

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**HALKA ARZ KAVRAMI
VE
HALKA ARZDA KULLANILAN SATIŞ YÖNTEMLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Senem MUTLU UŞAKLI

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Hamdi YASAMAN

HAZİRAN 2010

ÖNSÖZ

Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bölümü'ndeki yüksek lisans bitirme tezi olarak hazırlamış bulunduğum bu tezde, "Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri" konusunu Türk sermaye piyasası hukuku ve kaynak ABD hukuku ile AB hukuku başta olmak üzere karşılaştırmalı hukuklar açısından incelemeye ve değerlendirmeye çalıştım.

Tezimin yazımı aşamasında, gerek Türk sermaye piyasası hukuku, gerekse de karşılaştırmalı hukuklar açısından oldukça geniş ve ilginç bilgiler edinme şansım oldu. Bu bağlamda; tez konumun seçimi, yazımı ve geliştirilmesi hususunda bana çok yardımcı olan ve çok değerli yorum ve tavsiyelerde bulunan tez danışmanım Prof. Dr. Hamdi Yasaman, Prof. Dr. Ercüment Erdem, Yrd. Doç. Fena İpekkel ile Dr. iur. Tolga Ayoğlu'na teşekkürü bir borç bilirim. Gerek Prof. Dr. Hamdi Yasaman, gerek Prof. Dr. Ercüment Erdem, gerek Yrd. Doç. Fena İpekkel ve gerekse Dr. iur. Tolga Ayoğlu, tez konusu araştırma ve yazım aşamalarında, çok değerli zamanlarına ve yoğun çalışma tempolarına rağmen her zaman bir telefon ve bir elektronik posta uzağında oldular. Kendilerine zamanları, destekleri, emekleri, işbirlikleri ve bana olan inançları için çok teşekkür ediyorum.

Tez konumu biçimlendirme ve araştırma aşamasında benden yine hiçbir yardımı esirgemeyen Sermaye Piyasası Kurulu uzmanları Fatma Akgün, Yusuf Ertaş ve Feyza Özdemir başta olmak üzere tüm Sermaye Piyasası Kurulu uzmanlarına, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası uzmanlarına, Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği eğitim departmanı uzmanlarına, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kütüphanesi çalışanlarına da teşekkür borçluyum.

Son olarak, hayatımın her döneminde benim yanımda olan, daima elimden tutan, beni her koşulda ve her seçimimde destekleyen ve bugünlere gelmemde çok büyük emekleri olan değerli annem Şirin Mutlu'ya, değerli babam Orhan Mutlu'ya, sevgili kardeşim Onur Anıl Mutlu'ya ve sevgili eşim H. Evren Uşaklı'ya gösterdikleri sonsuz anlayış, sevgi, destek ve inanç için çok teşekkür ederim.

Av. Senem Mutlu Uşaklı
İstanbul, Haziran 2010

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	xi
RESUME.....	xii
ABSTRACT.....	xviii
ÖZET.....	xxiii
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	4
İHRAÇ ve HALKA ARZ KAVRAMLARI.....	4
I. İHRAÇ.....	4
A. GENEL OLARAK.....	4
B. FİNANSAL (MALİ) PİYASALAR.....	4
1. Para Piyasaları.....	5
2. Sermaye Piyasaları.....	6
C. SERMAYE PİYASALARI.....	7
1. Birinci El Piyasaları.....	8
2. İkinci El Piyasaları.....	8
3. Sermaye Piyasalarının Fonksiyonu.....	9
D. İHRAÇ KAVRAMININ TANIMI.....	10
E. İHRAÇÇI KAVRAMI.....	11
1. Anonim Ortaklıklar.....	12
a. Tanımı.....	12
b. Düzenlendikleri Mevzuat Açısından Sınıflandırılmaları.....	13
aa. Türk Ticaret Kanunu’nda Düzenlenen Anonim Ortaklıklar.....	13

bb.	Özel Kanunla Kurulmuş veya Hakkında Özel Kanun Çıkarılmış Anonim Ortaklıklar	13
cc.	Özel Kanunlara ve İlgili Mevzuata Tabi Anonim Ortaklıklar	13
c.	Halka Açık Anonim Ortaklık.....	14
aa.	Pay Senetleri Halka Arz Edilmiş Olan Anonim Ortaklıklar ...	16
bb.	Pay Senetleri Halka Arz Edilmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar	17
2.	Kamu İhraççıları	22
3.	Yabancı İhraççılar	23
F.	İHRAÇ İŞLEMİNİN KONUSU: SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI ..	23
1.	Menkul Kıymetler	25
a.	Tanımı ve Unsurları	25
b.	Menkul Kıymet Niteliğinde Olduğu Kabul Edilen Sermaye Piyasası Araçları	35
2.	Diğer Sermaye Piyasası Araçları	36
G.	İHRAÇ İŞLEMLERİNDE KULLANILAN SATIŞ MODELLERİ.....	37
1.	Halka Arz Yoluyla Satış.....	37
2.	Halka Arz Edilmeksizin Satış (Tahsisli Satış).....	38
a.	Türk Hukukunda Halka Arz Edilmeksizin Satış.....	39
b.	ABD Hukukunda Halka Arz Edilmeksizin Satış	44
II.	HALKA ARZ.....	47
A.	YASAL TANIM	47
1.	Türk Hukukunda	47
a.	Genel Halka Arz.....	48
b.	Halkın Bir Anonim Ortaklığa Katılmaya veya Kurucu Olmaya Davet Edilmesi.....	49
aa.	Şirkete Ortak Olma	49
bb.	Şirkete Kurucu Olma.....	49
c.	Hisse Senedinin Borsa veya Teşkilatlanmış Sair Piyasalarda Devamlı İşlem Görmesi Hali	50

d.	Halka Açık Anonim Ortaklıkların Sermaye Artırımları Dolayısıyla Paylarının veya Hisse Senetlerinin Satışı.....	51
e.	Halka Arz Varsayımı.....	52
2.	Karşılaştırmalı Hukukta.....	53
a.	ABD Hukukunda.....	53
b.	AB Hukukunda	53
B.	HUKUKİ NİTELİĞİ	54
C.	HALKA ARZIN ŞEKLİ.....	58
1.	Doğrudan Halka Arz.....	59
2.	Aracı Kuruluşlar Vasıtasıyla Halka Arz.....	60
a.	Yüklenimsiz Aracılık Sözleşmeleri (En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmeleri).....	62
b.	Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri	64
aa.	Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri.....	64
bb.	Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri.....	65
c.	Karma Türler	68
aa.	Kısmen En İyi Gayret, Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri.....	68
bb.	Kısmen En İyi Gayret, Kısmen Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri.....	68
cc.	Kısmen Tümünü Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri	68
D.	HALKA ARZIN TÜRLERİ.....	69
1.	Birinci El Piyasasında Halka Arz	69
a.	Hisse Senetlerinin Birinci El Piyasasında Halka Arzı	69
aa.	Tedrici Kuruluş Esnasında Halka Arz.....	69
bb.	Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz	70
b.	Hisse Senetleri Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçlarının Birinci El Piyasasında Halka Arz Edilmesi.....	71
2.	İkinci El Piyasasında Halka Arz.....	71
3.	Karma Halka Arzlar.....	73
E.	HALKA ARZDA BULUNMANIN ETKİLERİ.....	73

1. Halka Arzın Makroiktisadi ve Mikroiktisadi Etkileri	73
a. Halka Arzın Makroiktisadi Fonksiyonu: Mülkiyetin Küçük Yatırımcı ile Paylaşılması.....	73
b. Halka Arzın Mikroiktisadi Fonksiyonu: Finansman Sağlama.....	74
2. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Etkileri	75
a. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Olumlu Sonuçları	75
aa. İhraççı Ortaklığın Prestijinin Artması	75
bb. Hisse Senetlerinin Likit Enstrüman Niteliği Kazanması.....	75
cc. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçilebilmesi.....	76
dd. Oydan Yoksun Hisse Senedi İhraç Etme İmkânı.....	80
b. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Doğurduğu Yükümlülükler	81
aa. SPKn'nun ve diğer Mevzuatın Öngördüğü Yükümlülüklere Tabi Olma	81
bb. Kar Dağıtma Zorunluluğu	81
cc. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Özel Durum Açıklamaları	83
dd. Bağımsız Denetime Tabi Olma	88
ee. Reklâm ve İlanlarda Özel Düzenlemelere Tabi Olma	89
c. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Olumsuz Sonuçları....	91
aa. Ortaklığın Kontrolünün El Değiştirmesi Tehlikesi.....	91
İKİNCİ BÖLÜM	92
HALKA ARZ SÜRECİ VE HALKA ARZDA UYGULANAN SATIŞ YÖNTEMLERİ	92
I. HALKA ARZ SÜRECİ	92
A. KAYDA ALMA	92
1. Kayda Aldırma Zorunluluğu	92
a. Türk Hukukunda	92
aa. Tanım ve İşleyiş	92

bb.	Kayda Alma Sistemi ve İzin Sisteminin Karşılaştırılması	96
cc.	Raf Kayıt Sistemi	97
b.	ABD Hukukunda Kayda Alma Sistemi	101
aa.	Kayda Alınma Başvurusundan Önceki Dönem	104
bb.	Bekleme Dönemi	108
cc.	Kayda Alma Başvurusunun Geçerlilik Kazanmasından Sonraki Dönem	113
2.	Kayıt Başvurusu için Gereken Belgeler	113
3.	Payların Halka Arzında Kayıt	114
a.	Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzında	114
b.	Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arzında	114
c.	Halka Açık Ortaklıkların Sermaye Artırımları Yoluyla Halka Arz	115
d.	Satılmayan Hisse Senetlerinin Satın Alınacağına Taahhüt Edilmesi	116
aa.	Esas Sermaye Sistemine Tabi Anonim Ortaklıklarda	116
bb.	Kayıtlı Sermaye Sistemine Tabi Anonim Ortaklıklarda	118
4.	Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kayıt	119
5.	Kayda Alma Başvurusunda Bulunmamanın Sonuçları	120
a.	Hukuki Yönden	120
b.	Cezai Yönden	121
B.	İZAHNAME VE SİRKÜLER	121
1.	İzahnamenin Tanımı ve İçeriği	121
a.	Tanım	121
b.	İçerik	123
2.	Sirkülerin Tanımı ve İçeriği	124
a.	Tanım	124
b.	İçerik	126

3. İzahname ve Sirkülerin Hazırlanması ve Değişiklikler	126
4. İzahname ve Sirkülerde Yer Alan Bilgilerden Doğan Hukuki Sorumluluk	128
5. ABD Hukukunda İzahname ve Sirküler	133
a. İzahname ve Sirkülerin Tanımı, İçerikleri ve Fonksiyonları	133
b. İzahname ve Sirkülerden Doğan Hukuki Sorumluluk	134
6. AB Hukukunda İzahname ve Sirküler	135
a. 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34 EC sayılı “ <i>Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Yönerge</i> ” (“2001/34 sayılı Yönerge”)	137
b. 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “ <i>Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge</i> ” dir (“2003/71 sayılı Yönerge”)	139
II. HALKA ARZ PROSEDÜRÜNDE SATIŞ	144
A. TEMEL İLKELER	144
1. Satış Süresi	144
2. Yüklenimin Zorunlu Hale Getirilmesi	144
3. Tam ve Nakden Ödeme İlkesi	144
4. Halka Arzda Aracı Kuruluşların Başlıca Yükümlülükleri	147
5. Halka Arzda İşlem Sınırlamaları	148
6. Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Esaslar	151
7. Halka Arzda Uygulanacak Teşvikler	153
B. HALKA ARZDA ÖN TALEP TOPLAMA	153
III. SATIŞ ve SATIŞ YÖNTEMLERİ	155
A. SATIŞ YÖNTEMLERİ	155
1. Belirli Satış ve Dağıtım Yöntemleri ile Bunlara Uyma Zorunluluğu Olan Ortaklıklar	157
2. Talep Toplama Yöntemi	159
a. Talep Toplama Yönteminin Çeşitleri	160
aa. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi	160

bb.	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi.....	161
cc.	Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi.....	162
b.	Talep Formu ve Talep Toplama Süresi.....	162
c.	Senet Bedellerinin Yatırılması	164
d.	Dağıtım İlkeleri.....	164
aa.	Sabit Fiyatla veya Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemlerinde Dağıtım İlkeleri	165
bb.	Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yönteminde Dağıtım İlkeleri.....	165
e.	Dağıtım Listesinin Kesinleşmesi, Karşılanamayan Talepler ve Teslim	168
3.	Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi	169
4.	Borsa’da Satış Yöntemi.....	169
a.	“ Borsa” nın Tanımı.....	171
b.	Borsa’ya Kote Edilebilen Menkul Kıymetler	174
aa.	Ortaklık Haklarını Temsil Eden Menkul Kıymetlerin İlk Kotasyonu.....	176
bb.	Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymetlerin Kotasyonu.....	178
5.	Karşılaştırmalı Hukuklarda Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri 179	
a.	AB Hukuku’nda	179
b.	ABD Hukuku’nda	183
B.	EK SATIŞ	185
1.	Tanımı ve Uygulaması.....	185
2.	Ek Satış Hakkının Ek Alım Hakkından Farkı	188
a.	Ek Alım Hakkının Tanımı ve Uygulaması.....	188
aa.	Ek Alım Hakkının Kullanılması	190
bb.	Ek Alım Hakkının Kullanılmaması.....	190
b.	Ek Alım Hakkının Ek Satış Hakkından Farkları	192

c. ABD Hukukunda Ek Alım Hakkı.....	192
C. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ TESLİMİ VE SATIŞ SONUÇLARININ KURUL'A BİLDİRİLMESİ	193
1. Sermaye Piyasası Araçlarının Teslimi.....	193
2. Satış Sonuçlarının Kurul'a Bildirilmesi.....	195
D. FİYAT İSTİKRARI SAĞLANMASI.....	196
1. Tanımı.....	196
2. Türleri.....	200
SONUÇ.....	201
KAYNAKÇA.....	210
ÖZGEÇMİŞ.....	218

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.g.e.	: Adı Geçen Eser
AMEX	: American Stock Exchange
b.	: Bent
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BK	: Borçlar Kanunu
Bkz.	: Bakınız
c.	: Cümle
C.	: Cilt
dpn.	: Dipnot
E.	: Esas
GİP	: Gelişen İşletmeler Piyasası
HD.	: Hukuk Dairesi
IPO	: Initial Public Offering
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
K.	: Karar
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
MK	: Türk Medeni Kanunu
Mük.	: Mükerrer
NASD	: National Association of Securities Dealers
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Linkage
No.	: Numara
NYSE	: New York Stock Exchange
OJ	: Official Journal of the European Union
QIB	: Nitelikli Kurumsal Yatırımcı (“Qualified Institutional Buyer”)
RG.	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
sec.	: Section
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
T.	: Tarih
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
Yarg.	: Yargıtay
vb.	: ve bunun gibi
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume

RESUME

J'ai examiné les termes d'émission et de l'offre publique, le procès d'offre publique et les méthodes de vente d'offre publique en droit turc et en droit comparé pour ma thèse de maîtrise que j'ai préparée afin de terminer le programme du DEA sur le Droit Privé du département du Droit Privé de l'Institut des Sciences Sociales de l'Université de Galatasaray qui a le sujet « Terme d'Offre Publique et Méthodes de Vente d'Offre Publique ».

En cadre de la première partie de ma thèse de maîtrise, les définitions et les caractéristiques légales des termes d'émission et de l'offre publique ont été examinées, puis les différentes formes et types d'offre publique, les résultats macroéconomiques et microéconomique d'offre publique et les résultats positifs et négatifs d'offre publique au regard de l'émetteur ont été étudiés. Le procès d'offre publique, l'enregistrement des valeurs mobilières et les instruments d'information de la publique ont été aussi analysés.

Dans la deuxième partie de la thèse, les principes essentiels de la vente en offre publique, le rassemblement des premières demandes, les méthodes de vente d'offre publique, les ventes additionnelles et les opérations conduites pour la stabilisation ont été examinés.

Les marchés financiers sont des marchés où les offres et les demandes des fonds rencontrent et les instruments financiers sont émis, vendus et achetés. Les marchés financiers sont composés des marchés monétaires et des marchés de capitaux. La différence essentielle entre les marchés monétaires et ceux de capitaux est basée sur le terme des fonds offerts et demandés. Les marchés monétaires sont des marchés où rencontrent les offres et les demandes des fonds à court terme et les marchés de capitaux sont des marchés où rencontrent les offres et les demandes des fonds à long terme et à terme moyen. Les instruments financiers sont composés des valeurs mobilières et les instrument qui ressemblent à des valeurs mobilières. Dans les marchés de capitaux, les personnes morales qui ont besoin de fonds émettent des instruments financiers et les personnes qui voudraient faire des investissements achètent ces instruments financiers émis par les émetteurs. Donc, les marchés de capitaux réunissent les différentes offres et demandes, les entrepreneurs ayant besoin des fonds à long terme et à terme moyen et les personnes qui voudraient faire des investissements sur un même dénominateur.

Les marchés de capitaux sont réglés par la Loi des Marchés de Capitaux publiée dans le Journal Officiel daté le 30.07.1981 et numéroté 17416. Les marchés de capitaux sont composés des marchés premiers et ceux secondaires. Les marchés premiers sont des marchés où les instruments financiers sont directement vendus par les émetteurs à des personnes qui voudraient faire des investissements. Les marchés secondaires sont des marchés où les instruments financiers déjà émis par les

émetteurs sont vendus par les personnes qui détiennent ces instruments à des personnes qui voudraient faire des investissements.

Les marchés de capitaux ont un rôle très important dans la structure de l'économie parce que grâce à ces marchés que les personnes morales qui ont besoin de fonds émettent des instruments financiers et les personnes qui voudraient faire des investissements achètent ces instruments financiers émis par les émetteurs. Donc, les fonds sont transmis d'une manière très effective entre les acteurs de l'économie. Les marchés de capitaux accomplissent cette fonction essentielle au moyen de l'émission des instruments financiers et grâce à l'émission des instruments financiers.

L'émission est définie dans l'Article 3 de la Loi de Marchés de Capitaux comme « *la vente des instruments financiers émis par les émetteurs au moyen de l'offre publique ou sans l'offre publique.* ». Donc, l'offre publique n'est pas une obligation pour les émetteurs. Les émetteurs peuvent vendre les instruments financiers au moyen de l'offre publique ou sans l'offre publique qui s'appelle vente à allocation. Dans la vente à allocation, les instruments financiers ne sont pas directement offerts au public et ils sont assignés directement aux investisseurs individuels et institutionnels « qualifiés ». Ces investisseurs individuels et institutionnels « qualifiés » sont déjà déterminés avant l'enregistrement des instruments financiers qui n'est pas le cas dans l'offre publique. La vente à allocation n'est pas commune en droit turc alors qu'elle est très commune en droit comparé, surtout en droit américain parce qu'elle peut être réalisée dans très peu de temps et avec très peu de financement.

Les sociétés anonymes et les institutions publiques déterminés dans la Loi des Marchés de Capitaux peuvent émettre des instruments financiers, donc peuvent être des émetteurs. Donc, d'après le droit turc seulement les personnes morales peuvent être des émetteurs et les personnes privées ne peuvent pas être des émetteurs. L'opération d'émission a comme sujet les instruments financiers qui sont les valeurs mobilières et les autres instruments financiers ressemblant aux valeurs mobilières. Les valeurs mobilières sont des instruments financiers assurant le droit de participation et/ou le droit de créance, représentant une somme déterminée, utilisés comme instruments d'investissements, ayant des revenus périodiques, étant fongibles, émis avec séries, ayant des mêmes termes et dont les conditions sont déterminées par le Conseil des Marchés de Capitaux.

D'après le droit turc, les sociétés publiques sont des sociétés dont les instruments financiers sont offerts au public ou les instruments financiers sont considérés comme offerts au public. Les instruments financiers d'une société sont considérés comme offerts au public quand il ya a plus de 250 actionnaires. Donc, quand une société a plus de 250 actionnaires, cette société sera directement et automatiquement considérée comme une société publique alors qu'elle n'a pas offert ses actions au public.

En droit turc, l'offre publique désigne « *l'appel et l'offre au public pour la vente des instruments financiers par tous les moyens, l'invitation du peuple pour acheter des instruments financiers, la cotation des actions en bourse et dans les marchés organisés et/ou la vente des actions des sociétés anonymes à cause de l'accroissement du capital.* » La qualité légale de l'offre publique est discutée en doctrine, cependant selon moi, l'offre publique désigne « *invitation en offre* ». Si

nous considérons que l'offre publique est une offre, ce ne serait pas possible d'expliquer le refus des demandes excessives des émetteurs. Cependant, en doctrine, il y a des auteurs qui pensent que l'offre publique désigne une offre légalement.

Les sociétés peuvent offrir les instruments financiers au public par eux-mêmes ou par l'intermédiaire des intermédiaires. Si les sociétés offrent les instruments financiers au public par l'intermédiaire des intermédiaires, différents types de contrats peuvent être signés entre ces sociétés et les intermédiaires. Ce sont essentiellement les contrats sans charge et avec charge.

L'offre publique est réalisée dans 3 types essentiels. Ce sont l'offre publique dans les marchés premiers, l'offre public dans les marchés secondaires et l'offre public dans les marchés complexes. Les marchés premiers sont des marchés où les instruments financiers sont directement vendus par les émetteurs à des personnes qui voudraient faire des investissements. Les marchés secondaires sont des marchés où les instruments financiers déjà émis par les émetteurs sont vendus par les personnes qui détiennent ces instruments à des personnes qui voudraient faire des investissements et les marchés complexes sont des marchés où ces deux types d'offre publique sont réalisés.

