereken bilgi, alelade değil; nitelikli bir bilgidir⁵⁴⁸. Gerçekten de bu açıklamaların amacı, sermaye piyasası katılımcılarının bilgiye dayalı karar verilebilmelerine imkân sağlamaktır. Oysa sermaye piyasalarına, bu

⁵⁴⁷ Rehber uyarınca, “Güncellemeler; açıklamanın güncelleme olduğunu belirtir bir başlığı, konu ile ilgili tüm açıklamaların tarihini, açıklamanın kapsamı hakkında hatırlatıcı ve özet bilgileri, değişen konularla ilgili bilgileri, içsel bilginin meydana geldiği tarihi ve bu bilginin sermaye piyasası aracının değerini, fiyatını ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileme nedenleri hakkında bir açıklamayı içermelidir.”; bkz. Rehber, II-7.3, s. 22-23. 7.3.

⁵⁴⁸ Meral, s. 93, dn. 333.

piyasalarda faaliyet gösteren ortaklıklara ve sermaye piyasası araçlarına ilişkin her türlü bilginin teknik ve karışık bir dille kamuya açıklanması, bilgi kirliliğine sebep olup sayısız ve karmaşık bir bilgi çöplüğü içinden yatırım kararları bakımından gerekli olanların ayıklanmasını ve bilinçli karar verilmesini de imkansızlaştıracaktır⁵⁴⁹. O halde, bu bilgilerin yatırımcıların yatırım kararlarını bilgiye dayalı olarak şekillendirebilmelerine olanak sağlayacak ve temel olarak nitelendirilebilecek birtakım özelliklere sahip olmaları gerekmektedir. Bu nedenle özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gereken bilgilerin niteliğinin tespit edilmesi ve bunların diğer bilgilere kıyasla ayırt edici unsurlarının belirlenmesi önemlidir.

Yatırım kararlarının bilgiye dayalı olarak verilebilmesi için özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gereken bir bilgi: tam, açık, anlaşılır, doğru, dürüst, güncel ve yeterli olmalıdır⁵⁵⁰. Nitekim ÖDT m. 24/1 ve ÖDT II m. 6/1-b’de “*açıklamaların; yatırımcıların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olması gerekir.*” denilmek suretiyle özel durum açıklamalarına konu bilgilerin taşınması gereken temel özellikler, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında açıklanması gereken herhangi bir bilginin taşınması gereken özelliklerle⁵⁵¹ benzer olarak belirlenmiştir⁵⁵².

⁵⁴⁹ **Manavgat**, Halka Arz, s. 197.

⁵⁵⁰ İçsel bilgilerin kamuya açıklanmasına ilişkin MAR m. 17/1’de, ihraççıyı doğrudan ilgilendiren içsel bilgilerin en kısa sürede kamuya açıklanması ve bunların ihraççının internet sitesinde yayınlanması düzenlenmiş ancak bununla sınırlı kalmamış; bilgilerin kamu tarafından hızlıca erişilebilir, eksiksiz, doğru ve zamanında değerlendirilebilecek şekilde açıklanması ve ihraççı internet sitesinde yayınlanarak en az beş yıl boyunca burada muhafaza edilmesi öngörülmüştür.

⁵⁵¹ Bkz. yuk. Birinci Bölüm, I-2 (Amaçları).

⁵⁵² ÖDT m. 24/1, özel durum açıklama yükümlülerince en çok ihlal edilen düzenlemelerden biridir; bkz. **Dönmez, A./Angay Kutluk, F./Erol, İ.**: Kamunun Aydınlatılması ve Şeffaflık Açısından SPK Tarafından Yayınlanan Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliğinin İncelenmesi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 2016, C. 18, Özel S. 1, s. 335.

Ayrıca ÖDT m. 24/3 ve ÖDT II m. 6/1-d’de özel durum açıklamalarının, “yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik” olamayacağı belirtildikten sonra, bu açıklamaların ihraççıların ve borsa dışı ortaklıkların “mevcut koşullarına ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikir edinmelerine neden olmayacak şekilde” yapılması gerektiği düzenlenmiştir. Son olarak ÖDT m. 24/3 uyarınca ihraççılar tarafından özel durum açıklamalarının, “faaliyetlerinin pazarlanması ve reklam amacıyla” kullanılamayacağı hükme bağlanmıştır.

bb- Tam Olmak

Özel durum açıklamasına konu bilgi, tam/tamam olmalıdır. Bir bilginin tam olmasıyla kastedilen, eksiksizliktir⁵⁵³. Bir başka ifadeyle, özel durumun konusu oluşturan bilgi, olay veya gelişmenin gerekli tüm ayrıntılarıyla açıklanması gerekir⁵⁵⁴. Örneğin bir ihraççının esas sözleşmesinin değiştirilmesi niteliğindeki kayıtlı sermaye tavanının⁵⁵⁵ değiştirilmesi halinde kamuya yapılacak özel durum açıklamasında: mevcut kayıtlı sermaye tavanına, buna ilişkin esas sözleşme maddesine, yeni kayıtlı sermaye tavanına, buna ilişkin esas sözleşme maddesinin değiştirildiği hususuna, değişikliğin tarihine, değişikliğin tescil ve ilan bilgilerine yer verilmesi gerekir. Tüm bu hususları içeren bir açıklama tam bir açıklama olacakken, belirtilen hususların eksikliği açıklamanın da eksikliği sonucunu doğuracak ve sorumluluğa neden olacaktır.

Bu hususta, ihraççıya yönelik davalar hakkında yapılan özel durum açıklamalarının içermesi gereken hususlar bakımından örnek verilmesi mümkündür.

⁵⁵³ **İhtiyar**, s. 74; **Paslı**, s. 250. Bilanço ilkeleri bakımından bkz. **Karayalçın**, s. 82. Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında eksik açıklamaya ve bunun sonuçlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aydoğan**, s. 370 vd.

⁵⁵⁴ Açıklama metni ile açıklamaya konu olgu arasındaki uyumun tam açıklama niteliği taşıdığı yönünde bkz. **Duman**, s. 110; Rehber, II-7.1, s. 20-22. İhraççı, içsel bilgilerin kamuya duyurulmasında gerekli tüm detayları sunmak zorundadır; bkz. **Karşlı**, s. 560.

⁵⁵⁵ Kayıtlı sermaye tavanı, başlangıç sermayesi ve çıkarılmış sermaye kavramları hakkında bkz. **Aytaç**, s. 247-248.

Danıştay kararına⁵⁵⁶ konu bir davada, temyiz eden ÖDT'ye tâbi ihraççı A ile dava dışı limited ortaklık B arasındaki finansal kiralama sözleşmesi, B'nin borcunu ödemede temerrüde düşmesi dolayısıyla ihraççı A tarafından feshedilmiş, B hakkında ihtiyati tedbir talepli dava açılmış, kambiyo senetlerine özgü haciz yoluyla takip başlatılmış, kiralama sözleşmesi kapsamında verilen ekipmanların iadesine ilişkin davalar açılmış ve takipler başlatılmış, B'den tahsil edilemeyen alacaklar bakımından karşılık ayrılmış ve B'nin iflasına ilişkin olarak iflas masasına A adına kayıt yaptırılmıştır. Oysa konuya ilişkin olan 07.04.2015 tarihli özel durum açıklamasında yalnızca feshe, ihtiyati tedbir talepli davaya ve 17.02.2014 tarihinde başlatılan kambiyo senetlerine özgü haciz yoluyla takibe ilişkin bilgi verilmiş, yukarıda belirtilen diğer hususlara ise yer verilmemiştir. Bu sebeple SPK tarafından A hakkında idari para cezası tesis edilmiştir. Söz konusu kararın gerekçesi, A ve B arasındaki hukuki uyuşmazlıklar ile A'nın alacağının durumuna ilişkin her bir bilginin, sermaye piyasası araçlarının fiyatına etkili olabilecek içsel bilgi niteliği taşımaları dolayısıyla özel durum açıklama metninde yer alması gerektiği şeklinde belirtilmiştir. A bu karara karşı yargı yoluna başvurmuş ancak yukarıda sayılan hususların içsel bilgi niteliği taşımadığı ve bu nedenle açıklanmasına gerek görülmediği yönündeki iddiaları yerinde bulunmayarak ilk derece mahkemesince dava reddedilmiş, bölge idare mahkemesinde ret kararına ilişkin istinaf talebi reddedilmiş ve son olarak Danıştay tarafından istinaf talebinin reddine ilişkin bölge idare mahkemesi kararı hukuka uygun bulunarak onanmıştır. Dolayısıyla, açıklamaya konu özel durumla ilgili olarak yatırımcılar tarafından önemli kabul edilebilecek her bilginin açıklama metninde yer verilmemesi hukuken korunmayacak, bu durum, açıklama yükümlülüğünün ihlali niteliği taşıyacaktır.

⁵⁵⁶ Danıştay 13. Dairesi'nin 05.10.2020 tarihli ve 2020/2520 E., 2020/2392 K. sayılı kararı için bkz. <https://www.lexpera.com.tr/ictihat/danistay/13-d-e-2020-2520-k-2020-2392-t-5-10-2020> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

Ancak kimi zaman, birtakım özel sebepler dolayısıyla belirsizlik taşıyan özel durumlarla karşılaşılması mümkündür. Bu hallerde dahi henüz belirsizliğini koruyan özel durumun kamuya açıklanması gerekmektedir. Ancak ÖDT m. 24/2 ve ÖDT II m. 6/1-e uyarınca bu açıklamalarda, *söz konusu belirsizliğe, belirsizliğin çözüme kavuşacağı tahmin edilen tarihe ve belirsizliğin çözüme kavuşması için gerekli olan koşullara yer verilmesi halinde açıklamanın eksik olduğundan söz edilmesi mümkün olmayacaktır.* Böyle bir açıklama da tam bir özel durum açıklaması niteliği taşıyacaktır.

cc- Açık ve Anlaşılır Olmak

Özel durum açıklamasına konu bilgi, açık ve anlaşılır olmalıdır⁵⁵⁷. Bir bilginin açık olmasıyla kastedilen, bilgiyi oluşturan olgunun tüm çıplaklığıyla ve olduğu gibi ortaya konulmasıdır. Bir bilginin anlaşılır olmasıyla ise sözel ifadesinin herkes⁵⁵⁸ tarafından⁵⁵⁹ anlaşılabilecek sadelikte olması kastedilmektedir⁵⁶⁰. Bu itibarla özel durum açıklama metninde belirsiz ifadeler, ağırdalı bir Türkçeye, uzun paragraflar oluşturan cümlelere, yönetim kurulu başkanı ve genel müdür gibi kişilerin sözlerinden

⁵⁵⁷ **Tekinalp**, s. 49; **İhtiyar**, s. 72; **Paslı**, s. 250. Aynı yönde bkz. **Kara**, s. 148. Zira kamuyu aydınlatma ilkesi amacına ancak böyle ulaşabilir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 197, 226.

⁵⁵⁸ Açıklanan bilgilerin muhatapları arasında finansal okur-yazarlık düzeyi bakımından farklılıkların olması, bu bilgilerin farklı düzeylerde algılanması sonucunu doğurduğundan açıklamaların anlaşılabilirliği ve yeterliliği bakımından ortalama yatırımcı tipinin esas alınması gerekir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 197-198. Benzer şekilde bkz. **İhtiyar**, s. 73; **Manavgat**, s. 235.

⁵⁵⁹ Bilanço ilkelerinden olan açıklık ve anlaşılabilirlikle herkesçe anlaşılabilirliğin değil, o konunun uzmanları tarafından anlaşılabilirliğin kastedildiği hususunda bkz. **Karayalçın**, s. 82. Oysa özel durum açıklamaları bakımından aydınlatılmak istenen yalnızca açıklamaya konu bilgi bakımından uzman olanlar değil; bir bütün olarak kamudur. Bu nedenle özel durum açıklamasına konu bilginin anlaşılabilirliği ile bir bütün olarak kamu tarafından anlaşılabilir olmak kastedilmektedir. Ancak esas alınacak ölçü, temel kavram ve terimleri bilen ilgililerin sunulan bilgileri kavrayabilmesi, bilgi sunuş tarzının onların anlayabileceği bir açıklıkta olmasıdır. Zira kamuyu aydınlatma gereğince duyurulan bilgilerde işin mahiyeti gereği birtakım teknik ifadeler yer verilmesi kaçınılmazdır. Hal böyle olunca sunulan bilgiden yararlanmak isteyen muhatapın, hiç olmazsa asgari bir düzeyde bu ifadelerle aşina olması gerekmektedir; bkz. **İhtiyar**, s. 73.

⁵⁶⁰ Kamuya açıklanan bilgilerin muhataplar tarafından algılanıp anlaşılabilemesine bağlı olarak kamuyu aydınlatma ilkesinin amaçlarına ulaşabileceği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 197.

alıntılara⁵⁶¹ ya da sadece konunun uzmanlarınca anlaşılabilir teknik terimlere yer verilmemelidir. Dolayısıyla açıklama metninde, özel durum açıklamasına konu durumu ifade etmek üzere halihazırda kanıksanmış ve yaygın olarak kullanılan gösterge veya oranlara yer verilmelidir⁵⁶².

dd- Doğru ve Dürüst Olmak

Özel durumlar açıklamasına konu bilgiler, “doğru ve dürüst bir şekilde” (*true and fair view*) kamuya sunulmalıdır. Esasen doğruluk, açıklanan bilgilerin gerçeğe uygunluğuyla ilgiliyken; dürüstlük, açıklama yükümlüsünün açıklama eylemi bakımından takınması gereken bir davranış biçimidir⁵⁶³.

aaa-Doğruluk

Kamuyu aydınlatma amacı taşıyan bir açıklamanın gerçeğe ışık tutması, muhatapları karanlıkta bırakmaması ve onların açıklanan bilgiye güvenerek hareket edebilmesini sağlamalıdır. Muhatapların karanlıkta bırakılmaması ise ancak güvenilir⁵⁶⁴, yanıltıcı olmayan⁵⁶⁵, denetlenmiş⁵⁶⁶ ve söylenti düzeyinde kalmayan gerçek bilgiye ulaşabilmesiyle sağlanır. Doğru bilgilerin açıklanması şartıyla, örneğin mali durumu oldukça bozuk olan bir ortaklığın dahi sermaye piyasası araçlarının alım-satım işlemlerine konu olmasının önünde hiçbir engel yoktur. Zira muhataplar, doğru ve

⁵⁶¹ Rehber, II-7.1, s. 21.

⁵⁶² Buna göre, “*faaliyet sürecinde, sektörde ve iş dünyasında genel olarak kullanılan göstergeler*” halihazırda kanıksanmış ve yaygın olarak kullanılan göstergelerdir; bkz. Rehber, II-5.11, s. 18.

⁵⁶³ **İhtiyar**, s. 76-82. Kamuya açıklanacak bilgilerin doğru ve dürüst olmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Meral**, s. 136-139.

⁵⁶⁴ Bilginin güvenilir olmasıyla hem bilgi kaynağının güvenilir olması hem de bu bilginin söylenti düzeyinde değil yeterli derecede kesin bir niteliğe sahip olması kastedilmektedir; bkz. **Turanboy**, s. 55-58.

⁵⁶⁵ Yanıltıcı bilgilere maruz kalan yatırımcıların piyasalara duydukları güvenin sarsılacağı ve bu durumun piyasalardaki işlemlerin azalmasına neden olacağı yönünde bkz. **Turanboy**, s. 11.

⁵⁶⁶ Bağımsız denetimin, kamuya açıklanan bilgilerin güvenilirliği bakımından önemi hakkında detaylı bilgi için bkz. **İhtiyar**, s. 64-72.

güvenilir bilgiye ulaşıkları takdirde verecekleri yatırım kararları bakımından serbesttir. Önemli olan, söz konusu yatırım kararlarının doğru bilgiler ışığında verilmesine imkân tanınmasıdır⁵⁶⁷.

Ancak açıklanan bilgilerin içeriği, her zaman mutlak bir şekilde doğruluğu sağlayabilecek nitelikte olmayabilir. Örneğin, ihraççının mali durumunun geleceğine ilişkin tahminleri içeren bir özel durum açıklaması, niteliği itibarıyla mutlak olarak doğru ve kesin sayısal öngörüler içermeyecektir⁵⁶⁸. Ancak söz konusu tahminlerin dayandırıldığı olguların doğru olması⁵⁶⁹, bu tahminlerin gerçekçi olmasını sağlayacağından yapılan açıklamanın da doğru bilgiler ışığında ve gerçeğe uygun olması sonucunu doğuracaktır.

Rehber uyarınca, “*mevcut durumu yansıtmayan ya da hatalı olarak yansıtan açıklamalar*”, “*herhangi bir durumla ilgili olarak, doğruluğu kanıtlanmamış olaylara dayandırılarak yapılan değerlendirme ve görüşler*” ve “*genel olarak yanıltıcı izlenim verecek şekilde bölümleri atlanmış olan açıklamalar*”, doğru olmayan, yanlış özel durum açıklamalarıdır⁵⁷⁰. Örneğin A ihraççısının, kamunun güvenini kazanmış B Ortaklıklar Topluluğu ile devralınma yoluyla birleşmesi hususu taraflar arasında henüz niyet aşamasındayken, devralınması düşünülen A ihraççısının bu birleşmenin neredeyse kesin olarak gerçekleşeceği izlenimini uyandıran bir özel durum açıklaması yaptığını

⁵⁶⁷ ABD hukukunda SA, “*rotten egg statute*” olarak adlandırılmış ve çürük olduğu belirtildikten sonra insanlara istendiği kadar çürük yumurta satılabileceği gibi “*bozuk*” olduğu belirtildikten sonra halka istendiği kadar sermaye piyasası aracı satılabileceği, önemli olanın gerçeğe uygun doğru bilgi vermek olduğu belirtilmiştir; bkz. **Kabaalioğlu**, s. 67, dn. 16; **İhtiyar**, s. 21-22.

⁵⁶⁸ Bilanço ilkelerinden doğruluk ile mutlak bir doğruluğun aranmadığı ve bunun da esasen mümkün olmadığı hususunda bkz. **Karayaçın**, s. 83.

⁵⁶⁹ İhraççılar, bir olayı değerlendirmelere dayanak yapmadan önce doğruluğundan emin olmalıdır; bkz. Rehber, II-7.1, s. 21-22.

⁵⁷⁰ Rehber, II-7.1, s. 21-22.

varsayalım⁵⁷¹. A ihraççısının birleşme dolayısıyla çok kısa bir zaman içerisinde değer kazanacağını düşünen yatırımcılar, bu ortaklığın sermaye piyasası araçlarını henüz fiyatları düşükken alıp bu fiyatlar artınca kâr elde etmeyi amaçlayacaktır. Dolayısıyla gerçeğe dayanmayan bu bilgi ışığında verilen yatırım kararları, A ihraççısının sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü fiyatların artmasına ve piyasada yapay bir fiyat oluşumuna neden olacaktır. Oysa ortaklıklar topluluğunun henüz niyet aşamasındaki bu birleşme fikrinden vazgeçmesi mümkün olduğu gibi, çeşitli sebeplerle birleşmenin gerçekleştirilememesi de ihtimal dahilindedir. Bu nedenle, söz konusu özel durum açıklaması “yanlış” olacaktır. Bir özel durum açıklamasının yanlış bilgiler⁵⁷² içermesi halinde, bu açıklamanın derhal düzeltilmesi ve doğru bilginin kamuya paylaşılması gerekmektedir.

bbb- Dürüstlük

Özel durumların kamuya dürüst bir şekilde açıklanması ise açıklama yükümlüsünün yanıltma, aldatma ve zarar verme kastı olmaksızın, gerçeğe uygun doğru bilgiyi tarafsız⁵⁷³ ve eksiksiz bir şekilde kamuya açıklamasıdır⁵⁷⁴. Buna göre, içeriği doğru olan ancak sunuluşu itibarıyla muhataplarda yanlış izlenim yaratacak nitelikteki açıklamalar yanıltıcıdır⁵⁷⁵. Örneğin bir ihraççıya karşı açılan ve kamuya açıklanması gereken bir davanın, dava şartları eksikliği dolayısıyla usul yönünden reddedildiği

⁵⁷¹ Örneğin; bir hedef ortaklık ile devralma görüşmesi yapan bir ihraççı, görüşmenin henüz başlangıç aşamasında olduğunu ve ortada bağlayıcı bir karar bulunmadığını açıklamaksızın, devralma sonucunda sahip olacağı varlıklar hakkında açıklama yaparsa bu açıklama yanlış kabul edilir; Rehber, II-7.1, s. 21-22.

⁵⁷² Bir bilginin yanlış olmasıyla, kanıtlanabilir bir gerçeğe aykırılık durumunun söz konusu olması gerekir; bkz. **Aydoğan**, s. 359.

⁵⁷³ Açıklamaya konu bilgilerin tarafsız/objektif olarak sunulmasına ilişkin olarak bkz. **İhtiyar**, s. 83-84.

⁵⁷⁴ **Karayalçın**, s. 83. Kamuyu aydınlatma ilkesinin, yatırımcıların tam ve doğru bilgiye dayalı karar vermelerini sağlama amacının, dürüstlük ilkesinin şekli içeriği, bilgi suistimalinin önlenmesinin ise ilkenin maddi içeriğini oluşturduğu yönünde bkz. **Manavgat**, s. 97-98.

⁵⁷⁵ **Yıldız**, s. 284; **Aydoğan**, s. 363. Aynı yönde bkz. Rehber, II-7.1, s. 21-22.

varsayılınsın⁵⁷⁶. İhraççı tarafından söz konusu davanın mahkemece reddedildiği yönünde bir özel durum açıklaması yapılması, davanın esas yönünden incelenip davacı tarafın iddiasında haksız olması dolayısıyla davanın esastan reddedildiği izlenimini yaratacak ve bu nedenle yanıltıcı nitelik taşıyacaktır⁵⁷⁷.

