

Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Kamunun Aydınlatılması

I. Giriş ve Kavramlar

Ortaklıkların, yeni yatırımlar yaparak sürdürülebilir biçimde iktisadi büyümelerini sağlamak hususunda, finansman ve likiditeye dayalı mali kaynak ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Anonim ortaklıklar tarafından ortaya çıkan bu mali kaynak ihtiyacının giderilmesi, halka açılmak suretiyle sermaye piyasasında *borçlanma araçlarının ve pay senetlerinin ihracı* yoluyla sağlanabilmektedir. Borçlanma araçları ile pay senetleri ise en geniş kapsamıyla *sermaye piyasası aracı* olarak adlandırılmaktadır. Bu denklem içerisinde, sermaye piyasası aracını ihraç etmek suretiyle fon ihtiyacını karşılayan tarafta *İhraççı* yer almaktayken, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını satın almak suretiyle ihraççıyı fonlayan tarafta ise *Yatırımcı* yer almaktadır. Yatırımcı, ihraççının fonlanmasını sağlayan sermaye piyasası araçlarını satın almak yönündeki işlemini ise, söz konusu *enstrümanların değerlerinde, mevcut duruma kıyasla ileride kendisi lehine bir değişim gerçekleşeceğini* öngörerek aldığı *yatırım kararına* dayandırmakta ve netice itibariyle bir *yatırım yapmaktadır*. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının ihracı yoluyla, yatırımcılar, sahip olduğu tasarruf imkânlarıyla ihraççıyı fonlamakta ve ihraççı da elde ettiği bu mali kaynak yoluyla ihtiyaç duyduğu finansmanı sağlayarak iktisadi büyümesini devamlı kılacak bir yatırım yapabilmektedir. O halde, sermaye piyasası araçlarının tedavül ettiği pazarın, doğru şekilde işlerliğinin sürdürülmesi de önem arz etmektedir. Bu kapsamda, *Borsa*, sermaye piyasası araçlarının tedavülü ile bu tedavül neticesinde bir araya gelen ihraççılar ve yatırımcılar arasındaki ilişkilerin, serbest piyasanın

işleyişini bozmayacak biçimde regüle edildiği bir kavram olarak ortaya çıkmaktadır. Zira ihraççının karşısında yer alan yatırımcılar, çoğu kez, geniş halk kitleleri içerisinde bireysel bazda sınırlı tasarruf imkânına sahip olan ve aldığı yatırım kararı itibariyle uzmanlık seviyesinde bilgi sahibi olmayan gerçek kişileri de kapsamaktadır.²

II. Bilgi Alma Hakkı ve Bilgi Verme Yükümlülüğü

Yatırımcılar, aldıkları yatırım kararı çerçevesinde borsada tedavül etmekte olan sermaye piyasası araçlarını belirli vadeler içinde satın almak veya satmak suretiyle yatırım yapmaktadırlar. Yatırım kararının oluşumu aşamasında ise sermaye piyasası aracının değerinde, ileride ortaya çıkması muhtemel değişimlere ilişkin riskin öngörülebilmesi adına yatırımcının bilgi sahibi olması gerekmektedir. Diğer yandan, sermaye piyasasında yatırımcı, bilgi alma hakkı yönünden ihraççı karşısında pasif durumda kalmaktadır. Bilhassa ihraççıların ortaklık hakkı vermeyen borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırımcının, söz konusu sermaye piyasası aracının değerindeki değişimlere ilişkin etkin biçimde bilgi alması, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("**TTK**") 437. maddesinde³ yer alan *Bilgi Alma ve İnceleme*

¹ Ünal, Oğuz Kürşat; Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, S. 9

² Yatırımcı kavramının kapsadığı kitleye ilişkin detaylı açıklama için bkz. Ünal, a.g.e. S. 234

³ TTK'nın 437.maddesi:

"(1) Finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi, genel kurulun toplantısından en az onbeş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur. Bunlardan finansal tablolar ve konsolide tablolar bir yıl süre ile merkezde ve şubelerde pay sahiplerinin bilgi edinmelerine açık tutulur. Her pay sahibi, gideri şirkete ait olmak üzere gelir tablosuyla bilançonun bir suretini isteyebilir.