L'offre publique a des conséquences très positives dans le cadre macroéconomique et microéconomique et au regard de la société émettrice. La fonction macroéconomique de l'offre publique est la participation des propriétés avec les petits investisseurs. La fonction microéconomique de l'offre publique est le financement de la société émettrice. Les conséquences positives de l'offre publique au regard de la société émettrice sont le financement de la société émettrice, le prestige interne et international de la société émettrice, la liquidité des actions de la société émettrice, la possibilité de dépendre au système de capital enregistré et la possibilité d'émettre des actions sans le droit de vote. Cependant, l'offre publique cause aussi la naissance de beaucoup de responsabilités au regard de la société émettrice malgré tous les avantages déjà mentionnés. Ces responsabilités sont comme ci-joints : devenir sujet à la Loi des Marchés des Capitaux, distribution des profits aux actionnaires, obligation d'information du public, l'audit indépendant, devenir sujet aux dispositions principales concernant les publicités de la société émettrice.

Le procès d'offre publique commence par l'enregistrement des instruments financiers devant le Conseil des Marchés de Capitaux en droit turc comme c'est le cas dans tous les systèmes modernes. Donc, l'enregistrement des instruments financiers qui vont être émis ou offerts au public est obligatoire. Cependant, cette principe a une exception. D'après cette exception, quelques personnes publiques ne doivent pas enregistrer les instruments financiers devant le Conseil des Marchés de Capitaux, ces personnes publiques doivent simplement informer le Conseil des Marchés de Capitaux pour l'émission des instruments financiers. C'est une exception basée sur les « émetteurs ». Cependant, en droit américain, il y a deux types d'exception pour l'enregistrement. Ces exceptions sont basées sur les « instruments financiers » et sur les « opérations ». En droit américain, les ventes à allocation ne doivent pas être enregistrées alors qu'en droit turc, il n'y a pas une exception comme ceci. Dans la Loi des Marchés des Capitaux, il n'y a pas de disposition mentionnant que la vente des instruments financiers ne peut être réalisée sans que ces derniers ne

soient enregistrés. Cependant, selon la doctrine, les instruments financiers ne peuvent pas être vendus avant l'enregistrement de ces derniers.

Le Conseil des Marchés de Capitaux peut appliquer des sanctions pour les opérations d'émission, d'offre publique et de vente conduites sans l'enregistrement des instruments financiers. Ces sanctions peuvent être l'arrêt des activités, la prise des mesures conservatoires, l'engagement d'actions dans 6 mois à partir de la date des mesures conservatoires, l'engagement d'action pour annuler les résultats des opérations conduites sans la permission et/ou l'autorisation du Conseil des Marchés de Capitaux dans 3 mois à partir de la détermination de ces conséquences et dans une année à partir de la naissance de ces résultats. Dans ce cas-là, une autre question qui est en cause est la validité du contrat conclu entre l'émetteur qui n'a pas enregistré les instruments financiers et les investisseurs qui ont acheté de ces instruments financiers. Dans une telle situation, les investisseurs peuvent annuler les contrats conclus à cause de faute commise et/ou fraude, renvoyer les instruments financiers chez les émetteurs et demander la somme payée pour ces instruments avec l'intérêt commis. Les investisseurs qui ont déjà vendu les instruments financiers qu'ils ont achetés peuvent demander l'indemnification des dommages subis à cause du non-enregistrement des instruments financiers de l'émetteur et/ou des vendeurs et/ou des membres des conseils d'administration de l'émetteur et/ou des vendeurs. Cependant, les personnes qui n'ont pas enregistré les instruments financiers seront condamnées à prison et peine pécuniaire d'une durée de 2 ans à 5 ans.

L'information du public, le prospectus et le circulaire qui sont les moyens les plus importants pour l'information du public sont très importants pour l'offre publique des instruments financiers. Le prospectus est le document qui contient les informations essentielles pour la société émettrice, les instruments financiers qui vont être offerts au public et l'opération de vente et qui invite le peuple à acheter ces instruments financiers. Le but principal du prospectus est informer les investisseurs pour l'opération d'émission, les instruments financiers sujet à l'émission et la vente et donc éclairer le public sur l'offre public potentiel. Le prospectus est le document qui contient toutes les informations légales et financières, essentielles et nécessaires, positives et/ou négatives qui pourraient influencer la décision d'investissement des investisseurs. Le circulaire est le document qui résume les informations contenues dans le prospectus et qui invite le peuple à acheter des instruments financiers. Les sociétés émettrices seront principalement responsables des informations contenues dans le prospectus et le circulaire mais les institutions intermédiaires et les institutions d'audit indépendant seront aussi responsables pour les parties du prospectus et du circulaire préparées par ces institutions. Cependant, les institutions intermédiaires et les institutions d'audit indépendant seront responsables pour l'indemnification des dommages qui ne seront pas indemnifiés par les sociétés émettrices. Par conséquent, la responsabilité des sociétés émettrices est fondamentale et basée sur le principe de non-faute. La responsabilité des institutions intermédiaires et les institutions d'audit indépendant est secondaire et basée sur le principe de faute. Le fondement légal de la responsabilité concernant les informations contenues dans le prospectus et le circulaire est discutable en doctrine, mais selon moi, c'est une responsabilité ayant comme fondement la loi. Cependant, les dispositions concernant les actes illicites peuvent être appliquées par analogie.

L'offre publique des instruments financiers est réalisée d'après les essentiels déterminés dans le prospectus et dans le temps désigné par le prospectus. Le Conseil des Marchés des Capitaux peut demander les personnes constructives, les

actionnaires et/ou les institutions intermédiaires d'acheter les instruments financiers non-vendus pendant le terme d'offre publique. Le prix de ces instruments financiers sera payé complètement et en espèce. Le but de cette demande est de protéger les droits et les bénéfices des investisseurs. Selon l'Article 1 de la Loi des Marchés des Capitaux qui est entrée en vigueur avec le journal officiel daté le 30.07.1981 avec le numéro 17416, le but principal de la Loi des Marchés des Capitaux est l'encouragement du peuple pour faire des investissements en achetant des instruments financiers, le bon fonctionnement du système des marchés des capitaux et la protection des droits des investisseurs. Le Conseil des Marchés des Capitaux est la seule autorité pour accomplir les fonctions visées par cette loi.

Les méthodes d'offre publique sont déterminées avec le Communiqué Série : VIII, No: 66. D'après ce communiqué, il y a 3 méthodes principales pour les offres publiques. Ce sont l'offre publique avec la collection des demandes, l'offre publique sans la collection des demandes et l'offre publique réalisée sur la bourse. En principe, la société émettrice et/ou l'actionnaire peut choisir l'une de ces méthodes ou peut ne pas choisir l'une de ces trois méthodes. Cependant, il existe des exceptions de cette principe générale. Les sociétés émettrices dont les actions sont cotées sur une bourse et les sociétés dont les actions seront cotées sur GIP doit utiliser la méthode d'offre publique réalisée sur la bourse pour l'offre publique des actions. Les sociétés publiques dont les actions sont cotées sur la bourse et dont les caractéristiques sont déterminées au paragraphe 3 de l'Article 12 doivent utiliser la méthode l'offre publique avec la collection des demandes.

La nouveauté la plus principale du Communiqué est que les sociétés qui ne sont pas déterminées spécialement dans le Communiqué Série : VIII, No: 66 peut choisir l'une des méthodes déterminées ou peut préférer ne pas les choisir. Cependant, même ces sociétés non-déterminées dans le Communiqué choisissent l'une de ces trois méthodes, ils ne sont pas obligés de respecter les principes de distribution et d'attribution déterminées en Articles 13, 14, 15 et 16 du Communiqué. Ce n'était pas le cas quand le Communiqué Série : VIII, No: 22 était en vigueur.

L'offre publique et la cotation en bourse sont des termes différents. Ce n'est pas obligatoire de faire la cotation en bourse des instruments financiers émis et offerts au public, comme c'est le cas dans le droit américain. La cotation en bourse des instruments financiers dépend de l'appréciation personnelle de la société émettrice. La cotation en bourse dépend des conditions de cotation de la bourse concernée et la décision positive du conseil d'administration de la bourse concernée. Cependant, c'est vrai que l'introduction en bourse permet d'accroître les possibilités de financement de la société et d'améliorer sa notoriété.

Les principes dominant l'offre publique, les méthodes de vente en offres publiques et les méthodes de distribution et d'attribution au droit Européés sont basés sur le libéralisme à condition de respecter les principes de l'information du public et la protection des investisseurs. Le Communiqué Série : VIII, No: 66 est beaucoup plus libéral que le Communiqué Série : VIII, No:22 parce qu'il met les mêmes principes que les régulations Européennes en vigueur.

Les titres au porteur doivent être délivrés aux investisseurs dans 30 jours à partir de l'enregistrement de l'accroissement du capital de la société et les titres au nom doivent être délivrés aux investisseurs dans 90 jours à partir de l'enregistrement de l'accroissement du capital de la société selon le système gouvernant les sociétés soumis au système de capital essentiel. Cependant, les titres doivent être

immédiatement délivrés aux investisseurs au temps de vente des instruments financiers selon le système gouvernant les sociétés soumis au système de capital inscrit. Les sociétés publiques émettrices et les institutions intermédiaires doivent informer le Conseil des Marchés des Capitaux pour les résultats d'offre publique dans 6 jours à partir de la termination de la période de vente selon l'Article 9 de la Loi des Marchés des Capitaux.

Les opérations de standardisation signifient les opérations conduites afin d'empêcher et/ou arriérer la chute des prix des instruments financiers après l'offre publique. Le but principal des opérations de standardisation est de protéger l'équilibre des marchés des capitaux et assurer la confiance des investisseurs en marchés des capitaux. Comme les opérations de standardisation sont conduites avec l'autorisation et sous la surveillance du droit, elles ne sont pas considérées comme manipulation.

ABSTRACT

The terms of “issue” and “public offering”, the public offering process and the sale methods covering public offerings have been analyzed and examined as per Turkish Capital Markets Law, American Capital Markets Law and European Capital Markets Law in this master thesis titled “Public Offerings and Sale Methods in Public Offerings” and drafted in order to be graduated from the Private Law Postgraduate Program executed by Galatasaray University, Social Sciences Institute Legal Department.

Within the first part of this thesis, the definitions and legal qualifications of the terms “issue” and “public offering”, the different types and forms of public offerings, the macroeconomic and microeconomic results of the public offerings, the advantages and disadvantages of public offerings, public offerings process, registration, prospectus and circular have been examined.

Within the second part of this thesis, the main principles covering the public offer sales, preliminary bookbuilding process, sale methods in public offerings, green shoe options, price stabilization transactions have been studied.

Financial markets mean markets where the offer and demand of the funds meet, the securities are issued and sold and bought. Financial markets are composed of money markets and capital markets. The main difference between money markets and capital markets is the terms of the funds offered and demanded. Money markets are the markets where meet offers and demands with short terms and capital markets are the markets where meet offers and demands with short and middle terms. The financial instruments are the securities and other financial instruments. In capital markets, companies requiring additional financial sources sell the securities issued by them and investors who would like to make investments with the foregoing securities buy them. Thus, the capital markets are the markets joining and combining the entrepreneurs requiring additional financial sources and the investors.

Capital markets are mainly implemented with the Capital Markets Law numbered 2499 and published in the trade registry gazette dated July, 30 1981 and numbered 17416. Capital markets are composed of primary markets and secondary markets. In the primary markets, securities are directly sold by the issuers to the investors and in the secondary markets; securities are sold by the shareholders to third parties.

Capital markets have a major function in economic development. Financial funds are transferred from the investors making investments in securities issued by the issuers to the companies requiring them. Capital markets fulfill this function owing to the “issue” operation.

The term “issue” is defined in Article 3 of the Capital Markets Law. As per the terms and conditions of Article 3 of the Capital Markets Law, the issue means *“the public offering or private offering of the securities issued by the issuers”*. Thus, the issuers are not obliged to sell the securities issued by them by public offering and may sell them by private offering. In private offering, the securities are not directly offered to public and they are just sold to accredited investors. The foregoing accredited investors are already determined before the registration process of the securities although this is not the case in the public offerings. Private offerings are very common in international law, especially in American law due to the fact that private offerings are executed in low costs and in a very short time although they are not very common in Turkish law.

As per Turkish Capital Markets Law, joint stock companies and public institutions determined in the Turkish Capital Markets Law may be issuer and issue securities. Thus, only legal entities may be issuers and real persons may not have the “issuer” status in Turkish law. Financial instruments which are composed of securities and other financial instruments may be subject-matter to the “issue”. Securities are the documents representing a defined amount, constituting investment vehicle and source of income, having the same dictions and determined by the Capital Markets Board of Turkey.

As per Turkish capital markets law, public companies are the joint stock companies whose actions are offered to public and/or considered to be offered to public. A joint stock company shall be considered as public company when the joint stock company shall have more than 250 shareholders. Consequently, even if a joint stock company having more than 250 shareholders shall not offer securities to public may be considered as public company and shall be subject to Capital Markets Law.

In Turkish law, public offering means *“any and all invitation to public to buy securities, to invite people to be founder or shareholder in the company, quotation of securities by stock exchanges and/or sale of the shares of the public companies due to capital increase”*. The legal qualification of public offering is under debate but in our opinion, public offering constitutes legally “invitation to offer”. In fact, if we consider that public offering is offer, it should not be easy to explain that the public company shall refuse the demands should the number of demands are more than the number of offers. Therefore, in doctrine, there are some writers having the opinion that public offering is legally “offer”.

Issuers may directly sell securities by public offering by themselves or may have assistance from underwriters with public offering. Should the public offering shall be executed via underwriters, different types of underwriting agreements may be signed by and between the issuers and underwriters. Such agreements are generally best effort undertaking agreements, standby agreements and firm commitment underwriting agreements.

There are mainly three types of public offerings. If the securities are directly offered to public by the issuer, this operation hereby is called as “public offering in primary markets”. If the securities are offered to public by the shareholder, this operation hereby is called as “public offering in secondary markets”. There is also complex public offering where both systems are used.

Public offering has major macroeconomic and microeconomic functions. The macroeconomic function of the public offering is the sharing of ownership with small investors and the microeconomic function of it is the financing of the issuer. There are also many advantages of public offering by the point of view of the issuer. They are as follows: Financing of the issuer, prestige of the issuer in national and international backgrounds, increase of the transfer capability of the shares of the issuer, possibility to have the registered capital system, possibility to issue shares without voting rights. Therefore, the issuer shall also have many undertakings to fulfill once the issuer has initiated and executed public offering. Once the issuer shall offer its shares to public, the issuer shall comply with the terms and conditions set forth by Capital Markets Law, be obliged to make the dividend distribution, make public disclosures, be subject to independent audit, comply with special provisions concerning the advertisements and publicities.

In Turkish capital markets law, the public offering process is initiated with the registration of the securities issued by the issuer by Turkish Capital Markets Board. Thus, the securities to be issued and offered to public should be registered by Turkish Capital Markets Board. Therefore, the securities issued by Turkish Central Bank and/or some of the public institutions should not be registered by Turkish Capital Markets Board and the Turkish Capital Markets Board is just informed of the issue of such securities. This is the only exception of the registration undertaking set forth in Capital Markets Law which means that only some issuer types are covered by the exception from the registration undertaking. In American law, there are two types of exceptions for the registration undertaking. The first exception covers "securities" and the other one covers "transactions". The other main difference between Turkish Capital Markets Law and American Capital Markets Law is that private offerings are also not subject to registration undertaking in American law although this is not the case in Turkish law. There is no disposition implemented that the public offering may not be initiated before the registration process of the securities. Furthermore, as per the doctrine, the offers may not be made and public offering may not be initiated before the fulfillment of the registration process.

Capital Markets Board is entitled to take any and all precautionary measures to stop the capital markets transactions including but not limited to the issue and public offering of the securities executed without the prior approval of the Capital Markets Board and the fulfillment of registration process. Capital Markets Board may also bring actions in 6 months as from the execution date of the precautionary measures for the follow-up of the securities already offered and sold to the public and bring actions for the canceling of the results arising out of the execution of the transactions carried out without the prior approval of Capital Markets Board in 3 months as of their determination date and 1 year as of their occurrence date. Another problem concerning the non-execution of the registration process of the securities offered to public is the validity or non-validity of the agreements executed by and between the issuers who did not fulfill the registration process of the securities and the investors who have bought the foregoing securities. In such a case, the investors may cancel the agreements executed with the reasons of "fault" and/or "fraud", send back the securities to the issuers and request the amount paid for them with the interest accrued. The investors who have already sold the securities that they have bought from the issuers may ask for the indemnification of the damages incurred from the issuers and/or shareholders, if any because of the non-compliance with the agreements executed and from the board members of the issuers and/or shareholders owing to the dispositions concerning acts illicit. Therefore, the issuers who have not

complied with the registration undertakings may be subject to pecuniary penalty and/or prison sentence from 2 years up to 5 years.

The public clarification system and the public disclosures and the main tools to carry out public clarification system which are the prospectus and the circular are very important in public offerings of the securities issued by the issuers. The prospectus is the document provided with any and all information in relation to the issuer, the securities to be offered to public and the public offering and inviting the people to purchase the foregoing securities. The principal purpose of the prospectus is to clarify and inform the public in relation to issue transaction, securities issued and public offering. The prospectus is covered with any and all necessary, positive and/or negative, legal and financial information required by the investors. The circular is the document summarizing the information set forth in the prospectus and inviting the public to buy the securities issued by the issuer. The issuers shall be principally and primarily responsible from the non reality and appropriateness of the information set forth in the prospectus and the circular. Furthermore, the underwriters shall be responsible for the non-indemnified part of the wrong information set forth in the prospectus and the circular and the independent auditors shall also be responsible for the non-indemnified part of the wrong information provided by them in the prospectus and the circular. Thus, the responsibility of the issuers is fundamental and not based on fault principle although the responsibility of the underwriters and independent auditors is secondary and based on fault principle. The legal qualification of the responsibility arising out of the non reality and appropriateness of the information set forth in the prospectus and the circular is under debate in Turkish law. Furthermore, in our opinion, this responsibility arises out of laws and regulations and act illicit dispositions should be applied by comparison.

The public offering of the securities shall be executed as per the terms and conditions set forth in the prospectus. The Capital Markets Board may request that the founders, shareholders and/or underwriters shall buy the remaining securities not bought by the investors by paying their prices completely and by cash. The main reason of such a request is the protection of the rights and benefits of small investors. As per Article 1 of the Capital Markets Law numbered 2499 published in the trade registry gazette dated 30.07.1981 and numbered 17416, the main purpose of the Capital Markets Law is the duly operation of capital markets and the protection of the rights and benefits of the investors and this purpose is principally carried out by the Capital Markets Board of Turkey.

Sale methods in public offering are mainly implemented with the Communiqué with the serial number VIII and numbered 66 (the “*Communiqué*”). There are three main sale methods executed in public offerings and they are bookbuilding, fixed price offer and public offering via stock exchanges. Generally and principally, the issuer and/or the shareholder carrying out public offering may (not) choose one of these methods at his own discretion. Furthermore, there are three exceptions to this main principle. The companies whose securities are quoted by a stock exchange and the companies applying by GIP for the first time should execute public offering via stock exchange method. The companies whose securities are not quoted by a stock exchange and having the qualifications set forth in paragraph 3 of Article 12 should execute public offering via bookbuilding method.

The main modification set forth by the Communiqué is that the companies not determined specifically by the Communiqué are not obliged to execute public offering via bookbuilding, fixed price offer and/or public offering via stock exchange methods and even if they choose one of these methods, they are not under the obligation to comply with the allotment and distribution principles set forth in Articles 13, 14, 15 and 16 of the Communiqué. This is the main improvement implemented by the Communiqué.

Public offering and quotation by stock exchanges are the different terms. In Turkish capital markets law, it is not necessary to make the quotation of the securities offered to public by a stock exchange. The quotation of the securities issued and offered to public by a stock exchange depends on the own discretion of the issuer. The quotation of the securities depends on the quotation conditions of the relevant stock exchange, on the application of the issuer by the relevant stock exchange and the acceptance of the board members of the foregoing stock exchange. Furthermore, the quotation of the securities by a stock exchange is very useful for the prestige of the issuer and the attractiveness of the securities.

The main principles governing public offerings, sale methods in public offerings and distribution and allotments methods in European Law are dependent on liberalism and own discretion of the issuers provided that disclosure requirements are fulfilled and the principle of the protection of the investors are respected. The Communiqué with the serial number VIII and numbered 66 issued as per the principles set forth by European Laws and regulations covers also the “liberalism” principle provided that disclosure requirements are fulfilled and the principle of the protection of the investors are respected, as is the case in European Law. As there have been many disputes in relation to the strict dispositions and requirements of the Communiqué with the serial number VIII and numbered 22 which was replaced by the One with the serial number VIII and numbered 66, we think that the Communiqué with the serial number VIII and numbered 66 is much more liberal and complies with European laws and regulations.

The bearer bonds should be delivered to the investors purchasing them in 30 days as from the execution date of the capital increase and the bonds with names should be delivered to the investors purchasing them in 90 days as from the execution date of the capital increase in the public companies subject to main capital system. Any and all bonds should be immediately delivered to the investors at the time of the sale in the companies subject to registered capital system. As per Article 9 of the Capital Markets Law, issuers and/or underwriters carried out public offerings should inform the Capital Markets Board about the results of the public offering in 6 days as from the termination date of the public offering.

Price stabilization transactions mean operations carried on in order to stabilize the prices of the securities after the execution of the public offering. The main purpose of the price stabilization transactions is to provide and assure the confidence of the investors in the capital markets and to assist the sale prices of the securities subject to public offering. As the price stabilization transactions are covered and governed by laws and regulations, they are not considered as manipulation.

ÖZET

Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Yüksek Lisans Programı mezuniyet tezi olarak hazırladığım “Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri” başlıklı bitirme tezim kapsamında, ihraç ve halka arz kavramları, halka arz süreci ve halka arzda kullanılan satış yöntemleri Türk sermaye piyasası hukuku ve ABD hukuku ile AB hukuku başta olmak üzere karşılaştırmalı hukuklar göz önünde bulundurularak incelenmeye ve değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Tezin ilk bölümünde; ihraç ve halka arz kavramlarının tanımları ve hukuki nitelikleri detaylı olarak incelenmiş; daha sonrasında halka arzın şekilleri, türleri ve halka arzda bulunmanın makroiktisadi ve mikroiktisadi yönleri ile ihraççı şirket açısından olumlu ve olumsuz sonuçları üzerinde durulmuştur. Yine bu bölümde halka arz süreci, ihraççı tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının kayıt altına alınması prosedürü ve temel kamuyu aydınlatma araçları olan izahname ve sirkülerin ışığında incelenmiştir.