Bununla birlikte, özel durum açıklamasının taraflı bir dille kaleme alınması, açıklamada mevcut durumu abartılı veya önemsiz gösteren ifadeler kullanılması da dürüst bir kamuyu aydınlatma olmayacaktır⁵⁷⁸. Ayrıca, nitelikleri belirli bilgiler olduğunu belirttiğimiz özel durumların, henüz bu belirliliği kazanmadan önce kamuya açıklanması da muhataplar üzerinde yanıltıcı bir etki yaratabilecektir⁵⁷⁹. Örneğin petrol dağıtımı alanında faaliyet gösteren bir ihraççının, dünya genelinde oldukça ilgi duyulan yapay zekâ alanında da faaliyet göstermek istediği ve bunun için henüz yalnızca personel altyapısı kurma aşamasında olduğu varsayılınsın. Faaliyet alanını genişletmek isteyen ve bu hususta henüz yeni harekete geçmiş olan ihraççı tarafından bu konuda yapılacak özel durum açıklamasında, yapay zekâ alanına sağlayacakları sınai katkıya, söz konusu katkı karşılığında kazanılacak maddi varlık ve değerlere yer verilmesi, yatırımcılar bakımından yanıltıcı olacaktır⁵⁸⁰. Zira böyle bir açıklama, henüz hiçbir teknik altyapısı

⁵⁷⁶ 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu (RG. 04.02.2011, S. 27836) m. 114'te dava şartları düzenlenmiştir. Bu şartların eksikliği halinde HMK m. 115/2 uyarınca, "*Mahkeme, (...) davanın usulden reddine karar verir.*" Usulden ret kararı, davanın temelindeki uyuşmazlığı sona erdirmeyen, usul bakımından nihai karar niteliği taşır; bkz. **Arslan, R./Yılmaz, E./Taşpınar Ayvaz, S.:** Medeni Usul Hukuku, Üçüncü Baskı, Ankara 2017, s. 472. Dava şartları ile usul ve esas yönünden nihai kararları ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Arslan/Yılmaz/Taşpınar Ayvaz**, s. 280-292, 470-478.

⁵⁷⁷ Rehber, II-7.1, s. 21-22.

⁵⁷⁸ Rehber, II-7.1, s. 21-22.

⁵⁷⁹ Rehber, II-2.1, s. 4.

⁵⁸⁰ Rehber, II-2.1, s. 4. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk bağlamında yanıltıcılığın belirlenmesi bakımından nesnel yatırımcı tipinin esas alınması gerektiği yönünde bkz. **Manavgat**, İzahnamenin Onayı, s. 124.

oluşturulmamış yeni bir konuda yapılacak faaliyetlerin olgunlaştığı, teknik ve fizikî altyapının oluşturulduğu izlenimi yaratacaktır.

Ayrıca özel durumların kamuya dürüst bir şekilde açıklanması, bu bilgilerin daha önce açıklanmış olan bilgilerle karşılaştırılmasını kolaylaştıracak şekilde açıklanmasını da kapsamaktadır⁵⁸¹. Özellikle teknik göstergeler ve sayısal veriler içeren bir özel durum açıklamasının aynı konuda daha önce yapılan açıklamalara, göstergelere ve sayısal verilere atıf yapması, yatırımcıların bu bilgileri karşılaştırarak bilinçli bir şekilde karar vermelerine yardımcı olacaktır⁵⁸². Nitekim bu husus Rehberde de belirtilmiştir. Örneğin payları borsada işlem gören bir ihraççının, açıklanan son bilançosundaki maddi duran varlıklarının toplam net değerinin yüzde kırkını oluşturan bir akaryakıt istasyonunu yeni bir kira sözleşmesiyle üçüncü kişiye kiralaması halinde; söz konusu istasyonun yeni kiracısı ve kira bedeliyle birlikte eski kiracısı ve kira bedeline de özel durum açıklamasında yer vermesi gerekecektir⁵⁸³. Bu hususlarda yatırımcıların karşılaştırma yapmasına olanak sağlamayan bir özel durum açıklaması, dürüst bir açıklama olmayacaktır.

ee- Yeteri Kadar Olmak

Özel durum açıklamaları, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren ortaklıklar ve buralarda işlem gören araçlara ilişkin her türlü bilginin açıklanmasını gerekli kılmamaktadır. Zira böyle bir açıklama yükümlülüğü öngörülmesi, muhatapların sayısız

⁵⁸¹ Kamuya açıklanan bilgilerin hem ortaklığın kendi işlemleri ile hem de diğer ortaklıklarla karşılaştırılabilir olması gerektiği yönünde bkz. **İhtiyar**, s. 84-88; **Paslı**, s. 250; **Duman**, s. 111.

⁵⁸² Rehber uyarınca, “*Örneğin; ihraççı, satışları bir önceki aya göre ve olağan dışı olarak %20 artış gösteren bir ürün için açıklama yaptıktan sonra, takip eden ay olağan dışı artış gösteren başka bir ürün için yapacağı açıklamada, daha önce açıklanan ürünün satışları hakkında da bilgi vermek zorundadır.*”; bkz. II-7.2, s. 22.

⁵⁸³ Karşılaştırmaya olanak sağlayacak bu bilgilere açıklama metninde yer verilmesi değil, önceki açıklamaya atıf yapılması gerekli ve yeterlidir. Zira karşılaştırma imkânı sağlanırken karmaşaya yol açılarak anlaşılabilirliği kaybetmemek gerekir.

veri arasında kaybolmasına, yatırım kararları bakımından ihtiyaç duyulan bilgilerin bulunmasının imkansızlaşmasına, tüm bilgilere bakılmasına rağmen gerekli olanın görülememesine ve yatırımcıların adeta “körleşmesine” neden olacaktır⁵⁸⁴. Bu nedenle özel durum açıklaması, bir yatırım kararı verilirken ihtiyaç duyulabilecek hususları içermeli, buna karşın gereksiz bilgi⁵⁸⁵ ve detaylardan uzak olmalıdır⁵⁸⁶. Hangi detayların açıklanmasının gerekli olduğu, özel durum açıklaması yapmakla yükümlü olanlar tarafından belirlenecektir. Bu belirleme, ilgili detayın yatırım kararları bakımından önemi dikkate alınarak yapılacaktır⁵⁸⁷.

Örneğin süt ürünleri alanında faaliyet gösteren bir ihraççının yirmiyi aşan üretim tesislerinin tümünde yeni geliştirilmiş bir süt sağma sistemini kullanmaya başlaması halinde özel durum açıklaması yapması gerekecektir. Bu açıklamada yeni sisteme geçilmesinin maliyetine ve bilimsel veriler ışığında üretime ne miktarda artı değer katacağına ilişkin bilgilere yer verilmesi gerekirken, söz konusu süt sağma sisteminin nerede ve ne zaman geliştirildiği, hangi mühendislik aşamalarıyla oluşturulduğu, sistemde kullanılan malzemelerin teknik detayları gibi hususlara yer verilmesine gerek olmayacaktır. Zira yatırımcılar için gerekli olan bilgi, yeni sisteme geçilmesinin ortaklık finansal durumunu ve sermaye piyasası araçlarının fiyatını ne yönde etkilediği/etkileyeceğine ilişkin bilgidir. Oysa yeni süt sağma sistemine ilişkin yoğun teknik detaylar⁵⁸⁸, muhataplar için gerekli olmadığı gibi, ticari sır niteliği taşıması halinde

⁵⁸⁴ Muhatapların değerlendiremeyeceği kadar fazla bilginin kamuya açıklanması sonucu oluşan *aşırı yük* nedeniyle bu bilgilerin karıştırılacağı, sonuç olarak muhatapların yanlış ve nitelsiz karar vermesine sebep olacağı yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 197-198. Bu hususta bkz. **Möllers/Temel**, s. 29 vd.

⁵⁸⁵ Yeteri kadar açıklama yapılarak *aşırı bilgi verilmemesinin* yalnızca gereksiz bilgilerin açıklanmamasını değil, gerekli bilgilerin de aşırı derece açıklanmamasını kapsayan geniş bir kavram olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 198.

⁵⁸⁶ **Manavgat**, s. 81; **Paslı**, s. 250.

⁵⁸⁷ **İhtiyar**, s. 73-74.

⁵⁸⁸ Pay alım teklifi bakımından kamuya yapılacak açıklamalarda yatırım kararı üzerinde etkili olmayacak ayrıntılı teknik detaylara yer verilmesinin zorunlu olmaması gerektiği yönünde bkz. **Manavgat**, s. 214.

ortaklık menfaatlerinin zedelenmesi sonucunu da doğurabilecektir. Bu nedenle her bir özel durum açıklaması, yatırım kararları bakımından dikkate değer hususları, gereksiz ayrıntı ve detaylara boğmadan ortaya koymalıdır.

Ayrıca aynı bilginin birden çok kez, farklı belge ve platformlarda açıklanmasından kaçınılmalı, gerektiği durumlarda önceki açıklama metinlerine atıf yapılmasıyla yetinilmelidir⁵⁸⁹. Zira çok sayıda kanaldan çok sayıda açıklamanın yapılması, yatırımcıların bilgileri algılama ve anlamlandırmaları önünde önemli bir engel oluşturacaktır⁵⁹⁰.

II- İÇSEL BİLGİLERİN AÇIKLANMASI

Çalışmamızın bu bölümünde ÖDT’de içsel bilgilere ilişkin olarak öngörülen açıklama usul ve esasları incelenmiş, ilgili yerlerde ÖDT II hükümlerine de değinilmiştir. Bununla birlikte, ÖDT uyarınca sürekli bilgiler kapsamında değerlendirilip de tarafımızca esasen içsel bilgi niteliği taşıdığı belirlenen bilgilere ilişkin açıklama esaslarına da bu bölümde yer verilmiştir.

1- Açıklama Yapmakla Yükümlü Olan Kişiler

A- Genel Olarak

Herhangi bir içsel bilginin ilk kez ortaya çıkması veya kamuya açıklanmış bir içsel bilgide değişiklik meydana gelmesi halinde bunları kamuya açıklamakla yükümlü olanlar, ihraççı ve borsa dışı ortaklıklardır. Ancak kimi zaman içsel bilgi niteliği taşıması dolayısıyla kamuya açıklanması gereken birtakım özel durumların söz konusu tüzel kişilerin bilgi ve gözetimi dışında oluşması mümkündür. Hal böyleyken, içsel bilginin oluştuğundan haberdar olmayan ihraççı veya borsa dışı ortaklıkların bunları kamuya açıklamasının beklenmesi uygun olmadığı gibi mümkün de değildir. Dolayısıyla, bu gibi

⁵⁸⁹ **Manavgat**, s. 235.

⁵⁹⁰ **Özer**, s. 47.

durumlarda ihraççılar ve borsa dışı ortaklıkların açıklama yükümlülüklerine istisna getirilerek, işlemi yapanlar veya bu bilgilere vâkıf olan belirli kişiler tarafından kamuya açıklama yapılması yükümlülüğü öngörülmüştür.

ÖDT ve ÖDT II’de ortaklıklar dışında, sınırlı hususlarda özel durum açıklaması yapmakla yükümlü olan kişiler “ilgili taraflar” olarak ifade edilmiştir. İlgili taraflar, yalnızca Tebliğlerde belirtilen içsel bilgilerle sınırlı olarak özel durum açıklaması yapma yükümlülüğüne tâbidirler. Dolayısıyla bu kişilerce yapılacak özel durum açıklamaları, istisnai nitelik taşımaktadır. İlgili taraflarca açıklanacağı belirlenen içsel bilgiler dışındaki her türlü içsel bilgiyi açıklama yükümlülüğü, ihraççılar ve borsa dışı ortaklıklara aittir.

B- Ortaklıklar

İçsel bilgilerin kamuya açıklanması yükümlülüğü, ÖDT m. 5/1, 3 ve 5, m. 6/2, m. 8, m. 9, m. 10/1, m. 18/1-c ve e m. 19, m. 20, m. 21/1 (b fıkrası hariç) ve m. 22 hükümlerinden de anlaşılacağı üzere kural olarak ihraççılara, ÖDT II m. 7/2 uyarınca ise kural olarak borsa dışı ortaklıklara aittir⁵⁹¹.

C- İlgili Taraflar⁵⁹²

a- Pay Sahipleri

ÖDT m. 5/2 uyarınca, “*ihraççıların doğrudan veya dolaylı olarak toplam oy haklarında veya sermayesinde %10 veya daha fazla paya veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların %10 veya daha fazlasına sahip*” olan pay sahipleri, ihraççının bilgisi dışında, içsel bilgileri öğrendikleri takdirde, bu bilgileri özel durum açıklamaları kapsamında kamuya

⁵⁹¹ Yalnızca içsel bilgiler bakımından; bkz. **Paslı**, Devralınma, s. 371; **Manavgat**, Halka Arz, s. 212. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 192 vd.

⁵⁹² İlgili taraflarca yapılan açıklamanın kamunun aydınlatılması bakımından yeterli olduğu ancak ihraççının açıklama yükümlülüğünün her halde devam edeceği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 212. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 193.

açıklamakla yükümlüdür. Rehberde bu kişilere karşı açılacak çeşitli davaların içsel bilgi niteliği taşıyacağı ifade edildikten sonra bu hususlara ilişkin özel durum açıklamasının da bahse konu pay sahipleri tarafından yapılacağı belirtilmiştir⁵⁹³.

Anılan maddede yer alan “*ihraççıların bilgisi dışında*” ifadesinin iki farklı şekilde anlaşılması mümkündür. Bu ifadeyle, ihraççının henüz vâkıf olmadığı bir içsel bilginin bahsedilen pay sahipleri tarafından öğrenilmesi kastedilmiş olabileceği gibi hem ihraççı hem de bahsedilen pay sahiplerince vâkıf olunan içsel bilgilerin pay sahiplerince bilindiğinin ihraççı tarafından bilinmemesi de kastedilmiş olabilir. Birinci olasılıkta içsel bilgiyi açıklama yükümlülüğünün yalnızca bahsedilen pay sahiplerine ait olduğu belirtilebilecekken, ikinci olasılıkta hem ihraççının hem de pay sahiplerinin içsel bilgiyi açıklamakla yükümlü oldukları sonucuna varılabilecektir⁵⁹⁴.

b- İdari Sorumluluğu Bulunan Kişiler, İdari Sorumluluğu Bulunanlarla Yakından İlişkili Olan Kişiler ve İhraççının Ana Ortağı

aa- Genel Olarak

Yatırımcıların, ortaklık içindeki belirli kişiler tarafından gerçekleştirilebilecek şüpheli işlemlere karşı korunmasını sağlamak amacıyla, bu kişiler tarafından yapılan belirli işlemlerin kamuya açıklanması öngörülmüştür⁵⁹⁵. Buna göre ÖDT m. 11/1 uyarınca, ihraççı bünyesinde idari sorumluluğu bulunan kişiler, ihraççı bünyesinde idari sorumluluğu bulunan kişilerle yakından ilişkili kişiler ve ihraççının gerçek ya da tüzel kişi ana ortağı tarafından, kural olarak “*sermayeyi temsil eden paylar ve bu paylara dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak gerçekleştirilen tüm işlemler*” işlemi

⁵⁹³ Rehber, II-5.3 s. 12.

⁵⁹⁴ Pay sahibi tarafından içsel bilgi açıklanması halinde ihraççının açıklama yükümlülüğünün kalkmadığı ancak pay sahibi açıklamasının kamunun bilgilendirilmesi açısından yeterli olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 212.

⁵⁹⁵ **Paslı**, s. 207.

yapan tarafından kamuya açıklanacaktır. Kuralın istisnası ÖDT m. 11/2’de öngörülmüştür. Buna göre, “Sermayeyi temsil eden paylar ve bu paylara dayalı diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak, idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler ya da ihraççının ana ortağının her biri hesabına yapılan işlemlerin toplam tutarı bir takvim yılı içerisinde 250.000 TL tutara ulaşmadıkça açıklama yapılmaz.” Söz konusu işlemlerin toplam tutarı, idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişiler ya da ihraççının ana ortağının her biri tarafından gerçekleştirilen tüm işlemler⁵⁹⁶, toplanarak hesaplanacaktır (ÖDT m. 11/2). Bahsedilen tutarın hesaplanmasına ise belirlenen tutarları aşan işlemlerden itibaren başlanacaktır (ÖDT m. 11/4). Bu kişiler tarafından ÖDT m. 11’de belirtilen tür ve tutardaki işlemlerin, birlikte hareket etmek suretiyle gerçekleştirilmesi halinde, söz konusu işleme ilişkin içsel bilgiler de birlikte açıklanacaktır⁵⁹⁷.

Ayrıca, ihraççının halka arz edilen payları dışındaki sermaye piyasası araçlarında yapılan işlemlerin toplam tutarının bir takvim yılı içerisinde 250.000 TL tutarını aşması halinde, işlemi yapanlarca bu hususta gerçekleştirilen tüm işlemler kamuya açıklanacaktır (ÖDT m. 11/3). ÖDT m. 11’de belirtilen tutarın bir kez aşılması halinde, o andan itibaren söz konusu tutara ulaşmayan işlemlerin dahi açıklanması gerekecektir (ÖDT m. 11/4). Aksi halde, açıklama yükümlülüğünün ihlali dolayısıyla ilgililerin sorumlulukları gündeme gelecektir. Örneğin, idari sorumluluğu bulunan kişi hakkında ÖDT m. 11/3’ün ihlali dolayısıyla SPK kararıyla SerPK m. 105/2 uyarınca idari para cezası tesis edilmiş, SPK kararının yerinde olduğuna ilişkin bölge idare mahkemesi kararı temyiz edilmişse de Danıştay 13. Dairesi tarafından temyiz talebi reddedilmiştir⁵⁹⁸.

⁵⁹⁶ Burada kastedilen hem alış hem de satış işlemleridir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 213.

⁵⁹⁷ Rehber, II-8, s. 23.

⁵⁹⁸ Danıştay 13. Dairesinin 07.10.2021 tarihli, 2021/3965 E., 2021/3239 K. sayılı kararı için bkz. <https://www.lexpera.com.tr/ictihat/danistay/13-d-e-2021-3965-k-2021-3239-t-7-10-2021> (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

Danıştay 13. Dairesi'nin kararına konu olan bu olayda, ihraççının sermayesinin %42,86'sını teşkil eden 21.431.290,278 adet paya ve toplam oy haklarının %82,23'üne sahip olup aynı zamanda ortaklık yönetim kurulu başkanı olması dolayısıyla idari sorumluluğu bulunan temyiz eden, 11.02.2019 tarihli pay edinimiyle Tebliğde belirtilen tutarı⁵⁹⁹ aşmıştır. 11.02.2019 ile 14.03.2019 tarihleri arasında temyiz eden tarafından gerçekleştirilen çeşitli pay alım/satım işlemleri kamuya açıklanmamış, yalnızca 14.03.2019 tarihinde 2.499.732-TL tutarındaki pay alım işlemine ilişkin açıklama yapılmıştır. Bu tarihten önce ve Tebliğdeki oranın aşıldığı 11.02.2019 tarihinden sonra gerçekleştirilen işlemlerin de kamuya açıklanması gerektiğinden, temyiz eden hakkında SPK tarafından 114.924,00-TL idari para cezasına hükmedilmiş, cezaya karşı açılan dava yerel mahkemece reddedilmiş, ret kararına karşı istinaf istemi bölge idare mahkemesince reddedilmiş ve bu reddin üzerine temyize gidilmesine rağmen Danıştay tarafından bölge idare mahkemesi kararı yerinde görülerek onanmıştır.

bb- İdari Sorumluluğu Bulunan Kişiler

ÖDT m. 4/1-f uyarınca idari sorumluluğu bulunan kişiler, ihraççının yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak *düzenli bir şekilde erişen* ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişileri⁶⁰⁰ ifade etmektedir. Görüldüğü üzere bu kişiler, pozisyonları itibarıyla ihraççının içsel bilgilerine

⁵⁹⁹ ÖDT m. 28 uyarınca, “*Bu Tebliğde belirtilen tutarlar, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı dikkate alınarak yeniden belirlenebilir.*” Dava konusu cezanın uygulandığı 2019 yılı için ÖDT m. 11/2'deki tutar 353.868,00 TL olarak öngörülmüştür; bkz. 512 sayılı Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği (RG. 23.12.2019, S. 30987).

⁶⁰⁰ Yönetim yetkisi verilen görevlileri, bu grupta değerlendirmek gerektiği, ancak bunun için de görevlilerin içsel bilgilere düzenli erişmeye elverişli bir konumda olmalarının aranacağı, dolayısıyla her yönetim görevlisinin içsel bilgilere düzenli erişimi olamayacağından, erişimi olmayanların idari sorumlular arasında değerlendirilmemesi gerektiği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz s. 212-213.

düzenli olarak erişim sağlayabileceklerdir. Nitekim ÖDT m. 7/2’de bu kişilerin içsel bilgilere düzenli olarak erişebildikleri kabul edilmektedir⁶⁰¹.

Rehberde idari sorumluluğu bulunan kişilere “*ihraççının imza sirkülerinde yer alan kişiler*” örnek gösterilmiş ve “*imza sirkülerinde çok sayıda kişi ve yetki aşaması bulunması durumunda, idari sorumluluğun imza sirkülerinin hangi aşamasında başladığı, ihraççı tarafından, bilgilendirme politikasında açıklanmak suretiyle*” belirlenmesi gerektiği belirtilmiştir⁶⁰².

cc- İdari Sorumluluğu Bulunanlarla Yakından İlişkili Olan Kişiler

ÖDT m. 4/1-g uyarınca idari sorumluluğu bulunanlarla yakından ilişkili olan kişiler, “1) *İdari sorumluluğu bulunan kişinin eşini, çocuklarını ve idari sorumluluğu bulunan kişi ile söz konusu işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı evde ikamet eden kişileri,*⁶⁰³ 2) *İdari sorumluluğu bulunan kişiler veya (1) numaralı alt bentte belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen veya doğrudan ya da dolaylı olarak bu kişiler tarafından kontrol edilen veya bu kişiler yararına kurulmuş olan veya ekonomik çıkarları esas olarak bu kişilerin ekonomik çıkarları ile aynı olan tüzel kişi, kurum veya ortaklıkları, 3) Sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının*

⁶⁰¹ Yönetim yetkisi devredilen her görevlinin içsel bilgilere düzenli olarak erişim sağlama imkânı olmadığı, dolayısıyla bu kişilerin her zaman idari sorumluluğu bulunan kişiler arasında değerlendirilemeyeceği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 212-213.