(2) Pay sahibi genel kurulda, yönetim kurulundan, şirketin işleri; denetçilerden denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilir. Bilgi verme yükümü, 200 üncü madde çerçevesinde şirketin bağlı şirketlerini de kapsar. Verilecek bilgiler, hesap verme ve dürüstlük ilkeleri bakımından özenli ve gerçeğe uygun olmalıdır. Pay sahiplerinden herhangi birine bu sıfatı dolayısıyla genel kurul dışında bir konuda bilgi verilmişse, diğer bir pay sahibinin istemde bulunması üzerine, aynı bilgi, gündemle ilgili olmasa da aynı kapsam ve ayrıntıda verilir. Bu hâlde yönetim kurulu bu maddenin üçüncü fıkrasına dayanamaz.

(3) Bilgi verilmesi, sadece, istenilen bilgi verildiği takdirde şirket sırlarının açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket menfaatlerinin tehlikeye girebileceği gerekçesi ile reddedilebilir.

(4) Şirketin ticari defterleriyle yazışmalarının, pay sahibinin sorusunu ilgilendiren kısımlarının incelenebilmesi için, genel kurulun açık izni veya yönetim kurulunun bu hususta kararı gerekir. İzin alındığı takdirde inceleme bir uzman aracılığıyla da yapılabilir.

(5) Bilgi alma veya inceleme istemleri cevapsız bırakılan, haksız olarak reddedilen, ertelenen ve bu fıkra anlamında bilgi alamayan pay sahibi, reddi izleyen on gün içinde, diğer hâllerde de makul bir süre sonra şirketin merkezinin bulunduğu asliye ticaret mahkemesine başvurabilir. Başvuru basit yargılama usulüne göre

Hakkı kapsamında dahi mümkün olmadığından, burada özel nitelikli bir düzenlemeye ihtiyaç duyulmaktadır. Kaldı ki, ortaklık hakkı tanıyan sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcı dahi, bu suretle elde ettiği pay sahipliği hakkına istinaden pratikte salt TTK'nın 437. maddesinde hükmünü bulan *Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı* çerçevesinde bilgi edinme hakkını etkin biçimde kullanamayacaktır. Bu duruma ilişkin olarak:

“Kamuyu aydınlatma ilkesinde ilgililer, bilgileri yasa gereğince belirli dönemlerde veya gerekli hallerde; yasa ve tebliğ hükümlerinde düzenlenen biçim ve ayrıntıya uyarak açıklanan açıklamalardan edinirler. Bilgi alma hakkından farklı olarak; pay sahibi dışında yer alan yukarıda saydığımız ilgililerin açıklanan ve açıklanmayan konularda ayrıca soru sorarak bilgi alma imkânları bulunmamaktadır.”⁴

şeklinde ifade edilen görüş, ortaklık hakkı veren sermaye piyasası aracına yatırım yapmak suretiyle halka açık bir anonim ortaklıkta pay sahibi sıfatını kazanan yatırımcı bakımından, etkin biçimde bilgi edinme imkânının bulunmadığı hususunun öğretide de kabul görmekte olduğunu göstermektedir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (“SPKn”) 15/1. fıkrasının:

“Sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.”

şeklindeki düzenlemesi göz önüne alındığında, halka açık anonim ortaklıkların güncel durumuna ilişkin olarak *bilgi alma hakkı* yerine *bilgi verme yükümlülüğünün* kanun koyucu tarafından da tercih edildiğini göstermektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasası mevzuatı

incelenir. Mahkeme kararı, bilginin genel kurul dışında verilmesi talimatını ve bunun şeklini de içerebilir. Mahkeme kararı kesindir.

(6) Bilgi alma ve inceleme hakkı, esas sözleşmeyle ve şirket organlarından birinin kararıyla kaldırılamaz ve sınırlandırılmaz.”

⁴ Kılıç, Semra; Halka Açık Anonim Şirketlerde Bilgi Alma Hakkı, S. 68.

içerisinde yatırımcının ve daha geniş kapsamıyla kamunun aydınlatılması, *bilgi alma hakkı* kapsamında değil *bilgi verme yükümlülüğü* kapsamında ele alınmalıdır. Bu itibarla bilgi verme yükümlülüğü, sermaye piyasası mevzuatına tabi anonim ortaklıklar bakımından *kamunun aydınlatılması* olarak adlandırılmaktadır.

III. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğünün Zaman Bakımından İncelenmesi

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ortaklıkların kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin doğumu anına ilişkin olarak;

- Birincil Piyasalarda Kamuyu Aydınlatma,
- İkincil Piyasalarda Kamuyu Sürekli Aydınlatma,
- Anında Kamuyu Aydınlatma

şeklinde yapılan ayırım, gerek SPK'n gerekse ikincil düzenlemelerin sistematüğını yansıtmaktadır.

A. Birincil Piyasalarda Kamunun Aydınlatılması

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ortaya çıktığı en temel anlardan biri olan birincil piyasalar, bir sermaye piyasası aracının *ilk halka arzı* anına tekabül etmektedir. Piyasada hiç işlem görmemiş olan enstrümanların değeri, halka arzın ardından ilk kez arz – talep dengesine oturacak olduğundan, henüz bu enstrümanlara ilişkin piyasa koşulları içerisinde nesnel fiyat oluşumu sağlanmış değildir. Bu yönüyle ilk halka arz, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, yatırımcı nezdinde ilk defa işlem göreceğ olması bakımından en kapsamlı açıklamaların yapılması gereken andır. Dolayısıyla, *ortaklıklar hakkındaki yatırımcıların kararlarını etkileyecek olumlu veya olumsuz bilgilerin saklanması, bu bilgiden mahrum olan*

⁵ Duman, Haluk; Sermaye Piyasasının Etkinliğı Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB'de Bir Uygulama, S. 113

yatırımcıların zarar görmelerine, bilgi sahibi olanların da haksız kazanç elde etmelerine neden olur.⁶ Diğer yandan, yatırımcının ilk halka arz karşısında vereceği tepki (talep), ihraç edilen sermaye piyasası aracının değerine de doğrudan doğruya etki edeceğinden, yatırımcının kapsamlı ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesi gerekmektedir. Bu bakımdan *ilk halka arzlarda arz fiyatının daha aşağıda belirlenmesine sebep olan etmenlerden birisi, yatırımcıların halka açılan şirketler hakkındaki bilgi eksiklikleridir.*⁷ Yatırımcının ilk halka arz aşamasında doğru bilgilendirilmemesi, sermaye piyasası aracını, gerçek değerinden yalnızca aşağı yönlü değil yukarı yönlü de uzaklaştırabilir ve bu nedenle nesnellikten uzak, suni bir değer ortaya çıkmış olur. *Burada arzu edilen durum, halka arzların ne düşük, ne yüksek; fakat gerçek değerine en yakın fiyattan gerçekleşmeleridir. Zira etkin ve güvenilir bir piyasanın temel şartlarından biri haksız kazançların ve potansiyel kayıpların en aza indirgenmesidir.*⁸ Dolayısıyla birincil piyasalarda kamunun aydınlatılması, sermaye piyasası aracının değerine etki edecek olan ilk yatırımcı tepkisini şekillendireceğinden, bilgilendirme sisteminin geniş kapsamlı tutulması ve etkin biçimde işletilmesi zaruridir.

B. İkincil Piyasalarda Kamunun Aydınlatılması

İkincil piyasalar, ilk halka arzın ardından sermaye piyasası aracının yatırımcılar arasında tedavül ettiği, ilk halka arz durumuna kıyasla nesnel fiyat oluşumunun piyasa koşullarıyla daha net biçimde şekillenme imkânı bulduğu piyasalardır. Bu bakımdan örneğin borsa nezdinde teşekkül eden pay piyasasında hâlihazırda işlem görmekte olan hisse senetlerinin tamamı, ikincil piyasa bünyesinde düşünülmelidir. Dolayısıyla ikincil piyasalarda tedavül eden sermaye piyasası araçları hakkında kamunun aydınlatılması, süreklilik arz etmelidir. Bu yönüyle bakıldığında, örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nin 1934 tarihli *Menkul*

⁶ Kara, Mustafa Sencer; Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, S. 31

⁷ Kurtaran, Ahmet; İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değerlendirilmesi, s. 418.