Tezin ikinci bölümünde ise, halka arz prosedüründe satışa egemen olan temel ilkeler, halka arzda ön talep toplama, halka arzda kullanılan satış yöntemleri, ek satış hakkı ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler değerlendirilmiş, konularla ilgili kişisel görüşümüzün paylaşılmasına çalışılmıştır.

Finansal piyasalar, fon arz ve talebinin karşılaştığı, finansal araçların ihraç edildiği ve alım-satımının yapıldığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasalar, öğretilde ağırlıklı olarak para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılarak sınıflandırılmaktadır. Para ve sermaye piyasaları arasındaki temel fark, arz ve talep olunan fonların vadelerinde karşımıza çıkar. Para piyasaları kısa vadeli, sermaye piyasaları ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasalarının araçları, menkul kıymetlerle menkul kıymetlere benzeyen diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Sermaye piyasalarında, fon ihtiyacı olan kişiler, ihraç ettikleri ortaklık senetleri veya borçlanma senetleri gibi sermaye piyasası araçları karşılığında, tasarruf sahiplerinden doğrudan kaynak sağlarlar. Bu bağlamda; sermaye piyasaları, farklı arz ve talepleri, yani orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı olan girişimciler ile girişimcilerin ihtiyaç duyduğu finansal kaynaklara sahip olan tasarruf sahiplerini aynı ortak payda üzerinde birleştirir.

Ülkemizde sermaye piyasaları, başlıca 30.07.1981 tarihinde ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile ilgili mevzuatı ile düzenlenmiş bulunmaktadır. Sermaye piyasaları da birinci el piyasaları ve ikinci el piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Birinci el piyasaları, sermaye piyasası araçlarının, doğrudan onları ihraç eden ihraççılar tarafından tasarruf sahiplerine, bedelleri karşılığında dağıtım sürecini ifade etmekte; İkinci el piyasaları ise, daha önceden ihraççılar tarafından ihraç edilerek satılan sermaye piyasası

araçlarının, söz konusu araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından tekrar satışa sunulduğu piyasaları tanımlamaktadır.

Ekonomik yapı içerisinde, sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli parasal kaynakların, yani fonların, tasarruf sahipleri ile kurumsal yatırımcılardan toplanarak orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı içinde olan girişimcilere, yani ekonominin reel sektörüne aktarılması hususunda çok önemli bir fonksiyonu haizdir. Sermaye piyasaları, bu temel fonksiyonlarını, ihraç işlemi sayesinde veya ihraç işlemi vasıtasıyla yerine getirmektedirler.

İhraç, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3'üncü maddesinin 1'nci fıkrasının c bendi hükmünde, "*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*" olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ihraççıların anılan sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek satmak gibi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. İhraççılar, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek veya halka arz etmeksizin (tahsisli satış) yöntemiyle satabilirler. Tahsisli satış modelinde, sermaye piyasası araçları, doğrudan halka arz edilmemekte, belirli bireysel ya da kurumsal "nitelikli" yatırımcılara tahsis edilmektedir. Söz konusu bireysel ya da kurumsal yatırımcılar, halka arz yolu ile satış modelinde olduğundan farklı olarak, satış konusu sermaye piyasası araçlarının kayda alınmalarından önce belirlidir. Tahsisli satış modeli, halka arz yolu ile satış yöntemine göre çok daha az zamanda ve az bir maliyetle gerçekleştirilebildiği için başta ABD hukuku olmak üzere karşılaştırmalı hukuklarda çok yaygın olup, Türk hukuku uygulamasında ise pek yaygın olarak kullanılmamaktadır.

Türk Sermaye Piyasası Hukuku'na göre, anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil olmak üzere kamu iktisadi teşebbüsleri ve mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler ihraççı olabilir, yani sermaye piyasası aracı ihraç edebilirler. Bu doğrultuda, hukukumuza göre ancak tüzel kişiler ihraççı olabilmekte, gerçek kişiler ise ihraççı statüsünü haiz olamamaktadır. İhraç işleminin konusunu ise menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından teşekkül eden sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır. Menkul kıymetler, genel olarak "*ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evrak*" olarak tanımlanmaktadır.

Türk sermaye piyasası hukukunda, halka açık anonim ortaklıklar, "*pay senetleri halka arz edilmiş olan veya arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar*" olarak tanımlanmıştır. Bir anonim ortaklığın pay senetlerinin halka arz edilmiş sayılması, söz konusu anonim şirkette pay sahibi sayısının 250'yi aşması halinde söz konusu olur. Bu doğrultuda, bir anonim ortaklığın pay sahibi sayısı 250'yi aşıyor ise, bu durumda söz konusu şirket, paylarını halka arz etmese dahi, SPKn'na göre halka arz etmiş sayılacak ve halka açık anonim ortaklık niteliğini haiz olacaktır.

Türk sermaye piyasası hukukunda halka arz, "*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini ve/veya SPKn'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını*" ifade etmektedir. Halka arzın hukuki niteliği öğretide tartışmalı

olmakla birlikte, kanımızca, halka arzın hukuki niteliğini icaba davet olarak kabul etmek gerekecektir. Gerçekten de, eğer halka arzın icap niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, alım talebinin, yani kabulün, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması halinde, ihraççı anonim ortaklığın hangi gerekçeyle söz konusu alım taleplerini reddedeceğini açıklamak mümkün olmayacaktır. Buna karşılık, öğretide, halka arzın hukuki niteliğinin icap olduğu yönünde de görüşler bulunmaktadır.

İhraççılar, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını doğrudan hiçbir aracı kuruluş olmaksızın kendileri halka arz edebilirler ya da bir aracı kuruluşun bilgi, birikim ve tecrübelerinden yararlanarak halka arz edebilirler. İhraççının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını bir aracı kuruluş vasıtasıyla halka arz etmesi halinde, ihraççı ile aracı kuruluş arasında farklı nitelikte aracılık yüklenim sözleşmeleri imzalanabilecektir. Bu farklı nitelikteki aracılık yüklenim sözleşmeleri; yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri (en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri) ve bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerinin dâhil olduğu yüklenimli aracılık sözleşmeleri olarak özetlenebilir.

Halka arzın, gerçekleştirildiği piyasaya göre, üç ayrı türü bulunmaktadır. Bunlar; yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzı anlamına gelen birinci el piyasasında halka arz, sermaye piyasası araçlarının, anılan araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından tekrar halka arz edilmesi anlamına gelen ikinci el piyasasında halka arz ve bu iki türün bileşiminden teşkil eden karma halka arzlardır.

Halka arzda bulunmanın hem makroiktisadi ve mikroiktisadi açıdan, hem de ihraççı şirket açısından birçok olumlu yönü bulunmaktadır. Bu bağlamda, halka arzın, mülkiyetin küçük yatırımcı ile paylaşılmasında önemli bir görev üstlenmesi, halka arzın makroiktisadi fonksiyonunu; ihraççı şirket açısından finansman sağlaması ise, halka arzın mikroiktisadi fonksiyonunu teşkil etmektedir. Halka arzın ihraççı şirket açısından sağladığı olumlu etkiler ise ihraççının finansman sağlaması, ihraççı ortaklığın ulusal ve uluslararası zeminde prestijinin artması, ihraççı şirketin hisse senetlerinin likit enstrüman niteliği kazanması, kayıtlı sermaye sistemine geçilebilmesi imkanı ve oydan yoksun pay ihraç edebilme imkanınıdır. Tüm bu olumlu yanlarına rağmen, halka arzda bulunmanın ihraççı şirket açısından getirdiği birçok ek yükümlülük de bulunmaktadır. Bu yükümlülükler ise başlıca şu şekildedir: İhraççı şirketin Sermaye Piyasası Kanunu'na ve ilgili mevzuatına tabi olması, kar dağıtma zorunluluğu, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olması ve bu bağlamda, özel durum açıklamaları yapması, bağımsız denetime tabi olması ve reklâm ile ilanlar açısından özel düzenlemelere tabi olması. Bununla birlikte; ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi tehlikesini ise halka arzın ihraççı şirket açısından getirdiği olumsuz bir sonuç olarak değerlendirmek de mümkündür.

Türk hukukunda da, diğer tüm modern ve gelişmiş sermaye piyasası sistemlerinde olduğu gibi, halka arz süreci, ihraççı tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının Sermaye Piyasası Kurulu nezdinde kayıt altına aldırılması ile başlamaktadır. Öyleyse, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur. Bununla birlikte, daha önce de belirtmiş olduğumuz gibi, genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası'nca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Anılan kurum ve kuruluşların söz konusu ihraçlarından Kurul'u haberdar etmeleri gerekli ve yeterlidir. Bu durum, Türk hukukunda, kayda alınma gerekliliğinin "ihraççılar" bazında bir istisnasını teşkil etmektedir. Oysa ABD hukukunda kayda

alma sistemi için biri, sermaye piyasası araçları bazında, diğeri ise işlem bazında olmak üzere iki çeşit muafiyet hali öngörülmüştür. ABD hukuku ile Türk hukukunun bu konuda ayrıldığı bir diğerk nokta ise, Türk hukukundan farklı olarak, ABD hukukunda, halka arz edilmeksizin, yani, tahsisli satış yöntemiyle yapılacak satışların, kayda alma işleminden muaf tutulmuş olmasıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda, kayıt altına alma işlemi tamamlanmadan sermaye piyasası araçlarının satışına başlanamayacağına dair açık bir hüküm bulunmamaktadır. Bununla birlikte, öğretilerdeki hâkim görüş, kayıt altına alma işleminden önce, sermaye piyasası araçlarının satışına başlanamayacağı ve satış için icabın yapılamayacağıdır.

Kurul, sermaye piyasası araçlarını kayda aldırılmaksızın gerçekleştirilen ihraç, halka arz ve satış işlemleriyle izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin durdurulması için gerekli her türlü tedbiri almaya, kayıt yükümlülüğüne uyulmaksızın yapılan halka arz ve satış sonucu satılan kısmın karşılığı ve satışı yapılacak senetler için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istemeye, tedbir ve haciz tarihinden itibaren altı ay içinde dava açmaya veya takip yapmaya; her türlü hukuki ve cezai sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin doğurduğu sonuçların iptali için tespit tarihlerinden itibaren üç ay, vukuu tarihinden itibaren bir yıl içinde dava açmaya yetkili kılınmıştır. Kayda aldırma yükümlülüğünü yerine getirmeyen ihraççı ile satışı yapılan sermaye piyasası araçlarından satın alan yatırımcılar arasındaki sözleşmelerin akıbeti de tartışmaya değer bir başka konudur. Bu bağlamda, anılan yatırımcıların söz konusu sözleşmeleri hata (BK. m. 23) ya da hile (BK. m. 28) gerekçesi ile iptal edebilmeleri, anılan sermaye piyasası araçlarını da ihraççılara iade ederek ödedikleri meblağları, faizi ile birlikte geri alabilmeleri gerekmektedir. Sermaye piyasası araçlarını ellerinden çıkarmış olan yatırımcılar ise, kayda alma işleminin yapılmamış olması nedeniyle uğradıkları zarar, BK. m. 96 vd. hükümleri gereğince, akde aykırılığa dayanarak ihraççı ya da satıcı konumunda bulunan kişi ya da kuruluştan, haksız fiil hükümlerine dayanarak da ihraççı ya da satıcının yönetim kurulu üyelerinden talep edebilmelidirler. Bununla birlikte, kayda aldırma yükümlülüğünü yerine getirmeyen kişiler hakkında, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve adli para cezası uygulanacaktır.

İhraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzında kamuyu aydınlatma mekanizmasının ve bu mekanizmanın en önemli araçları olan izahname ve sirkülerin çok büyük önemi bulunmaktadır. İzahname, sermaye piyasası araçlarının halka arzında ihraççı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkındaki bilgileri içeren ve halkı anılan sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden belgedir. Amacı, yatırımcıları, ihraç işlemi, ihraç konusu sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkında bilgilendirmek ve bu yönden, kamuyu aydınlatmaktır. Bir diğerk ifadeyle, izahname, yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını satın alıp almama konusunda verecekleri kararı etkileyebilecek her türlü olumlu ve olumsuz finansal ve hukuki nitelikteki bilgiyi bünyesinde barındıran bir kamuyu aydınlatma aracıdır. Sirküler ise izahnamede yer alan bilgileri özetleyen ve halkı, izahname konusu sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden bir belgedir. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından ihraççılar birinci derecede sorumlu olmakla birlikte, zararın, ihraççılardan tazmin ettirilemeyen kısmı için kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara ve kendilerinin hazırlamış oldukları kısımlarla ilgili olarak bağımsız denetim kuruluşlarına da müracaat edilebilecektir. Öyleyse, ihraççıların sorumluluğu asli olup kusura dayanmamakta, aracı kuruluşlar ile bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğu tali ve kusur esasına dayalıdır; çünkü aracı kuruluşlara ve bağımsız denetim kuruluşlarına ancak, zararın ihraççılardan

tazmin edilemeyen kısmı için başvurulabilmektedir. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden doğan sorumluluğun dayanağı öğretide tartışmalı olmakla birlikte, bu sorumluluğun haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabileceği kanundan doğan bir sorumluluk olduğu görüşünü taşıdığımızı ifade etmeliyiz.

Sermaye piyasası araçlarının halka satışı, izahnamede gösterilen esaslar ve belirlenen satış süresi dâhilinde gerçekleştirilir. Sermaye Piyasası Kurulu, satış süresi içinde satılmayan payların kendileri tarafından satın alınacağı hususunun kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini isteyebilir. Bu taahhüt, satılmayan payların bedellerinin ortaklığa “nakden ve tamamen” ödenmesi hususunu da kapsar. Sermaye Piyasası Kurulu’nun böyle bir taahhüt talep etmesinin gerekçesi, küçük tasarruf sahiplerinin ilgili sermaye piyasası araçlarını satın almalarını kolaylaştırmak ve hakları ile yararlarını korumaktır. Nitekim Sermaye piyasası hukukunun temelini dayalı olduğu 30.07.1981 tarihli ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 1’inci maddesine göre, Sermaye Piyasası Kanunu’nun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir ve anılan bu düzenleme ve denetleme yetkileri büyük ölçüde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerçekleştirilmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında kullanılacak satış yöntemleri, Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği’nde belirlenmiş olup, anılan tebliğ, Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği’ni yürürlükten kaldırmış bulunmaktadır. Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ’e göre, sermaye piyasası araçlarının halka satışında uygulanabilecek üç ayrı satış yöntemi bulunmaktadır. Bunlar; talep toplama yöntemi ile satış, talep toplamaksızın satış ve borsada satış yöntemleridir. Prensipten, her bir ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, bu üç satış yönteminden bir tanesini kendi ihtiyarına bağlı olarak seçebilir ya da dilerse hiçbirini seçmeyip kendi ihtiyarına bağlı olarak sermaye piyasası araçlarını halka arz edebilir. Bununla birlikte, bu seçim serbestisi, bazı niteliği belirlenmiş ortaklıklar için kısıtlanmış bulunmaktadır. Anılan niteliği belirlenmiş ortaklıklar; payları borsada işlem gören ortaklıklar ile GİP’te ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketler ve payları borsada işlem görmeyen ve nitelikleri 12’nci maddenin 3’üncü fıkrasında belirtilen halka açık anonim ortaklıklardır. Bu ortaklıklardan payları borsada işlem gören ortaklıklar ile GİP’te ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketlerin sermaye piyasası araçlarının halka arzında “borsada satış” yöntemini seçmeleri gerekirken, payları borsada işlem görmeyen ve nitelikleri 12’nci maddenin 3’üncü fıkrasında belirtilen halka açık anonim ortaklıklar ise “talep toplama” yöntemini seçmekle yükümlüdür.

Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in getirdiği en büyük yenilik, tebliğin 12’nci maddesi anlamında “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ihraççı ya da pay sahibinin talep toplama yöntemi ile satış, talep toplamaksızın satış veya borsada satış yöntemlerinden birini seçmesi halinde, tebliğin 13, 14, 15 ve 16’ncı maddelerinde belirtilen dağıtım ilkelerine uymak zorunda bulunmayışlarıdır. Anılan “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ortaklıklar, bu üç satış yönteminden birini kendi takdirlerine bağlı olarak seçebilirler ve yine kendi takdirlerine bağlı olarak tebliğin 13, 14, 15 ve 16’ncı maddelerinde belirtilen dağıtım yöntemlerine uyabilirler ya da tamamen kendi arzularına uygun bir şekilde halka arz

konusu sermaye piyasası araçlarını halka dağıtabilirler. Bu serbesti, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'e getirdiği en büyük yeniliktir.

Halka arz ve borsaya kotasyon kavramları farklı kavramlardır. Halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının, mehz ABD hukukunda olduğu gibi, mutlaka borsaya kote edilmeleri gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. İhraççının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını borsaya kote ettirip ettirmemesi tamamen kendi ihtiyarında olan bir husustur. Halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının borsaya kote ettirilebilmesi, söz konusu sermaye piyasası araçlarının kote ettirilmek istendiği borsanın kotasyon koşullarının karşılanabilmesi, ihraççının anılan borsaya başvuruda bulunması ve borsanın yönetim kurulunca anılan sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınmaları şartlarına bağlıdır. Bununla birlikte, ihraççının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınarak borsada işlem görmesi, hiç kuşkusuz bu araçların işlem hacmini, değerlerini ve çekiciliklerini artırmaktadır.

AB Hukuku'nda halka arz, halka arza ilişkin satış yöntemleri ve dağıtım ilkelerine hâkim olan ilkeler, tüm ilgili esasların kamuyu aydınlatma esasları çerçevesinde izahname vasıtasıyla kamuya açıklanması kaydıyla, serbestlik, liberallik üzerine kuruludur. AB mevzuatına uyum çerçevesinde ülkemizde çıkarılan Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde de Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'den farklı olarak, ihraççı ve/veya pay sahibine; tüm hususların izahnamede kamuyla paylaşılması ve yatırımcıların korunması prensibine hâkim olan birkaç emredici esasa saygı gösterilmesi kaydıyla, halka arzda kullanılan satış yöntemlerinde ve dağıtım ilkelerinde serbestlik tanınmış bulunmaktadır. Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'in yürürlükte olduğu dönemde, tüm satış yöntemlerinin ve dağıtım ilkelerinin çok sıkı esaslarla belirlenmiş olmasının çok ciddi eleştirilerle karşılaşmış olması hususu göz önünde bulundurulduğunda, Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'in getirdiği esasların çok yerinde ve AB Hukuku ile uyum içinde bulunduğu söylenebilir.

Esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, hamiline yazılı hisse senetleri, sermaye artırımının tescilinden itibaren 30 gün içinde; nama yazılı hisse senetleri ise, sermaye artırımının tescilinden itibaren 90 gün içinde yatırımcılara teslim edilmelidir. Kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda ise hisse senetlerinin satış esnasında alıcılara teslim edilmesi gerekmektedir. Aynı şekilde, hisse senedi dışında kalan diğer sermaye piyasası araçlarının da, satış esnasında alıcılara teslim edilmesi gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 9'uncu maddesinin 1'inci fıkrası hükmü uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını yapan ihraççı ve aracı kuruluşlar, satış süresinin bitiminden itibaren altı iş günü içerisinde satışın sonucu hakkında Kurul'a bilgi vermekle yükümlüdürler.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, sermaye piyasası araçlarının halka arz sonrası fiyatlarındaki düşüşü önlemek ya da geciktirmek amacıyla piyasa fiyatının belirli bir seviyede sabit tutulmaya çalışılması anlamına gelmektedir. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin temel amacı, sermaye piyasası araçlarının fiyatında halka arz işlemleri sonrasında çeşitli sebeplere bağlı olarak oluşabilecek düşüşler nedeniyle yatırımcılar nezdinde piyasalara güvensizlik oluşmasının engellenmesi ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının düşmesinin önlenmesi ya da önlenemeyen düşüşlerin etkisinin azaltılarak anılan sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının desteklenmesidir. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlere bizzat hukuk sistemi tarafından izin verildiğinden ve söz konusu işlemler, hukuk sistemi tarafından desteklendiğinden, manipülasyon teşkil etmemektedir.

GİRİŞ

I. Konunun Takdimi ve Sınırlandırılması

Ekonomik yapı içerisinde, sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli parasal kaynakların, yani fonların, tasarruf sahipleri ile kurumsal yatırımcılardan toplanarak orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı içinde olan girişimcilere, yani ekonominin reel sektörüne aktarılması hususunda çok önemli bir fonksiyonu haizdir. Bu bağlamda; sermaye piyasaları, farklı arz ve talepleri, yani orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı olan girişimciler ile girişimcilerin ihtiyaç duyduğu finansal kaynaklara sahip olan tasarruf sahiplerini aynı ortak payda üzerinde birleştirmektedir.

Bu birleşim, orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı içinde olan girişimcilerin ihraç ettiği ortaklık senetleri ve/veya borçlanma senetleri niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının halka arz ve/veya halka arz edilmeksizin satış (tahsisli satış) yöntemleri vasıtasıyla halka ve/veya belirli nitelikleri haiz yatırımcılara satışı ile söz konusu olur. Dolayısıyla, sermaye piyasası hukuku, başlıca iki temel kavram üzerine kurulu bulunmaktadır: Bunlardan birincisi, ortaklık senetleri veya borçlanma senetleri niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ihraççı orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı içinde olan girişimciler tarafından “ihraç” edilmesi, yani yaratılması, diğeri ise anılan sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesidir. Söz konusu orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacı içinde olan ihraççı girişimciler; anılan iki yöntemi bizzat kendileri kullanabilir ya da alanında uzmanlaşmış aracı kurum ve kuruluşların bilgi ve birikimlerinden yararlanarak iki yöntemden birini uygulamaya koyabilirler.