⁶⁰² Rehber, II-8-a, s. 23.

⁶⁰³ Yakından ilişkili kavramının, belirlenmesi güç olan “*aynı evde ikamet etmek*” şartına bağlanmasının doğru olmadığı yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 213.

*%10 veya daha fazlasını oluşturan bağlı ortaklıklarının*⁶⁰⁴; (f) bendi ile bu bendin birinci ve ikinci alt bentlerinde belirtilen kişileri” ifade etmektedir⁶⁰⁵.

dd- Ana Ortak

ÖDT’de ana ortağın tanımına yer verilmemiştir. ÖDT’nin ilk halinde “*ihraççının ana ortaklığı*” olarak açıklama yükümlüleri arasında sayılan kişilerin TMS/TFRS’de tanımlanan ana ortaklık olduğu belirtilmiştir. Buna göre ana ortaklık, bir veya daha fazla bağlı ortaklığı bulunan işletmedir⁶⁰⁶. Dolayısıyla ÖDT’nin ilk hali uyarınca ihraççının bir bağlı ortaklık olması halinde ana ortaklıktan söz edilebilecektir. Oysa 10.02.2017 tarihli değişiklikle ÖDT m. 11’deki ana ortaklık ifadesi, *ihraççının gerçek ya da tüzel kişi ana ortağı* olarak değiştirilmiştir. Değişiklikle birlikte ana ortaklık yerine ana ortak denilmiş ve bu sefer esasen ihraççının gerçek ya da tüzel kişi “hâkim pay sahibi”nden bahsedilmiştir. Bu bakımdan, m. 11’de sayılan işlemlerin açıklama yükümlülerinden birinin ihraççının bağlı ortaklık olması haline özgü olarak hâkim/ana ortaklık olması gerekliliği ortadan kalkmıştır. Sonuç itibarıyla, ihraççının hakimiyete sahip ortağı veya

⁶⁰⁴ ÖDT m. 4/1-g’de belirtilen bağlı ortaklıklar ifadesi, ihraççının tüm bağlı ortaklıkları için ayrı ayrı değerlendirilir; bkz. Rehber, II-8-e, s. 24.

⁶⁰⁵ İdari sorumluluğu bulunan kişilerle yakından ilişkili kişiler Rehberde, “*idari sorumluluğu bulunan kişi veya kişiler tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol edilen ve ihraççının sermaye piyasası araçlarında işlem yapan tüzel kişiler*”, “*idari sorumluluğu bulunan kişi veya kişiler tarafından kontrol edilen bir vakfın ihraççının sermaye piyasası araçlarında işlem yapması halinde, bu vakıf*”, “*idari sorumluluğu bulunan kişi veya kişiler tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol edilmemekle birlikte, ihraççının sermaye piyasası araçlarında işlem yapan tüzel kişinin müşterek yönetime tabi olması durumunda, söz konusu tüzel kişi*” ve “*ihraççının yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan ana ortaklığın yönetim kurulu üyeleri ile diğer üst düzey yöneticileri*” şeklinde örneklendirilmiştir; bkz. Rehber, II-8-b ve d, s. 24.

⁶⁰⁶ TFRS 10, TMS 27 konsolide ve bireysel finansal tablolar için bkz. [https://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/10380/TFRS-2022-Seti-\(Mavi-Kitap\)](https://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/10380/TFRS-2022-Seti-(Mavi-Kitap)) (Erişim Tarihi: 12.12.2022).

birlikte hareket suretiyle hakimiyet elde edilmişse hâkim/ana ortakları tarafından, m. 11’de öngörülen tutarlara ulaşan işlemlerin kamuya açıklanması gerekmektedir.

c- Sermaye Piyasası Araçları Üzerinde İşlem Yapan Kişiler

Payları borsada işlem gören bir ihraççının veya borsa dışı bir ortaklığın sermayesindeki payları veya oy hakları, doğrudan veya dolaylı olarak, belirli oranlara ulaşan veya bu oranların altına düşen: ÖDT m. 12/1-a ve ÖDT II m. 5/1-a uyarınca işlemi yapan “*gerçek veya tüzel kişi ya da bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişiler*” ile ÖDT m. 12/1-b uyarınca “*kurucu*” tarafından özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir. Ancak ÖDT m. 15/3’te payların depo edilmiş olması halinde, m. 12/1-a uyarınca yapılması gereken açıklamanın “*depo sertifikasını elinde bulunduran kişiler*” tarafından yapılacağı hükme bağlanmıştır. ÖDT m. 12 uyarınca yapılacak açıklamalar bakımından oy haklarının nasıl hesaplanacağı ÖDT m. 13’te belirlenmiştir⁶⁰⁷.

⁶⁰⁷ ÖDT m. 13 uyarınca, “(1) 12’nci maddede belirtilen oy haklarının hesaplanmasında bunlarla sınırlı olmamak üzere aşağıda sayılan oy hakları da dikkate alınır. a) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilerin, oy haklarını aynı doğrultuda kullanmak üzere ihraççının yönetiminde ortak bir politika belirlemek için yazılı bir sözleşme imzaladığı üçüncü kişilerin sahip olduğu oy hakları, b) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilerin, oy haklarının geçici devri için yazılı bir sözleşme imzaladığı üçüncü kişilerin sahip olduğu oy hakları, c) Mülkiyeti paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişiye ait olmakla birlikte, oy haklarının teminat alana ait olduğu ve bu hakkın teminat alan tarafından kullanılma niyetinin açıklandığı, kendisine teminat olarak verilmiş paylardan doğan oy hakları, ç) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek kişinin hayatta olması veya tüzel kişinin tüzel kişiliğini sürdürmesi şartına bağlı olan intifa haklarından doğan oy hakları, d) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişi tarafından kontrol edilen işletmenin (a), (b), (c) ve (ç) bentlerinde öngörüldüğü şekilde elinde bulundurduğu veya kullanabileceği oy hakları, e) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilere tevdi edilen ve aksine bir talimat olmaması halinde kendi iradeleri ile kullanabilecekleri oy hakları, f) Mülkiyeti bir başka gerçek veya tüzel kişiye ait olmakla birlikte, paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişinin kendi adına ve payların ait olduğu kişi hesabına kullanma hakkına sahip olduğu oy hakları, g) Paylar üzerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişi hesabına, üçüncü kişilerin kendi adına elinde bulundurduğu oy hakları, ğ) Pay sahibinin aksine bir talimatının olmadığı hallerde, vekil olarak tayin edilen gerçek veya tüzel kişilerin kendi iradeleri ile kullanabilecekleri oy hakları.”

ÖDT m. 4/1-c uyarınca birlikte hareket eden kişiler, “Bir ihraççının sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ve/veya tüzel kişileri”⁶⁰⁸ ifade etmektedir⁶⁰⁹. ÖDT m. 15/4 uyarınca, “Açıklama yükümlülüğünün birden fazla gerçek veya tüzel kişinin sorumluluğunda olması veya birlikte hareket edilmesi durumunda, bu yükümlülük işlemi yapan kişilerden biri veya ihraççı tarafından yerine getirilir. Ancak bu durum, açıklama yükümlülüğü olan kişilerin açıklamanın eksik, hatalı veya yetersiz yapılmasına ilişkin sorumluluklarını ortadan kaldırmaz.”⁶¹⁰

Bununla birlikte, ÖDT m. 14 uyarınca, “borsada işlem gören bir payı iktisap etme hakkı veren sermaye piyasası araçlarına doğrudan veya dolaylı⁶¹¹ olarak sahip olmak suretiyle, söz konusu sermaye piyasası araçlarının iktisap etme hakkı verdiği paylara bağlı oy haklarının” belirli oranlara ulaşması veya bu oranların altına düşmesi halinde “işlemi yapan kişiler” tarafından ilgili işleme ilişkin özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir. Bu kapsamda oy haklarının hesaplanmasında, “işlemi yapanların elinde bulundurduğu oy haklarının” da dikkate alınacağı hükme bağlanmıştır (ÖDT m. 14).

⁶⁰⁸ Pay alım satımı söz konusu olmasa da salt birlikte hareket etmeye başlayan bir grubun toplam pay veya oy hakkı sahipliği eşikleri aştığında veya altına düştüğünde açıklama yükümlülüğü doğar; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 224.

⁶⁰⁹ Birlikte hareket salt fiili bir beraberliğin ötesinde iradi birlikteliği ifade eder. Dolayısıyla akrabalık, ticari ilişkiler, geçmiş genel kurullarda aynı yönde oy kullanmış olmak tek başına yeterli değildir; yönetim kontrolünü ele geçirmeye yönelik bir iradenin olması gerekir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 224.

⁶¹⁰ Düzenlemenin amacı, tekrar açıklamaların önlenmesidir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 214.

⁶¹¹ Ortağın iştirak ettiği veya tüzel kişi ortağa iştirak eden ortaklıklar aracılığıyla sahip olunan pay veya oy hakkı sahipliğindeki değişiklikler sonucunda dolaylı aşım veya azalış ortaya çıkar; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 224.

2- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesi

A- Genel Olarak

İhraççı bünyesinde oluşan içsel bilgiler, ihraççıyla ilişkili çeşitli kişiler tarafından arızı veya düzenli olarak elde edilebilmekte, hatta örneğin idari sorumluluğu bulunan kişilerden yönetim kurulu üyeleri bakımından bu durum, kaçınılmaz olmaktadır. İçsel bilgilere birden fazla kişinin, ihraççıyla ilişkisi bağlamında düzenli olarak erişebilmesi, bu bilgilerin birden fazla kişi tarafından suistimal edilmesi ihtimalini doğurmaktadır. Hal böyleyken, içsel bilgilere kimler tarafından erişilebildiğinin tespiti, olası bir suistimal halinde şüphelilerin tespitini son derece kolaylaştıracaktır⁶¹². Bu nedenle ÖDT’de, ihraççıların içsel bilgilerine sürekli olarak erişim sağlayan kişilerin bir liste halinde⁶¹³ KAP işleticisi MKK’ye bildirilmesi ve bu listenin belirli süre saklanması öngörülmüştür⁶¹⁴.

ÖDT m. 7/1 uyarınca ihraççıya iş akdi ile veya başka bir şekilde bağlı olarak çalışan kişilerden ihraççının içsel bilgilerine düzenli olarak erişim sağlayanların bir liste halinde MKK’ye bildirilmesi, gerektiğinde bu bilgilerin güncellenmesi gerekmektedir⁶¹⁵. İhraççılar, bu listede yer alan kişileri içsel bilgilerle ilgili olarak SerPK ve ilgili mevzuatta yer alan yükümlülükleri ile bilgilerin kötüye kullanılması halinde karşılaştıkları yaptırımlar hususunda bilgilendirmek ve uyuşmazlık olması halinde bu yükümlülüğünü yerine getirdiğini ispat etmek durumundadır (ÖDT m. 7/5).

⁶¹² MAR, Dibace, par. 56; **Manavgat**, Halka Arz, s. 218.

⁶¹³ Listenin kolaylaştırıcı, koruyucu ve uyarıcı işlevlerine ilişkin olarak bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 218.

⁶¹⁴ Düzenlemenin mehzazı MAR m. 18’dir.

⁶¹⁵ ÖDT m. 7/1 uyarınca, “ihraççılar bazında içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesi MKK tarafından saklanır ve talep üzerine Kurula ve ilgili borsaya gönderilir.”

B- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler

İçsel bilgilere erişimi olan kişiler ÖDT m. 7’de iki gruba ayrılmıştır. Buna göre ilk olarak ÖDT m. 7/1 uyarınca, “İhraççılar tarafından, iş akdi ile veya başka bir şekilde kendilerine bağlı olarak çalışan ve içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler (...)”, içsel bilgilere erişimi olan kişilerdir. Bu grup, ihraççıya bağlı olarak çalışan herkesi değil; ihraççıya bağlı olarak çalıştığı pozisyon dolayısıyla içsel bilgilere sürekli olarak erişim sağlama imkânı bulunan kişileri kapsamaktadır. Bir başka ifadeyle bu kişiler, her bir ihraççı bakımından, çalışılan pozisyon, içsel bilgilere erişim imkanları ve erişimin düzenli olup olmadığı hususları değerlendirilerek tespit edilecektir.

İhraççı tarafından muhasebe, denetim, çeviri gibi çeşitli hizmetler alınan kurum ve kuruluşlar ile bunların çalışanları da birinci gruba dahil olan kişilerdir⁶¹⁶. O halde, ihraççıya sürekli veya geçici bir şekilde bağlı olarak çalışmasına rağmen içsel bilgilere erişimi olmayan kişiler, bu grupta yer almayacaktır. Ayrıca, ortaklıklar topluluğu bünyesinde yer alan bir ihraççının ana ortaklığının yöneticileri, ihraççının içsel bilgilerine erişim sağlayabiliyorlarsa bu gruba dahil edilmelidir⁶¹⁷.

İçsel bilgilere erişimi olan ikinci grup ise, ÖDT m. 7/2 uyarınca idari sorumluluğu bulunan kişilerdir. Bu kişilerin içsel bilgilere erişimi olduğu karine olarak kabul edilmiştir. Gerçekten de ÖDT m. 4/1-f’de⁶¹⁸ sayılan bu kişiler incelendiğinde, ihraççıda önemli yetki ve görevlere sahip olmaları dolayısıyla içsel bilgilere sürekli erişim sağlayacak konumda oldukları anlaşılmaktadır. Dolayısıyla idari sorumluluğu bulunan

⁶¹⁶ Rehber, II-4.3, s. 9.

⁶¹⁷ Rehber, II-4.3, s. 9.

⁶¹⁸ ÖDT m. 4/1-f uyarınca idari sorumluluğu bulunan kişiler, “1) İhraççının yönetim kurulu üyeleri, 2) Yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler”dir.

kişilerin, her halükârda, içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesinde yer alması gerekmektedir⁶¹⁹.

C- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesinin Oluşturulması

ÖDT m. 7/1 uyarınca, içsel bilgilere erişimi olan kişilerin ihraççı tarafından liste halinde ve saklanmak üzere MKK’ye bildirilmesi gerekmektedir⁶²⁰. Talep edilmesi halinde söz konusu liste, MKK tarafından SPK veya ilgili borsaya gönderilebilmektedir⁶²¹. Ayrıca, bir ortaklığın sermaye piyasası araçlarını ilk kez halka arz etmesi halinde, içsel bilgilere erişimi olan kişilere ilişkin bilgilerin, araçlar borsada işlem görmeye başlamadan önce MKK sistemine girilmesi gerekmektedir⁶²².

ÖDT m. 7/3’te, içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesinde yer alması gereken hususlar düzenlenmiştir. Buna göre listede, “a) *İçsel bilgilere erişimi olan kişinin adı soyadı, T.C. kimlik numarası veya pasaport numarası ve varsa MKK sicil numarası, b) Bu kişinin listede olma sebebi*⁶²³, c) *Listenin hazırlandığı ve güncellendiği tarih, ç) İdari sorumluluğu bulunan kişiler arasında olup olmadığı*” hususlarına yer verilmesi gerekmektedir. Rehber ile listede yer verilmesi gereken hususlar çoğaltılmıştır. Buna göre, ÖDT’de sayılanların yanı sıra, MKK’ye bildirilen kişilerin, “görevleri⁶²⁴, varsa özel

⁶¹⁹ Rehber, II-3, s. 23.

⁶²⁰ Söz konusu bilgiler, ihraççılar tarafından MKK sistemine veri girilmesi suretiyle bildirilir; bkz. Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶²¹ İhraççının içsel bilgilerine erişimi olan kişilerine ait veriler MKK sistemi üzerinden elektronik ortamda tutulur ve listelenir. Bu liste, “İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesi” başlığı altında izlenir; bkz. Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶²² Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶²³ Bunlar, TTK kapsamında bir tüzel kişinin yönetim kurulu üyesi olarak seçilmesi durumunda tüzel kişi adına tescil ve ilan edilmesi, göreve başlama, görev değişikliği, yetki genişlemesi, danışmanlık/denetim, ana ortaklıktaki görevi vb. sebeplerdir; bkz. Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶²⁴ Örneğin, yönetim kurulu üyesi, genel müdür, genel müdür yardımcısı, müdür, CEO, CFO, koordinatör, direktör, bölüm başkanı vb. görevler veya doğrudan görevi bulunmadığı bilgisi; bkz. Rehber, II-4.1, s. 8.

hususları⁶²⁵, göreve başlama ve görevin bitiş tarihleri” de listede yer almalıdır⁶²⁶. Özellikle, geçici süreyle hizmetlerine başvurulmuş kişilerin, hizmet süresiyle sınırlı olarak listede yer alması, bu sürenin başlangıç ve bitiş tarihlerinin listede belirtilmesi gerekir⁶²⁷.

ÖDT’de listenin hangi kriterler esas alınarak hazırlanacağına ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak rehberde, içsel bilgiye erişimi olan kişiler listesinin iki şekilde hazırlanabileceği belirtilmiştir⁶²⁸. Buna göre söz konusu liste ya listede yer alan kişilerin ihraççı yapısındaki sorumluluklarına göre gruplandırılacak⁶²⁹ ya da henüz kamuya açıklanmamış olan içsel bilgilerin içeriklerine göre her bir bilgi için bunlara erişimi olan kişilerin belirtilmesi suretiyle⁶³⁰ oluşturulacaktır.

D- İçsel Bilgilere Erişimi Olan Kişiler Listesinin Güncellenmesi

İçsel bilgilere erişimi olan kişiler listesinde yer alan bilgilerde herhangi bir değişikliğin ortaya çıkması halinde, en geç iki iş günü içinde bu bilgilerin güncellenmesi gerekmektedir (ÖDT m. 7/1). Listenin güncellenmesini gerektirecek hususlar, ÖDT m.

⁶²⁵ Örneğin, görev süresinin ne kadar olduğu, dönemsel veya geçici olarak görevlendirme olup olmadığı, listeye kaydedilmede gecikme olup olmadığı, hangi pozisyondan buraya terfi edildiği, listeden çıkma durumunda listeden çıkarılma sebebi vb. durumlara ilişkin açıklamalar; bkz. Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶²⁶ Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶²⁷ Rehber, II-4.3, s. 9.

⁶²⁸ Rehber, II-4.2, s. 8.

⁶²⁹ Listenin bu kritere göre hazırlanması halinde, “kişinin hangi kapsamda hangi tarihe kadar geçerli olacak şekilde bu sorumluluğu aldığı belirtilmelidir. Yönetim kurulu, hukuk bölümü, finansman bölümü gibi bölümlerde çalışanlardan içsel bilgiye erişimi olanlar bu ayrımlar çerçevesinde listeye dâhil edilebilir.”; bkz. Rehber, II-4.2, s. 8.

⁶³⁰ Bu kritere göre ise liste, “kamuya açıklanmamış ama sermaye piyasası aracının değerine, fiyatına veya yatırım kararlarına etki edebilecek bilgiler bazında, kişinin bu bilgiye ulaşabileceğine atıfta bulunmak suretiyle hazırlanır. Kişinin bilgiye erişime başladığı ve buna ilişkin sözleşmeyi imzaladığı tarih ve ne kadar süreyle erişiminin olacağı (projenin uygulanma süresi gibi) yer alır. Örneğin, bir kredi sözleşmesine ilişkin müzakere çalışmalarının yürütülmesi, birleşme veya iştirak işleminin, yeni bir ihaleye katılım kararının değerlendirildiği durumlarda liste, her bir durum veya proje bazında içsel bilgiye ulaşabilecek olanlar dikkate alınarak hazırlanır. Benzer şekilde, bir bağımsız denetim faaliyeti sırasında, sözleşme süresi boyunca görevli olanlar listeye dâhil edilir”; bkz. Rehber, II-4.2, s. 9.

7/4'te sayılmıştır. Buna göre, “a) Bir kişinin listede olma sebebinde bir değişiklik olduğunda, b) Listeye yeni bir kişi eklemek gerektiğinde, c) Listedeki olan bir kişinin içsel bilgilere erişimi kalktığında⁶³¹”, değişikliklerin en geç iki iş günü içerisinde listeye yansıtılması, listenin bu değişiklikleri kapsayacak şekilde güncellenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, işe geçici süreyle ara verilmesi hallerinde listenin güncellenmesinin zorunlu olmadığı SPK tarafından belirtilmiştir⁶³².

3- Açıklamanın Zamanı

A- Kural

ÖDT m. 5/1 uyarınca bir içsel bilgi ya da daha önce kamuya açıklanmış olan içsel bilgide herhangi bir değişiklik “*ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde*” ihraççı tarafından kamuya açıklanmalıdır. Zamansal olarak herhangi bir belirleme yapılmayan bu madde ile ÖDT m. 23/2 birlikte değerlendirildiğinde, kamuya açıklamanın içsel bilginin ya da değişikliklerin *ortaya çıktığı veya bunun öğrenildiği an/derhal* yapılması gerektiği belirtilebilir. İhraççının içsel bilgilere ilişkin açıklama yükümlülüklerini düzenleyen ÖDT m. 6/2⁶³³, m. 8/1⁶³⁴, m. 9/1⁶³⁵, m. 9/4⁶³⁶ ve m. 10/1-b⁶³⁷ hükümlerindeki ifadeler dikkate alındığında da ihraççı tarafından içsel bilgilerin derhal kamuya açıklanması gerektiği belirtilmelidir. Ayrıca ÖDT m. 11 uyarınca yapılacak özel durum açıklamaları da işlemi

⁶³¹ Daha önce listede olan bir kişinin, içsel bilgiye erişimi kalktığında, söz konusu durum, bu durumun nedeni ve erişimin ne zaman ortadan kalktığı belirtilir; bkz. Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶³² Rehber, II-4.1, s. 8.

⁶³³ “(...) ertelenme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz, ihraççılar (...) kamuya açıklar.”

⁶³⁴ “İhraççılar (...) borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak zorundadır.”

⁶³⁵ “Kurul veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin (...) Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde ihraççılar tarafından kamuya açıklama yapılması zorunludur.”