⁸ Daştan, Duygu; Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004 – 2007 İMKB Örneği, S.8

*Kıymetlerin Alım Satımı Kanunu'nun amacı, kamunun aydınlatılması ilkesi doğrultusunda piyasadaki işlemler ve katılımcılar için çeşitli kurallar getirerek ve belirli işlemleri yasaklayarak ikincil piyasanın dürüst ve düzenli çalışmasını ve böylece yatırımcının korunmasını sağlamaktır.*⁹ Dolayısıyla ikincil piyasalarda kamunun aydınlatılması, oluşan nesnel fiyatın korunması çerçevesinde hem istikrarı hem de yatırımcı ile ihraççı bakımından güveni sağlamaktadır. İkincil piyasalarda istikrar ve güven ortamının sürdürülmesi, tedavül eden sermaye piyasası araçlarının da likidite kabiliyetini artırmakta ve pazarlama imkânını geliştirmektedir.¹⁰ O halde, ikincil piyasalarda kamunun aydınlatılması, süreklilik arz edecek bilgilendirme sistemlerinin kurulmasının ve bu sistemlerin denetiminin etkin biçimde yürütülmesinin gereğini ortaya koymaktadır.

C. Anında Kamuyu Aydınlatma

Kamu içerisinde yer alan ilgililerin zamanında bilgilendirilmesi ve sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde işleyişinin sağlanması amacıyla yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin ortaya çıktığı anda açıklanması zorunludur.¹¹ Piyasanın açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini ve ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini sağlamak için mali tablo ve raporların kesinleşmesini ve kamuya açıklanmasını beklemek çok geç ve sakıncalı olabilir.¹² Diğer yandan, anında açıklanması gereken bilgilerin regülasyona tabi olması, kamunun aydınlatılması hususunda koruma getirmektedir. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("**SPKr**") 23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren **Özel Durumlar Tebliği**, Türk sermaye piyasası mevzuatı kapsamında kamunun anında aydınlatılmasının sağlanmasına yöneliktir. Bu itibarla Özel Durumlar Tebliği'nin 1. maddesi:

⁹ Kara, a.g.e. S. 49

¹⁰ Kara, a.g.e. S. 15

¹¹ Duman, a.g.e. S. 115

¹² Kılıç, a.g.e. S. 80

“Bu Tebliğin amacı, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.”

şeklinde düzenlenmiş olduğundan esas olarak bilginin zamanında açıklanmasının teminine yöneliktir. Bu itibarla sermaye piyasası aracının tedavülünü etkileyebilecek niteliğe sahip bilgilerin ortaya çıktığı anda açıklanması, Özel Durumlar Tebliği'nin amacına da uygun olarak yatırımcının zamanında bilgilendirilmesi sonucunu doğuracaktır.

IV. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğünün Kapsam Bakımından İncelenmesi

A. Bilginin Sahip Olması Gereken Özellikler

Kamunun aydınlatılması başlığı altında incelenmesi gereken bir diğer husus ise aydınlatmayı sağlamak üzere verilecek bilginin sahip olması gereken niteliklerdir. Bu kapsamda, daha önce değinilen SPKn'nin 15/1.fikrası, bilginin taşınması gereken nitelikleri belirlemektedir. Buna göre kamuyu aydınlatma amacı çerçevesinde yapılacak açıklama; *sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler* i yansıtmalıdır. SPKn'nin amir hükmünü destekleyecek mahiyette SPKı tarafından açıklanacak bilginin niteliğine ilişkin çeşitli konuları kapsamına alacak biçimde ikincil düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemelerin, zaman bakımından incelenen; birincil ve ikincil piyasalar ile anında aydınlatmaya yönelik yükümlülükler çerçevesinde muhtevasına değinilmesi gerekmektedir.

B. Birincil Piyasalar Bakımından – İzahname ve İhraç Belgesi Kapsamı

1. İzahname

Birincil piyasalarda kamunun aydınlatılmasını sağlayan en geniş kapsamlı belge izahnamedir. Zira izahnamenin düzenlenmesi, sermaye piyasası araçlarının halka arzında zorunlu olup, yatırımcı, izahname vasıtasıyla söz konusu araçlar ile bunların ihraççıları hakkında bilgi edinmektedir.¹³ Yatırımcı izahnamede yer alan bilgiler sayesinde halka arzda bulunan şirket ve o şirketin halka arz ettiği sermaye piyasası aracı hakkında bilgi sahibi olur ve parasını yatıracığı şirketin özelliklerini, çalışmalarını ve geleceğe yönelik planlarını da öğrenir.¹⁴ Bu kapsamda izahname, SPKn'nin 3/1-j bendinde:

“İhraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi”

olarak tanımlanmıştır. İzahnamenin, SPKn kapsamındaki tanımı ve açıklanan fonksiyonları göz önüne alındığında, 22 Haziran 2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren SPKn’nin **İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği** vasıtasıyla halka arzlarda düzenlenecek izahname belgesinin kapsamı da belirlenmiş, gerçekleştirilecek ihracın niteliği göz önüne alınarak istisna ve muafiyet hükümlerine yer verilmiştir. Diğer yandan, izahnamenin, yatırımcı nezdinde ilgili sermaye piyasası aracının ve ihraççısının niteliklerini açıklayan mahiyette bir belge olması itibarıyla de, SPKn’nin 10. maddesinde¹⁵ izahname kapsamında açıklanan bilgilerden sorumluluk hükümleri sevk edilmiştir.