İhraççılar, ihraç etmiş oldukları sermaye piyasası araçlarını halka arz ederken, öncelikle söz konusu sermaye piyasası araçlarını Sermaye Piyasası Kurulu nezdinde kayıt altına aldirmekle ve 03.04.2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmi Gazete’de

yayınlanarak yürürlüğe giren Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilmiş olan satış yöntemlerine uygun bir şekilde halka arz etmekle yükümlüdürler.

Sermaye piyasası hukukunun temelini dayalı olduğu 30.07.1981 tarihli ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1'inci maddesine göre, Sermaye Piyasası Kanunu'nun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir. Dolayısıyla, tüm dünyadaki modern tüm sermaye piyasaları sistemlerinde olduğu gibi, Türk sermaye piyasası hukukunda da yatırımcıların korunmasının apayrı ve temel bir önemi bulunmaktadır. Türk sermaye piyasası hukuku bu asli görevini, kaynak ABD hukuku ve/veya AB hukukunda olduğu gibi kayıt altına alma sistemi, kamuyu aydınlatma mekanizması, izahname ve sirküler gibi kamuyu aydınlatma araçları vasıtasıyla yerine getirmektedir.

Bu çalışmanın amacı, sermaye piyasası hukukunun üzerine kurulu bulunduğu temel kavramlar olan ihraç, halka arz, kayıt altına alma, kamuyu aydınlatma mekanizması ve halka arzda kullanılan satış yöntemlerini Türk sermaye piyasası hukukuna ve karşılaştırmalı hukuka uygun olarak incelemek, değerlendirmek ve kişisel görüşlerimizin paylaşılmasından ibaret bulunmaktadır.

II. Konunun Ele Alınış Şekli

Bu çalışma kapsamında, başlıca Türk sermaye piyasası hukuku olmak üzere, Amerika Birleşik Devletleri Hukuku ile AB Hukuku'nun da aralarında bulunduğu çeşitli hukuk sistemlerinden yararlanılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, kaynak Amerika Birleşik Devletleri sermaye piyasası hukukunun, mevzuatımız açısından oldukça önemli bir pozisyonda bulunduğu hususunun altı çizilmelidir.

Bu çalışmanın ilk bölümünde "ihraç" ve "halka arz" ana kavramları başlıkları altında ihraç işleminin konusu olan sermaye piyasası araçları, ihraççılar, ihraç işlemlerinde kullanılan satış modelleri, halka arzın hukuki niteliği, şekilleri, türleri,

halka arzda bulunmanın ekonomik açıdan ve ihraççı açısından olumlu ve olumsuz yönleri, halka arz prosedürü kapsamında sermaye piyasası araçlarının kayıt altına alınması ve kamuyu aydınlatma sisteminin en önemli iki mekanizması olan izahname ve sirküler incelenecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise, halka arzda kullanılan satış yöntemleri ana başlığı altında halka arz prosedüründe satışın dayalı olduğu temel ilkeler, halka arzda ön talep toplama, satış yöntemleri detaylı olarak incelenecek, ek satış hakkı, ek alım hakkı ve fiyat istikrarı sağlanmasına yönelik işlemlerin tanım ve fonksiyonları üzerinde durulacaktır.

Giriş ve sonuç bölümleri dışında iki ana bölümden oluşan çalışmamız, varılan kanaatlerin özetini kapsayan sonuç bölümü ile son bulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İHRAÇ ve HALKA ARZ KAVRAMLARI

I. İHRAÇ

A. GENEL OLARAK

İhraç işlemi, sermaye piyasası araçlarının ihraççı tarafından yaratılması ve tasarruf sahiplerine, belirlenen bir bedel karşılığında satışa sunulması sürecini ifade etmektedir. Dolayısıyla, ihraç işlemi, sermaye piyasası hukukunun üzerine kurulu bulunduğu temel kavramların en önemlilerinden bir tanesini teşkil etmektedir. İhraç, sermaye piyasalarının bir alt türünü oluşturan birinci el piyasalarının temelini oluşturan bir kavram niteliğindedir. İhraç kavramını daha iyi anlayabilmek ve açıklayabilmek için, öncelikle para ve sermaye piyasalarından oluşan finansal piyasalara ve birinci el piyasaları ile ikinci el piyasalarından oluşan sermaye piyasalarına kısaca tanım bazında değinmek yararlı olacaktır.

B. FİNANSAL (MALİ) PİYASALAR

Genel anlamıyla, piyasa, iktisadi değere sahip her türlü mal ve hakların alıcı ve satıcılarının, başka bir deyişle arz ve talebin karşılaştığı yeri ifade eder¹. Bu anlamıyla piyasalar, para, kredi, döviz, altın ve diğer kıymetli madenler, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları gibi mal ve hakların alım-satımının yapıldığı yerlerdir².

İktisadi açıdan, alıcı ve satıcıların karşılıklı iletişim içinde oldukları ve alım ve satım işlemlerini gerçekleştirdikleri yer olarak tanımlanan piyasaların en önemli türünü finansal piyasalar oluşturmaktadır³.

Finansal piyasalar da, “*fon arz ve talebinin karşılaştığı, finansal araçların ihraç edildiği ve alım-satımının yapıldığı piyasalar*” olarak tanımlanmaktadır⁴. Finansal piyasalar, genel olarak, para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılarak sınıflandırılır. Para ve sermaye piyasaları arasındaki temel fark, arz ve talep olunan

¹ Ünal, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara, 2005, s. 2.

² Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 2.

³ Yanlı, Veliye, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul, 2005, s. 3.

⁴ Ulusoy, Yılmaz, Sermaye Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması, Ankara, 1981, s. 3.

fonların vadelerinde karşımıza çıkar⁵. Para piyasaları kısa vadeli, sermaye piyasaları ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır⁶.

Paslı'ya göre, uygulamada, para piyasaları ve sermaye piyasalarını birbirinden kesin çizgilerle ayırmak kolay değildir⁷. Para piyasalarının en önemli aktörü olan ticari bankaların her iki piyasada da faaliyette bulunması, fonların her iki piyasa arasında sürekli gidip gelmesi, sermaye piyasası aracı olan menkul kıymetlerin giderek kısalan vadelerle ihraç edilmeye başlaması, bu iki piyasayı giderek birbirine yaklaştırmaya, hatta söz konusu iki piyasanın giderek iç içe geçmeye başlamasına sebep olmaktadır⁸. Dolayısıyla, para piyasaları ile sermaye piyasaları arasındaki farkın bugün itibariyle sadece “vade” unsurundan hareketle belirlenmesi yeterli değildir. **Tanör** de aynı görüşü paylaşmaktadır⁹. Bu sebeple, sermaye piyasası faaliyetlerinin ve araçlarının belirlenmesi ve kurallarının tespiti noktasında, esnek bir sistemin kurulması yerinde olacaktır¹⁰.

1. Para Piyasaları (“*Money Markets*”)

Para piyasaları, genellikle bir yıldan kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı, diğer bir ifade ile fonların el değiştirdiği piyasalardır¹¹. Para piyasalarının başlıca araçları, nakit, döviz, altın ve poliçe, bono ve çek gibi kambiyo senetleridir¹². **Yasaman**, bir yıla kadar vadeli olan finansman bonosu gibi senetleri de, haklı olarak, para piyasası araçları olarak değerlendirmektedir¹³.

Bu piyasanın en önemli kurumları, bankalardır¹⁴. Para piyasalarında, çoğunlukla bankalardan oluşan finansal kurumlar, mevduat gibi yollarla tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları, fon ihtiyacı olan diğer kişilere aktarırlar ve bu yönden iktisadi sistemin etkin bir biçimde çalışmasına katkıda bulunurlar. Öyleyse, para piyasalarında mevduatını bankaya yatırarak tasarrufta bulunan tasarruf sahipleri

⁵ **Ayoğlu**, Tolga, Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul, 2008, s. 1.

⁶ **Yasaman**, Hamdi, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, 1992, s. 5; **Aytaç**, **Zühtü**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, 1988, s.1 vd.

⁷ **Paslı**, Ali, “Türk Hukuku’nda Menkul Kıymet Kavramı”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul, 2007, s. 1516–1517.

⁸ **Paslı**, s. 1517.

⁹ **Tanör**, Reha, Türk Sermaye Piyasası, C. I, Taraflar, İstanbul, 1999, s. 3.

¹⁰ **Paslı**, s. 1519.

¹¹ **Yanlı**, s. 3; **Ulusoy**, s. 1.

¹² **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 5.

¹³ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 5.

¹⁴ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 1.

ile anılan tasarruftan yararlanan fon kullananlar karşı karşıya gelmemekte, fon akımı bankalar gibi finansal kuruluşlar aracılığıyla gerçekleşmektedir.

2. Sermaye Piyasaları (“*Capital Markets*”)

Süresi bir yıldan fazla olan, diğer bir ifade ile orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar ise sermaye piyasaları¹⁵ olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasalarının araçları, menkul kıymetlerle menkul kıymetlere benzeyen diğer sermaye piyasası araçlarıdır¹⁶. Sermaye piyasalarında, fon ihtiyacı olan kişiler, ihraç ettikleri ortaklık senetleri veya borçlanma senetleri gibi sermaye piyasası araçları karşılığında, tasarruf sahiplerinden doğrudan kaynak sağlarlar. Bu piyasada, ortaklıklar, ortaklık ve/veya alacaklılık hakkı veren pay senedi, tahvil, kar-zarar ortaklığı belgesi, katılma intifa senedi, finansman bonosu, varlığa dayalı menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası gibi tedavül kabiliyeti yüksek olan menkul kıymetlerini tasarruf sahiplerine satmak suretiyle, yatırım sermayesi gereksinimlerini banka kredilerine nispetle çok daha elverişli koşullarla karşılarlar¹⁷. Tasarruf sahipleri ise, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını satın almak suretiyle, ellerindeki fonları, ihraççıların kullanımına sunarlar ve böylece satın almış oldukları sermaye piyasası aracının niteliğine bağlı olarak faiz veya kar payı elde ederler. Sermaye piyasaları, ihraççıya uzun vadede sermaye sağlamanın yanı sıra, en küçük tasarruf sahibinin dahi, ihraççıları kanalıyla yatırımlara ortak olmasına ve ondan kar veya faiz yoluyla faydalanmasına, dolayısıyla, daha global bir bakış açısıyla gelirin adil bir şekilde yaygınlaştırılmasına hizmet eder¹⁸.

Yapı olarak ve hukuki açıdan sermaye piyasaları, temelde 5 ana unsura dayanmaktadır¹⁹. Bu unsurlar şunlardır: Fon arz eden bireysel ve kurumsal yatırımcılar/tasarruf sahipleri (“*individual and institutional investors*”), fon talep eden ihraççılar (“*issuers*”), fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar yani borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar (“*exchanges and other organized markets*”), fon arz ve talebinin karşılaşmasına yardım eden aracı kuruluşlar (“*intermediary institutions*”) ve

¹⁵ ABD hukuk literatüründe sermaye piyasası daha özel bir kavram olan “menkul kıymetler piyasası” (“*securities market*”) terimi ile ifade edilmektedir. Bkz. Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 4.

¹⁶ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 2.

¹⁷ Moroğlu, Erdoğan, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler I, 2. Baskı, İstanbul, 2001, s. 281.

¹⁸ Yanlı, s. 5.

¹⁹ Pahlı, s. 1519; Aydın, Sema, Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar, Vedat Kitapçılık, 2. Bası, İstanbul, 2009, s. 5 vd.

son olarak sermaye piyasası araçları (“*capital market instruments*”)²⁰. Sermaye piyasaları, bu 5 ana unsurun işbirliği halinde çalışmasıyla gelişmekte ve ilerlemektedir.

Para piyasalarında, mevduat yoluyla bankalarda değerlendirilen tasarrufun, banka ile tasarruf sahibi arasında belirlenen getiri oranının, kararlaştırılan süre sonuna kadar devam etmesi dolayısıyla, yatırımcıya bir zarar vermemesine karşılık, sermaye piyasalarında, her zaman risk vardır ve tasarruf sahibinin zarar etmesi olasılığı söz konusudur²¹. Ancak, bu riskin karşılığında sağlanabilecek getirinin daha fazla olması olasılığı, yatırımcıyı bu piyasayı seçmeye yönelten en önemli özelliktir²².

C. SERMAYE PİYASALARI (“*CAPITAL MARKETS*”)

Sermaye piyasaları, 30.07.1981 tarihinde ve 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuatı ile düzenlenmiş bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu’nun hukuki dayanağını Anayasa’nın “*Devlet, para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirleri alır*” hükmündeki 167’inci maddesinin 1’inci bendi teşkil etmektedir²³. SPKn’nun 1’inci maddesine göre, SPKn’nun amacı ve konusu, “*...Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir.*”

SPKn’nun anayasal dayanağı, konusu ve amacı sermaye piyasalarını oluşturan ticari nitelikteki özel hukuk faaliyetlerini ayrıca düzenlemek olmamasına rağmen, SPKn’nda önemli ölçüde özel hukuk düzenlemelerine yer verilmesi doktrinde **Moroğlu** tarafından, anılan düzenlemelerin hukuk metodolojisine aykırı olduğu ve hukuk güvenliği açısından sakıncalar içerdiği için, ciddi bir biçimde eleştirilmiştir²⁴.

²⁰ **Aydın**, s. 1519-1520; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 1 vd.; **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 17; **Tanör**, Taraflar, s. 2-3; **Tuncer**, Selahattin, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul, 1985, s. 3 vd.; **Pahlı**, s. 1519-1520’ye atfen **Kara**, Şinasi, Sermaye Piyasası, İstanbul, 1990, s. 1 vd.; **Şengül**, Selami, Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları, Ankara, 2002, s. 5 vd.

²¹ **Pahlı**, s. 1519–1520.

²² **Pahlı**, s. 1519–1520.

²³ **Moroğlu**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, s. 280.

²⁴ Detaylı açıklama için Bkz. **Moroğlu**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, s. 282 vd.

Para piyasalarından farklı olarak orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olan sermaye piyasaları da birinci el piyasaları ve ikinci el piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır²⁵.

1. Birinci El Piyasaları

Birinci el piyasaları, sermaye piyasası araçlarının, doğrudan onları ihraç eden ihraççılar tarafından tasarruf sahiplerine, bedelleri karşılığında dağıtım sürecini ifade etmektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarının birinci el piyasalarında dağıtım sonucunda toplanan fonlardan ihraççılar yararlanmaktadır²⁶. Tüm ihraç işlemleri, birinci el piyasa işlemi niteliğindedir. İhraç edilen tüm sermaye piyasası araçlarının alım satımı, anılan sermaye piyasası araçları halka arz edilse de edilmese de, birinci el piyasa işlemi niteliğindedir²⁷.

2. İkinci El Piyasaları

İkinci el piyasaları ise, daha önceden ihraççılar tarafından ihraç edilerek satılan sermaye piyasası araçlarının, söz konusu araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından tekrar satışa sunulduğu piyasalardır.

Bu piyasalarda, gerçekleştirilen işlemler sonucunda oluşan fon transferi, ihraççıyı ilgilendirmemektedir; ihraççı anılan araçların satışından herhangi bir kazanç elde etmemektedir, sermaye piyasası araçlarının satımı karşılığında elde edilen gelirden, bu araçların satışını yapan kişiler yararlanmaktadır²⁸. Bu piyasalarda, sermaye piyasası araçlarının alım-satımı, ya aracı kuruluşların kendi aralarında ya da aracı kuruluşlarla müşterileri arasında gerçekleşmektedir²⁹.

İkinci el piyasasında alım-satımlar, muayyen ve az sayıda kimselerle olabileceği gibi, halka arz şeklinde yani gayri muayyen ve çok sayıda kişilerle de olabilir³⁰. Bununla birlikte; aracı kurumların aracılık sözleşmeleri gereğince, halka arz etmek amacıyla ihraççı ortaklıktan satın aldıkları menkul kıymetleri ve diğer

²⁵ Tuncer, s. 10.

²⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 2.

²⁷ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 5.

²⁸ Ayoğlu, Halka Arz, s. 2.

²⁹ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 5.

³⁰ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 6.

sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeleri, ikinci el piyasa işlemi değil, birinci el piyasa işlemi niteliğindedir³¹.

İkinci el piyasaları ise kendi aralarında “teşkilatlanmış piyasalar” (“organize piyasalar”) ve “teşkilatlanmamış piyasalar” (“tezgahüstü piyasalar”) olarak ikiye ayrılmaktadır. Teşkilatlanmış piyasalar ise, “menkul kıymet borsaları” ve “teşkilatlanmış diğer piyasalardan” oluşmaktadır³². Borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, SPKn’nun 40’ıncı maddesinde düzenlenmiştir. Anılan hükmün 4’üncü fıkrası, Kurul’a; küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân sağlayacak piyasalar ile sermaye piyasası araçlarının alım satımının yapılacağı diğer teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisi vermektedir. Kurul, bu yetkisini, Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymet Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’i çıkararak kullanmıştır³³. Anılan yönetmeliğe göre, teşkilatlanmış piyasalar, başta küçük ve orta büyüklükteki işletmeler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân tanımak üzere sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı piyasalardır.

Teşkilatlanmamış piyasalar, yani tezgahüstü piyasalar ise, teşkilatlanmış piyasalardan farklı olarak, genellikle hukuki bir altyapısı ve operasyonel bir düzenlemesi olmayan³⁴, işlem yapabilmek için piyasa üyesi olmanın zorunlu bulunmadığı³⁵, fiyatın alıcı ve satıcı arasında piyasa fiyatından bağımsız olarak kararlaştırılabildiği, işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştirildiği araçlar arası piyasalardır.

3. Sermaye Piyasalarının Fonksiyonu

Sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fonların, bireysel tasarruf sahipleri ile kurumsal yatırımcılardan toplanarak üretime, yani reel sektöre aktarılmasında köprü görevi görmektedirler³⁶. Söz konusu piyasalar, bu işlevleri itibarıyla, kredi işlemleri vasıtasıyla aynı fonksiyonu üstlenen bankacılık sektörü ile birlikte, halkın atıl duran

³¹ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 6.

³² Yanlı, s. 83–85; Bu konuyla ilgili daha detaylı açıklamalar için Bkz. bu çalışma s.145 vd.

³³ RG 18.03.2003, S. 25052; Yanlı, s. 83–85; Ayoğlu, Halka Arz, s. 2.

³⁴ Yanlı, s. 85–86.

³⁵ Ünal, Oğuz Kürşat, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara, 1997, s. 41.

³⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 4.

tasarruflarının üretime aktarılmasına yönelik iki temel mekanizmadan birini oluşturmaktadır³⁷.

Sermaye piyasaları, halkın tasarruflarının ekonomiye yeniden kazandırılarak üretime aktarılması amacına hizmet etmekte olduğu için ekonomik büyümenin finansmanı, atıl kaynakların kullanımıyla gerçekleştirilmektedir. Sermaye piyasaları, bu temel fonksiyonlarını, ihraç işlemi sayesinde veya ihraç işlemi vasıtasıyla yerine getirmektedirler. Orta ve uzun vadeli fon ihtiyacı içerisinde bulunan ihraççılar, ihraç ettikleri ortaklık senetleri veya borçlanma senetleri niteliğindeki sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek veya halka arz etmeksizin tahsisli satış yöntemiyle tasarruf sahiplerine satarak, tasarruf sahiplerinin ellerinde bulunan ve kullanılmayan atıl nitelikteki birikimlerin ekonomiye aktarılacak etkin bir biçimde kullanılmasına vesile olmaktadır. Bu anlamda, sermaye piyasalarının temel işlevini, birinci el piyasaları yani ihraç işlemleri yerine getirmektedir.

Bununla birlikte; ikinci el piyasaları, bu açıdan bakıldığında ekonomiye doğrudan değil, dolaylı yoldan bir fayda sağlamaktadır; çünkü ikinci el piyasalarında gerçekleştirilen işlemler neticesinde, ihraççılara herhangi bir fon aktarımı söz konusu olmamaktadır. Ancak, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının aktif bir ikinci el piyasasını haiz olması, söz konusu sermaye piyasası araçlarını yatırımcılar nezdinde iyi bir yatırım aracı olmaları vesilesiyle daha cazip hale getirmektedir³⁸. O halde her ne kadar, birinci el piyasalarında gerçekleştirilen ihraç işlemlerinin ekonomiye katkısı tartışılmaz olsa da, aktif bir ikinci el piyasasının varlığının anılan birinci el piyasalarının gelişimine yaptığı katkı da yadsınılmamalıdır.

D. İHRAÇ KAVRAMININ TANIMI

İhraç, SPKn md. 3/I (c) hükmünde, “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre, sermaye piyasası araçları, ilk kez ihraççılar tarafından ortaya çıkarılarak, yaratılarak tasarruf sahiplerine satılmaktadır. Tanımdan da anlaşıldığı üzere, ihraççılar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arz edilerek satılması gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Sermaye piyasası araçları, halka arz edilmeksizin de tasarruf sahiplerine satılabilir. Halka arz

³⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 5; **Arkan**, Sabih, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976, s. 3.

³⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 23.

edilmeksizin satışa “tahsisli satış” da denilmektedir. Dolayısıyla, ihraç sürecinde kullanılacak iki temel sermaye piyasası aracı satım modeli bulunmaktadır³⁹. Bununla birlikte; bu iki satım modelinden birini seçmek zorunlu değildir. Nitekim sermaye piyasası araçlarını yaratarak tasarruf sahiplerine bedelleri karşılığında satışa sunan ihraççı, anılan sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek veya halka arz etmeksizin tahsisli satış yöntemiyle ya da bu iki satım modelini birleştirerek, yani kısmen halka arz yöntemini kısmen de halka arz edilmeksizin satış yöntemlerini birleştirerek satışa sunabilir.