⁶³⁶ “(...) kamuya duyurulmak istenmesi durumunda, bu duyurunun öncesinde veya eş zamanlı olarak; sehven duyurulması halinde (...) derhal KAP'ta açıklama yapılır.”

⁶³⁷ “(...) açıklamanın bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde yapılması zorunludur.”

yapan kişiler tarafından ÖDT ekindeki formu doldurarak derhal MKK'ye⁶³⁸ gönderilecektir (ÖDT m. 23/4)⁶³⁹.

ÖDT m. 5/3 uyarınca, “İşsel bilgilerin bir ihraççı veya onun namına ya da hesabına hareket eden bir kişi tarafından işi veya görevinin olağan ifası sırasında üçüncü kişilere açıklanması halinde, bu bilgiler ihraççı tarafından kamuya açıklanır.”⁶⁴⁰ Derhal açıklama kuralı gereği üçüncü kişilere açıklanan işsel bilgilere ilişkin özel durum açıklaması da derhal yapılmalıdır⁶⁴¹.

B- İstisna: Gizli Tutma Yükümlülüğü Bulunan Kişilere Açıklama

Henüz kamuya açıklanmamış olan işsel bilgilerin “ihraççı veya onun namına ya da hesabına hareket eden bir kişi(nin) işi veya görevinin olağan ifası sırasında” ÖDT m. 5/4 uyarınca “yasal bir düzenleme, esas sözleşme veya özel bir sözleşme gereğince işsel bilgileri gizli tutma yükümlülüğü” bulunan kişilere açıklanması mümkündür. Bu durumda söz konusu işsel bilginin kural olarak kamuya açıklanma yükümlülüğü ortadan kalkmaktadır⁶⁴². Düzenlemenin kaynağı, MAR m. 17/8'dir. MAR m. 17/8 uyarınca,

⁶³⁸ Bu kişilerce yapılacak söz konusu açıklamanın KAP işleticisi tarafından KAP'ta yayınlanacağı, doğrudan bu kişiler tarafından KAP'ta duyurulamayacağı belirtilmiştir. Zira sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar KAP üyesi olup bildirimlerini sistem üzerinden doğrudan yapabilmekteyken, ihraççı dışındaki gerçek ve tüzel kişiler KAP'a üye değildir. Dolayısıyla bu kişilerin KAP üzerinde doğrudan açıklama imkanları olmadığından, açıklamalarını KAP işleticisi MKK'ye göndermeleri gerekmektedir.

⁶³⁹ ÖDT m. 23/4 uyarınca, “Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören ihraççılar ile sınırlı olmak üzere, ihraççı dışındaki gerçek veya tüzel kişiler tarafından yapılacak açıklamalar veya bu açıklamalara konu bilgilerdeki değişiklikler, açıklamayı yapan tarafın kimlik bilgisi doğrulanacak şekilde KAP'a aktarılacak üzere derhal KAP işleticisine gönderilir. Bu bildirimlerin KAP işleticisine iletilmesine ve KAP işleticisi tarafından KAP'ta duyurulmasına ilişkin usul ve esaslar KAP işleticisi tarafından belirlenir.”

⁶⁴⁰ Bir işsel bilginin kamuya açıklanmadan önce üçüncü kişilere açıklanabileceği tek durum, işsel bilginin açıklanmasının ertelenmiş olması halidir; bkz. **Meral**, s. 203.

⁶⁴¹ Derhal açıklama yükümlülüğü, ihraççı yönetim kurulunun durumdan haberdar olduğu an başlayacaktır; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 216.

⁶⁴² Açıklanması ertelenmiş olan bir işsel bilginin üçüncü kişiye açıklanması halinde, ihraççının açıklama yükümlülüğünün doğacağı yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 216.

henüz kamuya açıklanmamış içsel bilgilerin ihraççı ya da onun adına veya hesabına hareket eden kişiler tarafından, sır saklama yükümlülüğü olanlar hariç, herhangi bir şekilde açıklanması halinde, açıklama kasıtlıysa eş zamanlı olarak, kasıtlı değilse derhal kamuya da açıklanması gerekmektedir.

a- Kanun Gereği

ÖDT m. 5/4'te, herhangi bir şekilde üçüncü kişilere açıklanan içsel bilgilerin derhal açıklanması yükümlülüğüne, kanunen gizli tutma yükümlülüğü bulunan kişilere açıklama bakımından istisna getirilmiştir. Gizli tutma yükümlülüğü öngörülen kanuni düzenlemeler incelendiğinde, meslek itibarıyla gerçek veya tüzel kişilerin gizli bilgilerine/sırlarına erişme imkânı olan kişilerin bu bilgileri gizli tutma yükümlülüklerinin, ilgili kanunlarla düzenlendiği görülmektedir. Örneğin, avukatlar⁶⁴³, noterler⁶⁴⁴, bağımsız denetçiler⁶⁴⁵, mali müşavirler⁶⁴⁶, SPK üye ve görevlileri⁶⁴⁷, mesleklerini ifa ederken ihraççıların özel durum açıklamalarına konu edilmesi gereken içsel bilgilerine erişebilmektedirler. Bu erişim, çoğu zaman mesleki faaliyetlerin yürütülebilmesi için bir zorunluluk teşkil etmektedir⁶⁴⁸. Bir ihraççının, faaliyetlerine ihtiyaç duyduğu veya çeşitli nedenlerle maruz kaldığı bu kişilerden ÖDT m. 25 uyarınca henüz kamuya açıklanmamış birtakım özel durumlarını gizleme imkânı bulunmamaktadır. Hal böyleyken, gerçek veya tüzel kişilerin, bu kapsamda da ihraççıların, esasen gizli olan bilgilerini paylaşmak durumunda kalmaları dolayısıyla kanunen korunmaları gerekmektedir. Bu nedenle, çeşitli meslek grupları bakımından,

⁶⁴³ 1136 sayılı Avukatlık Kanunu (RG. 07.04.1969, S. 13168), m. 36.

⁶⁴⁴ 1512 sayılı Noterlik Kanunu (RG. 05.02.1972, S. 14090) m. 54.

⁶⁴⁵ TTK m. 404, 527.

⁶⁴⁶ 3568 sayılı Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ve Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu (RG. 13.06.1989, S. 20194) m. 43/1.

⁶⁴⁷ SerPK m. 90/2, 113 ve 121/3.

⁶⁴⁸ Ticari sırlar bakımından **Gürbüz Usluel**, s. 49.

mesleki faaliyetleri sırasında edindikleri “*meslek sırlarını*” kanunen gizli tutma yükümlülüğü öngörülmüştür⁶⁴⁹. Bu yükümlülüğe aykırı davranış, 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu⁶⁵⁰ m. 239 uyarınca cezai sorumluluk doğuracaktır⁶⁵¹. Dolayısıyla, örneğin payları borsada işlem gören bir ihraççının, faaliyet çevresini genişletmek için şube açmayı planlaması ve işlemlerin mevzuata uygunluğunu sağlamak amacıyla bu planını avukatına açıklaması halinde, avukatın bu bilgiyi gizli tutma yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu nedenle, planın avukata aktarılmış olması, ihraççının bu planı derhal kamuya da açıklamasını gerektirmeyecektir.

b- Esas Sözleşme Gereği

ÖDT kapsamında bir anonim ortaklık olan ihraççının ortaklık esas sözleşmesinde gizli tutma yükümlülüğünün öngörülebileceği belirtilmiştir. Pay sahipleri bakımından esas sözleşmede böyle bir gizli tutma yükümlülüğü öngörülebilmesi, emredici hükümler ilkesi gereği tereddütlüdür. Konuyu düzenleyen TTK m. 340’a göre, “*Esas sözleşme, bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir. Diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğururlar.*” Anonim ortaklıklarla ilişkin TTK hükümleri incelendiğinde, pay sahipleri bakımından esas sözleşmeyle sır saklama yükümlülüğünün öngörülebileceğine yönelik açık bir düzenleme mevcut değildir. Bu nedenle, anonim ortaklık esas sözleşmesinde sır saklamaya ilişkin

⁶⁴⁹ Meslek sırlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Gülbüz Usluel**, s. 49-51.

⁶⁵⁰ RG. 12.10.2004, s. 25611.

⁶⁵¹ TCK m. 239/1 uyarınca, “*Sıfat veya görevi, meslek veya sanatı gereği vakıf olduğu ticari sır, bankacılık sırrı veya müşteri sırrı niteliğindeki bilgi veya belgeleri yetkisiz kişilere veren veya ifşa eden kişi, şikayet üzerine, bir yıldan üç yıla kadar hapis ve beşbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır.*” Bankacılık sırrına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Tanör**, s. 689 vd.; **Turanboy**, Banka, s. 60 vd. “*Bankacılık sırrı olarak adlandırılan ne olduğu bilinmeyen kavramın kamunun aydınlatılmasına dönük açıklama yükümlülüğünü ortadan kaldırmayacağı*” yönünde bkz. **Tanör**, s. 692. Halka açık bankalar SerPK ve SPK’nin kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerine tâbi olacağından bankacılık sırrı bu bankalar bakımından daha dar yorumlanmalıdır; bkz. **Turanboy**, Banka, s. 83. Aynı yönde bkz. **İhtiyar**, s. 157.

bir kaydın konulması mümkün olmadığı gibi böyle bir kayıt anonim ortaklık yapısına da uygun değildir. Kaldı ki anonim ortaklıklara ilişkin tek borç ilkesi de böyle bir kayda izin vermemektedir. Pay sahipleri yanında ortaklık yönetim kurulu üyeleri hakkında esas sözleşme ile sır saklama yükümlülüğü getirilmesi de mümkün görünmemektedir. Her ne kadar bu kişiler TTK m. 369⁶⁵² uyarınca özen yükümlülükleri kapsamında ortaklık sırlarını korumakla yükümlülürse de bu yükümlülüklerinin kaynağı esas sözleşme değil kanundur. Dolayısıyla ÖDT m. 5/3'te gizli tutma yükümlülüğünün kaynakları arasında *esas sözleşmenin* zikredilmiş olması doğru değildir. Bu ifadenin, yanlışlığa yol açmamak adına madde metninden çıkarılması uygun olacaktır.

c- Özel Sözleşmeler Gereği

Son olarak ÖDT m. 5/3'te özel bir sözleşme gereğince gizli tutma yükümlülüğünün var olabileceği belirtilmiştir. Bu kapsamda, vekalet, hizmet, iş, *know-how*, *franchise*, tek satıcılık ve kredi sözleşmeleri, gizli tutma/sır saklama yükümlülüğü öngörülebilecek sözleşmelerdendir⁶⁵³. Bu sözleşmelerin esasen uzun süreli ilişkiler kurduğu dikkate alındığında, sözleşme süresince, sözleşmenin karşı tarafının ihraççının içsel bilgilerine düzenli erişim sağlaması olması muhtemeldir. Böyle bir durumda, anılan kişilerin de ÖDT m. 7/1 uyarınca içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesinde yer alması gerekmektedir.

⁶⁵² “(1) Yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmek ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar. (2) (2) 203 ilâ 205 inci madde hükümleri saklıdır.”

⁶⁵³ Sayılan sözleşmelerde sır saklama yükümlülüğüne ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Gülbüz Usluel**, s. 119-134.

4- Açıklamanın Kapsamı

A- Genel Olarak

İçsel bilgi açıklamalarının kapsamı, kural olarak yukarıda⁶⁵⁴ belirtilen maddi esaslardan oluşmaktadır. Ancak bazı içsel bilgilere ilişkin olarak, bunların açıklama metinlerinde yer verilmesi gereken hususlar ayrıca belirlenmiştir. Buna göre, olağan dışı fiyat ve miktar hareketleri, haber ve söylentiler ile geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin özel durum açıklamalarında yer alması gereken hususlar ÖDT m. 8-10'da ayrıca düzenlenmiştir. Bununla birlikte, her ne kadar ÖDT'de sürekli bilgiler arasında değerlendirilmişse de tarafımızca içsel bilgi niteliği taşıdığı tespit edilen sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin işlemler bakımından da açıklamalarda yer verilmesi gereken hususlar ÖDT m. 15'te belirlenmiştir. Aşağıda söz konusu içsel bilgilerin açıklama metinlerinde ayrıca yer alması gereken hususlar incelenmiştir.

B- Olağan Dışı Fiyat ve Miktar Hareketleri

İhraççılara ait sermaye piyasası araçlarının fiyatlarında veya işlem hacimlerinde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan olağan dışı değişiklikler olması halinde, yatırımcılar tarafından bu değişimlerin nedenleri sorgulanacaktır⁶⁵⁵. Böyle bir durumda kamunun aydınlatılmasını, bilgi ihtiyacının giderilmesini ve spekülasyonların önüne geçilmesini sağlamak için kamuya açıklama yapılması gerekebilmektedir. İhraççının sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü borsa tarafından bu hususta bir açıklama yapılması talep edildiği takdirde, ihraççı kamuya açıklama yapmak zorundadır. ÖDT m. 8 uyarınca bu açıklamada, *“kamuya henüz açıklanmamış özel durumların bulunup*

⁶⁵⁴ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I-4-B (Maddi Esaslar).

⁶⁵⁵ Olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerine ilişkin olarak bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 218.

bulunmadığı(na) (..) ve varsa 6'ncı madde hükümleri saklı kalmak üzere⁶⁵⁶ açıklanmamış tüm özel durumlara” yer verilmesi gerekmektedir.

Olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerine neden olan herhangi bir içsel bilginin olup olmaması, bu husustaki açıklama yükümlülüğünde herhangi bir değişiklik yaratmayacaktır⁶⁵⁷. Zira anılan olağan dışı hareketlerin varlığı, tek başına bir içsel bilgiye vücut vermektedir.

C- Haber ve Söylentiler

İhraççılar hakkında çeşitli haber ve söylentilerin⁶⁵⁸ kitle iletişim araçlarında yayılması mümkündür. İhraççılar tarafından kendileri hakkında yayılan bu tür haberlerin takip edilmesi gerekmektedir⁶⁵⁹. Bu kapsamda, doğru olması halinde içsel bilgi niteliği taşıyacak olan hususlardaki haber ve söylentilerin ihraççı tarafından doğrulanması gerekmektedir⁶⁶⁰. Nitekim ÖDT m. 9/1 uyarınca, “*İhraççılar hakkında sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla ilk kez kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya*

⁶⁵⁶ Erteleme kararı alınmış olmasının istisna tutulmasının doğru olmadığı, özellikle paylarda olağan üstü fiyat ve miktar hareketi olması halinde erteleme kararının kaldırılıp bilginin kamuya açıklanması gerektiği. zira piyasa koşuluyla açıklanamayan hareketlerin, açıklanması ertelenen bilgilerden kaynaklanmış olacağı, hal böyleyken, erteleme kararının sürdürülmesinin hukuka aykırı hale geleceği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 219. Kanaatimizce, her somut durumda, olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerinin açıklanması ertelenen bir içsel bilgiden kaynaklanıp kaynaklanmadığı tespit edilmeli, açıklanması ertelenen bir bilginin anılan değişikliklere neden olduğu anlaşıldığı takdirde erteleme kararı kaldırılarak bilgi kamuya açıklanmalıdır.

⁶⁵⁷ **Aydoğan**, s. 223.

⁶⁵⁸ Özellikle basın yayın organlarında kim tarafından yayıldığı belli olmayan ve bir kesinliği bulunmayan bilgilerin söylenti niteliği taşıdığı yönünde bkz. **Meral**, s. 182.

⁶⁵⁹ Rehber, II-2.5, s. 6.

⁶⁶⁰ Bu haber ve söylentiler gerçek olabileceği gibi gerçek dışı da olabilirler. Bu kapsamda bir açıklama yükümlülüğünün doğması için, haber ve söylentilerin daha önce kamuya açıklanmamış veya açıklanmış olanlardan farklı bir içeriğe sahip olması gerekir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 219.

söylentilerin varlığı halinde; bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde ihraççılar tarafından kamuya açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu yükümlülük, Kurul veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin yerine getirilir.”

İçsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi hususu aşağıda incelenmiş olmakla birlikte, ihraççıyla ilgili olarak yayılan haber ve söylentilerin, açıklanması ertelenen bir içsel bilgiye ilişkin olması halinde, bilginin gizliliğinin sağlanamadığı kabul edilerek söz konusu içsel bilginin kamuya açıklanması gerektiği belirtilmelidir (ÖDT m. 9/2) ⁶⁶¹. Rehberde, açıklanması ertelenen içsel bilgilere ilişkin haber ve söylentilerin yayılması halinde doğrudan bu bilginin kamuya açıklanması öngörülmeyp, gizliliğe ilişkin değerlendirme yapılmasından sonra açıklamaya veya ertelemeinin devamına karar verilmesi gerektiği belirtilmiştir⁶⁶².

Her haber ve söylenti, doğrulanmayı ve bir açıklama yapılmasını gerektirmemektedir. Bir haberin veya söylentinin doğrulama gerektirip gerektirmediği hususunda, öncelikle haber veya söylentinin doğru olması halinde içsel bilgi niteliği taşıyıp taşımayacağı, içsel bilgi niteliği taşıması halinde ise büyük bir kitleye ulaşma ihtimali bulunan araçta/araçlarda yayılıp yayılmadığı değerlendirilmelidir⁶⁶³. İçsel bilgi niteliği taşımayacak olan bir duruma ilişkin haber ve söylentiler, herhangi bir açıklama yükümlülüğü doğurmayacağı gibi, yatırımcılar tarafından neredeyse hiç takip edilmeyen veya bilinmeyen araçlarda yayılan haber ve söylentiler de doğrulamayı gerektirmeyecektir⁶⁶⁴. Ayrıca ÖDT m. 9/3 uyarınca, “Kamuya açıklanmış bilgilere

⁶⁶¹ İçsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi hakkında bilgi için bkz. aşağı. Üçüncü Bölüm, III (İçsel Bilginin Açıklanmasının Ertelenmesi).

⁶⁶² Rehber, II-2.5, s. 6.

⁶⁶³ **Manavgat**, Halka Arz, s. 219.

⁶⁶⁴ Rehber, II-2.5, s. 7.

dayanılarak ihraççı hakkında yapılan yorum, analiz, değerlendirme ve tahminler” ihraççı tarafından herhangi bir açıklama yapılmasını gerektirmeyecektir.

Haber ve söylentilere ilişkin ÖDT m. 9’un son fıkrasıyla, esasen ihraççı tarafından haricen yapılan açıklamalar dolayısıyla açıklamaya konu içsel bilgilere ilişkin haber ve söylentilerin yayılması ihtimalinin engellenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda, *“Geleceğe yönelik değerlendirmeler de dahil olmak üzere özel durumlara konu hususların basın-yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla kamuya duyurulmak istenmesi durumunda, bu duyurunun öncesinde veya eş zamanlı olarak; söz konusu hususların kamuya açık bir toplantıda sehven duyurulması halinde ise konu hakkında derhal KAP’ta açıklama yapılır.”*

D- Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler

Yatırımcıların yatırım kararları ve dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiyatını belirleyen etkenlerden biri de ihraççının geleceğe yönelik değerlendirmeleri/öngörüleridir. Zira sermaye piyasası araçlarının fiyat oluşumu yalnızca geçmişe ve şu ana ilişkin bilgilerle değil, geleceğe yönelik değerlendirmeler sonucu yatırımcılarda oluşan beklentilerle de şekillenmektedir⁶⁶⁵. Bunlar ÖDT m. 4/1-d’de, *“Geleceğe ilişkin içsel bilgi niteliğindeki plan⁶⁶⁶ ve tahminleri⁶⁶⁷ içeren veya yatırımcılara ihraççının gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performansı hakkında fikir veren⁶⁶⁸ değerlendirmeler”* olarak tanımlanmıştır.

⁶⁶⁵ **Kılıç**, Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler, s. 834. Geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aydoğan**, s. 386 vd.

⁶⁶⁶ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında ortaklık planlarına/hedeflerine ilişkin bilgi için bkz. **Paslı**, s. 260-261.

⁶⁶⁷ İçsel bilgilerin “kesinlik” özelliğinden dolayı yalnızca olasılık düzeyindeki tahminlerin içsel bilgi oluşturamayacağı hususunda bkz. **Manavgat**, Finansal Veri, s. 9.

⁶⁶⁸ Rehberde, *“İhraççının faaliyet alanına giren bir ürün veya hizmetin ya da elde edilen bir başarının reklamı ve tanıtımı sırasında yapılan genel ve olağan nitelikteki reklam ve pazarlama faaliyetleri içerisinde*

Halihazırda unsurları tam olarak oluşmayan durumlar hakkındaki geleceğe yönelik değerlendirmelerin⁶⁶⁹ kamuya açıklanabilmesi için, bunların nesnel ve rasyonel temellere dayanması gerekir⁶⁷⁰. Dolayısıyla ÖDT’de her ne kadar *geleceğe yönelik değerlendirmeler* ifadesi kullanılmışsa da bu değerlendirmelerin içeriğinin subjektif ve temelsiz değil objektif ve gerçekçi⁶⁷¹ olan öngörülerle sınırlandırılması gerekir⁶⁷². Bununla birlikte, halihazırda kamuya açıklanmış olan hususların yakın gelecekteki muhtemel sonuçlarına ilişkin açıklamalar, geleceğe yönelik değerlendirmeler kapsamına girmeyecektir⁶⁷³. Örneğin, bir ihraççının üretim birimi bölge müdürünün istifa ettiği kamuya açıklandıktan sonra, üretim faaliyetlerinin aksama ihtimalinin bulunmadığı, tüm işlerin zamanında yetiştirileceğine ilişkin bir bilgilendirme, geleceğe yönelik tahmin niteliği taşımayacaktır.

kalan açıklamaların” geleceğe yönelik değerlendirmeler olarak kabul edilmeyeceği belirtilmiştir; bkz. Rehber, VI, s. 26-27. Zira, halkla ilişkiler kapsamında medyada geleceğe yönelik beklenti ve tahminlerin açıklanması olağan olduğundan bu açıklamaların her birinin önceden karara bağlanmış olmasını beklemek gerçekçi değildir; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 221.