¹³ Çatakoğlu, Buket; Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği Ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, S. 118

¹⁴ Kılıç, a.g.e. S. 71.

¹⁵ SPKn 10.maddesi:

2. İhraç Belgesi

İhraç belgesine ilişkin, SPKn'nin 11. maddesinde:

“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.”

şeklinde hüküm sevk edildiğinden, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracı çerçevesinde, ihraç belgesi hazırlanmaktadır. 28.06.2013 tarihli ve 28691 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren SPK’nin **Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği**’nde halka arz edilmeksizin satışın, (i) tahsisli olarak veya (ii) nitelikli yatırımcıya yapılabileceği hüküm altına alınmıştır.¹⁶ Dolayısıyla halka arz edilmeksizin satış, tahsisli olarak belli bir kesime yapılan satış veya nitelikli yatırımcıya yapılan satıştır.¹⁷ Bu itibarla, halka arz edilmeksizin satış işlemlerinde çoğu kez sermaye piyasası aracı, bireysel yatırımcıya kıyasla daha nitelikli yatırımcılardan oluşan kısıtlı bir alıcı kitlesi tarafından satın alınacağından, bilgi verme yükümlülüğü kapsamında hazırlanması gereken belge de ihraç belgesinin içeriği ile sınırlandırılmıştır.¹⁸ Fakat ihraç belgesi ile izahname arasındaki bu fark, aydınlatmaya ilişkin yükümlülükten doğan hukuki sorumluluğa etki etmemektedir. Kamunun

“(1) İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur.

(2) Bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden bu Kanun hükümleri çerçevesinde sorumludur.”

¹⁶ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, 6.madde

¹⁷ Sırma, İbrahim; Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahname Kapsamındaki Bilgilerin Yatırımcı Talebine Etkisi, S. 165

¹⁸ Ayoğlu; Sermaye Piyasası Hukuku’nda “Halka Arz” Kavramı Ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, S.59

doğru biçimde aydınlatılması, ihraççının karşısında yer alan yatırımcının niteliğinden bağımsız olarak korunmaktadır. Bu itibarla, tıpkı izahnamede olduğu gibi ihraç belgesi muhtevastındaki bilgiler bakımından SPKn'nin 11/3.fıkrası vasıtasıyla sorumluluk hükümleri sevk edilmiştir.¹⁹

C. İkincil Piyasalarda Bakımından – Dönemsel Açıklamaların ve Özel Durum Açıklamalarının Kapsamı

İkincil piyasada, iki çeşit kamuyu aydınlatma mekanizması söz konusudur. Bunlardan birincisi, belli zaman dilimleri (üç, altı ve dokuz aylık ve yıllık) esas alınarak, piyasa ilgililerine şirketler tarafından yapılan dönemsel (periyodik) kamuyu aydınlatmadır. İkincisi ise, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikte önemli olay ve gelişmelerin derhal yatırımcıya ulaştırılmasına hizmet eden anında (derhal) kamuyu aydınlatmadır.²⁰

1. Dönemsel Açıklamalar

Kamuyu sürekli (dönemsel) aydınlatma şirketin belli bir dönem itibariyle yapmış olduğu faaliyetler sonucunda elde ettiği finansal ve finansal olmayan bilgileri içermektedir.²¹ Bu kapsamda halka açık anonim şirketlere bağımsız denetim başta olmak üzere birtakım yükümlülükler getirilmiştir. Dönemsel rapor verme yükümlülüğu halka açık şirketler tarafından, finans konularına vurgu yaparak, en azından çeyrek dönem esasına göre önemli miktarda bilginin halka açıklanmasını gerektirir.²² Diğer yandan dönemsel açıklamalara ilişkin olarak yatırımcının, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilere; zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle, kolay erişilebilir bir şekilde

¹⁹ SPKn'nin 11/3.fıkrası, 32. maddeye atıfla sorumluluk hükümlerini düzenlemektedir.