Sermaye piyasası araçlarının yaratılarak bedelleri karşılığında tasarruf sahiplerine sunulması sürecini ifade eden ihraç kavramının sermaye piyasası hukuku sistemleri açısından incelendiğinde başlıca iki etkisi, daha doğru ifadeyle iki sonucu bulunmaktadır. Bu sonuçlardan ilki, ihraç sürecinin kamuyu aydınlatma mekanizmasını harekete geçirmesi, diğeri ise, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ihraççı açısından bazı yükümlülükleri ortaya çıkarmasıdır⁴⁰. Gerçekten de, ihraç edilen sermaye piyasası araçları ve ihraççı hakkında, söz konusu sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacak yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek her türlü bilginin açıklanması gerekliliği anlamına gelen “kamuyu aydınlatma” yükümlülüğü, “ihraç” işlemi ile doğmaktadır⁴¹. İhraççı, ihraç işlemi sırasında, izahname ve sirküler vasıtasıyla kamuyu aydınlatmalı, ihraç işleminden sonra da ihraççı ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının değerleri hakkında meydana gelen her türlü gelişme ve değişimden tasarruf sahiplerini SPKn ve Kurul’un belirlediği esaslar çerçevesinde haberdar etmelidir⁴².

E. İHRAÇÇI KAVRAMI

İhraççı⁴³ kavramı, SPKn’nun 3’üncü maddesinin h bendinde tanımlanmaktadır. Anılan hükme göre,

i. Anonim ortaklıklar,

³⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 16.

⁴⁰ **Yanlı**, s. 95 vd.

⁴¹ **Yanlı**, s. 95 vd.

⁴² **İhtiyar**, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 2006, s. 92 vd.

⁴³ **Ünal**, “ihraççı” kavramı ile “satıcı” kavramını eş anlamlı olarak kullanmıştır. Kanımızca, “ihraççı” kavramını “satıcı” kavramı ile eş anlamlı olarak kullanmak doğru değildir. Zira “satıcı” kavramı, “ihraççı” kavramına oranla daha geniş bir kavram olup, “ihraççı”ların yanı sıra, sermaye piyasası araçlarının maliklerini de kapsamına alan bir kavramdır. Bkz. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 233.

ii. Mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil olmak üzere kamu iktisadi teşebbüsleri,

iii. Mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler

ihraççıdır. Söz konusu yasal tanıma göre, ancak tüzel kişiler ihraççı olabilir, gerçek kişiler ise ihraççı statüsünü haiz olamaz⁴⁴.

1. Anonim Ortaklıklar

Anonim ortaklıklar, SPKn'nun 3'üncü maddesinin h bendinin açık hükmü karşısında, ihraççı kategorisindedir. Buna karşılık, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar, SPKn'nun anılan maddesinde yer verilen tahdidi ihraççı kavramı içerisinde yer almadığı için, sermaye piyasası aracı ihraç edemezler ve dolayısıyla, ihraççı olamazlar⁴⁵.

a. Tanımı

SPKn'da anonim ortaklığın bir tanımı bulunmamaktadır. Anonim ortaklıklar esas itibariyle, TTK'nun 269 ve 474'üncü maddeleri arasında düzenlenmiş; kamu iktisadi teşebbüsü şeklindeki bazı anonim ortaklıklar ise özel kanunlara tabi tutulmuştur. Bunun yanında, bazı faaliyet konularıyla iştigal eden ortaklıkların da anonim ortaklık şeklinde kurulması öngörülmüş ve bunlarla ilgili daha ayrıntılı düzenlemeler, özel kanunlarda ve ilgili mevzuatlarında yer almıştır. Bu bakımdan, anonim ortaklıkları, düzenledikleri ve tabi oldukları mevzuata göre üçlü bir sınıflandırmaya tabi tutmak mümkündür: TTK'da düzenlenen anonim ortaklıklar, özel kanunla kurulmuş veya hakkında özel kanun çıkarılmış anonim ortaklıklar, özel kanunlara ve ilgili mevzuata tabi anonim ortaklıklar⁴⁶.

⁴⁴ **Günel**, Vural, Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul, 1997, s. 3.

⁴⁵ Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların ihraççı olarak kabul edilip edilmeyeceği hakkındaki tartışmalar için Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 24–25.

⁴⁶ **Yanlı**, s. 12 vd; **Poroy**, Reha / **Tekinalp**, Ünal / **Çamoğlu**, Ersin, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 9. Bası, İstanbul, 2003, s. 203.

b. Düzenledikleri Mevzuat Açısından Sınıflandırılmaları

aa. Türk Ticaret Kanunu'nda Düzenlenen Anonim Ortaklıklar

TTK'nun 269'uncu maddesine göre, anonim şirket, bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız malvarlığı ile sorumlu bulunan ve ortaklarının sorumluluğu, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlı olan bir ticaret şirkettir⁴⁷.

bb. Özel Kanunla Kurulmuş veya Hakkında Özel Kanun Çıkarılmış Anonim Ortaklıklar

TTK'nun 270'inci maddesi, bazı anonim ortaklıkların özel kanunlarla kurulabileceğini ve kuruluş kanunlarında aksine hüküm olmadıkça özel kanunlarla kurulmuş bu şirketlere de TTK'nun anonim ortaklıklar ile ilgili hükümlerinin uygulanacağını öngörmüştür. Devlet, vilayet, belediye gibi kamu tüzel kişilerinin iktisadi faaliyette bulunmak üzere kurdukları teşekkül ve müesseseler “kendi kuruluş kanunları” gereğince, özel hukuk hükümleri çerçevesinde idare edilmek veya ticari şekilde işletilmek üzere kurulmuşlardır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası, Türk Hava Yolları gibi ortaklıklar özel kanunla kurulmuş veya hakkında özel kanun çıkarılmış anonim ortaklıklardır⁴⁸.

cc. Özel Kanunlara ve İlgili Mevzuata Tabi Anonim Ortaklıklar

Bazı anonim ortaklıklar, faaliyet konularının önem ve özelliklerinden dolayı, kanun koyucu tarafından faaliyet konularının gerektirdiği daha ayrıntılı düzenlemelerin yer aldığı özel kanun ve ilgili mevzuat hükümlerine tabi tutulmuşlardır. Bunlar; bankacılık ve sigortacılık faaliyetiyle uğraşan ortaklıklar ile SPKn'na ve ilgili mevzuatına tabi olan anonim ortaklıklardır. Söz konusu anonim ortaklıklar hakkında, ilgili özel kanunlarında hüküm bulunmayan hallerde TTK'nun anonim ortaklıklarla ilgili hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

Genel olarak, esas itibarıyla, TTK'nda düzenlenmiş olan anonim ortaklıkların yanında, SPKn ve ilgili mevzuatınca, TTK'nın bazı hükümlerinden de muaf tutulan

⁴⁷ TTK'da verilen bu tanım, doktrinde birçok yazar tarafından eleştirilmektedir. Bkz. **Yanlı**, s. 12 vd.; **İmregün**, Oğuz, Anonim Ortaklıklar, İstanbul, 1989, s. 20. **Poroy** ise, anonim ortaklık tanımını vermenin uygulamada çok önem taşımadığını, anonim ortaklık ile ilgili hükümlerin değerlendirilmesinde, genel tarifleri tahlil etmektense, bu tariflerdeki unsurların değerlendirilmesinin yeterli olacağını belirtmiştir. Bkz. **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 203.

⁴⁸ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 255.

sermaye piyasası kurumları ve halka açık anonim ortaklıklar oluşturulmuştur⁴⁹. Ünal, hukuk tekniği açısından, TTK hükümleri arasında düzenlenmesi gereken halka açık anonim ortaklıkların, özel hukuk kurallarını da ihtiva eden fakat ağırlıklı olarak kamu hukuku kuralları koyan sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiş olmasının birçok çelişkiler yaratmakta olduğunu ve hukuk metodolojisine aykırı olduğunu öne sürmektedir⁵⁰. Kanımca, Ünal'ın belirtmiş olduğu bu hususa katılmak doğru değildir. Şöyle ki; ABD hukukunun da içinde bulunduğu tüm gelişmiş tüm sermaye piyasası sistemlerinde halka açık anonim ortaklıklar ve halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümler, sermaye piyasası mevzuatını düzenleyen kanunlar ve ilgili mevzuatlarında düzenlenmiştir. Nitekim, SPKn'nun 2'nci maddesinin 2'nci fıkrası, “*Bu Kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır.*” hükmünü havidir. Dolayısıyla, SPKn'nunda hüküm bulunmayan hallerde pek tabiidir ki TTK'nun ilgili hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Gerçekten de, halka açık anonim ortaklıkların faaliyet alanlarının gösterdikleri özelliklerden dolayı, sigorta şirketleri ve bankalar gibi, özel bir kanun ve ilgili mevzuatı ile düzenlenmesi kanımca yerinde olmuştur.

c. Halka Açık Anonim Ortaklık

SPKn'nun 3'üncü maddesinin g bendinde, halka açık anonim ortaklıklar⁵¹, SPKn'nun uygulanması açısından “*pay senetleri halka arz edilmiş olan veya arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar*” olarak tanımlanmıştır. Yanlı ise halka açık anonim şirketi, “*kuruluşta veya sonradan payları veya pay senetleri her kişinin alımına sunulmuş ya da doğrudan sunulmamakla birlikte, her isteyen kişinin edinebileceği (teşkilatlanmış) bir pazarda devamlı alınıp satılmasına olanak sağlamış şirket*” şeklinde tanımlamaktadır⁵². Bu tanıma göre, bir anonim ortaklık, pay senetlerini halka arz etmiş ise, pay sahibi sayısı ne olursa olsun, halka açık

⁴⁹ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 255 vd.

⁵⁰ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 255, dpn. 5:

1. “*SPKn gibi genel olarak idareye düzenleme ve denetleme yetkisi veren ve dolayısıyla kamu hukuku kurallarından oluşan bir kanunda sadece özel hukuk ilişkilerini düzenleyen kurallara yer verilmesi, hukuk metodolojisine aykırıdır.*

2. *Belirli istisnalar dışında diğer anonim ortaklık türleri ile aynı ilkelere ve hükümlere tabi halka açık anonim ortaklıkların özel bir kanunda düzenlenmesiyle, TTK hükümleriyle çelişkili düzenlemeler, yorumlar ve uygulamalar yapılması yolu açılmıştır.*

3. *Özel düzenleme yapıp, anılan özel düzenlemelerle genel hükümlere gönderme yapılması yetersiz ve sakıncalıdır.*

4. *Özel hukuk ilişkileri konusunda düzenlemeler yapma yetkisinin hukuk sistemimize aykırı düşecek ve hukuk güvenliğini zedeleyecek ölçüde idareye bırakılması, çok önemli bir sakıncadır.”*

⁵¹ Halka açık anonim ortaklıklar, İngiliz hukukunda “*public company*”, Amerikan hukukunda ise, genellikle “*publicly held corporation*” şeklinde adlandırılmaktadırlar.

⁵² Yanlı, s. 31.

anonim ortaklık niteliğini haiz olacaktır. Aynı şekilde, bir anonim ortaklık pay senetlerini halka arz etmemiş dahi olsa, SPKn'nun belirlediği anlamda arz etmiş sayılırsa, halka açık anonim ortaklık statüsünde kabul edilecektir. SPKn'nun 11'inci maddesinin 1'inci fıkrasında, hangi hallerde anonim ortaklık pay senetlerinin halka arz edilmiş sayılacağı düzenlenmiştir. Anılan düzenlemeye göre, bir anonim şirkette pay sahibi sayısı 250'yi aşıyor ise, bu durumda söz konusu şirket, paylarını halka arz etmese dahi, SPKn'na göre halka arz etmiş sayılacak ve halka açık anonim ortaklık niteliğini haiz olacaktır.

Bununla birlikte, ihraççı ile halka açık anonim ortaklık kavramlarının da birbirinden farklı kavramlar olduğunu belirtmekte yarar bulunmaktadır. İhraççı, "halka açık anonim ortaklık" kavramını da içinde barındıran daha geniş bir kavramdır. Yukarıda da değinildiği gibi, bir anonim ortaklığın halka açık anonim ortaklık kavramını haiz olabilmesi için, "hisse senetleri" halka arz edilmiş olmalı veya halka arz edilmiş sayılmalıdır. Yani, hisse senedi dışında kalan sermaye piyasası araçlarının halka satılmış olması (örneğin borçlanma senetlerinin halka satışı), bunları ihraç eden ortaklığı, SPKn. kapsamına dahil eder ancak anılan ortaklığa "halka açık anonim ortaklık" statüsünü kazandırmaz⁵³. Bir diğer ifadeyle, halka açık anonim ortaklık statüsü, ortaklığın hisse senetlerinin halka arz edilmiş olup olmadığı ile bağlantılı bir statüdür⁵⁴. Gerçekten de, menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklık kavramı, üst kavram olup, halka açık anonim ortaklıkları da kapsamı altına almaktadır⁵⁵. Örneğin tahvil ihraç eden bir anonim ortaklık, SPKn'nun kapsamına dâhil olmakla birlikte, hisse senedi ihraç etmediği için halka açık anonim ortaklık sıfatını haiz olamayacaktır⁵⁶.

İhraççı statüsünün kazanılması için ise, hisse senedi olsun olmasın herhangi bir sermaye piyasası aracının ihraç edilerek halka arz edilmesi veya halka arz edilmeksizin satışı yeterlidir.

"İhraççı" ile "halka açık anonim ortaklık" arasındaki fark, özellikle şu noktada kendini göstermektedir: "SPKn'nun öngördüğü kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, halka açık anonim ortaklıklar da dâhil olmak üzere, tüm ihraççılar bakımından

⁵³ Ayoğlu, Halka Arz, s. 27.

⁵⁴ Ayoğlu, Halka Arz, s. 27.

⁵⁵ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası, s. 143.

⁵⁶ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası, s. 144, Tekinalp, Ünal, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982, s. 36.

geçerlidir. Ancak, SPKn'nun tanıdığı temettü avansı dağıtımı ve kayıtlı sermaye sistemi gibi bazı imkânlardan sadece halka açık anonim ortaklıklar faydalanabilirler⁵⁷.

aa. Pay Senetleri Halka Arz Edilmiş Olan Anonim Ortaklıklar

SPKn'nunda hangi şirketlerin pay senetlerini halka arz eden ve dolayısıyla halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanan şirket olduğu yönünde bir hüküm bulunmamaktadır⁵⁸. Bununla birlikte, SPKn'nun 3'üncü maddesinin c bendinde, "halka arz"ın ne anlama geldiği, diğer bir ifade ile hangi hallerde pay senetlerinin halka arzından söz edilebileceği düzenlenmiştir. Anılan maddeye göre, halka arz,

- i. *"Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması,*
- ii. *Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi,*
- iii. *Pay senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi⁵⁹ ve*
- iv. *Halka açık olan bir anonim ortaklığın sermaye artırımını dolayısıyla paylarının veya pay senetlerinin satışı"*

hallerini ifade eder. Yukarıda değinilen söz konusu halleri, çalışmamızın "Halka Arz Kavramı" bölümünde detaylarıyla inceleyeceğimiz için, burada ayrıntılı bir açıklama yapılmamasıyla yetinilmektedir. Buna göre, yukarıda verilen halka arz tanımı çerçevesinde, eğer bir şirketin pay senetleri, anılan şirketin kuruluşunda veya sonradan halkı oluşturan tasarruf sahiplerine doğrudan sunuluyorsa veya doğrudan sunulmamakla birlikte, anılan pay senetlerinin borsalar gibi teşkilatlanmış bir pazarda alınıp satılmasına imkân tanınmışsa, söz konusu şirketin pay senetleri halka

⁵⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 27. **Tekinalp**, Ünal, "Sermaye Piyasası Kanununa Göre Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar ile Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Ortaklık Farklılığı", İktisat ve Maliye Dergisi, C. 28, 1981, s. 302–304.

⁵⁸ **Yanlı**, s. 26.

⁵⁹ "Borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların aleni piyasalar olması, çok sayıda alıcı ve satıcıyı karşı karşıya getirmesi, hisse senetlerinin borsada ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, anılan hisse senetlerinin halka arz edildiğine karine olmasını gerektirmiştir." Bkz. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 264.

arz edilmiş demektir⁶⁰. Bu durumda, şirket, bundan böyle halka açık anonim ortaklık statüsüne girince, TTK hükümlerinin yanı sıra SPKn hükümlerine de tabi olacaktır.

bb. Pay Senetleri Halka Arz Edilmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar

SPKn'nun 11'inci maddesinin 1'inci fıkrasına göre, "*Pay sahibi sayısı, 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.*" Söz konusu hükme göre, bir anonim ortaklık fiilen pay senetlerini halka arz etmemiş olsa dahi, pay sahibi sayısı fiilen 250'yi aşıyorsa, pay senetlerini halka arz etmiş sayılacak ve TTK'nın yanı sıra, SPKn hükümlerine de tabi olacaktır. Söz konusu 250 sayısı, "farazi halka açıklık" ölçütüdür. Bu sayı, SPKn'nun ilk zamanlarında 100 idi, ancak Türkiye'deki sermaye piyasasının zaman içerisinde geçirdiği evrim, anılan sayının 1999 yılında 4487 sayılı Kanun⁶¹ ile revize edilmesini gerekli kılmış ve söz konusu sayı, 100'den 250'ye yükseltilmiştir⁶².

Doktrinde haklı olarak tartışmaya açılan bir konu, şirket çoğunluğunun aksi yöndeki iradesine rağmen, pay sahiplerinden sadece birinin pay senetlerini 250'den fazla kişiye satarak şirketi halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi kılıp kılamayacağıdır. **Tekinalp**'in de içinde olduğu doktrindeki bir görüş, çoğunluğun aksi yöndeki iradesine rağmen, bir pay sahibinin pay senetlerini 250'den fazla kişiye satması durumunda şirketin halka açık anonim ortaklık haline gelmesinin, anonim şirketlerin temel düzeni ve yapısı ile çoğunluk ilkesine aykırılık oluşturduğu; ayrıca, ortaklığın sınıfı konusundaki çoğunluğun iradesinin hiçe sayıldığı görüşünü taşımaktadır⁶³. **Ulusoy** da, bir anonim ortaklığa halka açıklık niteliği verilirken çoğunluk pay sahiplerinin iradesine ya da müteşebbisin niyetine üstünlük tanınması gerektiğini ve bir anonim ortaklığın menkul değerlerini halka arz etmesi ile ortak sayısının belirli bir rakamın üzerinde olmasının farklı olgular olduğunu dile

⁶⁰ **Yanlı**, s. 31.

⁶¹ 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun" 18.12.1999 tarihli ve 23910 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁶² **Ünal**, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara, 1999, s. 35.

⁶³ Yazar, kapalı bir anonim ortaklığın halka açık anonim ortaklığa dönüşmesinde çoğunluk pay sahiplerinin başlangıçtaki ya da sonradan verecekleri onayı zorunlu görmektedir. Bkz. **Tekinalp**, **Ünal**, "İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği", Batider C. XVII, S. 2, Aralık, 1993, s. 32-33.

getirmektedir⁶⁴. Nitekim böyle bir durumda, çoğunluk menfaatleri ve iradesi, bir tek pay sahibinin menfaatleri ve iradesi gerisinde kabul edilmektedir. Bu görüşe göre, bir tek pay sahibinin nama yazılı pay senetlerini kanunda belirtilen sayıdan fazla kişiye devri halinde, esas sözleşmede bağlam hükmü bulunmasa dahi, pay senetlerinin yeni maliklerinin pay defterine kayıtlarının yönetim kurulu tarafından reddine imkân sağlanmalıdır⁶⁵.

Teoman ise, aksi görüştedir⁶⁶. Yazara göre, ortaklıklar hukukunda, gerek nama yazılı gerekse hamiline yazılı hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesi hususu öngörülmüş olup, bu durumun yegâne istisnası, nama yazılı hisse senetlerinin TTK'nun 418'inci maddesi anlamında bağlı nama yazılı hale getirilmiş olmasıdır⁶⁷. Dolayısıyla, ortaklıklar hukukunda öngörülmeleyen bir kısıtlamanın getirilmesi doğru değildir. Bununla birlikte, yazar, anılan SPKn'nun 11'inci maddesinin 1'inci fıkrası hükmünün kötüye kullanılmasının, her hakkın kötüye kullanılmasında olduğu gibi, MK'nun 2'inci maddesi anlamında engellenebileceği, engellenmesi gerektiği görüşünü haklı olarak taşımaktadır. **Ünal**'a göre de, her hak gibi, hisse senetlerini serbestçe devredebilme hakkı da başkalarına zarar verecek biçimde kullanılmamalıdır⁶⁸. Bununla birlikte; öğretilde, **Tekinalp**'in de içinde bulunduğu bir görüşe göre, hamiline yazılı pay senetlerinde ise, sınıf değiştirme yönündeki iradenin en baştan verildiğini kabul etmek gerekmektedir⁶⁹. **Teoman** ise, ana sözleşmede açıkça bağlam hükümleri getirilmediği takdirde, tek başına hisse senetlerinin hamiline ya da nama yazılı olması hususundan hareket edilerek, kurucuların ya da sermayenin çoğunluğunu temsil eden pay sahiplerinin ortaklığın sınıfının korunması konusundaki iradelerinin belirlenmesi olanağının bulunmadığı kanısını taşımaktadır⁷⁰. Gerçekten de, doktrindeki ağırlıklı görüş, anonim şirketlerin halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanmasına, anonim şirketler hukukunda pay senetlerinin devrine egemen olan bazı ilkeleri zorlayarak ve kanunda öngörülmeleyen

⁶⁴ **Ulusoy**, s. 51–52.

⁶⁵ **Tekinalp**, AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme, s. 33.

⁶⁶ **Teoman**, Ömer, “Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1994, Vol. 17 No: 3–4, s. 41.

⁶⁷ **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 42.