⁶⁶⁹ Rehberde bu değerlendirmelerin, “*projeksiyonlar, tahminler, varsayımlar, öngörüler, planlar, beklentiler, niyetler, amaçlar ve stratejiler*” şeklinde olabileceği belirtilmiş, ayrıca bunlarla sınırlı olmamakla birlikte, “*ihraççının finansal verilerine ilişkin beklentileri, varlık alım satımına ilişkin beklenti ve hedefleri ile yeni ürün veya hizmetin geliştirilmesine ilişkin projeleri*” bu değerlendirmelere örnek olarak gösterilmiştir; bkz. Rehber, VI, s. 26.

⁶⁷⁰ **Manavgat**, Halka Arz, s. 221. Bu değerlendirmelerin, “*ihraççının içinde bulunduğu mevcut ekonomik, mali ve hukuki durumunun dikkate alınması suretiyle*” oluşturulması ve “*geleceğe ilişkin yayımlanan dönem kârı veya satış tutarı gibi sayısal verilerin hesaplanma yöntemi ve hesaplama kullanılan varsayımların*” açıkça belirtilmesi gerektiği Rehberde de açıkça ifade edilmiştir; bkz. Rehber, VI, s. 26-27.

⁶⁷¹ İzahname bağlamında geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanması, ABD hukukunda SEC tarafından uzun yıllar boyunca kabul edilmemiş; yalnızca geleceğe yönelik risklerin açıklanması kabul edilmiştir. Kimsenin kesin olarak geleceği bilemeyeceği, ileriye dönük değerlendirmelerin spekülative ve varsayımsal olacağı, bu nedenle gerçekçi olamayacağı belirtilmiştir. İlerleyen dönemde geleceğe yönelik değerlendirmelerin kamuya açıklanabilmesi kabul edilmişse de bu açıklamalar birtakım şartlara bağlanmıştır. Detaylı bilgi için bkz. **Kabaalioglu**, s. 118 vd.; **İhtiyar**, s. 27, dn. 61.

⁶⁷² **Manavgat**, Halka Arz, s. 221.

⁶⁷³ **Manavgat**, Halka Arz, s. 221.

Kılıç tarafından, 23.01.2014-23.01.2019 tarihleri arasında geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin 43 özel durum açıklamasının pay fiyatları üzerindeki etkisine yönelik olarak kaleme alınan çalışmada; geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin açıklamaların pay fiyatları üzerinde etkili olduğu, olumlu nitelikteki değerlendirmelerde ilk etkinin zayıf ancak etki süresinin uzun (beş işlem gününe kadar); olumsuz nitelikteki değerlendirmelerde ise ilk etkinin güçlü ancak etki süresinin kısa (üç işlem gününe kadar) olduğu tespit edilmiştir⁶⁷⁴. Dolayısıyla bu değerlendirmelerin, sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edebilecek içsel bilgi niteliği taşıdıkları şüphesizdir⁶⁷⁵.

İhraççılar tarafından, faaliyetlerine ve finansal durumlarına ilişkin geleceğe dönük projeksiyonlarının⁶⁷⁶ kamuya açıklanması zorunlu olmayıp ihraççıların tercihinine bağlıdır. Ancak bir ihraççının, geleceğe yönelik değerlendirme ve tahminlerini kamuya açıklamayı tercih etmesi halinde, bu açıklamaların mevzuatta belirtildiği şekilde yapılması zorunludur. Zorunluluk öngörülmesinin nedeni, somut bir gerçeklik taşımayan ve kesin

⁶⁷⁴ **Kılıç**, *Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler*, s. 839 vd.

⁶⁷⁵ **Manavgat**, s. 103. Geleceğe yönelik değerlendirmeler, periyodik kamuyu aydınlatma kapsamında kamuya açıklanan faaliyet raporlarında da yer alabilmektedir. Yatırımcıların bu bilgilere duyarlılığı ve bilgilerin sermaye piyasası araçları üzerindeki etkisi dikkate alınarak geleceğe yönelik değerlendirmelerin finansal tablolardan ziyade özel durum açıklamalarıyla kamuya duyurulmasının teşvik edilmesi gerektiği yönünde bkz. **Kılıç**, *Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler*, s. 842.

⁶⁷⁶ “*Geleceğe yönelik değerlendirmeler genel olarak, geleceğe ilişkin plan ve tahminleri içeren veya yatırımcılara ihraççının gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performansı hakkında fikir veren bilgilerdir. Geleceğe yönelik değerlendirmeler, projeksiyonlar, tahminler, varsayımlar, öngörüler, planlar, beklentiler, niyetler, amaçlar ve stratejiler şeklinde olabilir. Burada sayılanlarla sınırlı olmamak üzere, ihraççının finansal verilerine ilişkin beklentileri, varlık alım satımına ilişkin beklenti ve hedefleri ile yeni ürün veya hizmetin geliştirilmesine ilişkin projeleri geleceğe yönelik değerlendirmelere örnek olarak verilebilir. (...) İhraççıların gelecekteki faaliyetleri ile finansal durumu ve performanslarında meydana gelebilecek değişikliklere ilişkin beklentileri ve öngörülerini içeren ifadeler de geleceğe yönelik değerlendirme olarak kabul edilir.*”; bkz. Rehber, VI, s. 26. Bunlar, ihraççının satışları, faaliyet dışı gelirleri, yatırımları, işletme sermayesi ihtiyacı, nakit akımları, hisse başına kârı, sermaye yapısı, kâr payı gibi finansal kalemlere ilişkin projeksiyonları ile gelecekteki faaliyetlerine ilişkin yönetimin plan ve hedefleri ile bunlara esas teşkil eden varsayımlar olabilir; bkz. **Kılıç**, *Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler*, s. 834.

olarak ortaya konulması mümkün olmayan geleceğe yönelik hususların yatırımcıların yanıtılmasına yol açabilecek nitelikte olmasıdır⁶⁷⁷.

Geleceğe yönelik değerlendirmelerini kamuya açıklamak isteyen bir ihraççının uyması gereken açıklama esasları, ÖDT m. 10/1’de düzenlenmiştir. Buna göre, “a) *Geleceğe yönelik değerlendirmeler, yönetim kurulu kararına veya yönetim kurulu tarafından yetki verilmiş ise yetki verilen kişinin yazılı onayına bağlanması koşuluyla kamuya açıklanabilir.*⁶⁷⁸ b) *Geleceğe yönelik değerlendirmeler ihraççının yönetimi tarafından yılda en fazla dört defa kamuya açıklanır.*⁶⁷⁹ *Bu açıklama, özel durum açıklaması şeklinde yapılabileceği gibi, Kurulun finansal tablolara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ilan edilen faaliyet raporları veya KAP’ta açıklanması şartıyla yatırımcıların bilgilendirilmesine ilişkin sunumlar aracılığıyla da yapılabilir. Ancak, geleceğe yönelik olarak kamuya açıklanmış değerlendirmelerde önemli bir değişiklik ortaya çıktığında, bu bentte yer alan sayı sınırlamasına tabi olmaksızın açıklamanın bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde yapılması zorunludur.* c) *Geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin olarak yapılacak açıklamalarda, daha önce kamuya açıklanan hususlar ile gerçekleştirmeler arasında önemli ölçüde bir farklılık bulunması halinde, bu farklılıkların nedenlerine*⁶⁸⁰ *yer verilir.”* Ayrıca ÖDT m. 10/2 ve m. 17/2-d uyarınca

⁶⁷⁷ **Manavgat**, Halka Arz, s. 221.

⁶⁷⁸ Geleceğe yönelik değerlendirmelerin özel durumlar kapsamında kamuya açıklanabilmesi için bu yönde bir karar alınması gerekliliğinin, bu değerlendirmelerin gelişigüzel ve olgunlaşmadan açıklanmasının önlenmesi ile açıklama konusunun gerçekçi bir çizgiye gelmesine hizmet ettiği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 221. Geleceğe yönelik değerlendirmelere ilişkin olarak bkz. **Manavgat**, s. 83 vd.; **Meral**, s. 191.

⁶⁷⁹ Bu dönemin takvim yılı olarak anlaşılması gerektiği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 221.

⁶⁸⁰ Farklılıkların nedenlerine yer verilmesinin yalnızca yeni bir açıklama yapılması haline özgü olarak öngörüldüğü ancak olması gereken bakımından, yeni bir açıklama yapılmassa da açıklanan değerlendirmelerde meydana gelen farklılıkların nedenlerinin kamuya açıklanması olduğu yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 222.

geleceğe yönelik değerlendirmelerini kamuya açıklamak isteyen ihraççılar, bunların açıklanma esaslarına hazırladıkları bilgilendirme politikasında yer vermek zorundadırlar.

5- Kapsamın Sınırları: Ticari Sırlar

Kamuyu aydınlatma ilkesi açıklamayı, ticari sırlar ise saklamayı gerektirmektedir⁶⁸¹. *Gürbüz Usluel* tarafından tanımlandığı üzere ticari sır, “bir ticari işletme veya şirketin faaliyet alanı ile ilgili yalnızca belirli sayıdaki mensupları veya diğer görevlileri tarafından bilinen, elde edilebilen, gizliliği nedeniyle rakiplerince bilinmemesi ve üçüncü kişilere açıklanmaması gereken, ancak mevzuatın gerekli kıldığı hallerde yetkili mercilere verilebilen, ticari işletmenin ve şirketin ekonomik hayattaki başarı ve verimliliği için büyük önemi bulunan ve ekonomik menfaat sağlayan; işletme ya da şirketin gizli kalması için hal ve şartlara göre gerekli güvenlik önlemlerini aldığı, halihazırda ya da olası bir ekonomik değer taşıyan, sahibinin sırrın saklanması yönünde açık veya örtülü iradeye sahip olduğu gizli bilgidir⁶⁸².” Bu tanımdan hareketle, özel durum açıklamasına konu bilgiler bakımından, sürekli bilgilerin ticari sır niteliği taşıdığından söz edilmesi mümkün değildir. Çünkü sürekli bilgiler, sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olma ihtimali bulunmayan ve ne ihraççı ne de üçüncü kişiler bakımından ekonomik bir değere⁶⁸³ sahip olmayan bilgilerdir⁶⁸⁴. Ancak ticari sırlar ve bunların korunması, içsel bilgiler bakımından önem arz etmektedir.

Çalışmamızın İkinci Bölümünde özellikleri belirlenen ve örneklendirilen⁶⁸⁵ içsel bilgiler ile ticari sırlar arasında kavramsal bir kapsama/dışlama ilişkisi bulunmamaktadır.

⁶⁸¹ Karşılaştırmalı hukukta ticari sır düzenlemelerine ilişkin bilgi için bkz. **Turanboy**, Sır, s. 349 vd.; **Gürbüz Usluel**, s. 82 vd.

⁶⁸² **Gürbüz Usluel**, s. 29.

⁶⁸³ Ticari sırların gizlilik unsurunun belirlenmesinde dikkate alınan ölçütlerden “ekonomik bir değere sahip olma” hususunda bkz. **Gürbüz Usluel**, s. 40-43.

⁶⁸⁴ Öğretide ticari sırların unsurları: sır tutma iradesi, gizli olma, ekonomik bir değere sahip olma ve kullanılma olarak belirlenmiştir; bkz. **Gürbüz Usluel**, s. 29 vd. Aynı yönde bkz. **Aydoğan**, s. 115.

⁶⁸⁵ Bkz. yuk. İkinci Bölüm, II-2 (İçsel Bilgiler).

Ayrıca bir bilginin gerek içsel bilgi gerekse ticari sır olup olmadığı tespit edilirken, somut durumun kendine has özelliklerinin dikkate alınması gerekmektedir⁶⁸⁶. Dolayısıyla her bir durum bakımından içsel bilgiler ve ticari sırlar arasında bu yönde genel geçer bir belirleme yapılması da mümkün değildir. Ancak özel durumlar kapsamında kamuya açıklanması gereken bazı içsel bilgilerin, aynı zamanda ticari sır niteliği taşıması mümkündür⁶⁸⁷. O halde ticari sır ve içsel bilgi arasındaki ilişkinin çalışmamız bakımından önem arz ettiği nokta, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerin ticari sır niteliği taşıması halinde kamuya açıklanmasının gerekip gerekmeyeceği, bu bilgilerin kamuya açıklanması gereken içsel bilgiler kapsamında değerlendirilip değerlendirilmeyeceğidir.

Örneğin, bir ihraççının yeni bir teknoloji üretmesi ve bunu faaliyetlerinde kullanmaya başlaması halinde bu bilgiyi Rehber⁶⁸⁸ uyarınca kamuya açıklaması gerekebilir. Üretilen teknolojinin mühendislik unsurları veya formüller⁶⁸⁹, ihraççının rakipleri karşısında üstünlük sağlamasına yol açabilecek bir ekonomik değere sahipse, unsurlara ilişkin bilgi aynı zamanda ticari sır niteliğini de haiz olacaktır. Ancak yukarıda⁶⁹⁰ da belirtildiği üzere özel durum açıklamalarında “*yeteri kadar*” bilgiye yer verilmesi gerekliliği karşısında, mühendislik unsurlarına ilişkin ticari sırlara özel durum açıklamasında yer verilmesine gerek olmayıp bu bilgilerin sır niteliğinin korunması mümkündür.

Bununla birlikte, bir ihraççı tarafından mali durumunun geçici süreyle bozulması ve personel ücretlerinin ödenememesi halinde, bu bilginin üçüncü kişiler tarafından öğrenilmesi, ihraççının ticari itibarına zarar verebilecektir. Dolayısıyla bu bilginin, gizli

⁶⁸⁶ Ticari sırlar bakımından bkz. **Üçışık**, s. 12; **Rüzgâr**, s. 835.

⁶⁸⁷ **Meral**, s. 142.

⁶⁸⁸ Rehber, II-5.7, s. 14.

⁶⁸⁹ **Üçışık**, s. 12.

⁶⁹⁰ Bkz. yuk. Üçüncü Bölüm, I-4-B-c-ee (Yeteri Kadar Olmak).

kalmasında ihraççının manevi menfaati olması nedeniyle ticari sır olarak değerlendirilmesi mümkündür⁶⁹¹. Ne var ki bu durum, Rehber⁶⁹² uyarınca kamuya açıklanması gereken bir içsel bilgi niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla ihraççı bakımından esasen ticari sır niteliği taşıyan bir bilginin, mevzuat uyarınca açıklanma zorunluluğu doğmaktadır.

Hal böyleyken, ÖDT ve Rehber yoluyla SPK tarafından ihraççıların ticari sırlarını açıklamak zorunda bırakılarak menfaatlerinin ihlal edildiğinden bahisle özel durum açıklamalarına ilişkin düzenlemeler eleştirilebilir. Bu kapsamda, özel durumlara ilişkin düzenlemelerde ticari sırların açıklanması gereken durumlardan hariç tutulması gerektiği savunulabilir. Böylece, bir bilginin ticari sır olması halinde, ihraççının bu bilgiyi özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklama yükümlülüğünün doğmadığının kabul edilmesi önerilebilir⁶⁹³.

Oysa, kanaatimizce özellikle teknik unsurlar barındıran ve patent ya da faydalı model gibi sınai mülkiyet haklarına konu olabilecek ticari sırların halihazırda özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmasına gerek yoktur. Bu bakımdan, ihraççıların söz konusu unsurların gizliliğine ilişkin menfaatleri korunmaya devam etmektedir. Ancak bunların dışında, örneğin muhatap olunan dava ve takipler, karşılaşılan büyük zararlar veya geçirilen mali krizler bakımından kamunun aydınlatılmasındaki muhatapların menfaatleri, ihraççının ticari sırlarının korunmasına ilişkin menfaatten önde tutulmalıdır. Zira sermaye piyasalarının düzenlenip denetlenmesi ile kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma ilkelerinin benimsenmesindeki temel amaç, sermaye piyasalarında yatırımcıların korunmasıdır. Hal böyleyken, örneğin işveren karşısında işçinin, satıcı

⁶⁹¹ Gürbüz Usluel, s. 11.

⁶⁹² Rehber, II-5.8, s. 16.

⁶⁹³ Kamuya açıklanan bilgilerin ticari sır niteliği taşıyamamasına dikkat edilmesi gerektiği yönünde bkz. Üçışık, s. 20-21; Pamukçu, s. 140.

karşısında tüketicinin⁶⁹⁴, hâkim pay sahibi karşısında azınlığın korunmasında olduğu gibi, ortalama yatırımcının da ihraççı karşısında korunabilmesi, söz konusu bilgilerin kamuya açıklanmasını gerektirmektedir. Oysa özel durum açıklamalarından ticari sırların istisna tutulması halinde, kanuni bir tanımı olmayan ve yorum gerektiren ticari sır ifadesinin, ihraççılar tarafından kamuyu aydınlatma ilkesinin alanını daraltacak şekilde uygulanma tehlikesi ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, özel durum açıklamalarına ilişkin mevzuat hükümlerinde ticari sırların hariç tutulmaması yerinde olup, sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek her türlü bilgi, olay veya gelişmenin ticari sır olduğu iddiasıyla kamudan saklanmaması, özel durum açıklamaları kapsamında bunların kamuya açıklanması gerekmektedir⁶⁹⁵.

Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, aşağıda⁶⁹⁶ incelenen içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi imkânı, içsel bilgi niteliğindeki ticari sırların gizli tutulma aracı olarak kullanılabilir⁶⁹⁷. Zira, erteleme kurumu kısaca ihraççının meşru menfaatlerinin korunması amacıyla öngörülmüş olup, ticari sırların gizliliğinin korunmasında da ihraççının meşru bir menfaatinin olduğu ortadadır. Hal böyleyken, aşağıda incelenen erteleme şartlarının, özellikle yatırımcıların yanıltılmasına yol açmama şartının sağlanması halinde, herhangi bir süre sınırı öngörülmemiş olan erteleme imkanından yararlanılarak ticari sırrın devamlı bir şekilde korunması, erteleme şartları sağlandığı sürece kamuya açıklanmaması mümkündür⁶⁹⁸. Ancak bu durum, pratikte ticari

⁶⁹⁴ Sermaye piyasalarında bireysel yatırımcıların tüketici sıfatlarına yönelik bir çalışmada “yatırımcıların, bilgiye ulaşma, ulaştıkları bilgileri anlama, değerlendirme ve pazarlık yapma konusunda yeterli güce sahip olmadıkları için sermaye piyasası işlemlerinin dezavantajlı tarafı oldukları” açıkça belirtilmiştir; bkz. **Özer**, s. 46.

⁶⁹⁵ Benzer şekilde; bkz. **Aydoğan**, s. 371-372; **Meral**, s. 142. Halka açık ortaklıklarda ticari sır kavramının çok daha dar kapsamda ve haklı nedenlerle söz konusu olabileceği yönünde bkz. **Turanboy**, Sır, s. 363.

⁶⁹⁶ Bkz. aşa. Üçüncü Bölüm, III (İçsel Bilginin Açıklanmasının Ertelenmesi).

⁶⁹⁷ **Meral**, s. 142.

⁶⁹⁸ **Meral**, s. 142.

sırların özel durum açıklamalarından istisna tutulmasıyla aynı sonucu doğuracaksa da, erteleme sebeplerinin yerindeliği SPK denetiminde olduğundan ihraççılar tarafından çok daha dikkatli ve objektif bir şekilde ticari sır nitelenmesi yapılacağı gözden uzak tutulmamalıdır.

III- İÇSEL BİLGİNİN AÇIKLANMASININ ERTELENMESİ

1- Genel Olarak

Kural, içsel bilgilerin derhal açıklanmasıyken, içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi, bu kurala istisna teşkil etmektedir⁶⁹⁹. MAR m. 17/4'te içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesinin genel koşulları hükme bağlanmıştır. Buna göre ihraççı, derhal açıklamanın meşru menfaatlerine zarar vermesi muhtemel olan içsel bilgilerin açıklanmasını, derhal açıklamamanın kamuyu yanlış yönlendirmemesi ve bunların gizliliğinin sağlanması şartıyla erteleyebilecektir⁷⁰⁰. MAR m. 17/5'te ise belirli ihraççılar tarafından belirli hususlardaki içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi şartları özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre, finansal sistemin istikrarını korumak amacıyla kredi veya finans kuruluşu olan ihraççılar tarafından açıklanması ertelenebilecek içsel bilgiler belirlenmiş ve erteleme şartları: bilginin ihraççı ya da finansal sistemin istikrarına zarar verme ihtimali taşınması, ertelemeye kamu yararı bulunması, açıklanması ertelenen bilgilerin gizliliğinin sağlanması ve ilgili idari otoriteden erteleme için izin alınması olarak sıralanmıştır⁷⁰¹. MAR m. 17/7'de ise m. 17/4 ve 17/5 uyarınca kamuya açıklanması ertelenen içsel bilgilerin, erteleme süresince gizliliğinin sağlanamaması ya da bu bilgilerle ilgili söylentilerin gizliliğin sağlanamadığını göstermesi halinde söz konusu

⁶⁹⁹ Yanlı, İçsel Bilgi, s. 271; Manavgat, Finansal Veri, s. 7.

⁷⁰⁰ MAD m. 6/2 ile üye devletlerce erteleme kararının yetkili idari otoriteye bildirilmesinin kararlaştırılabileceği belirtilmişken, MAR m. 17/4 par. 3'te bu bildirim bir yükümlülük olarak öngörülmüştür.

⁷⁰¹ MAR m. 17/6'da bu iznin alınacağı otoriteler belirlenmiştir.

bilgilerin en kısa sürede kamuya açıklanması öngörülmüştür. MAR m. 17/10'da m. 17'nin yeknesak uygulanmasını sağlamak amacıyla ESMA tarafından, içsel bilgilerin açıklanması ile açıklanmasının ertelenmesine ilişkin teknik uygulama standartlarının belirleneceği⁷⁰² ve m. 17/11'de ise erteleme şartlarından meşru menfaatler ile açıklamanın ertelenmesi halinde kamuyu yanlış yönlendirebilecek durumların neler olduğuna ilişkin örnek niteliğinde bir rehber hazırlanacağı hükme bağlanmıştır⁷⁰³.