²⁰ Kayataz, Ali İhsan; Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması. 41

²¹ Duman, a.g.e. S. 115

²² Kütükçü, Doğan; Sermaye Piyasası Hukuku Birinci Cilt, S. 34

ulaşabilmesi de önem arz etmektedir.²³ Bu itibarla 27.12.2013 tarihli ve 28864 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren SPKr’nin **Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği**’nin 2/2.fikrasında Tebliğ’in amacı:

“Bağımsız denetim kuruluşlarınca düzenlenen bağımsız denetim raporlarının elektronik ortamda hazırlanarak imzalanmasına ve bağımsız denetimini yaptığı bildirim yükümlüsü ortaklık ve kuruluşlara elektronik ortamda iletilmesine, ilişkin usul ve esasları belirlemektir.”

olarak ifade edilmiştir. Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği’nin 2/2.fikrası kapsamında kamuyu aydınlatma platformu internet sitesi²⁴ kurulmuş ve dönemsel açıklamaların bu platform üzerinden gerçekleştirilmesi sağlanmıştır.

2. Özel Durum Açıklamaları

Dönemsel (periyodik) kamuyu aydınlatma hükümleri çerçevesinde yıllık ve ara dönemler itibariyle hazırlanan mali tablo ve raporlar üç ayda bir düzenlendiğinden her zaman güncel bilgi içermez.²⁵ SPKr’nin Özel Durumlar Rehberi²⁶’nde, özel durumlara ilişkin açıklanması gereken bilgilere örnekler de verilmiştir. Özel Durumlar Rehberi’nde bu örneklerin başlıcaları:

- *Yanlış yayınlanan bilginin KAP vasıtasıyla düzeltilmesi,*
- *Bağımsız denetim kuruluşunun ihraççının finansal tablolarıyla ilgili olumsuz görüş bildirmesi,*

²³ Pamukçu, Fatma; Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi, S. 136

²⁴ <https://www.kap.org.tr/tr/>

²⁵ Kılıç, a.g.e S.80

²⁶ 27.06.2014 tarih ve 2014/19 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni’nde duyurulmuştur.

- *İhraççının yönetim kurulu tarafından, sermaye artırımı, esas sözleşme değişikliği gibi genel kurulca karara bağlanması gereken konularda karar alınması,*
- *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 sıralandığında görülmektedir ki bu kapsamda kamunun aydınlatılması sonucunu doğuracak özel durumlara ilişkin bilginin, periyodik olarak değil derhal açıklanması gerekmektedir. Bu kapsamda örneğin Özel Durumlar Tebliği'nin 9/1. fıkrasında yer alan:

“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 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.”

şeklindeki düzenleme göz önüne alındığında, sermaye piyasası araçlarının tedavülü esnasında, ihraççı tarafından daha önce kamuya hiç açıklanmamış olan veya açıklanandan farklı nitelik arz eden bilgilerin, ihraççı dışında kalan kişiler tarafından açıklanması halinde, ihraççıya söz konusu bilgilerin doğruluğuna ilişkin aydınlatma yükümlülüğü de getirilmektedir. Özel Durumlar Tebliği'nin genel içeriğini yansıtan bu aydınlatma yükümlülüğü, kamunun, derhal aydınlatılması ihtiyacından ileri gelmekte olup, SPKn'nin 15/1.fıkrası kapsamında açıklanması gereken bilgiyi somutlaştırma amacına yöneliktir. Zira özel durumlar kapsamına

alınan bilgiler, sermaye piyasası aracının değerini anlık olarak etkileyecek mahiyettedir. Kamunun anında aydınlatılması yükümlülüğü kapsamında kalan bilgilerin etkin biçimde ve derhal açıklanması sermaye piyasası araçlarının nesnel fiyat oluşumunu istikrarlı biçimde sürdürülebilmesi ve bu sayede sermaye piyasası araçlarının tedavülünü güvenli biçimde yürütebilmek bakımından kaçınılmazdır.