⁶⁸ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 269; **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 46.

⁶⁹ **Tekinalp**, AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme, s. 33.

⁷⁰ **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 46.

bazı devir kısıtlamaları getirilerek engel olunamayacağı yönündedir⁷¹. **Günel**⁷² da bu görüşü paylaşmaktadır.

Kanımca da, TTK’unda, SPKn’nda ve ilgili mevzuatlarda aksi yönde bir hüküm olmadığı cihetle, şirket çoğunluğunun aksi yöndeki iradesine rağmen, pay sahiplerinden sadece birinin pay senetlerini 250’den fazla kişiye satarak şirketi halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi kılabilceği aşikârdır. Gerçekten de, ortaklıklar hukukunda, gerek nama yazılı gerekse hamiline yazılı hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesi hususu esas olup, bu kuralın tek istisnası, nama yazılı hisse senetlerinin TTK’nun 418’inci maddesi anlamında bağlı nama yazılı hale getirilmiş olmasıdır. Ortaklıklar hukukunda öngörülmemiş bir düzenlemenin getirilmesi mümkün olmamakla birlikte, kuşkusuz bu “serbestçe devredebilme” hakkının da her hakkın kötüye kullanılmasında olduğu gibi MK’nun 2’nci maddesi anlamında “hakkın kötüye kullanılması” ilkesi çerçevesinde, somut olayın koşullarına göre, engellenmesi yerinde olur. Bu yorumumuz, SPKn’nun 1’inci maddesinde yer verilen SPKn’nun konusu ve amacı ile uyumlu bulunmaktadır. Nitekim, SPKn’nun amacı, mülkiyetin olabildiğince büyük bir tabana yayılarak “*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak...*”tır.

Bir anonim şirketin pay sahipleri sayısının 250’yi aşması dolayısıyla anılan anonim şirketin halka açık anonim ortaklık sayılıp sayılmayacağı tespit edilirken, sadece gerçek pay sahipleri dikkate alınmalıdır⁷³. Diğer bir ifade ile hamiline yazılı pay senedi sahiplerinin, sadece genel kurulda kendilerini temsil etmeleri amacıyla, senetlerinin zilyetliğini bazı kişilere geçirerek dağıtmaları sonucunda pay sahibi

⁷¹ **Yanlı**, s. 42. **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arz Olunmuş Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 40 vd. **Ünal**, Teoman’ın yukarıda yer verilen görüşüne katılmakla birlikte, gerek hamiline yazılı gerekse nama yazılı pay senetlerinin varlığı halinde, şirketin sınıf değiştirmesi konusundaki rızanın başlangıçta verilmiş olduğunun kabul edilmesine ilişkin düşüncesini, özellikle SPKn’nun yürürlüğe girmesinden önceki pay senetleri bakımından paylaşmamaktadır. Yazar, söz konusu görüşün ancak, SPKn’nun yürürlüğe girmesinden sonraki dönem için geçerli olabileceği görüşünü taşımaktadır. Bkz. **Ünal**, Halka Açık, s. 41 vd., Yazar, çoğunluk iradesi bulunmamasına rağmen, bir anonim şirketin pay sahibi sayısının belirli bir rakamı aşması halinde, o şirketin halka açık anonim şirket sayılmasını öngören hükmün, yine SPKn’nun konu ve amacı ile açıklanabileceğini ifade etmektedir. Zira sınıf değiştirerek halka açık anonim şirket statüsünü kazanan bir anonim şirket, özel menfaatleri değil, yatırımcıları ve dolayısıyla kamu menfaatlerini ilgilendirir hale gelmektedir. SPKn’nun konusu da, kamu menfaatinin sağlanması olduğuna göre, 11’inci maddenin amacı, bir anonim şirketin çok sayıda yatırımcıya hitap etmesi nedeniyle SPKn’nun yatırımcıları koruyucu hükümlerinin kapsamına alınmasıdır. Bu durumda, çoğunluk iradesi kamu yararı dolayısıyla göz ardı edilmektedir.

⁷² **Günel**, Vural, Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Ankara, 1987, s. 23.

⁷³ **Yanlı**, s. 43.

sayısı artıyor ve SPKn’unda öngörülen rakamın üzerine çıkıyorsa, bu durumda şirketin gerçekten sınıf değiştirdiğinden söz edilemez⁷⁴. Bu durumda, pay senedinin gerçek maliki, kendini genel kurulda temsil ettiren şahıstır. Aynı şekilde, bir pay senedine birden fazla kişinin malik olması halinde de, ortak sayısının hesabında, TTK’nun 400’üncü maddesi hükmüne ve payın bölünmezliği ilkesine paralel olarak, anılan malikleri tek kişi malik olarak kabul etmek gerekmektedir⁷⁵. Aynı sonuca inançlı devirler açısından da varılır⁷⁶. Dolayısıyla, pay senetlerini inançlı şekilde devralanlar, ortak sayısının hesabında gerçek pay sahibi olarak düşünülmemelidir⁷⁷. **Yasaman** da aynı doğrultuda, gerçek olmayan veya muvazaalı devirlerle; diğer bir ifade ile saman adamlarla yani gerçek olmayan pay sahipleri ile 250 rakamına ulaşıldığında, söz konusu ortaklığın halka açık anonim ortaklık olarak varsayılmayacağını dile getirmektedir⁷⁸. Gerçekten de SPKn’nun amacı, menkul kıymetlerin, özellikle de hisse senetlerinin halkın eline geçmesi ve sermayenin tabana yayılmasıdır. Sermaye tabana yayılmaz ve sadece muvazaalı ya da inançlı devirlerle pay sahipliği yaratılırsa, bu uygulama, SPKn’nun amacına uygun olmaz⁷⁹. Bu bakımdan, ortak sayısını tespit ederken sadece gerçek pay sahiplerini dikkate almak uygun olur.

15.11.1998 tarihli ve 23524 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: I No: 26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”ni yürürlükten kaldıran Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin⁸⁰ “Ortak Sayısı Nedeniyle Kurul Kaydına Alınma” başlıklı 31’inci maddesinin 2’nci fıkrasında, anonim ortaklıkların pay sahibi sayısını nasıl tespit edebilecekleri hususu hükme bağlanmış bulunmaktadır. Anılan hüküm, “*Ortaklıklar, ortak pay defteri, genel kurul katılanlar cetveli, kâr payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluş ve sermaye artırımında başvuran ortaklara ilişkin kayıt ve belgelerle ve ortaklığın ortaklarla ilişkilerine ait diğer işlemler sırasında herhangi bir şekilde ortak sayılarının 250’den fazla olduğunu belirleyebilirler.*” düzenlemesini havi bulunmaktadır. Öyleyse, anılan tebliğde sayılan yöntemler tahdidi olmayıp, örnekleyici niteliktedir. Önemli

⁷⁴ Yanlı, s. 43.

⁷⁵ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 268, Tekinalp, Sermaye Piyasası, s. 39.

⁷⁶ Yanlı, s. 43–44, Tekinalp, AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme, s. 33.

⁷⁷ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 268.

⁷⁸ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 144.

⁷⁹ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 144.

⁸⁰ RG. 03.04.2010 S. 27541.

olan, şirketin gerçek pay sahibi sayısının tespit edilmesidir. Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nden önce yürürlükte bulunan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 32'nci maddesinin 2'nci fıkrasında da benzer yönde bir düzenleme yapılmış idi. Anılan hüküm, *“bir anonim şirketteki pay sahibi sayısı, pay defteri, genel kurul katılanlar cetveli, kar payı dağıtımına ilişkin muhasebe kayıt ve belgeleri ile belirlenebileceğine göre, şirketin pay sahipleri ile ilişkilerine ait diğer işlemleri ile de belirlenebilir.”* düzenlemesini havi idi. Bununla birlikte, her iki tebliğ arasındaki en büyük farklardan biri ise, yürürlükten kalkan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de, “hisse senedi” teriminin kullanılması, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'i yürürlükten kaldıran Seri: I No: 40 sayılı tebliğde ise “pay” teriminin tercih edilmiş olmasıdır.

SPKn'nun 11'inci maddesinin 2'nci fıkrasına göre, ihraççılar, şirketin halka açık anonim ortaklık statüsünü kazandığını Kurul'a bildirmekle yükümlü kılınmıştır. Söz konusu bildirim, öğrenme tarihinden itibaren 30 gün içinde yapılmalıdır. Aynı yükümlülük, anonim ortaklık denetçileri, genel kurula katılan komiserler, diğer resmi görevliler, banka ve aracı kurumlar için de öngörülmüştür. Anılan kişi ve kuruluşlar da, şirketin pay sahibi sayısının 250'yi aştığını öğrendikleri anda, ilgili bilgi ve belgelerle birlikte, 30 gün içinde söz konusu durumu Kurul'a bildirmekle yükümlüdürler. Aynı yönde bir düzenleme, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 31'inci maddesinin 2'nci fıkrası devamında da düzenlenmiş bulunmaktadır.

Buna karşılık, şirket pay sahibi sayısının 250'nin altına düşmesi halinde, ne yapılması gerektiği veya şirketin statüsünde bir değişiklik olup olmayacağı ile ilgili bir hüküm SPKn'nda mevcut değildir. Tabi ki, burada sözü edilen şirketler, pay senetlerini halka arz etmemiş, sadece pay sahibi sayısı nedeniyle SPKn'na tabi hale gelmiş ortaklıklardır. Böyle bir durumda, Kurul'a başvuru tarihi itibarıyla, geçmiş iki yıl içerisinde pay sahibi sayısının 200'ün altında kaldığını kanıtlayan bir şirket bu durumu kanıtlayan bilgi ve belgelerle birlikte mahkemeye başvuracak, söz konusu durum mahkeme kanalıyla tespit edilecek ve daha sonra Kurul kaydından çıkarılmak üzere Kurul'dan talepte bulunacaktır⁸¹. Öyleyse, Kurul kaydından çıkarılma talep üzerine gerçekleşir ve bu konuda tek yetkili karar merci Kurul'dur.

⁸¹ Yanlı, s. 15 vd.

2. Kamu İhraççıları

Mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil olmak üzere kamu iktisadi teşebbüsleri⁸² ile mahalli idareler⁸³ ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler de ihraççı kavramına dâhildir⁸⁴.

Anılan teşebbüsler, anonim şirket şeklinde kurulmuş olmasalar bile, borçlanma senedi ihraç edebilirler. Ancak, bu kuruluşların hisse senedi ihraç edip bunları sermaye piyasalarında satabilmeleri, anonim ortaklık şeklinde örgütlenmiş olmaları şartına bağlıdır⁸⁵.

SPKn'nun 4'üncü maddesinin 2'nci fıkrasına göre, "*genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası tarafından ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu değildir*". Dolayısıyla, bu madde gereğince, genel⁸⁶ ve katma bütçeli idareler⁸⁷ ile T.C. Merkez Bankası'nın da ihraççı kategorisi dâhilinde kabul edildiği söylenebilir. Bununla birlikte, söz konusu kurum ve kuruluşların yapacağı ihraçlar hakkında Kurul'a bilgi verilmesi gerekmektedir. Buna karşılık, diğer kamu ihraççıları olan kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelere ise kayda alma zorunluluğu getirilerek, bu tür ihraççıların piyasada diğer yatırımcılar ile eşit muamele görmesi ve ortak kamuyu aydınlatma standartlarına sahip olmaları hedeflenmiştir⁸⁸. Dolayısıyla, hak ve yükümlülükler ile kamuyu

⁸² Kamu iktisadi teşebbüsleri ("**KİT**ler"), 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ("**KHK**") ile düzenlenmişlerdir. Söz konusu KHK'nin 2'nci maddesinin 1'inci bendine göre, kamu iktisadi teşebbüsleri, "iktisadi devlet teşekkülleri" ("**İDT**") ile "kamu iktisadi kuruluşları"ndan ("**KİK**") oluşmaktadır. İktisadi devlet teşekkülleri, sermayesinin tamamı devlete ait, iktisadi alanda ticari esaslara göre faaliyet göstermek üzere kurulan kamu iktisadi teşebbüsleridir. "Kamu iktisadi kuruluşları" ise, sermayesinin tamamı devlete ait olup, tekel niteliğindeki mal ve hizmetleri kamu yararı gözeterek üretmek ve pazarlamak üzere kurulan ve gördüğü bu kamu hizmeti dolayısıyla ürettiği mal ve hizmetler imtiyaz sayılan kamu iktisadi teşebbüsleridir.

⁸³ **Tanör**, Taraflar, s. 79: "*Bunlar, sermaye ve yönetimine belediyelerin katıldıkları, özel mevzuatları uyarınca ve ekonomik amaçla kurulan birimlerdir.*"

⁸⁴ **Yanlı**, s. 15 vd.

⁸⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 25.

⁸⁶ Genel bütçeli kuruluşlar, devlet tüzel kişiliği içinde erimiş oldukları için, ayrı tüzel kişilikleri bulunmamaktadır. Merkezden yönetim ilkesine göre örgütlenmişlerdir. Bkz. **Yanlı**, s. 16, dpn. 51 ve 54'e atfen **Gözübüyük**, A. Şeref, Yönetim Hukuku, 14. Bası, Ankara, 2000, s. 155.

⁸⁷ Katma bütçeli idareler, kendilerine kanun ile özel gelir sağlanan ve bu gelirleri kendilerine kullanabilen kuruluşlardır. Katma bütçeler, genel bütçe dışında yönetilen bütçelerdir. Bir kurumun katma bütçeli kuruluş olabilmesi, kuruluş kanununda durumunun açıkça belirtilmiş olmasına bağlıdır. Katma bütçeli kuruluşlara örnek olarak, üniversiteler, Kara Yolları Genel Müdürlüğü, Vakıflar Genel Müdürlüğü verilebilir. Bkz. **Yanlı**, s. 16, dpn. 51 ve 54'e atfen **Gözübüyük**, s. 156.

⁸⁸ **Yanlı**, s. 17.

aydınlatma açısından yeknesaklık sağlanmış, böylece yatırımcının korunması açısından önemli adımlar atılmıştır⁸⁹.

3. Yabancı İhraççılar

Her ne kadar SPKn'nun 3'üncü maddesinin h bendinde zikredilmese de, yabancı ihraççıların ihraç etmiş oldukları yabancı sermaye piyasası araçlarının Türkiye'deki yatırımcılara sunulması imkânı bulunmaktadır⁹⁰.

Kurul'un başlıca görev ve yetkilerinin belirtildiği SPKn'nun 22'nci maddesinde, Kurul'un dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı konusunda ilgili mevzuat çerçevesinde gereken düzenlemeleri yapabileceği öngörülmüştür. Kurul da anılan düzenlemeye istinaden, Seri III No: 20 "Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"⁹¹ ile Seri: VII No: 14 "Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"⁹² çıkarmış bulunmaktadır. Yabancı ihraççıların⁹³ ihraç etmiş oldukları sermaye piyasası araçlarının halka arzı anılan düzenlemelere uygun olarak gerçekleştirilmektedir.

F. İHRAÇ İŞLEMİNİN KONUSU: SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

İhraç işleminin konusunu sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır. SPKn'nun 3'üncü maddesinin b bendine göre, sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından teşekkül etmektedir.

ABD hukukunda, sermaye piyasası araçlarını "securities" terimi ile ifade edilen menkul kıymetler teşkil ederken, Türk hukukunda sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ile Kurul'un tespit ve ihdas ettiği/edeceği diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır⁹⁴. Bununla birlikte, menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçları arasında SPKn. anlamında sonuçları açısından özellikli bir fark

⁸⁹ 3794 sayılı Kanun'un 3'üncü Madde Gerekçesi; Yanlı, s. 17.

⁹⁰ Yanlı, s. 17.

⁹¹ RG. 20.3.1996 S. 22586.

⁹² RG. 06.11.1998 S. 23515.

⁹³ Yanlı, s. 17-18.

⁹⁴ Pash, s. 1566.

bulunmamaktadır. Zira her iki kategori aracın da ihraç veya halka arz edilmesi için Kurul tarafından kayıt edilmesi gerekmektedir⁹⁵.

Önemle belirtmek gerekir ki, günümüzde artık her geçen gün daha da gelişen ve ilerleyen sermaye piyasalarının ivmesine ayak uydurmak amacıyla “sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine” imkân tanınmaktadır. 4487 sayılı Kanun ile SPKn’na eklenen 10/A maddesi gereğince, bütün sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine olanak sağlanmış bulunmaktadır. Anılan kaydileştirme işlemleri, Kurul’un gözetimi ve denetimi altında faaliyet gösteren bir özel hukuk tüzel kişisi olan Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından gerçekleştirilmektedir⁹⁶.

Kayıtlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından, bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibariyle tutulur. Kayıt edilen haklar, SPKn’nun 7’nci maddesi uyarınca senede bağlanmaz. Kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılan bildirim tarihi esas alınır. Payların devrinin, TTK’nun 417’nci maddesi çerçevesinde ortaklıklar tarafından pay defterine kaydında, ilgililerin başvurusuna gerek kalmaksızın Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde ihraççılar itibariyle tutulan kayıtlar esas alınır. Merkezi Kayıt Kuruluşu, ihraççılar ve aracı kuruluşlar, kendi tuttıkları kayıtların yanlış tutulmasından dolayı hak sahiplerinin uğrayacağı zararlardan kusurları oranında sorumludur. Yapılacak sözleşmelere konulacak hükümlerle bu sorumluluk ortadan kaldırılamaz.

Kurul, SPKn’nun 10/A maddesi çerçevesinde, kendisine verilen yetkiye istinaden, Seri: IV, No: 28 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ’i⁹⁷ yayınlamış bulunmaktadır⁹⁸. Anılan Tebliğ’in 5’inci maddesine göre, kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklarla ilgili kayıtlar, Merkezi Kayıt Kuruluşu’nda bilgisayar ortamında üyeler itibarıyla tutulur. Hesapların açılması ve hesaplarda kayıt ve değişiklik yapılması, usul ve esasları Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından belirlenecek elektronik işlem yöntemleriyle üyeler tarafından hak sahiplerinin talimatlarına uygun şekilde Merkezi Kayıt Kuruluşu kayıtlarında değişiklik

⁹⁵ Pahlı, s. 1566.

⁹⁶ Bkz. Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik (RG. 21.06.2001, S. 24439)

⁹⁷ Bkz. RG. 22.12.2002, S. 24971.

⁹⁸ Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdindeki kayıtların tutulması hususunda detaylı bilgilere bu Tebliğ vasıtasıyla ulaşılabilir.

yapılması suretiyle gerçekleştirilir. İhraççılar izahnamenin tescilini izleyen iş günü sonuna kadar, anılan Tebliğ'in ekinde yer alan kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgileri Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirirler. Merkezi Kayıt Kuruluşu kayıtları gizli olmakla birlikte, mevzuatta yetkili kılınmış kişilere bilgi verilmesi gizliliğin ihlali sayılmaz.

1. Menkul Kıymetler (“*Securities*” ve “*Valeurs Mobilières*”)

a. Tanımı ve Unsurları

TTK'nda, menkul kıymet kavramından bahsedilmesine ve hisse senetleri, tahviller, intifa senetleri gibi kimi menkul kıymet⁹⁹ çeşitlerinden söz edilmesine karşın, menkul kıymet kavramının herhangi bir tanımı verilmemiştir. Buna karşılık, SPKn'nun 3'üncü maddesinin b bendinde menkul kıymet kavramı tanımlanmış bulunmaktadır¹⁰⁰. Buna göre, menkul kıymetler, “*ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evrak*”tır. Anılan tanıma göre, bir senedin menkul kıymet niteliğini haiz olması için, aşağıdaki özellikleri taşıması gerekmektedir:

i. Hisse senetlerinde¹⁰¹ olduğu gibi ortaklık hakkı veya tahviller¹⁰², finansman bonoları¹⁰³, devlet tahvilleri, hazine bonoları¹⁰⁴ gibi borçlanma senetlerinde¹⁰⁵ olduğu gibi alacaklılık hakkı sağlaması

⁹⁹ “Menkul kıymet” terimi, hukukumuzda, Fransız “*valeurs mobilières*” kavramından girmiştir. Menkul Kıymetler hususunda daha detaylı bir araştırma için Bkz. **Paslı**, s. 1513–1579. Menkul kıymetlerin Türk ve ABD Hukuklarındaki detaylı bir karşılaştırması ve araştırması için Bkz. **Ünal**, Oğuz Kürşat Menkul Kıymetler, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988.

¹⁰⁰ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası, s. 17.

¹⁰¹ TTK sistemine göre, “anonim şirket”, bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mamelekiyle sorumlu olan, ortaklarının sorumluluğu ise, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlı olan şirkettir. Hisse senetleri ise, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve anonim ortaklığın sermayesinde belirli bir katılma payını temsil eden, yasal düzenlemelere uygun olarak basılmış kıymetli evraktır. Hisse senedi, menkul kıymet tanımı içinde yer alan ve sermaye piyasasında en çok tedavül eden araçlardan biridir¹⁰¹. TTK sisteminde, paydaşlığın varlığı, hisse senedinin varlığına bağlı değildir. Buna karşılık, SPKn'nun öngördüğü sistemde, ilgili pay sahibine hisse senedi verilmesi zorunludur. SPKn'nun 7'nci maddesinin 4'üncü fıkrası, “*Sermaye piyasası araçlarının satışı esnasında alıcıya teslimi şarttır... Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanılır.*” hükmünü havidir. Hisse senetleri, hamiline yazılı ve nama yazılı olarak çıkarılabilirler.

¹⁰² 21.01.2009 tarihli ve 27417 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş olan Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 3'üncü maddesine göre, “*tahviller, ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerini*” ifade etmektedir.