MAR 17'den hareketle ÖDT m. 6'da da kural olarak derhal kamuya açıklanması gereken içsel bilgilerin belirli şartları taşımak kaydıyla açıklanmasının ertelenebileceği hükme bağlanmıştır. ÖDT m. 6/1 uyarınca, *“İhraççı; sorumluluğu kendisine ait olmak üzere⁷⁰⁴, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için içsel bilgilerin kamuya açıklanmasını, yatırımcıların yanıltılmasına yol açmaması ve bu bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilecek olması kaydıyla erteleyebilir.”* Bahse konu fıkra da sayılan şartlar kümülatif olup, bir erteleme kararının hukuka uygun olarak alınması ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlal edilmemesi için tüm şartların bir arada bulunması gerekmektedir. ÖDT m. 6/2'de erteleme şartlarının ortadan kalkması halinde yapılacak özel durum açıklaması ve SPK'nin erteleme sebeplerini inceleme yetkisi, m. 6/3'te ertelenen bilgilerin gizliliğin sağlanması, m. 6/4'te ertelemeye ilişkin yönetim kurulu kararı ve son olarak m. 6/5'te ihraççı dışında kimler tarafından erteleme imkanından⁷⁰⁵ yararlanılabileceği düzenlenmiştir.

⁷⁰² Bkz. ESMA/2016/1478, *Delay in the Disclosure of Inside Information*, 20.10.2016 (Ertelleme Rehberi).

⁷⁰³ Bkz. ESMA/2016/1130, *Guidelines on the Market Abuse Regulation-Market Soundings and Delay of Disclosure of Inside Information*, 13.07.2016.

⁷⁰⁴ Ertelleme konusunda ihraççıya ağır bir sorumluluk yüklendiği hususunda bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 271.

⁷⁰⁵ İçsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi, SPK tarafından ihraççılara yönelik bir *hak* olarak değerlendirilirken *Yanlı* tarafından “geçici muafiyet” olarak nitelendirilmiştir; bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 271.

2- Şartları

A- İhraççının Meşru Menfaatlerinin Zarar Görmesi İhtimalinin Bulunması

a- Meşru Menfaat Kavramı

ÖDT m. 6/1 uyarınca herhangi bir içsel bilginin ertelenebilmesinin ön şartı, söz konusu bilginin açıklanması halinde ihraççının nesnel olarak haklı⁷⁰⁶ olan meşru menfaatlerinin (*legitimate interests*) zarar görebilecek olmasıdır. Buradaki zararın mutlak değil muhtemel zarar olarak anlaşılması gerekmektedir. Meşru menfaatlerinin zarar görmesi ihtimali, yalnızca ihraççıyla sınırlı olarak içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi hakkı verir⁷⁰⁷. Bir başka ifadeyle, ihraççı dışında, ihraççının hizmet ve faaliyetlerinden yararlandığı veya bunları birlikte yürüttüğü üçüncü kişilerin menfaatleri, içsel bilgilerin ertelenebilmesi için aranan meşru menfaat şartını sağlamayacaktır⁷⁰⁸. Bir içsel bilginin açıklanmasının ertelenebilmesi için, zarar görme ihtimali aranan ihraççının meşru menfaatleri ile yatırımcıların hak ve menfaatleri arasındaki dengenin korunması gerekmektedir⁷⁰⁹. Esasen meşru bir menfaatin söz konusu olmadığı erteleme kararları, içsel bilgilerin derhal açıklanması kuralının ihlali niteliği taşıyacaktır. Bu halde kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü ihlal eden ihraççının sorumluluğu gündeme gelecektir.

⁷⁰⁶ **Manavgat**, Halka Arz, s. 217. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 201; **Aydoğan** s. 231.

⁷⁰⁷ Rehber, II-6.1, s. 19.

⁷⁰⁸ Hâkim ortağı ilgilendiren haklı sebeplerin erteleme gerekçesi olamayacağı ancak ortaklıklar topluluğunu ilgilendiren ve dolaylı olarak ihraççıyı etkileyen sebeplerle erteleme kararı alınabileceği yönünde bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 217. Ortaklıklar topluluğunun ya da üçüncü kişilerin çıkarlarının, bunlar ancak ihraççının çıkarları ile örtüştüğü ölçüde dikkate alınabileceği yönünde bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 268.

⁷⁰⁹ İhraççının erteleme konusundaki menfaatinin haklılığı ve gerekliliği üzerinde düşünülmesi gerektiği yönünde bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 271. Bilginin açıklanmasının ertelenmesinde ihraççının meşru bir menfaatinin olduğu ancak erteleme de yatırımcıları yanıltma sonucu doğuracağı hallerde, yüzeysel bir açıklama yapılabileceği yönünde bkz. **Keskin**, s. 105. Aynı yönde bkz. **Meral**, s. 202.

b- Meşru Menfaat Örnekleri

İhraççının meşru menfaatleri, ÖDT’de tanımlanmadığı gibi, kıyasen uygulanabilecek TTK’deki anonim ortaklık pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkının ortaklık menfaati gerekçesiyle sınırlandırılmasına⁷¹⁰ ilişkin m. 437/3’te de bir belirleme yapılmamıştır. Bununla birlikte, TTK m. 437/3’ün gerekçesinde, ortaklık menfaatinin zarara uğraması, “*şirket işletmesinin, bağlı şirketlerinin, müşteriler çevresinin, dağıtım kanallarının ve ilişkilerinin vs. kayba uğraması veya bu nitelikte pek de uzak olmayan bir tehlikenin varlığı*” olarak tanımlanmıştır⁷¹¹. O halde ihraççının “*şirket işletmesinin, bağlı şirketlerinin, müşteriler çevresinin, dağıtım kanallarının ve ilişkilerinin*”, korunmaya değer menfaatlerinin kaynağı olduğu belirtilebilir⁷¹².

Rehberde bir içsel bilginin açıklanmasının ertelenebilmesi için ileri sürülebilecek meşru menfaatler sınıflandırılmıştır⁷¹³. Buna göre, “*Anlaşmanın sonuçlanmasının yakın olduğu ancak muhtemel sonuçların açıklanmasının ihraççının veya yatırımcıların çıkarlarına uygun olmadığı görüşmelerde*” veya “*Anlaşmaların veya ihraççının yönetim organlarınca alınmış kararların uygulanmasının diğer ihraççının onayını gerektirdiği ve bilginin açıklanmasının sürece olumsuz etki edeceği durumlarda*” ihraççının ilgili içsel bilginin kamuya açıklanmasını erteleme hakkından söz edilebilecektir⁷¹⁴.

MAR’da da erteleme bakımından meşru bir menfaatin varlığından söz edilebilecek durumlar örneklendirilmiştir. Buna göre, devam eden görüşmelerin gidişatını veya sonuçlarını etkileyecek bilgilerin açıklanması ertelenebilecektir. Örneğin,

⁷¹⁰ Bilgi alma hakkının ortaklık menfaati gerekçesiyle sınırlandırılmasına ilişkin olarak bkz. **Aytaç**, Pay Sahipliği Hakları, s. 123 vd.

⁷¹¹ TTK Gerekçe metni için bkz. “*Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324)*”, TBMM, Dönem 23, Yasama Y. 2, Sıra S. 96.

⁷¹² Detaylı bilgi için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, II, s. 61, par. 1014-1014b.

⁷¹³ Meşru menfaatlerin dar yorumlanmaması gerektiği yönünde bkz. **Koch**, s. 368, par. 65.

⁷¹⁴ Rehber, II-6.1, s. 19.

iflas etmemiş olmakla birlikte içinde bulunulan bozuk finansal yapının iyileştirilmesine yönelik görüşmelerin⁷¹⁵ ya da başka organ onayı olmadan yürürlüğe giremeyecek karar ve sözleşmelerin imzalanmasının kamuya açıklanması halinde, ihraççının meşru menfaatlerinden bu açıklamadan etkileneceği ve dolayısıyla bu hususların açıklanmasının ertelenebileceği belirtilmiştir⁷¹⁶. Ayrıca ESMA tarafından hazırlanan Erteleme Rehberinde de, meşru menfaat örnekleri sıralanmıştır⁷¹⁷.

Bu sınıflandırmaya konu durumların örneklendirildiği Rehber⁷¹⁸ uyarınca, *“(ihraççı tarafından) bir ihaleye teklif verilmesi durumunda bu durumun kamuoyu tarafından bilinmesinin teklifin reddedilmesi sonucunu doğuracağı durumlarda”, “Sözleşme görüşmeleri sürerken henüz sonuçlanmadan önce yapılan görüşmelerin kamuya açıklanması sözleşmenin sonuçlarını etkileyecek ve taraflardan birinin kaybına neden olacak ise, bu hususun kamuya açıklanmasının yapılacak olan anlaşmayı önleyeceği durumlarda”, “ihraççının bir ihaleye teklif verdiğinin kamuoyu tarafından bilinmesinin ihraççının diğer paydaşlarıyla ilişkilerine zarar vereceği veya imzalanan bir gizlilik anlaşmasının ihlali nedeniyle ihalenin kaybedilmesine yol açacağı durumlarda”⁷¹⁹, “İhraççının (...) sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını ve yatırım kararlarını etkileyebilecek yeni bir ürün, patent veya icat söz konusu olduğunda*

⁷¹⁵ Benzer bir örnek, Yanlı tarafından da verilmiştir. Buna göre, finansal problemler yaşayan ihraççının kredi temini için bir banka ile görüşmeye başladığının kamuya açıklanması halinde yatırımcılar tarafından ihraççıya duyulan güvenin zedeleneceği ve ihraççıya yatırım yapmaktan kaçınılacağı, bunun sonucunda ihraççının finansal durumundaki bozulmanın derinleşeceği ve kredi teminin imkansız hale geleceği, dolayısıyla bu bilginin bir süre açıklanmamasında ihraççının haklı/meşru bir menfaatinin olacağı belirtilmiştir; bkz. Yanlı, İçsel Bilgi, s. 268.

⁷¹⁶ MAR, Dibace, par. 50. Ayrıca bkz. Erteleme Rehberi, 5.1-b ve c, s. 4-5.

⁷¹⁷ Erteleme Rehberi, 5.1, s. 4 vd.

⁷¹⁸ Rehber, II-6.1, s. 19.

⁷¹⁹ Rehber, II-6.1, s. 19.

*ihraççı haklarını korumak için gerekli önlemleri alana kadar*⁷²⁰ içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesini haklı kılacak bir meşru menfaatten bahsedilebilecektir.

B- Yatırımcıların Yanıltılmasına Yol Açılmaması

ÖDT m. 6/1 uyarınca bir içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi, ertelemenin yatırımcıların yanıltılmasına yol açmaması şartıyla mümkündür. Erteleme bakımından yatırımcıların yanıltılmasının iki boyutu bulunmaktadır. İlk olarak, herhangi bir meşru menfaate zarar verme ihtimali bulunmayan ve/veya halihazırda gizliliği sağlanamayan bir bilginin açıklanmasının ertelenmesi, erteleme şartlarını taşımayan bu bilginin özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmaması nedeniyle kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihlali sonucunu doğuracaktır. Kamunun hiç veya eksik aydınlatılması ise yatırımcıların yanıltılmasına yol açabilecektir. Zira açıklamama dolayısıyla piyasalarda gerçeği yansıtmayan yapay bir durum oluşacaktır⁷²¹. Dolayısıyla yanıltıcılığın ilk boyutu, kamuya açıklanması gereken bir içsel bilginin, hukuka aykırı bir şekilde açıklanmasının ertelenmesi dolayısıyla yatırımcıların hiç veya eksik aydınlatılması suretiyle yanıltılmasıdır⁷²². Bu bakımdan, daha önce yapılan açıklamalarda meydana gelen değişikliklerin açıklanmasının veya açıklamalardaki hataların düzeltilmesinin ertelenmesi mümkün değildir. Zira bu durumda, ihraççının ilgili içsel bilgiye ilişkin güncel durumu ile kamuoyunun vâkıf olduğu bilgi arasında uyum olmayacak, çelişki doğacaktır⁷²³.

Erteleme dolayısıyla yatırımcıların yanıltılmasının ikinci boyutu, şartları oluşan ve hukuka uygun bir erteleme kararıyla kamuya açıklanması ertelenen bir içsel bilginin

⁷²⁰ Erteleme Rehberi, 5.1-d, s. 5.

⁷²¹ Koch, s. 357, par. 87.

⁷²² Yatırımcıların, suskunluğa olumlu veya olumsuz sonuç bağladığı ya da bağlama ihtimalinin bulunduğu hallerde yatırımcıların yanıltılmasına neden olunacağı yönünde bkz. Aydoğan, s. 232.

⁷²³ Yanlı, İçsel Bilgi, s. 269.

ertelenme süresi içerisinde, ihraççı tarafından yapılacak başkaca açıklamalarla yatırımcıların yanıltılmasına yol açılmasıdır. Gerçekten de, erteleme süresi içerisinde ertelenen bilgiyle çelişen başka açıklamalar yapılması, yatırımcıların yanıltılmasına yol açabilecektir⁷²⁴.

Açıklanmasının ertelenmesi halinde yatırımcıların yanıltılmasına yol açabilecek bilgiler, Erteleme Rehberinde de örneklendirilmiştir. Buna göre, önceki açıklamalara konu bilgilerde meydana gelen değişikliklerin, ihraççının finansal durumuna ilişkin olarak kamuya açıklanan geleceğe yönelik tahminlerinin gerçekleşme ihtimalin azaldığını gösteren bilgilerin, ihraççının daha önce kitle iletişim araçlarıyla piyasalarda oluşturduğu beklentilerle çelişen bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi, yatırımcıların yanıltılmasına yol açabilecektir⁷²⁵.

C- Ertelenen Bilgilerin Gizliliğinin Sağlanması

a- Genel Olarak

MAR m. 17/4-c ve ÖDT m. 6/3 uyarınca içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi kararı alan bir ihraççının, bu bilginin gizliliğini sağlaması gerekmektedir. Zira yatırımcıların yanıltılmaması ancak açıklanması ertelenen bilgilerin gizliliğinin sağlanmasıyla mümkündür⁷²⁶. Bununla birlikte, açıklanması ertelenen içsel bilginin gizli tutulmasına rağmen çeşitli “dışsal koşullar”⁷²⁷ dolayısıyla bu erteleme yanıltıcı bir

⁷²⁴ Rehber, II-6.2, s. 20; Erteleme Rehberi, 5.2-a. Benzer şekilde bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 269; **Meral**, s. 201.

⁷²⁵ Erteleme Rehberi, 5.2, s. 5.

⁷²⁶ **Manavgat**, Halka Arz, s. 217.

⁷²⁷ Örneğin ithalat anlaşmasına konu bir ürünün ülkede kullanılmasının yasaklanmasına rağmen ithalat anlaşmasına ilişkin bilginin açıklanmasının ertelenmesi yatırımcıları yanıltacaktır; bkz. **Manavgat**, Halka Arz, s. 217.

izlenim yaratabilir. Böyle bir durumda açıklanması ertelenen bilginin, gizliliğinin sağlanmış olmasına rağmen kamuya açıklanması gerekecektir⁷²⁸.

Açıklanması ertelenen içsel bilgilerin gizliliğinin sağlanması, ihraççı tarafından içsel bilgilere erişimi olanların takip edilmesini ve bu kişilerin gizlilik hususunda bilgilendirilmelerini gerektirmektedir. Açıklanması ertelenen içsel bilginin gizliliğinin sağlanamaması halinde ise ertelemeye konu içsel bilginin derhal kamuya açıklanması gerekmektedir⁷²⁹.

b- İhraççının Açıklanması Ertelenen Bilgilere Erişimi Kontrol Etme Yükümlülüğü

MAR m. 18/2 ve ÖDT m. 6/3 uyarınca ihraççı, “a) İçsel bilgilere erişimi olan kişiler listesinde yer alanlar haricindeki kişilerin bu bilgilere erişimini önleyecek etkin düzenlemeler yapmak, b) İçsel bilgilere erişimi olan kişilerin içsel bilgiler ile ilgili olarak Kanun ve ilgili mevzuatta yer alan yükümlülükleri kabul etmesini ve bu bilgilerin kötüye kullanımı veya yayılması ile ilgili yaptırımlardan haberdar olmasını sağlayacak gerekli önlemleri almak” zorundadır.

İhraççı, açıklanması ertelenen içsel bilgilerin gizliliğini sağlama yükümlülüğü kapsamında, listede ilk kez yer alan kişiye en kısa zamanda bildirimde⁷³⁰ bulunmalı ve kişinin bu hususta yazılı beyanını almalıdır⁷³¹. Bu bildirimde kişinin içsel bilgilere erişimi

⁷²⁸ Manavgat, Halka Arz, s. 217.

⁷²⁹ ÖDT m. 6/3-c.

⁷³⁰ Bildirim fiziken yazılı olarak veya elektronik ortamda yapılabilir.

⁷³¹ Rehber, II-4.4, s. 9.

olan kişiler listesinde yer aldığı belirtilmeli ve ilgili mevzuatın⁷³² ihlali halinde karşılaşılabilecekleri sonuç ve yaptırımlar konusunda bilgilendirmelidir⁷³³.

c- Gizliliğin Sağlanamaması Halinde Açıklanması Ertelenen Bilginin Açıklanması Yükümlülüğü

ÖDT m. 6/3-c uyarınca ihraççılar, “İçsel bilgilerin gizliliğinin sağlanamaması halinde açıklanmasını sağlamak zorundadır.”⁷³⁴ Kamuya açıklanması ertelenen içsel bilginin ihraççı dışındaki herhangi bir kişi veya kurum tarafından kamuya açıklanması, erteleme şartlarından olan gizliliğin sağlanamadığı anlamına geleceğinden ihraççı tarafından bu bilginin özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanması gerekir⁷³⁵.

Zira halihazırda üçüncü kişiler tarafından açıklanması ertelenen içsel bilgilerin öğrenilmiş olması, yatırımcılar arasında fırsat eşitliğini ortadan kaldıracaktır. Bununla birlikte, gizliliğin sağlanamamış olması her durumda açıklanması ertelenen bilginin piyasalarda yayıldığı anlamına gelmemektedir⁷³⁶. Yalnızca bir tek üçüncü kişinin öğrendiği ve bu bilgiyi kimseyle paylaşmadığı gibi bilgiye dayanarak hiçbir işlem de yapmadığı varsayıldığında dahi, gizliliğin sağlanamadığından söz edilecektir. Ayrıca

⁷³² İhraççılar, listede yer alan kişileri SerPK’nin finansal raporlama ve bağımsız denetime ilişkin m. 14-15, bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı incelemelerinde uygulanacak tedbirlere ilişkin m. 101, bildirim yükümlülüğüne ilişkin m. 102, idari para cezası gerektiren fiiller bakımından genel esaslara ilişkin m. 103, piyasa bozucu eylemlere ilişkin m. 104, idari para cezalarının uygulanmasına ilişkin m. 105, bilgi suistimaline ilişkin m. 106, piyasa dolandırıcılığına ilişkin m. 107 ve sermaye piyasası suçlarına ilişkin olarak yazılı başvuru ve özel soruşturma usullerine ilişkin m. 115 ile SerPK m. 14, 15, 101, 102, 103/4 ve 104 uyarınca yayımlanan Tebliğler konusunda bilgilendirmeli ve bunlara uymaları konusunda yazılı olarak uyarmalıdır; bkz. Rehber, II-4.4, s. 10.

⁷³³ Rehber, II-4.4, s. 9.

⁷³⁴ MAR m. 17/7 uyarınca, açıklanması ertelenen içsel bilgiye ilişkin söylentilerin varlığı, gizliliğin sağlanamadığı hususunda yeterli bir gösterge olabilir. Böyle bir durumda bilginin açıklanması gerekmektedir.

⁷³⁵ Rehber, II-6, s. 19.

⁷³⁶ Koch, s. 376, par. 90.

ihraççılara, meşru menfaatlerinin zarar görmemesi amacıyla birtakım bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi imkânı tanınmışken, ihraççının kendi kusuruyla bu bilgilerin gizliliğini sağlayamamış olmasının sonuçlarına da ihraççının katlanması gerekir⁷³⁷. Bu kapsamda, kusuruyla kamuya açıklanması ertelenen içsel bilgiye yönelik haber ve söylentilerin oluşmasına sebep olup bilginin varlığına işaret eden ihraççının, bu bilginin gizliliğini sağlayamadığı düşünülecektir⁷³⁸. Dolayısıyla, gizliliği sağlanamayan bir içsel bilginin, açıklanmasının ertelendiği savunmasıyla kamuya açıklanmasından kaçınılması mümkün değildir. Aksi halde açıklama yükümlüsünün sorumluluğu doğacaktır.

Gizliliğin sağlanamaması halinde yapılacak açıklamada, açıklanan bilginin açıklanmasının ertelenmesine ilişkin bir karar alınmış olduğu, erteleme kararının nedenleri ve karara rağmen açıklama yapılmasını gerektiren durumun ne olduğunun belirtilmesi gerekir⁷³⁹.

3- Usulü

A- Erteleme Kararı

Bir içsel bilginin açıklanmasının ertelenebilmesi için ÖDT m. 6/4 uyarınca, *“Ertelemenin ihraççının meşru çıkarlarının korunmasına olan etkisi, yatırımcıların yanıltılması riskini oluşturmadığı ve erteleme süresince bu bilginin gizliliğinin korunması için alınan tedbirler(in)”* yönetim kurulu tarafından karara bağlanması gerekmektedir. Eğer yönetim kurulu tarafından bu husustaki yetki bir başka kişiye devredilmişse o halde yetkilendirilen kişiden erteleme şartlarının sağlandığına ilişkin yazılı bir onay alınması gerekli ve yeterlidir (ÖDT m. 6/4).

⁷³⁷ Bilginin gizliliğinin sağlanması adına geliştirilen bilgi izolasyonu yöntemine ilişkin olarak bkz. **Gürbüz Usluel**, s. 215-222.

⁷³⁸ **Manavgat**, Halka Arz, s. 220; Rehber, II-6.3, s. 20.

⁷³⁹ **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 270.

İçsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesi imkanından öncelikle ve doğrudan ihraççılar yararlanacak olmakla birlikte, ÖDT m. 5/2 uyarınca ihraççının bilgisi dışında meydana gelen içsel bilgileri öğrenen ve bunları kamuya açıklamakla yükümlü olan belirli pay sahipleri de bu imkândan yararlanabilecektir. Anılan kişiler tarafından erteleme hakkında yararlanılması istendiği takdirde, ÖDT m. 6/5 uyarınca ihraççıya bu hususun bildirilmesi ve yine m. 6/4 uyarınca ertelemenin karara bağlanması gerekecektir⁷⁴⁰.

Herhangi bir işleme gerek olmaksızın bir içsel bilginin açıklanmasının ertelenebilmesi yerine, yönetim kurulu veya yetkilendirilen kişi/ler tarafından ertelemeye ilişkin bir kararın alınması yükümlülüğü, erteleme şartları oluşmayan hallerde dahi içsel bilgilerin kamuya açıklanmayarak kamuyu aydınlatma ilkesinin ihlal edilmesini önlemek amacıyla düzenlenmiştir. Zira bu kararlar imza altına alınan hususlar, erteleme şartlarının gerçekten oluşup oluşmadığı konusunda ihraççıyı dikkatlice düşünmeye sevk etmekte ve hukuka aykırı bir erteleme kararı alınması halinde sorumluluklarının doğacağını hatırlatmaktadır. Erteleme kararı alınmaksızın kamuya açıklanması gereken bir içsel bilginin açıklanmaması, açıklama yükümlülüklerinin sorumluluğuna gidilmesine neden olacaktır⁷⁴¹.

B- Erteleme Süresi

ÖDT m. 6/2 uyarınca, “İçsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz, ihraççılar söz konusu içsel bilgileri bu Tebliğde yazılı olan esaslara uygun şekilde kamuya açıklar.” Ancak, açıklanması ertelenen bir içsel

⁷⁴⁰ ÖDT m. 6/5 uyarınca, “5 inci maddenin ikinci fıkrasında düzenlenen durumlarda, anılan kişiler de bu maddede yer alan erteleme hakkında yararlanabilir. Bu kişiler tarafından ihraççıya yapılacak bildirim üzerine bu maddenin dördüncü fıkrası hükmü uygulanır.”

⁷⁴¹ Açıklanması ertelenen içsel bilgilerin gizliliğinin sağlanması görevinin, erteleme kararı alma yetkisinin devredilmiş olması halinde dahi yönetim kuruluna ait olduğu yönünde bkz. **Manavgat** s. 201, **Manavgat**, Halka Arz, s. 217. Aksi yönde bkz. **Aydoğan**, s. 232.

bilginin ilgili olduğu olay gerçekleşmez, örneğin ihraççı tarafından geliştirilen bir işaretin marka olarak tescili amacıyla TÜRKPATENT'e başvuru yapılana kadar işarete ilişkin bilgilerin açıklanması ertelenmiş olmasına rağmen marka tescil başvurusunda bulunulmaz veya başvurunun reddedilmesi⁷⁴² halinde ret kararı kesinleşirse bu hususta herhangi bir açıklama yapılması gerekliliği de doğmayacaktır.

Dolayısıyla bir içsel bilginin açıklanması hukuka uygun bir şekilde ertelendiğinde erteleme süresi, ya bilginin gizliliğinin sağlanamaması, ihraççının ertelemekte meşru menfaatinin ortadan kalkması veya yatırımcıların yanıltılmasına yol açılması hallerinde ertelenen bilginin kamuya açıklanmasıyla, ya da ertelenen bilgiye ilişkin olayın gerçekleşmemesi yüzünden içsel bilginin ortadan kalmasıyla⁷⁴³ sona erecektir. Bunun dışında, mevzuatta içsel bilgilerin ertelenme süresi bakımından bir üst sınır getirilmiş değildir⁷⁴⁴. Dolayısıyla, erteleme şartları sağlandığı sürece, ihraççı tüzel kişiliği sona erene dek, açıklanması ertelenen içsel bilginin açıklanmaması mümkündür.

C- SPK'nin Erteleme Sebeplerinin Yerindeliğini Takdir Yetkisi

Kamuya açıklanması ertelenen bir içsel bilginin, erteleme şartlarını kaybetmesi dolayısıyla kamuya açıklanması halinde, bu açıklamada erteleme kararına ve bu kararın alınmasını gerektiren hususlara ver verilmesi gerekmektedir (ÖDT m. 6/2). Açıklanması ertelenen içsel bilginin kamuya açıklanması halinde, açıklama metninde yer alan erteleme sebeplerinin yerindeliği, SPK tarafından gerekli görülmesi halinde incelenebilecektir (ÖDT m. 6/2).

SPK'nin yerindeliğini inceleyebileceği belirtilen erteleme sebepleri, ihraççının meşru menfaatlerine ilişkindir. O halde SPK tarafından içsel bilginin açıklanmasının

⁷⁴² Bilgi için bkz. 6769 sayılı Sınai Mülkiyet Kanunu (RG. 10.01.2017, S. 29944), m. 5.

⁷⁴³ Birden fazla aşamadan oluşan karar alma süreçlerinde ertelemeye konu bilginin ortadan kalkıp kalkmadığının her bir aşamada ayrıca değerlendirilmesine gerek olmadığı, yalnızca son aşamanın bu hususta önem arz ettiği yönünde bkz. **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 270-271.

⁷⁴⁴ **Yanlı**, İçsel Bilgi, s. 268.

ertelenmesi kararının, ihraççı tarafından ileri sürüldüğü üzere meşru bir menfaatten kaynaklanıp kaynaklanmadığı ve/veya menfaatin meşru olmasına karşın içsel bilginin açıklanmasının bu menfaatin gerçekten zarara uğraması ihtimali doğurup doğurmayacağı hususları incelenebilecektir. SPK tarafından yapılan bu inceleme sonucunda erteleme sebeplerinin yerinde görülmemesi halinde, erteleme kararı dolayısıyla ilgililerin sorumlulukları gündeme gelecektir.

IV- SÜREKLİ BİLGİLERİN AÇIKLANMASI

Çalışmamızın bu bölümünde, ÖDT uyarınca ihraççıya ilişkin genel bilgiler, bilgilendirme politikası ve genel kurula ilişkin bilgilerin açıklanma esasları incelenmiştir. ÖDT II’de özel durumlar içsel ve sürekli bilgi ayrımına tâbi tutulmamışsa da ÖDT II m. 5/1-i, k ve m bentleri sürekli bilgi niteliği taşıdığından, yeri geldikçe söz konusu bentlere de değinilmiştir.

1- Açıklama Yapmakla Yükümlü Olanlar

Sürekli bilgiler, ÖDT kapsamında ihraççılar ÖDT II kapsamında ise borsa dışı ortaklıklar tarafından kamuya açıklanır. Gerçekten de ÖDT m. 16 uyarınca ihraççıya ilişkin genel bilgiler, m. 17 uyarınca payları borsada işlem gören ihraççıların bilgilendirme politikası, m. 18/1-a ve b uyarınca payları borsada işlem gören ihraççıların genel kurullarına ilişkin bilgiler, m. 19/1-g uyarınca pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların genel kurullarına ilişkin bilgiler, m. 20 uyarınca *tahsisli olarak satılmak üzere ihraç belgesi onaylanan ihraççılar ve fon kullanıcıları hariç* ÖDT’nin dördüncü bölümü kapsamındaki ihraççılara ilişkin genel bilgiler ve son olarak m. 21/1-b uyarınca ÖDT’nin dördüncü bölümü kapsamındaki ihraççıların genel kurullarına ilişkin bilgiler, ilgili ihraççılar tarafından kamuya açıklanacaktır. ÖDT II m. 5/1’in genel kurula ilişkin i bendi ve ortaklık iletişim bilgilerine ilişkin m bendi uyarınca

yapılacak özel durum açıklamaları ise, ÖDT II m. 7/2 uyarınca ilgili ortaklık tarafından yapılacaktır.

2- Açıklamanın Zamanı

ÖDT m. 16 uyarınca ihraççıya ilişkin genel bilgilerin ne zaman açıklanacağı belirlenmemiştir. Bu hususta Yönerge m. 23/3'te de herhangi bir belirleme bulunmamaktadır. İhraççının KAP üyesi olduğu esnada genel bilgilere ilişkin “Şirket Genel Bilgi Formu”nu doldurması gerektiğinden bu bilgilerin KAP'ta ilk kez yayımlanmasından ziyade, yayımlanan bilgilerde değişikliklerin meydana gelmesi halinde güncellemenin hangi süreler içerisinde yapılacağı önem arz etmektedir. ÖDT m. 16/4 uyarınca, *“KAP'ta yayımlanan ihraççıya ilişkin genel bilgilerde herhangi bir değişiklik söz konusu olduğunda, ihraççılar tarafından gerekli güncellemenin en geç iki iş günü içinde yapılması zorunludur.”* Aynı durum, ÖDT m. 20 uyarınca tahsisli olarak satılmak üzere ihraç belgesi onaylanan ihraççılar ve fon kullanıcıları hariç ÖDT'nin dördüncü bölümü kapsamındaki ihraççılara ilişkin genel bilgiler bakımından da geçerli olup, bu bilgilerdeki değişikliklerin en geç iki iş günü içerisinde KAP'a yansıtılması zorunludur.

ÖDT'de genel bilgilerde olduğu gibi m. 17 uyarınca hazırlanacak olan bilgilendirme politikasının da açıklanma zamanı belirlenmemiş ancak politikada yer alan hususlarda değişiklik olması halinde güncelleme zamanına ilişkin herhangi bir düzenlemeye de yer verilmemiştir. O halde ÖDT m. 23/2 uyarınca değişiklik halinde güncellemelerin derhal yapılması gerektiği sonucuna varılabilir. Aynı durum, ÖDT m. 18/1-a ve b, m. 19/1-g ve m. 21/1-b için de geçerlidir. Dolayısıyla söz konusu hükümler uyarınca yapılacak açıklamalar, ilgili sürekli bilginin meydana geldiği anda, derhal yapılmalıdır.

Borsa dışı ortaklıkların ÖDT II m. 5/1-i ve m bentleri uyarınca yapacakları özel durum açıklamaları ise, bilginin ortaya çıktığı veya öğrenildiği tarihten itibaren beş iş günü içinde SPK'ye bildirilmek suretiyle yapılacaktır (ÖDT II m. 7/1).

3- Açıklamanın Kapsamı

ÖDT m. 16 uyarınca kamuya açıklanacak genel bilgi formunda, iletişim bilgileri, faaliyet alanı ve bağımsız denetim kuruluşu bilgileri, pazar, endeks ve sermaye piyasası araçları bilgileri, tescil ve vergi bilgileri, yönetime ilişkin bilgiler, sermaye ve ortaklık yapısı bilgileri, bağlı ortaklıklar, finansal duran varlıklar ile finansal yatırımlara ilişkin bilgiler ve bunların dışında varsa diğer hususlar yer alır. ÖDT m. 24/4 uyarınca bilgilendirme politikası, ihraççının yönetim kurulu tarafından oluşturulacaktır⁷⁴⁵.

ÖDT m. 16 uyarınca kamuya açıklanacak bilgilendirme politikasında asgari olarak, “a) Yatırımcı bilgilendirme toplantıları veya basın toplantılarında açıklanan sunum ve raporlara ne şekilde ulaşılabileceği, b) İhraççı hakkında basın-yayın organlarında veya İnternet sitelerinde yer alan haber ve söylentilerin takibi ile buna ilişkin açıklamaların yapılma esasları, c) İdari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenmesinde kullanılan esaslar, ç) Özel durumların kamuya açıklanmasına kadar gizliliğinin sağlanmasına yönelik alınan tedbirler, d) Geleceğe yönelik değerlendirmelerin açıklanmasına ilişkin esaslar.” yer almalıdır (ÖDT m. 17/2).

ÖDT m. 18/1-a ve b uyarınca payları borsada işlem gören ihraççıların genel kurullarına ilişkin olarak, “a) Genel kurul toplantı tarihi, saati, yeri ve gündemine ilişkin yönetim kurulu kararı alınması, b) Genel kurula katılma hakkının kullanımına ve toplam oy haklarına ilişkin bilgi” kamuya açıklanmalıdır. ÖDT m. 19/1-g uyarınca pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların genel kurullarına ilişkin olarak,

⁷⁴⁵ Bilgilendirme politikası hazırlanmasının, yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri arasında olduğu yönünde bkz. **Aydoğan**, s. 212.

“Genel kurul gündemi ve genel kurul toplantı tutanağı, genel kurul toplantısının yapılamaması durumunda bu durumun gerekçesi” kamuya açıklanmalıdır. ÖDT m. 21/1-b uyarınca ÖDT’nin dördüncü bölümü kapsamındaki ihraççıların genel kurullarına ilişkin olarak da *“Genel kurul gündemi ve genel kurul toplantı tutanağı, genel kurul toplantısının yapılamaması durumunda bu durumun gerekçesi”* kamuya açıklanacaktır.

Borsa dışı ortaklıklar tarafından ise ÖDT II m. 5/1-i ve m bentleri uyarınca, *“genel kurul toplantılarının tarihinin, yerinin ve gündeminin belirlenmesi, gündem maddeleri ile gündem dışı konuların genel kurulda görüşülerek karara bağlanması, genel kurul toplantısının yapılamaması”* ve *“Ortaklığın merkezinin veya faaliyetlerinin yürütüldüğü ana birimlerinin adres, telefon veya faks numaraları gibi iletişim bilgilerinin değişmesi”* hallerine ilişkin bilgilerin kamuya açıklanması gerekmektedir.

SONUÇ

“Hukuki Açıdan Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları” başlıklı bu tezde, sermaye piyasalarında kamunun sürekli aydınlatılması amacına hizmet eden özel durum açıklamalarının teorik ve pratik yönleri bütüncül olarak ele alınmaya çalışılmıştır.

Özel durum açıklamaları, kamuyu aydınlatma ilkesinin alt görünümlerinden biri olup, ikinci el piyasalarda kamunun derhal aydınlatılması amacına hizmet eden, hukuken bilgi/tasavvur açıklaması niteliği taşıyan, terimsel ifadesi itibariyle Türk hukukuna özgü olan ve sürekli bilgi akışı ile yatırımcılar arasında fırsat eşitliği sağlanmasını amaçlayan bir kamuyu aydınlatma belgesidir.

Mevzuatımızda özel durum açıklamalarının genel çerçevesi, SerPK m. 15 ile kural içi boşluk bırakılarak çizilmiş ve bu çerçevenin içeriği ÖDT, ÖDT II ve Rehber ile SPK tarafından doldurulmaya çalışılmıştır. Ancak SPK düzenlemelerinde sınırlı olmayan bir sayma yöntemiyle örneklendirilen özel durumların içeriğinin, uyumsuzluk halinde yargı tarafından belirlenmesi gerekmektedir. Henüz herhangi bir uyumsuzluğun doğmadığı ve SPK tarafından da herhangi bir belirleme yapılmadığı durumlarda, anılan boşluğun her somut olay bakımından açıklama yükümlüleri tarafından doldurulması gerekmektedir.

Özel durum açıklamaları, açıklama konusu durumlar, açıklamakla yükümlü olanlar, açıklamalara muhatap olanlar ile açıklamaların usulü ve zamansal sınırları, açıklamamanın şartları ve açıklanmama halindeki sorumluluk hükümlerini içine alan son derece geniş bir kapsama sahiptir. Ayrıca özel durumların unsur ve özelliklerini taşıyan her bir bilgi, olay veya gelişme bu açıklamaların konusunu oluşturabileceğinden, özel durum açıklamaları konu bakımından sınırsızdır.

Kanuni tanımı *sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler* olan özel durum açıklamaları, SPK tarafından içsel ve sürekli bilgiler olmak üzere iki gruba ayrılmıştır.

SerPK ile belirli bilgi, olay veya gelişmelerin tamamı için *durum* ifadesi kullanılmış olmasına rağmen, SPK tarafından yapılan ayırmda yalnızca *bilgi* ifadesi esas alınmıştır. Oysa olması gereken, *içsel durum* ve *sürekli durum* ifadelerinin tercih edilmesidir. Dolayısıyla ÖDT m. 4/1-e'deki içsel bilgi ifadesi *içsel durum*, m. 4/1-p'de sürekli bilgi ifadesi ise *sürekli durum* olarak değiştirilmesi yerinde olacaktır.

ÖDT'de özel durum açıklaması ile içsel ve sürekli bilgi kavramları, birbirleri esas alınarak tanımlanmaya çalışılmış ve bu nedenle esasen hiçbirinin yeterli bir tanımı yapılmamıştır. Bununla birlikte SerPK m. 15'teki özel durum tanımına ÖDT'de içsel bilgi tanımı olarak yer verilmiş, dolayısıyla ÖDT'de sürekli bilgi olduğu belirtilen durumlar lafzi olarak SerPK m. 15'teki özel durum açıklamaları tanımının dışında kalmıştır. SerPK m. 15'in gerekçesinde özel durum açıklamalarına ilişkin SPK düzenlemelerinin hukuki dayanağının güçlendirilmesinin amaçlandığı belirtilmesine rağmen, SerPK m. 15 ve 128/1-b ile SPK'ya özel durumların kapsamını belirleme yetkisi verilmemiştir. Lafzi olarak ÖDT m. 15'teki özel durum tanımı dışında kalan sürekli bilgi grubuna ilişkin belirlemenin bu yönüyle hukuka uygun bir görünüm arz etmediği belirtilmelidir. Ancak SerPK'nin diğer hükümleri dikkate alındığında içsel-sürekli bilgi ayırımın tamamen hukuki dayanaktan yoksun olduğu belirtilemeyeceğinden SerPK'deki ilgili hükümlere, ÖDT'nin dayanak maddesinde yer verilmesi uygun olacaktır. Ayrıca SerPK m. 15/1, yardımcı unsur barındıran bilgileri de kapsayacak biçimde genişletilmeli ve sürekli bilgilere ilişkin ÖDT düzenlemesinin hukuki dayanağı güçlendirilmelidir. Bu kapsamda bilgi, olay ve gelişmelerin *içsel* ve *sürekli* olduğu hususlarına kanun maddesinde yer verilebileceği gibi, SerPK ile SPK'ya açıkça özel durumların kapsamını belirleme yetkisi verilmesi de mümkündür.

SerPK m. 15 ve ÖDT hükümleri bir arada değerlendirildiğinde, içsel bilgilerin sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler olarak tanımlandığı görülmektedir.

Ancak sermaye piyasası araçlarının piyasa değeri dışındaki değerlerinin kamuya açıklanan bilgilere hızla cevap vermesi mümkün olmadığından, sermaye piyasası araçlarının değeri ve fiyatı ifadesinin yalnızca sermaye piyasası araçlarının fiyatı olarak anlaşılması gerekmektedir. Dolayısıyla gerek SerPK m. 15 gerek ÖDT m. 4/1-n ve ÖDT II m. 4/1-e'deki “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını (...) etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” hükümlerinden “*(...) değerini (...)*” ifadesi çıkarılmalıdır.

Ayrıca, yatırımcıların yatırım kararlarının objektif ve subjektif birçok etken altında şekillenmesine rağmen, bu kararlar sonucunda oluşan sermaye piyasası araçlarının fiyatının objektif bir olgu olması dolayısıyla içsel bilgilerin, yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilmesine göre değil sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki edebilme ihtimaline göre belirlenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla SerPK m. 15'te yalnızca “*sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek nitelikte*” olma hususuna yer verilmesi gerekli ve yeterlidir.

İçsel bilgilerin sermaye piyasası araçlarının fiyatına etki etmesi hususu, bilginin kamuya açıklanması sonucunda sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde aşağı veya yukarı yönlü bir etki yaratma ihtimalini belirten *etki unsuru* ile ifade edilmiştir. Etki unsurundaki etki kesin değil, yakın ve kuvvetli bir ihtimali barındıran muhtemel etkidir. Muhtemel etki ihtimalinin tespitinde daha önce kamuya açıklanan durumların, daha önce özel durum açıklamaları kapsamında kamuya açıklanmamış olmakla birlikte bir şekilde yatırımcılar tarafından öğrenilmelerinden sonra sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde etkili olduğu gözlemlenen durumların, piyasalardan gelen talep ve yorumların dikkate alınması mümkündür.

ÖDT'de “sürekli bilgiler” başlığı altında düzenlenen durumların bir kısmı, esasen etki unsuru içerdiğinden içsel bilgi niteliği taşımaktadır. ÖDT'de sürekli bilgiler kapsamında sayılan ve esasen içsel bilgi niteliğinde olan sermaye yapısına ve yönetim

kontrolüne ilişkin değişikliklere, paya dayalı sermaye piyasası araçlarının iktisabına ilişkin gelişmelere, sermaye artırımına ilişkin bilgilere ve pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççıların diğer açıklamalarına, ÖDT’de değil, Rehberin içsel bilgi örneklerine ilişkin bölümünde yer verilmelidir. ÖDT’de “sürekli bilgiler” başlığı altında düzenlenen durumların kalan kısmı ise ne SerPK m. 15’te ne de ÖDT’de belirtilmemiş olmasına rağmen esasen yatırımcıların haklarının korunmasına yardımcı olma yönündeki ve kısaca *yardımcı unsur* olarak ifade edilebilecek unsuru barındıran bilgilerdir. Buradaki yardımcı unsur ifadesiyle, yatırımcıların sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler sonucunda sahip oldukları hakları doğru ve zamanında kullanabilmelerine yardımcı olunması kastedilmektedir. ÖDT’de “sürekli bilgiler” başlığı altında düzenlenip de etki unsuru içermesi dolayısıyla içsel bilgi niteliği taşımayan bilgiler, etki değil yardımcı unsur barındıran sürekli bilgilerdir. İçsel bilgiler kümülatif olarak etki ve tanımlayıcı unsurları, sürekli bilgiler ise kümülatif olarak yardımcı ve tanımlayıcı unsurları barındıran durumlardır. Dolayısıyla özel durum açıklamasına konu bilgilerin, *etki unsuru*, *yardımcı unsur* ve bilgi, olay veya gelişme şeklindeki *tanımlayıcı unsurların* toplamı olarak formüle edilmesi mümkündür. Bu formül uyarınca SerPK m. 15’in “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek nitelikteki içsel bilgi, olay ve gelişmeler ile yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.*” şeklinde değiştirilmesi uygun olacaktır. Bunu takiben özel durumları tanımlayan ÖDT m. 4/1-n ve ÖDT II m. 4/1-e, “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek içsel durumlar veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki sürekli durumlar*” şeklinde, içsel durumları tanımlayan ÖDT m. 4/1-e, “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmeler*” şeklinde, sürekli durumları tanımlayan ÖDT m. 4/1-p ise “*Yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı*

olabilecek nitelikteki içsel durum tanımı dışında kalan bilgi olay ve gelişmeler” şeklinde değiştirilmelidir.