V. Sonuç

Sermaye piyasası araçlarının ihracı vasıtasıyla ortaklıklar halka açılmak suretiyle, ihtiyaç duyduğu mali kaynakların teminini sağlamaya çalışır. Sermaye piyasası araçları ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkındaki bilgiler, yatırımcıların risk-getiri değerlendirmesi yapmalarında ve yatırım kararlarını almalarında belirleyici olmaktadır. Bu sebeple ihraççıların mali durumlarına ve idari yapılarına ilişkin bilgilerin tam, doğru ve dürüst bir şekilde açıklanması zorunludur.²⁷ Bilginin doğru, etkin ve zamanında açıklanması, yatırımcının yatırım kararını ve sermaye piyasası araçlarına verdiği tepkiyi belirlemekte ve nihayet bu araçların değerini etkilemektedir. Diğer yandan sermaye piyasasında kamu, bilgi edinme hususunda ihraççı karşısında pasif konumda kaldığından kamunun aydınlatılması, bilgi alma hakkı yerine bilgi verme yükümlülüğü çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu itibarla Türk sermaye piyasası hukukunda kamunun aydınlatılması bakımından, birincil piyasalar, ikincil piyasalar, anında kamuyu aydınlatma yükümlülükleri söz konusudur. Birincil piyasalarda, halka arz işlemlerinde geniş kapsamlı bir aydınlatma ihtiyacı doğacağından izahname düzenlenmekte, halka arzın gerçekleşmediği ihraçlarda ise, yatırımcının diğer yatırımcı kitlelerine kıyasla sahip olduğu uzmanlık ve bilgiyi analiz yeteneği nitelikleri göz önüne alınarak, ihraç belgesi vasıtasıyla daha rafine bilgiye ulaşması sağlanmaktadır. İkincil piyasalarda ise dönemsel açıklamalar ve özel durum açıklamaları vasıtasıyla kamunun aydınlatılması süreklilik arz edecek biçimde sağlanmaktadır. Bu itibarla kamunun anında

²⁷ Kara, a.g.e. S. 128

aydınlatılmasına ilişkin yükümlülük gerek birincil piyasalarda gerekse ikincil piyasalarda ortaya çıkabilmektedir. SPKn'nin 15/1.fikrasında öngörülen amaca ulaşılması bakımından ise SPKı ikincil düzenlemeler getirerek, açıklanacak bilginin niteliğini ve zamanını somutlaştırmaktadır. Netice itibariyle kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanacak bilgi ile ulaşılacak istenen nihai hedef, yatırımcıların yeterli bir biçimde, zamanında ve doğru bilgilendirilmeleridir.²⁸ Zira sermaye piyasalarında yapılan işlemlerin etkin ve düzgün bir şekilde yürütülmesi, kamuya açıklığın sağlanmasına, yani güvenilir bilginin zamanında yatırımcılara ulaştırılmasına bağlıdır.²⁹

KAYNAKÇA

- AYOĞLU, Tolga. **“Sermaye Piyasası Hukuku’nda “Halka Arz” Kavramı Ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri”** Doktora Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı. İstanbul, Haziran 2006.
- ÇATAKOĞLU, Buket. **“Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği Ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”** *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, S. 11, Ocak 2016.
- DAŞTAN, Duygu. **“Halka Arzlarda Fiyatlandırma: 2004 – 2007 İMKB Örneği”**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Ankara, 2008.
- DUMAN, Haluk. **“Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama”** *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan 2011.

²⁸ Kılıç, a.g.e. S. 47

²⁹ Kara, a.g.e. S. 53

- KARA, Mustafa Sencer. “**Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması**” Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı. Ankara, 2006.
- KAYTAZ, Ali İhsan. “**Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması**” Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bilim Dalı. İstanbul 2010.
- KILIÇ, Semra. “**Halka Açık Anonim Şirketlerde Bilgi Alma Hakkı**”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı. Ankara, 2007.
- KURTARAN, Ahmet. “**İlk Halka Arzlardaki Düşük Fiyatlandırmanın İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Değerlendirilmesi**” *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C. 22, S.1, Ocak 2008.
- KÜTÜKÇÜ, Doğan. **Sermaye Piyasası Hukuku**, Birinci Cilt, 1. Bası. Beta, İstanbul, 2004.
- PAMUKÇU, Fatma. “**Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi**” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 50. Nisan, 2011.
- SIRMA, İbrahim. “**Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahname Kapsamındaki Bilgilerin Yatırımcı Talebine Etkisi**” *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, C. 12, S. 29, 2016.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı**, 1. Baskı, Asil Yayın Dağıtım, Ankara, 2005.