Menkul kıymet tanımının içinde yer alan ortaklık hakkı, iktisap edilen menkul kıymet ile ihraççı ortaklığın ortağı/pay sahibi haline gelmeyi (veya gelecekte bu imkânı elde etmeyi) ifade etmektedir. Yoksa örneğin, anonim ortaklık pay sahiplerine ait olan şirket karından pay alma hakkını sağlayan katılma intifa senedi¹⁰⁶, kar-zarar ortaklığı belgesi¹⁰⁷ gibi menkul kıymetler, esasen alacak senedi hüviyetinde olup, hamillerine ihraççı anonim ortaklığın ortaklığını kazandırmayacaktır¹⁰⁸. Anonim ortaklıkta herhangi bir payı temsil etmeyen bu menkul kıymetler, hamillerini pay sahibi haline getirip onların ortaklık haklarından yararlanmalarını sağlamamakta, hamillerine sadece ortaklığın kar etmesi şartına bağlı bir alacak hakkı kazandırmaktadır¹⁰⁹.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil¹¹⁰ ise, seçimlik bir hak olarak, sahibine, ihraççının ortağı olma ve böylelikle pay sahipliği haklarından yararlanma fırsatını

¹⁰³ Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 3'üncü maddesine göre, "*finansman bonoları, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip, iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymetleri*" ifade etmektedir.

¹⁰⁴ Kamu kesiminde yer alan ihraççıların ihraç ettiği menkul kıymetler arasında yer alan devlet iç borçlanma senetlerinden vadesi bir yıldan fazla olanlar, devlet tahvili, bir yıldan az olanlar ise hazine bonosu olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, devlet tahvili ile hazine bonosu arasındaki başlıca fark, her iki menkul kıymetin vadesinde kendini göstermektedir.

¹⁰⁵ Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, 21.01.2009 tarihli ve 27417 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş bulunmaktadır. Söz konusu tebliğ, Seri: II No: 11 sayılı Tahvillerin Şekil Şartlarına İlişkin Tebliğ'ini, Seri: II No: 15 sayılı Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği'ni, Seri: II No: 16 sayılı Kara İştirakli Tahvil İhraç Esasları Tebliği'ni, Seri: III No: 12 sayılı Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ni ve Seri: III No:13 sayılı Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ni yürürlükten kaldırmış bulunmaktadır; böylece tüm borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınması ve ihracında uyulması gereken esaslar ile söz konusu borçlanma araçlarının nitelikleri aynı tebliğde düzenlenmiş bulunmaktadır. Söz konusu tebliğe göre, borçlanma araçları, ihraççıların bu tebliğ hükümleri uyarınca borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki tahvilleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, altın, gümüş ve platin bonolarını, banka bonolarını ve Kurul tarafından kabul edilecek diğer sermaye piyasası araçlarını kapsamaktadır.

¹⁰⁶ Katılma intifa senedi, para karşılığında çıkartılan intifa senedir. Anonim ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve anılan tebliğde belirlenen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan katılma intifa senedi çıkarılabilir. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 137-138 ve Seri III, No: 10 sayılı Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 14.07.1992, S. 21284 Mük.)

¹⁰⁷ Bkz. Seri: III No: 27 sayılı Kar Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 20.03.2003, S. 25054). Anılan tebliğin 3'üncü maddesi uyarınca, "*anonim ortaklıklar, kar ve zarara ortak olmak üzere, iştilal sahalarına giren tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere kar ve zarar ortaklığı belgesi adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler.*"

¹⁰⁸ **Tanör**, Halka Arz, s. 1530.

¹⁰⁹ **Tanör**, Halka Arz, s. 1530.

¹¹⁰ Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 3'üncü maddesine göre, "*hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, ortaklık*

içinde barındırdığı için, hem ortaklık hakkı veren senetler, hem de borçlanma senetleri grubuna dâhildir¹¹¹.

ii. Belirli bir meblağı temsil etmeleri

Menkul kıymetlerin belirli bir meblağı (miktarı) temsil etmesi, söz konusu menkul kıymetlerin itibari bir değer taşıması ve belirli bir miktar üzerinden düzenlenmesi anlamını taşımaktadır. Bu meblağ, borçlanma senetlerinde olduğu gibi bir alacak tutarı yani vade sonunda ihraççı tarafından senet hamiline ödenecek miktar olabilir veya hisse senetlerinde olduğu gibi ortaklık hakkını temsil eden, yani ortaklığın toplam sermayesine katılım miktarını gösteren nominal bir değer de olabilir¹¹².

Bununla birlikte; Kurul tarafından Seri: VII, No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin¹¹³ 35'inci maddesinde, "menkul kıymet" olarak nitelenen A tipi yatırım fonu katılma belgesi ile Seri: VII, No: 23 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde¹¹⁴ düzenlenen ve yine menkul kıymet olarak nitelendirilen borsa (yatırım) fonu katılma belgesi, herhangi bir itibari değeri haiz değildir¹¹⁵. O halde, belli bir meblağı temsil etme unsurunun, mutlak olarak anlaşılması ve ilgili senedin/kıymetin/aracın, belirlenebilir/hesaplanabilir bir maddi değerinin bulunması şeklinde algılanması, isabetli olacaktır¹¹⁶. Bununla birlikte, öğretilerde, **Aytaç, Öztan** ve **Turanboy**, itibari değersiz menkul kıymet olamayacağı görüşünü taşımaktadır¹¹⁷.

iii. Yatırım aracı olarak kullanılmaları

tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye arturumu suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetleri" ifade etmektedir.

¹¹¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 1531.

¹¹² **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 30; **Paslı**, s. 1531.

¹¹³ RG. 19.12.1996 S. 22852.

¹¹⁴ RG. 13.04.2004 S. 25432.

¹¹⁵ **Paslı**, s. 1532.

¹¹⁶ **Paslı**, s. 1532.

¹¹⁷ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 47, dpn. 15; **Öztan, Fırat**, Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara, 1997, s. 185–186; **Turanboy**, Asuman, Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s. 73.

Tanımdaki yatırım amacı¹¹⁸, öncelikle sermaye piyasalarında “fon arz eden” konumunda bulunan tasarruf sahiplerine yöneliktir. Menkul kıymetlerin yatırım aracı olarak kullanılması, bunlara sermaye piyasası aracı vasfını veren esaslı unsurdur ve bu unsur, para piyasası araçlarının “menkul kıymet” olarak nitelendirilmesini engellemektedir¹¹⁹. Gerçekten de tasarruf sahipleri açısından yatırım aracı fonksiyonu bulunmayan bir senedin ikinci el piyasalarında, özellikle de borsalarda ticaretinin yapılmasına olanak bulunmamaktadır¹²⁰. Bununla birlikte, dikkat edilmesi gereken bir husus, yatırımın devamlı nitelikte bulunması gerektiğidir¹²¹.

iv. Dönemsel gelir getirmeleri

Menkul kıymetin ihraç fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki farkın yatırımcıya kazandırdığı miktar, tanımda kullanılan “gelir” anlamına gelmektedir. Anılan dönemsel gelir, tahviller gibi borçlanma senetlerinde faiz ve hisse senetleri gibi ortaklık hakkı sağlayan senetlerde temettü, yani kar payı getirisidir. Söz konusu gelirin, hisse senedinde, katılma intifa senedinde veya kar-zarar ortaklığı belgesinde olduğu gibi, periyotlar halinde devam etmesi mümkün olduğu gibi; finansman bonusu, varlık teminatlı menkul kıymetler¹²² gibi borçlanma senetlerinde olduğu gibi belli bir vadede bir kere elde edilmekle sona ermesi de mümkündür¹²³. Bunun sebebi, hisse senedinin semeresi olan kar payının elde edilmesi ile hisse senedinin varlığını yitirmemesi ve ortaklık hakkı sağlamaya devam etmesidir.

Buna karşılık, alacaklılık hakkı sağlayan borçlanma senetlerinde vadenin durumuna göre getirinin tamamen elde edilmesi ile ihraççı ile yatırımcı arasındaki hukuki ilişki sona ermekte ve menkul kıymet itfa edilmektedir¹²⁴. Dolayısıyla,

¹¹⁸ Bu özellik, kısa vadeli para piyasası araçlarının kapsam dışında bırakılması yönündeki eğilimin yansımasıdır. Bkz. **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 73. **Ünal**, bu tarifin tartışmaya açık olduğunu vurgulamaktadır. Bkz. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 39.

¹¹⁹ **Paslı**, s. 1534; **Tanör**, Reha, Sermaye Piyasası Hukuku, C. II, Halka Arz, İstanbul, 2000, s. 82.

¹²⁰ **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 617.

¹²¹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası s. 13–14; **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 74.

¹²² Bkz. Seri: III No: 38 sayılı Varlık Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği. (RG. 12.09.2009, S. 27347). Anılan tebliğin 4’üncü maddesi uyarınca, “*Varlık teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve söz konusu tebliğin 5’inci maddesinde belirtilen varlıkların teminatı altında Kurul’ca kayda alınarak ihraç edilen borçlanma senetleri*”ni ifade etmektedir.

¹²³ **Paslı**, s. 1538.

¹²⁴ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 1538; **Öztaş**, s. 186.

“dönemsellik” unsuru, gelirin oluşması için belli bir zamanın geçmesi gerektiği şeklinde anlaşılmalıdır¹²⁵.

Ünal, “dönemsel gelir getirme” özelliğinin menkul kıymetlerden beklenen menfaati belirten bir kavram olduğunu, bununla birlikte, bu kavramın menkul kıymetler tanımının bir unsuru olamayacağını vurgulamaktadır. Yazara göre, ortaklığın kar etmemesi veya buna benzer bir taliki şarta bağlı haklar temin eden hisse senedi, tahvil ve intifa senedi çeşitlerinin muayyen dönemlerde gelir getirmemelerinin mümkün olduğunu dile getirmektedir¹²⁶. Kanımca, yazarın bu görüşü son derece yerindedir.

v. Misli nitelikte olmaları

Bu özellik, menkul kıymetlerin aynı ihraççı tarafından ihraç edilmeleri, aynı türde olmaları, sahiplerine aynı hakları bahşetmeleri ve bu nedenle birbirleri ile değiştirilebilir nitelikte olmaları anlamına gelmektedir¹²⁷. Menkul kıymetlerin misli nitelikte olmaları, söz konusu kıymetlerin münferit olarak saklanmasından vazgeçilerek, toplu olarak saklanmalarını, kaydi değer haline getirilmelerini, borsada ve diğer teşkilatlanmış piyasalarda alınıp satılmalarını, aracılık işlemlerine konu olmalarını ve menkul kıymet işlemleri hareketlerine kaynaklık etmelerinin kolaylaştırılmasını sağlamaktadır¹²⁸. Dolayısıyla, “misli nitelikte olma” unsuru, menkul kıymetler için esaslı ve vazgeçilmez bir unsurdur.

vi. Seri halinde çıkarılmaları¹²⁹

Menkul kıymetler, münferit senetlerden farklı olarak seri halinde ve çok sayıda çıkarılırlar. Bu özellik, menkul kıymetlerin misli nitelikte olmalarının bir sonucunu teşkil etmektedir¹³⁰. “Çok sayıda çıkarılma” özelliğinin hangi ölçü ile ifade olunabileceğinin kesin olarak tayini mümkün değil ve gerekli de değildir¹³¹. Söz

¹²⁵ **Akbulak**, Sevinç / **Akbulak Yavuz**, Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, 2004, s. 23.

¹²⁶ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 39; **Ünal**, Türk ve ABD Hukukunda Menkul Kıymetler, s. 19 vd.

¹²⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 31; **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 74; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 15.

¹²⁸ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 1540; **Tekinalp/Poroy/Çamoğlu**, s. 617; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 48; **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 75; **Öztan**, s. 187; **Paslı**, s. 1540.

¹²⁹ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 39.

¹³⁰ **Paslı**, s. 1540.

¹³¹ **Paslı**, s. 1541.

konusu ölçü, her bir menkul kıymet türüne, arz-talep dengesine, ekonomik piyasanın şartlarına bağlı olarak zaman içinde değişebilecektir.

Ünal, seri halinde çıkarılma özelliğinin de menkul kıymetlerin bir unsuru olmadığı kanısındadır¹³². Yazara göre, “seri halinde çıkarılma” ibaresinin menkul kıymetler için zaruri bir unsur olarak kabulü, “kurucu hisse senetleri”, “kurucu intifa senetleri” gibi çok sayıda ve seri halinde çıkarılması zaruri olmayan senet ve evrakın menkul kıymet kavramının dışında kalmasına ve bir grup hisse senedi, tahvil veya intifa senedi menkul kıymet sayılırken, diğer bir grubun menkul kıymet olarak kabul edilmemesine sebep olacaktır¹³³. **Pash** ise, seri halinde ve çok sayıda ihraç edilmeyen sermaye piyasası araçlarının menkul kıymet olamayacağı gerekçesiyle, **Ünal**’ın görüşünün aksini paylaşmaktadır¹³⁴.

Menkul kıymetlerin seri halinde ve çok sayıda çıkarılmaları, menkul kıymetler üzerinde işlem yapılmasını çabuklaştırıp kolaylaştırır, anılan kıymetlerin toplu olarak saklanmasını mümkün kılar, tedavül kabiliyetlerini yükseltir, borsalarda kote edilmesine imkân yaratır¹³⁵.

vii. İbarelerinin aynı olması

Bu unsur, aynı seri ve tertipteki menkul kıymetlerin üzerinde aynı ifadelerin bulunması gerektiği hususunu ifade etmektedir. Mislilik, seri halinde ve çok sayıda çıkarılma, aynı hukuki temele dayalı olarak ihraç edilme unsurlarına bağlı olarak, menkul kıymetlerin standartlaştırılmaları, ihraççılar açısından pratik bir zorunluluk teşkil etmektedir¹³⁶.

Menkul kıymetlerin ibarelerinin aynı olması, itibari değerlerinin, lehdarlarının/ilk hamillerinin isimlerinin, senetlerin çeşidinin (nama veya hamiline) ve seri numaralarının aynı olmaları gerektiği anlamına gelmemektedir¹³⁷.

viii. Şartlarının Kurul tarafından belirlenmiş olması

¹³² **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 39.

¹³³ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 39.

¹³⁴ **Pash**, s. 1542.

¹³⁵ **Pash**, s. 1543; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 48; **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 75.

¹³⁶ **Akbulak/Akbulak**, s. 24–25.

¹³⁷ **Pash**, s. 1543.

Paslı, menkul kıymetlerin “*şartlarının Kurul tarafından belirlenmiş olması*” ifadesinin, bir menkul kıymetin değinilen diğer özellikleri taşıması halinde bile, bu unsuru ihtiva etmemesi nedeniyle menkul kıymet olarak nitelendirilmesine engel olacağı gerekçesiyle, bu ifadenin tartışmaya açık olduğunu belirtmektedir¹³⁸. **Paslı**, buradan hareketle, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmeyen yani Kurul’un şartlarını belirlemediği ve sermaye piyasasına ilişkin özel kurallara bağlanmış olmayan adi intifa senedi, kurucu intifa senedi, ilmühaber, kupon, talon gibi esasen TTK’da düzenlenen ve anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilebilen kıymetli evrak çeşitlerinin menkul kıymet sayılamayacağını dile getirmektedir¹³⁹. **Kütükçü** de aynı doğrultuda olarak menkul kıymetlerin şartlarının Kurul’ca belirlenebilen evrak olması unsurunu, kanunla düzenlenmesi gereken bir yetkinin idari bir mercie bırakıldığı ve bunun yetki devri anlamına gelerek Anayasa’ya aykırı olduğunu belirtmektedir¹⁴⁰. **Moroğlu** ise, SPKn’nun genel olarak idareye düzenleme yapma yetkisi vermesini hukuk metodolojisi bakımından eleştirmektedir¹⁴¹. **Çelikkaya** ve **Çelikleş** ise, diğer yazarların aksine, bu konunun sermaye piyasasında finansal teknikler açısından meydana gelen yenilikleri, teknolojik gelişmeleri ve oluşumları göz ardı etmeyerek pratiğin teoriyi oluşturduğunun en güzel örneğinin sermaye piyasası hukuku olduğunu kanıtladığını dile getirmektedir¹⁴². Anılan yazarlara göre, bütün menkul kıymetlerin tek tek sayılması imkânsız olduğundan yeni gelişmeleri göz önüne alarak Kurul’a yetki verilmesi isabetli olmuştur¹⁴³.

Bununla birlikte, **Çelikkaya** ve **Çelikleş**’in ifadesinden hareketle, Kurul’un kanuni tanımdaki nitelikleri tümüyle haiz olmayan bir sermaye piyasası aracını, menkul kıymet sayabileceği ya da kanuni tanımda bulunan ifadelere ilave unsurlar ekleyerek menkul kıymeti ayrıca tanımlayabileceği söylenemez¹⁴⁴. Kurul’un menkul kıymetlerin şartlarını belirleyebilmesi için, söz konusu menkul kıymetlerin öncelikle SPKn’da belirtilen diğer nitelikleri haiz olması gerekmektedir. **Şengül** ise aksi görüştedir¹⁴⁵.

¹³⁸ **Paslı**, s. 1544.

¹³⁹ **Paslı**, s. 1546.

¹⁴⁰ **Kütükçü**, Doğan, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, İstanbul, 2004, s. 384.

¹⁴¹ **Moroğlu**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, s. 283.

¹⁴² **Çelikkaya**, Ali / **Çelikleş**, İlyas, “Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı ile Getirilen Düzenlemeler”, Legal Mali Hukuk Dergisi, 2008, No: 22–23, s. 2444.

¹⁴³ **Çelikkaya** / **Çelikleş**, s. 2444.

¹⁴⁴ **Paslı**, s. 1547.

¹⁴⁵ **Paslı**’ya atfen **Şengül**, s. 13–14.

Kanımcıca da, bütün menkul kıymetlerin tek tek sayılması imkânsız olduğundan yeni gelişmeleri göz önüne alarak Kurul'a bu hususta yetki verilmesi ve Kurul'un da sermaye piyasasında finansal teknikler ve ekonomi açısından meydana gelen yenilikleri göz önünde bulundurarak, menkul kıymet şartlarını belirleyebilmesi olumlu ve yerinde bir düzenlemedir; çünkü "menkul kıymet" kavramının tanımı ve unsurları her geçen gün biraz daha esnekleşmekte ve gelişmektedir. Bununla birlikte, Kurul'a verilmiş bu yetki, Kurul'un kanuni tanımdaki nitelikleri tümüyle haiz olmayan bir sermaye piyasası aracını, menkul kıymet sayabileceği ya da kanuni tanımda bulunan ifadelerle ilave unsurlar ekleyerek menkul kıymeti ayrıca tanımlayabileceği anlamına gelmemelidir. Kurul'un "menkul kıymet şartlarının kendisi tarafından belirlenebileceğine ilişkin yetkisi", SPKn'nun 3'üncü maddesinin b bendi bağlamında tanımlanmış olan "menkul kıymet" kavramı tanımı çerçevesinde değerlendirilmelidir.

"Menkul kıymetlerin şartlarının Kurul'ca belirlenmesi" unsuru, ihraç ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının Kurul tarafından kaydedilmesi prensibinin genel bir yansımasını teşkil etmektedir¹⁴⁶. Dolayısıyla, genel ve katma bütçeli idareler ile Merkez Bankası tarafından ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, yani menkul kıymetlerin Kurul tarafından kaydedilmesi gerekmediği, bu hususta Kurul'a bilgi verilmesi ile yetinilmesi hususundan hareketle, anılan kamu kuruluşlarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının şartlarının Kurul tarafından belirlenmesine gerek olmadığı sonucuna varılabilir¹⁴⁷. Dolayısıyla, genel ve katma bütçeli idareler ile Merkez Bankası tarafından ihraç olunan sermaye piyasası araçları, bu unsur açısından bir istisna teşkil etmektedir.

ix. Kıymetli evrak niteliği taşımaları¹⁴⁸

Her menkul kıymet bir kıymetli evraktır, fakat her kıymetli evrak, bir menkul kıymet değildir¹⁴⁹.

Bununla birlikte, bir senedin menkul kıymet olarak nitelendirilmesi için, yasal tanımda yer verilen özelliklerin tamamının bir arada bulunması şartı

¹⁴⁶ Pash, s. 1547.

¹⁴⁷ Pash, s. 1547.

¹⁴⁸ Bu konudaki detaylı açıklamalar için Bkz Pash, s. 1550 vd.

¹⁴⁹ Pash, s. 1550; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 617; Öztan, s. 182; Turanboy, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 72; Tanör, Halka Arz, s. 82; Ünal, Türk ve ABD Hukukunda Menkul Kıymetler, s. 53.

aranmamaktadır¹⁵⁰. Örneğin, bir yıldan kısa vadeli olarak ihraç edilmeleri mümkün bulunan borçlanma senedi niteliğindeki finansman bonoları ve banka bonolarının¹⁵¹ temelde birer para piyasası aracı olmaları nedeniyle “yatırım aracı olarak kullanılma” unsurunu karşılayamadıkları belirtilmelidir¹⁵². Bununla birlikte, menkul kıymet kavramının tanımında anılan menkul kıymetlerin “orta ve uzun vadeli” olmaları gerektiği hususunda herhangi bir ibareye yer verilmiş değildir¹⁵³. Uygulama ve ekonomik hayat, daha önce yapılmış olan tanımda yer alan “vade” konusuna bazı istisnalar getirmeyi gerekli kıldığından ve mali piyasanın gelişimi her gün yeni ihtiyaçlar doğurduğundan, yasakoyucu menkul kıymetlerin yasal tanımında “vade” hususuna yer vermemeyi tercih etmiş gözükmektedir¹⁵⁴.

Öğretide, menkul kıymet kavramı tanımı oldukça tartışılmıştır. Genel kabul gören görüş, menkul kıymet kavramının çok keskin hatlarla çizilmiş bir kavram olmadığı, temel bazı özelliklerin bulunması şartıyla, menkul kıymet türlerinde farklılıklar bulunabileceğidir¹⁵⁵.