SerPK, ÖDT, ÖDT II ve Rehber bir arada değerlendirilerek içsel bilgiler: ihraççı kadrolarındaki değişiklikler ve kadrodakilere ilişkin gelişmeler, adli dava ve idari kovuşturmalar, önemli tutarda olağan dışı gelir ve kârlar ile gider ve zararlar, sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, maddi duran varlıklarla ilgili işlemler, ihraççının faaliyetlerine ilişkin değişiklikler, ihraççının finansal yapısına ilişkin değişiklikler, bağlı ortaklıklara ve finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılara ve bu ihraçlara ilişkin bilgiler ile ihraççıdan bağımsız durumlar olarak sınıflandırılmıştır. Ancak içsel bilgilerin bunlarla sınırlı olduğunu belirtmek mümkün değildir. Zira içsel bilgiler konu bakımından sınırsız olup, etki ve tanımlayıcı unsurları barındıran her durumun kamuya açıklanması gerekmektedir. Bununla birlikte SPK, sürekli bilgileri sınırlayıcı bir sayma yöntemiyle belirlediğinden bu çalışmada sürekli bilgiler: ihraççıya ilişkin genel bilgiler, genel kurula ilişkin bilgiler ve bilgilendirme politikası olarak sınıflandırılmıştır.

Mevzuatımızda özel durumların kamuya açıklanmasına yönelik tebliğler olan ÖDT ve ÖDT II'nin uygulama alanları farklıdır. Nitekim ÖDT'de ihraççıların/borsa ortaklıklarının özel durumlarının ihraççılar veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar düzenlenirken ÖDT II'de borsa dışı ortaklıkların özel durumlarının ortaklıklar veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esaslar düzenlenmiştir. Bununla birlikte, anılan tebliğler kapsamında yapılacak açıklamalarda uyulması gereken birtakım ortak esaslar mevcuttur. Buna göre, özel durumların kamuya açıklanması sürecinde eşit işlem ilkesi, açıklama konusu durumların güncelliği, açıklamaların hızlı ve kolay erişilebilirliği ile açıklama öncesi durumların gizliliği hususlarının gözetilmesi gerekmektedir. Ayrıca özel durum açıklamalarını oluşturan açıklama metni nitelik itibarıyla tam, açık, anlaşılır, doğru, dürüst ve yeterli olmalıdır.

Son olarak, içsel bilgi niteliği taşıyan bir durumun ticari sır olduğundan bahisle kamuya açıklama yükümlülüğünden istisna tutulmamış olması yerinde olup, açıklamadan dolayı meşru menfaatlerinin zarar göreceği iddiası olan ihraççının içsel bilgilerin açıklanmasının ertelenmesi şartlarını sağlamak kaydıyla bu bilgileri sınırsız süreyle kamudan gizli tutması mümkündür.



KAYNAKÇA

- Adıgüzel, B.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2017, C. 3, S. 1, s. 1-8.
- Adıgüzel, B.** : Sermaye Piyasası Hukuku, Üçüncü Baskı, Ankara 2019.
- Akbulak, S./Akbulak, Y.** : Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, 2004.
- Akerlof, G. A.** : The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics 1970, Vol. 84, No: 3, s. 488-500.
- Akgül, A.** : Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi, İstanbul 2008.
- Aksoy, T.** : Küresel Etkili Muhasebe ve Denetim Skandallarının Nedenleri Işığında Sarbanes-Oxley Yasası ile SPK Düzenlemesinin Karşılaştırılması, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 2005, C. 7, S. 4, s. 45-79.
- Aksu Özkan, R.** : Finansal Tabloların Tutulması ve Hukuksal Sonuçları, İstanbul 2019.
- Akyürek, K.** : Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), İstanbul 2020.

- Altaş, H.** : Medeni Hukuk Başlangıç Hükümleri, Ankara 2014.
- Aronson, N. H.** : Preventing Future Enrons: Implementing the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Stanford Journal of Law, Business & Finance 2002, Vol. 8, No. 1, s. 127-154.
- Arslan, R./Yılmaz, E./Taşpınar Ayvaz, S.** : Medeni Usul Hukuku, Üçüncü Baskı, Ankara 2017.
- Aydoğan, G.** : Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Ankara 2021.
- Aytaç, Z.** : Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi 1985, C. 40, S. 1, s. 229-253.
- Aytaç, Z.** : Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz? Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları, Ankara 2001, s. 3-29 (Yatırımcının Korunması).
- Aytaç, Z.** : Sermaye Piyasası Hukuku Bağlamında Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Pay Sahipliği Hakları, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 59-137. (Pay Sahipliği Hakları)

- Aytaç, Z.** : Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 19-40. (Yenilikler)
- Bekçi, İ./Alkan, H.** : Finansal Bilgi Sisteminin Hisse Senetlerine Yatırım Kararı Üzerine Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2009, C. 14, S. 3, s. 1-20.
- Brinckmann, H.** : Foundations (içinde European Capital Markets Law, Ed. **Rüdiger Veil**), Second ed., Oxford and Portley Oregon 2017, 263-279.
- Castruccio, L. M./ Hentrich, J. J.** : Developments in Federal Securities Regulation-1978, The Business Lawyer 1979, Vol. 34, No. 4, s. 1159-1228.
- Cogan, J. F.** : The Goals and Promise of the Sarbanes–Oxley Act, Journal of Economic Perspectives 2007, Vol. 21, No. 1, s. 91-116.
- Cohen, M. H.** : Truth in Securities Revisited, Harvard Law Review 1966, Vol. 79, No. 7, s. 1340-1408.
- Çatakoğlu, B.** : Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2016, C. 11, S. 1, s. 118-132.

- Çelik, O.** : Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, Ankara 1999.
- Çetin, N.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. 15, S. 1, s. 1-23.
- Çetin, N.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yatırımcıların Korunması, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 437-475. (Yatırımcıların Korunması)
- Çetin, N./Töremiş, H. E./Cantimur, Z.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistematiik Analizi, Ankara 2014.
- Çörtük, O./ Erten, M.** : Türkiye'de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi 2016, C. 45, S. 1, s. 65-77
- Demir, A.** : Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2007.
- Dönmez, A./Angay Kutluk, F./Erol, İ.** : Kamunun Aydınlatılması ve Şeffaflık Açısından SPK Tarafından Yayınlanan Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliğinin İncelenmesi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 2016, C. 18, Özel S. 1, s. 317-336.

- Duman, H.** : Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011, C. 7, S. 50, s. 95-132.
- Edis, S.** : Hukukun Uygulanmasına Yargıca Tanınmış Takdir Yetkisi, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1973, C. 30, S. 1, s. 169-196.
- Erdoğan, M.** : Finansal Yönetim, Erzurum 2009
- Eren, F.** : Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yirminci Baskı, Ankara 2016.
- Ergincan, Y./Yayla, Ü.** : 2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu’na Etkileri, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2013, S. 60, s. 51-72.
- Erişir Karacan, E./Karacan, A. İ.** : Pay Alım Teklifi, İstanbul 2018.
- Esener, T.** : Borçlar Hukuku I, Ankara 1969.
- Evik, A. H./Evik, V. S.** : İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2005, C. 63, S. 1-2, s. 1-56.

- Fischel, D.** : Efficient Capital Markets, The Crash and the Fraud on the Market Theory, Cornell Law Review 1988-1989, Vol. 74, No, 5, s. 907-922.
- Gilson, R.** : The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review 1984, Vol. 70, s. 549-643.
- J./Kraakman, R.**
- Gözler, K.** : Hukukun Temel Kavramları, On Üçüncü Baskı, Bursa 2015.
- Günel, V.** : Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 2007.
- Günday, M.** : İdare Hukuku, Onuncu Baskı, Ankara 2015.
- Hacımahmutoğlu, S.** : Market Egalitarianism ve İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Düzenlenmesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Prof. Dr. Kemal Oğuzman’a Armağan, İstanbul 2002, C. 1, S. 1, s. 603-624.
- Hacımahmutoğlu, S.** : AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Ankara 2003, s. 147-179. (Bilgi)
- Hacıömeroğlu, A. O.** : Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi 2020, C. 8, S. 15, s. 273-307.
- Hanna, J.** : The Securities Exchange Act of 1934, California Law Review 1934, Vol. 23, No. 1, s. 1-29.

- Hanna, J./Turlington, E.** : Securities Act of 1933, Illinois Law Review 1933-1934, Vol. 28, No. 4, s. 482-507.
- İhtiyar, M.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006.
- James, L. K.** : : The Securities Act of 1933, Michigan Law Review 1934, Vol. 32, No. 5, s. 624-663.
- Kabaaliolu, H. A.** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985.
- Kara, S.** : Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukukî Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2015, C. 23, S. 2, s. 131-172.
- Karababa, S.** : Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001.
- Karacan, A. İ.** : Sermaye Piyasası Hukuku (Yazılar), C. I, İstanbul 2017.
- Karayalçın, Y.** : Muhasebe Hukuku, Ankara 1988.
- Karayalçın, Y.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Yeni Gelişmeler, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1996, C. 18, S. 4, s. 113-128. (Gelişmeler)
- Karşı, M.** : Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Beşinci Baskı, İstanbul 2004.
- Kaya, A.** : Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001.

- Kendigelen, A./Kırca, İ.** : Şirketler Hukuku I, İstanbul 2021.
- Keskin, M.** : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul 2018.
- Kılıç, S.** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Ankara 1997.
- Kılıç, S.** : Geleceğe Yönelik Değerlendirmelere İlişkin Özel Durum Açıklamalarının Pay Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Örneği, Business and Economics Research Journal 2019, Vol. 10, No. 4, s. 833-844. (Geleceğe Yönelik Değerlendirmeler)
- Kırca, Ç.** : Örtülü (Gizli) Boşluk ve Bu Boşluğun Doldurulması Yöntemi Olarak Amaca Uygun Sınırlama (Teleologische Reduktion), Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2001, C. 50, S. 1, s. 91-119.
- Kırca, Ç.** : Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004
- Kırca, İ./Şehirli** : Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara 2013.
- Çelik, F.**
- H./Manavgat, Ç.**
- Kim, B.** : Sarbanes-Oxley Act, Harvard Journal on Legislation 2003, Vol. 40, No. 1, s. 235-252.

- Koch, P.** : Disclosure of Inside Information (içinde European Capital Markets Law, Ed. **Rüdiger Veil**), Second ed., Oxford and Portley Oregon 2017, s. 347-393.
- Kolcuoğlu, U.** : Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Pay Alım Teklifi, İstanbul 2009.
- Küçüksözen, C.** : Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999.
- Kütükçü, D.** : Sermaye Piyasası Hukuku II, İstanbul 2005.
- LaFarge, R./Hayes, J.** : Full and Fair Disclosure under the Federal Securities Laws: Truth or Consequences, Suffolk University Law Review 1969, Vol. 3, No. 3, s. 573-596.
- Lang, N. S./Estes, S. B.** : Congress Passes the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Law and Business Review of the Americas 2003, Vol. 9, No. 1, s. 21-32.
- Langevoort, D.** : Behavioral Theories of Judgment and Decision Making in Legal Scholarship: A Literature Review, Vanderbilt Law Review 1998, Vol. 51, No. 6, s. 1499-1540.
- Lehmann, M./Kumpan, C.** : European Financial Services Law, Baden 2019.

- Leifer, S. C.** : Protecting Whistleblower Protections in the Dodd-Frank Act, Michigan Law Review 2014, Vol. 113, No. 1, s. 121-150.
- Lippman, J.** : The Securities Exchange Act of 1934 and the Commerce Clause, United States Law Review 1935, Vol. 69, No. 1, s. 18-33.
- Lusk, H. F.** : Federal Securities Act of 1933, The American Law School Review 1934, Vol. 7, No. 12, s. 1162-1170.
- Macey, J. R./Miller, G. P.** : Origin of the Blue Sky Laws, Texas Law Review 1991, Vol. 70, No. 2, s. 347-398.
- Manavgat, Ç.** : Aleni Pay Alım Teklifi, Ankara 1997.
- Manavgat, Ç.** : Türk Hukukunda "İçerden Öğrenen" Kavramı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1998, C. 19, S. 4, s. 177-206. (İçerden Öğrenen)
- Manavgat, Ç.** : Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara 2008. (Manipülasyon)
- Manavgat, Ç.** : Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016. (Halka Arz)
- Manavgat, Ç.** : Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu

(İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 117-139.

(İzahnamenin Onayı)

Manavgat, Ç. : Finansal Verilerin ve Finansal Bilgilerin İçsel Bilgi Niteliği-Kamuya Açıklamanın Sınırları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1998, C. 38, S. 1, s. 5-17. (Finansal Veri)

Memiş, T./Turan, G. : Sermaye Piyasası Hukuku, Beşinci Baskı, Ankara 2020.

G.

Meral, N. : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, İstanbul 2021.

Meral, N. : Türk-İsviçre Hukukunda İzahname Sorumluluğu, (içinde Ticaret Hukukunda Genç Yaklaşımlar, Ed.: **Toroman Çolgar, E./Kayıklık, A.**) İstanbul 2021, s. 203-243. (İzahname)

Möllers, T./Temel, E. : Sermaye Piyasalarında Bilgi Taşkınılığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik, Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri), Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 4, s. 23-68.

Or, Z. : Bankaların Halka Açılması ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü: Hukuksal Bir Bakış Açısı, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi 2011, C. 3, S. 1, s. 39-49.

Özer, I. : Sermaye Piyasasında İşlem Yapan Yatırımcıların Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Kapsamında

Korunup Korunamayacakları Sorunu Üzerine Bir İnceleme,
Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2018, C. 34, S. 11, s. 37-
92.

Özkorkut, K. : Finansal Raporlama, Bağımsız Denetim-Kamuyu
Aydınlatma İlişkisi ve Sorumluluk, 6362 Sayılı Yeni
Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası
Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara
2017, s. 153-184.

Özkul, L. : ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve
ABD’de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley
Kanunu’nun Türk Sermaye Piyasası Açısından
Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul 2003.

Pamukçu, F. : Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta
Kurumsal Yönetimin Önemi, Muhasebe ve Finansman
Dergisi 2011, C. 7, S. 50, s. 133-148.

Pash, A. : Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, İstanbul 2005.

Pash, A. : Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul 2009.
(Devralınma)

Pash, A. : Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Kullanılan “Oy”un
Hukuki Niteliği (Bölüm I: Kavram), İstanbul Üniversitesi
Hukuk Fakültesi Mecmuası 2009, C. 67, S. 1-2, s. 167-182.

- Perrin, L. J.** : The Blue Sky Laws, Bench and Bar 1916, Vol. 10, No. 11, s. 483-497.
- Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.** : Ortaklıklar Hukuku I, On Dördüncü Baskı, İstanbul 2019.
- Poroy, R./Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.** : Ortaklıklar Hukuku II, On Dördüncü Baskı, İstanbul 2019. (II)
- Rodoplu, G.** : 2000'li Yıllara Doğru Sermaye Piyasası, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 1996, C. 1, S. 1, s. 63-75.
- Rüzgar, E.** : Sermaye Piyasası Kanunu Uyarınca Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk, BTHAE 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 831-873.
- Şehirali Çelik, F. H.** : Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008.
- Tanör, R.** : Sermaye Piyasası Kanunu'nun Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Düzenlemeleri ve Bunların Bankalar Kanunu'na Tabi Kuruluşlara Uygulanabilirliği, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan, İstanbul 2002, C. 1, S. 1, s. 661-698.
- Tarhan, D. G.** : Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul 2018.

- Tekinalp, Ü.** : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İkinci Baskı, İstanbul 1979.
- Tracy, J.** : The Securities Exchange Act of 1934, Michigan Law E./MacChesney, A. Review 1934, Vol, 32, No. 8, s. 1025-1068.
- Tuncer, S.** : Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul 1985.
- Turan, G.** : Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 20, S. 1, s. 191-231.
- Turanboy, A.** : Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Ankara 1990.
- Turanboy, A.** : Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, Ankara 2002. (Banka)
- Turanboy, A.** : Ticari Sır, Prof. Dr. Tuğrul Ansay’a Armağan, Ankara 2006, s. 349-369. (Sır)
- Turanboy, A.** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Halka Açık Bankalar Bakımından Piyasa Dolandırıcılığı ve Bilgi Suistimali Suçları, BTHAE 60. Yıl Sempozyumu, Ankara 2017, s. 197-219. (Suçlar)
- Turhan, E.** : Hisse Senetleri Piyasasında Yatırımcıların Yatırım Kararlarını Etkileyen Faktörler, Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans
Tezi, Eskişehir 1998.

Uşul, H./Bekçi, İ./Eroğlu, H. : Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden
Sosyo-Ekonomik Etkenler, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve
İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2002, C. 15, S. 19, s. 135-
150.

Uçar, D. : Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu
Aydınlatma Sorumluluğu, İstanbul 2020.

Üçışık, G. : Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Kamuyu
Aydınlatma İlkesi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler
Enstitüsü Dergisi 2009, C. 3, S. 1, s. 1-23.

Ünal, O. K. : Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar,
Ankara 1999.

Ünal, O. K. : Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005.
(Mevzuat)

Varış Tezcanlı, M. : İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul
1996.

Veil, R. (Ed.) : European Capital Markets Law, Second ed., Oxford and
Portley Oregon 2017.

Yanlı, V. : Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık
Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul
2005.

- Yanlı, V.** : Kamuyu Aydınlatma Açısından Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkelerinin Değerlendirilmesi, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C. 2, İstanbul 2007, s. 1581-1595. (Kurumsal Yönetim İlkeleri)
- Yanlı, V.** : Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Avrupa Birliği Perspektifinden Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasına Etkileri (Uluslararası Konferans, 16-17 Aralık 2008), Ankara 2010, s. 157-166. (Kamunun Aydınlatılması)
- Yanlı, V.** : Özel Durumların Kamuya Açıklanmasında "İçsel Bilgi" Kavramı, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu (25-26 Haziran 2010), İstanbul 2010, s. 258-271. (İçsel Bilgi)
- Yanlı, V.** : Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, BATİDER 2016, C. 32, S. 3, s. 5-38. (Sermaye Piyasası Aracı)
- Yanlı, V.** : Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun Bazı Ortak Konulara İlişkin Düzenlemelerinin Karşılaştırılması, 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu (İstanbul 6-7 Haziran 2013), Ankara 2017, s. 53-63. (Ortak Konular)

Yıldız, B. : Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırım Tavsiyeleri, Ankara
2015.



ÖZET

Özel durum açıklamaları, sermaye piyasalarında kamunun derhal ve sürekli olarak aydınlatılması amacına hizmet etmektedir. Hukukumuzda özel durum açıklamalarının genel çerçevesi, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15. maddesi ile belirlenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından anılan madde uyarınca, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği ve II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği çıkarılmıştır. Çalışmamızın konusunu, anılan düzenlemelerle belirlenen özel durum açıklamaları oluşturmaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünde, öncelikle kamuyu aydınlatma ilkesi kısaca incelenmiş ve ardından özel durum açıklamalarının kamuyu aydınlatma ilkesi içerisindeki yeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda özel durum açıklamalarının tarihsel süreç içerisinde Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği ve Türk hukukundaki gelişimi ortaya konulmuştur.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, özel durum açıklamalarına konu olan bilgiler ve bunların özellikleri incelenmiştir. Bu kapsamda ilk olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan içsel ve sürekli bilgi ayrımı irdelenmiş, ardından bu bilgilerin özellikleri belirlenmeye çalışılmış ve son olarak içsel ve sürekli bilgi niteliği taşıyan özel durumlar sınıflandırılarak örneklendirilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde ise, Türk sermaye piyasası hukuku bakımından özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esaslara yer verilmiştir. Bu bölümde, öncelikle özel durum açıklaması yapma yükümlülüğünün uygulama alanı ve bu yükümlülüğün yerine getirilmesinde dikkate alınması gereken ilkeler ile uyulması gereken esaslar belirlenmeye çalışılmış, ardından içsel bilgiler ile sürekli bilgilerin açıklanma esasları ayrıca incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Özel Durum Açıklaması, İçsel Bilgi, Sürekli Bilgi, Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatı, Yatırım Kararları, Kamuyu Aydınlatma İlkesi.



ABSTRACT

Material events disclosures serves the purpose of immediate and continuous enlightenment of the public in the capital markets. General framework of material event disclosures in our law system determined by article 15 of the Capital Markets Law No. 6362. In accordance with the aforementioned article, Communiqué on Material Events Disclosure No. 15.1 and Communiqué on Material Events Disclosure Regarding Non-Publicly Traded Corporations No. 15.2 has been prepared by the Capital Markets Board of Türkiye. The subject of our study is material events disclosure determined by the aforementioned regulations.

In the first part of our study, firstly, the principle of public disclosure is briefly explained and then within the principle of public disclosure of material events disclosure is attempted to locate. Within this scope, historical process of material events disclosure development in the United States, European Union and Turkish law were placed.

In the second part of our study, the information that is the subject of material events disclosure and their specifications were examined. In this context, first, the distinction between internal and continuous information made by the Capital Markets Board of Türkiye were examined and then the characteristics of this information were tried to be determined, finally material events with internal and continuous information were classified and exemplified.

In the third and the last part of our study, the principles regarding the disclosure of material events to the public in terms of Turkish capital market law are included. In this section, first of all, the application area of the material disclosure obligation, the principles to be taken into account in the fulfillment of the obligation and the principles to be obeyed were tried to be determined; then, disclosure principles of inside information and ongoing information are also examined.

Keywords: Material Events Disclosure, Inside Information, Ongoing Information, Capital Market Instruments Price, Investment Decisions, Public Disclosure.