Öğretide tartışmalı olan bir diğer konu ise, Kurul’un yeni menkul kıymet yaratma yetkisini haiz olup olmadığı hususudur. **Aytaç**, Kurul’un piyasalar ve ekonomideki gelişmeleri dikkate alarak gerektiğinde menkul kıymet listesini değiştirebileceğini belirtmektedir¹⁵⁶. **Turanboy** da, Kurul’un, SPKn’nun 22’nci maddesinin 1’inci fıkrasının (n) bendinin kendisine tanıdığı “*sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesi, düzenlenmesi ve denetlenmesi*” yönündeki yetkiden faydalanarak, tanımda yer verilen özellikleri taşıyan bir sermaye piyasası aracını menkul kıymet haline getirebileceğini; menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliği taşıması zorunlu olduğuna göre, Kurul’un yeni kıymetli evrak tipleri yaratmasının mümkün olabileceğini ifade etmektedir¹⁵⁷.

¹⁵⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 32.

¹⁵¹ Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 3’üncü maddesine göre, “*banka bonoları, bankaların borçlu sıfatıyla düzenleyip, iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymetleri*” ifade etmektedir.

¹⁵² **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 32.

¹⁵³ **Günal**, Araçlar-Kurumlar, s. 3.

¹⁵⁴ **Günal**, Araçlar-Kurumlar, s. 3.

¹⁵⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 32 vd; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 53; menkul kıymetleri şu şekilde tanımlamıştır: “*Belirli bir meblağı temsil etmek suretiyle, ortaklık veya alacaklılık hakkını gösteren, dönemsel gelir getiren veya mali imkânlar sağlayan, tertip ve/veya seriler halinde çıkarılan, sermaye piyasası aracı olarak kullanılan kıymetli evraktır.*” **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 33’te söz konusu tanımın isabetli ve başarılı olduğunu belirtmektedir.

¹⁵⁶ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 50.

¹⁵⁷ **Asuman Turanboy**, Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, Ankara, 2002, s. 33–34.

Ayoğlu ise, anılan hüküm ile Kurul'a tanınan yetkinin yeni menkul kıymet yaratma yetkisi değil, sermaye piyasası araçları için bir derecelendirme ("*rating*") sistemi kurulması yönünde düzenleme yapma ve kuracağı sistemin işleyişini denetleme yetkisi olduğunu söylenmekte ve bu sebeple **Turanboy**'un görüşüne katılmamaktadır¹⁵⁸. Yazar'a göre, burada söz konusu edilen yetki, yeni menkul kıymet (ya da kıymetli evrak) yaratılması olarak değil, hâlihazırda menkul kıymet niteliğinde olan bir senedin sermaye piyasalarında işlem görebilmesi amacıyla hukuki bir rejime bağlanması olarak yorumlanmalıdır¹⁵⁹.

Kanımcı da, "menkul kıymet Şartlarının Kurul'ca belirlenmesi" hususu ile "Kurul'un yeni menkul kıymet yaratabilme" hususu iki farklı kavramı teşkil etmektedir. Kurul, kanuni tanımdaki diğer unsurları haiz menkul kıymetlerin Şartlarını belirleme yetkisini haiz iken, yeni menkul kıymet yaratma hususunda yetkili değildir; çünkü SPKn'nun 22'nci maddesinin 1'inci fıkrasının (n) bendinin Kurul'a tanıdığı "*sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesi, düzenlenmesi ve denetlenmesi*" yönündeki yetki, Kurul tarafından yeni menkul kıymet yaratma yetkisi olarak değil, var olan menkul kıymetlere ilişkin derecelendirme, düzenlenme ve denetleme yetkisine iliŐkindir.

Öğretide, menkul kıymetler, çok çeşitli kıstaslara göre sınıflandırılmaktadır. Bu farklı kıstaslar, menkul kıymetlerin esnekliğini ve çok yönlülüğünü ortaya koymaktadır¹⁶⁰. Bu sınıflandırmalar genelde Şu kriterlere göre gerçekleştirilmektedir: Yasal kaynağına (kanun, kararname ve tebliğler vb. ile düzenlenen menkul kıymetler) göre, sağladığı hakkın niteliğine göre (borçlanma senetleri ve ortaklık senetleri), sağladığı getiriye (sabit getirili menkul kıymetler ve değişken getirili menkul kıymetler) göre, devir Şekline (nama, emre ya da hamiline) göre, ihraç Şekline göre, ihraççının kimliğine göre, halka arz edilip edilmemesine göre, borsada işlem görüp görmemesine göre, vergiden muaf olup olmamasına göre, yurt dışında satılıp satılmamasına göre gibi¹⁶¹. Bu sınıflandırmaları daha da çoğaltmak mümkündür.

¹⁵⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 34.

¹⁵⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 34.

¹⁶⁰ **Paslı**, s. 1560.

¹⁶¹ **Paslı**, s. 1560–1565.

Kurul tarafından geri çekilen Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda yer verilen makul kıymet tanımı ise şöyledir: “*Ödeme araçları istisna olmak üzere, finansal piyasalarda tedavül edebilen;*

- i. Ortaklık payları ve bunları temsil eden depo sertifikaları,*
- ii. Borçlanma araçları, varlık ve haklara dayalı araçlar ile bunları temsil eden depo sertifikaları,*
- iii. Menkul kıymetlerin elde edilmesi ya da satımı hakkı veren ya da menkul kıymetler, döviz, faiz oranları ya da mal ya da diğer göstergelere ilişkin olarak belirlenen nakdi ödemelere yol açan her türlü diğer menkul kıymetler,*
- iv. Şartları Kurul'ca belirlenen diğer evrak ve haklar”*

Menkul kıymet olarak kabul edilecektir. Kanımca, bu tanım, oldukça karmaşık ve anlaşılması zor bir yapıya sahiptir. Ayoğlu'na göre de, yerleşmiş menkul kıymet tanımından vazgeçip yeni bir tanım yaratmaya ihtiyaç bulunmamaktadır¹⁶².

b. Menkul Kıymet Niteliğinde Olduğu Kabul Edilen Sermaye Piyasası Araçları

Hisse senetleri, banka bonoları, finansman bonoları, tahviller, katılma intifa senetleri, gayrimenkul sertifikaları¹⁶³ ve kar-zarar ortaklığı belgelerinin menkul kıymet niteliğinde oldukları Kurul düzenlemelerinde açıkça belirtilmiştir.¹⁶⁴

Yukarıda belirtilen bu sermaye piyasası araçlarının yanı sıra, varlığa dayalı menkul kıymetlerin¹⁶⁵, devlet tahvilleri, hazine bonolarının ve depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarının¹⁶⁶ da menkul kıymet niteliğinde oldukları ifade edilmelidir¹⁶⁷.

¹⁶² Ayoğlu, Halka Arz, s. 36.

¹⁶³ Bkz. Seri: III No: 19 sayılı Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 20.07.1995, S. 22349) madde 3: “*İhraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit, hamiline yazılı menkul kıymettir.*” Gayrimenkul sertifikalarını ihraç etmeye yetkili kuruluşlar, belirli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen ve gayrimenkul sertifikalarının içerdiği edimleri yerine getirmekle yükümlü olan anonim ortaklıklardır. Üstlenilen edimler de asli ve tali olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Asli edim, gayrimenkul sertifikasında belirtilen sürede mülkiyetin gayrimenkul sertifikası sahibine aktarılması yükümlülüğüne denir. Tali edim ise, asli edimin yerine getirilmesi belirlenen süreler içinde sertifika sahipleri tarafından talep edilmemişse, onlara anapara ve izahnamede belirtilen oranlarda faiz ödenmesi ya da gayrimenkulün sertifika sahiplerince talep edilmeyen bölümünün banka tarafından açık artırma ile satılarak, kendilerine satış bedelinin dağıtılmasıdır. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 131–132.

¹⁶⁴ Bu konularda Bkz. bu çalışma s. 22–32.

2. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

SPKn'nun 3'üncü maddesinin b bendinde, "diğer sermaye piyasası araçları" kavramı, "*menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul'ca belirlenen evrak*" olarak tanımlanmıştır. Aynı hükümde, çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikalarının sermaye piyasası aracı olarak kabul edilemeyeceği açık hükme bağlanmıştır. Dolayısıyla, buradan hareketle, diğer sermaye piyasası araçlarının, menkul kıymetlerin haiz olması gereken özellikleri taşımaları gerektiği sonucuna varılabilir.

"Diğer sermaye piyasası araçları" kavramı içerisinde ilk akla gelen başlıca senetler, türev araçlardır¹⁶⁵. Bu gruplardan ilki, vadeli işlem ("*futures*")¹⁶⁹ ve opsiyon ("*options*") sözleşmeleridir¹⁷⁰. İkinci grup, piyasada cari faiz oranlarının üzerinde bir faiz oranı üzerinden yapılan ve çoğu zaman opsiyon hakları ile desteklenen sözleşmelerdir¹⁷¹. Üçüncü ve son grup ise, swap sözleşmeleridir¹⁷². Bu üç türden yalnızca, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ülkemizde yaygın olarak kullanılmaktadır.

¹⁶⁵ Varlığa dayalı menkul kıymet, onu çıkarma yetkisine sahip ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında, Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 139–141; Seri: III, No: 35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 27.08.2008, S. 26980)

¹⁶⁶ SPKn'nun 11'inci maddesinin 5'inci fıkrası hükmü uyarınca, "*Kurul'ca belirlenecek esaslar dahilinde, ulusal veya uluslararası piyasada tedavülî kolaylaştırmak amacıyla; depo edilen menkul kıymetlerin verdiği hakları aynen sağlayan, onlara özdeş hamiline yazılı depo edilen menkul kıymet sertifikaları çıkarılabilir.*" Bu sertifikalar, depo edilen menkul kıymetlerin karşılığında, bu menkul kıymetler üzerindeki hakkı temsil etmek üzere çıkarılırlar ve kendileri de menkul kıymet niteliğindedirler. Bu itibarla, aynen temsil ettikleri menkul kıymetler gibi, depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarının da Kurul kaydına alınmaları zorunludur. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 39–40.

¹⁶⁷ Bkz. **Pahlı**, s. 1543.

¹⁶⁸ **Tanör**, Halka Arz, s. 145.

¹⁶⁹ Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki malı, kıymetli madeni, finansal göstereyi, sermaye piyasası aracını ya da döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir. Detaylı bir araştırma için Bkz. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Mart 2007, çevrimiçi: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=77&fn=77.pdf>.

¹⁷⁰ Opsiyon sözleşmeleri, opsiyonu alan tarafa, ödediği opsiyon primi karşılığında, belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstereyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma hakkı veren, satan tarafı ise yükümlü kılan sözleşmelerdir. Detaylı bir araştırma için Bkz. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Mart 2007, çevrimiçi: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=77&fn=77.pdf>.

¹⁷¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 41.

¹⁷² Swap, önceden belirlenmiş bir formüle ve vadelere göre iki veya daha fazla taraf arasında gerçekleşecek olan nakit akışlarının takasını sağlayan, özel olarak hazırlanmış sözleşmelerdir. Detaylı bir araştırma için Bkz. çevrimiçi: <http://www.vob.org.tr/vob/turkish/egitim/piyasa/faq.rtf>.

Türev araçların yanı sıra, menkul kıymet vasfını taşımayan ve borsada işlem görmesi mümkün olmayan B tipi yatırım fonu katılma belgesini de diğer sermaye piyasası araçları kategorisine dâhil etmek gerekir¹⁷³.

Ayrıca, Kurul'un menkul kıymet niteliğini haiz olmayan yeni sermaye piyasası araçlarını da her zaman bu kategoriye dâhil etme imkânı bulunmaktadır¹⁷⁴.

G. İHRAÇ İŞLEMLERİNDE KULLANILAN SATIŞ MODELLERİ

İhraç işlemlerinde kullanılacak iki ayrı satım modeli bulunmaktadır. Bunlardan ilki, halka arz yolu ile satış, ikincisi halka arz etmeksizin satış, yani tahsisli satıştır. Bir ihraç işleminde, her iki satım modelini bir arada kullanmak da mümkündür. Hem halka arz yolu ile satış hem de halka arz etmeksizin satış yöntemleri hem birinci el, hem de ikinci el piyasası işlemlerinde uygulama alanı bulabilmektedir¹⁷⁵. İhraç işlemlerinde kullanılan satış modellerinden halka arz yolu ile satış modeli, ülkemizde geniş uygulama alanı bulan bir satış modeli olup, halkın atıl duran tasarruflarının ekonomiye kazandırılması amacını gütmekte ve küçük yatırımcıyı korumaktadır.

1. Halka Arz Yoluyla Satış

Halka arz yoluyla satış, pay senetlerini ihraç eden ihraççılar ya da pay sahipleri tarafından, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini ve/veya SPKn'na göre halka açık anonim ortaklıkların

¹⁷³ Bkz. Seri VII, No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği. (RG. 19.12.1996, S. 22852) Söz konusu tebliğin 35'inci maddesi, “Katılma belgesi, belge sahibinin, kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi değer olarak tutulur. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılır.” hükmünü havidir. Bu hükmün mefhum-u muhalifinden çıkan anlam, B tipi yatırım fonlarına ait katılım belgeleri ile içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımına imkân tanınmayan A Tipi yatırım fonu katılma belgelerinin menkul kıymet niteliği taşımayıp, “diğer sermaye piyasası araçları” kategorisine dâhil buldukları sonucu çıkmaktadır. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 145.

¹⁷⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 43.

¹⁷⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 55.

sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir.

Bununla birlikte, pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri, halka arz olunmuş sayılır ve anılan anonim ortaklıklar hisse senetlerini halka arz etmeksizin halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi olurlar. SPKn'nun öngördüğü sayıda ortağı bulunduğu hazirun cetveli vb. gibi sair yollardan tespit edilen anonim ortaklıklar, yukarıda ayrıntılarıyla açıklanan dört yoldan biri vasıtasıyla halka arzda bulunmuş olmasalar bile, kanunen halka açık anonim ortaklık kabul edilirler ve halka arzın olumlu tüm sonuçlarına ve halka arzın anonim ortaklıklara getirdiği ek yükümlülüklerle tabi olurlar.

İhraççılar, ihraç edecekleri yeni sermaye piyasası araçlarını kendileri halka arz edebilirler ya da söz konusu sermaye piyasası araçlarının halka arzı konusunda bir aracı kuruluştan destek alabilir ve böylece halka arzı bir aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirebilirler. Öyleyse, mevzuatımızda, halka arz yoluyla satılan sermaye piyasası araçlarının halka arzının mutlaka aracı kurumlar aracılığıyla yapılacağı yönünde bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bununla birlikte, mevzuatta öngörülen bazı istisnai durumlarda halka arz işlemlerinin aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilmesi zorunludur.

Halka arz yolu ile satış yöntemi de, halka arz edilmeksizin satış yönteminde olduğu gibi, hem birinci el piyasası işlemlerinde, hem de ikinci el piyasası işlemlerinde uygulama alanı bulmaktadır.

Halka arz yolu ile satışa çalışmamızın II'nci başlığı altında bütün ayrıntılarıyla değineceğimiz için burada sadece söz konusu açıklamalarımıza atıf yapmakla yetinmekteyiz.

2. Halka Arz Edilmeksizin Satış (Tahsisli Satış)

Bu satış modelinde, sermaye piyasası araçları, doğrudan halka arz edilmemekte, belirli bireysel ya da kurumsal "nitelikli" yatırımcılara tahsis edilmektedir¹⁷⁶. Söz konusu bireysel ya da kurumsal yatırımcılar, halka arz yolu ile

¹⁷⁶ Bu terime İngilizce'de "*private placement*", "*private offering*" ya da "*non-public offering*", Fransızca'da ise "*placement privé*" ya da "*placement sous la main*" denilmektedir. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 56.

satış modelinde olduğundan farklı olarak, satış konusu sermaye piyasası araçlarının kayda alınmalarından önce belirlidir.

Halka arz edilmeksizin satış ülkemizde pek uygulama alanı bulmamasına rağmen, karşılaştırmalı hukuklarda oldukça yaygın olarak uygulanmaktadır. Bu satış modeli, sağladığı gizlilik, hız ve maliyet avantajları nedeniyle ABD ve İngiltere’de halka arz yolu ile satış modeline göre daha fazla rağbet görmektedir¹⁷⁷. Halka arz edilmeksizin satışlar, ABD hukukunda Türk hukukundan farklı olarak kayda alma prosedüründen muaf olduğu için, bu satış yöntemi ile kayda alma ücreti ve izahname basım ve dağıtım masrafları ile zamandan ciddi oranda tasarruf sağlanmaktadır¹⁷⁸. Türk hukukunda da aynı yönde bir düzenlemeye gidilmesi halinde, tahsisli satışların uygulama alanının oldukça genişleyeceğine inanılmaktadır.

a. Türk Hukukunda Halka Arz Edilmeksizin Satış

SPKn. ve ilgili mevzuatta, terminoloji olarak bazen “halka arz edilmeksizin satış” bazen de “tahsisli satış”¹⁷⁹ terimleri kullanılmaktadır. Bununla birlikte, SPKn’nda halka arz edilmeksizin satış teriminin bir tanımına yer verilmemiştir. Bu eksiklik, Kurul tarafından bir ölçüde giderilmeye çalışılmış ve belirli sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak yayınlanan tebliğlerde, bu araçların halka arz edilmeksizin satışına yönelik olarak düzenlemeler öngörülmüştür¹⁸⁰. **Ayoğlu**, bu sistemin sağlıklı bir düzenleme yöntemi olmadığını, söz konusu düzenlemelerin yeknesaklıktan uzak ve belirsiz olduğunu, yeni kanun tasarısı hazırlanırken mutlaka

¹⁷⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 57; **Jennings**, Richard W. / **Marsch**, JR, Harold / **Coffee**, John C. / **Seligman**, Joel, Securities Regulation Cases and Materials, 8th Ed., New York, 1998, s. 88; **Brown**, Meredith M., Mechanics of Global Equity Offerings, Structuring the Offering and Negotiating the Underwriting Agreement, Great Britain, 1995, s. 138-139.

¹⁷⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 57; **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 88.

¹⁷⁹ Örneğin, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’de “tahsisli satış” terimi kullanılmış ve Tebliğ’in 4’üncü maddesinin t bendinde söz konusu kavram, tanımlanmıştır. Anılan tanıma göre, tahsisli satış, “*Sermaye artırımlarında arttırılan sermayeyi temsil eden paylar ile mevcut payların hissedarlarınca, halka arz edilmeyerek, doğrudan yurtdışında veya yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak ya da İMKB’nin ilgili pazarında toptan satışı*” ifade etmektedir. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in yürürlüğe girmesi ile birlikte yürürlükten kalkan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de ise, yine “tahsisli satış” terimi tercih edilmiş ve anılan satış yöntemi “*sermaye artırımlarında arttırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile mevcut hisselerin, hissedarlarınca halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere tahsisli olarak veya Borsa’nın ilgili pazarında toptan satışı*” ifadesi ile belirtilmişti. Her iki tebliğde de her ne kadar aynı terim kullanılmış olsa da, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’deki tanımın daha yerinde ve amaca uygun olduğunu söylemekte fayda bulunmaktadır.

¹⁸⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 60.

“halka arz edilmeksizin satış” kavramının tanımına yer verilmesinin doğru olacağını belirtmektedir¹⁸¹. Ünal da, aynı doğrultuda, Kurul’un “tahsisli satış” kavramını, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kalkan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ ile ihdas ettiğini, bu kavramın kanun ile düzenlenmesinin uygun olacağını, aksi takdirde, tebliğin kanun hükümlerini değiştirici ve genişletici mahiyette olduğunu dile getirmektedir¹⁸².

Gerçekten de, ihraç işleminde kullanılan iki temel satış modeli bulunmaktadır ve bunlardan biri, halka arz yolu ile satış yöntemi, bir diğeri ise halka arz edilmeksizin satış yöntemidir. Halka arz, SPKn’nun 3’üncü maddesinin c bendinde tanımlanmış ve halka arza ilişkin detaylı düzenlemeler, SPKn’nun 6 vd. maddeleri başta olmak üzere müteakip maddelerinde düzenlenmiştir. İhraç işlemlerinde kullanılan diğer satış modeline ise SPKn’nun hiçbir maddesinde yer verilmemiş ve konuyla ilgili düzenlemeler, münferit tebliğlere bırakılmıştır. Kanımca, böylesi bir ayırımın yapılmasının ciddi bir gerekçesi bulunmamakta olup, anılan satış modelinin Türk sermaye piyasalarında ciddi bir uygulaması bulunmaması kanun koyucuyu bu şekilde ihmalkârlığa sevk etmiştir. Bir dahaki Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı’nda tahsisli satışın tanımına yer verilmesi, söz konusu satış yönteminin Kurul nezdinde kayıt işleminden muaf tutulması, anılan satış yönteminin uygulamasının artırılması bakımından yerinde olacaktır. Bununla birlikte, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in 13’üncü maddesinin 1’inci fıkrasında “*payların tahsisli satışında izahname ve sirküler düzenlenmez*” hükmüne yer verilmesi son derece isabetli olmuştur.

Türk hukukuna göre, yeni pay alma haklarının kısıtlanarak tahsisli satış yapılabilmesi için, tahsisli satış esaslarının, esas sermaye sisteminde genel kurulca, kayıtlı sermaye sisteminde ise esas sözleşme ile yetkili kılınmış olmak şartı ile yönetim kurulunca karara bağlanması gerekmektedir. Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin “Halka açık ortaklıklar ile payları GİP’te¹⁸³ işlem görecektir ortaklıkların paylarının tahsisli satış” başlıklı 13’üncü maddesine göre, payları tahsisli olarak satın alacak gerçek ve tüzel

¹⁸¹ Bu konuda daha fazla detay ve açıklama için bkz. Ayoğlu, Halka Arz, s. 56 vd.

¹⁸² Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 84.

¹⁸³ Gelişen İşletmeler Piyasası (“GİP”), Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in 4’üncü maddesinin ç bendinde tanımlanmış bulunmaktadır. Anılan tanıma göre, GİP, “*Borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görebileceği piyasayı*” ifade etmektedir. GİP hakkında detaylı bilgi edinmek için Bkz. 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği.

kişilerin sayısının 100'ü geçmemesi şarttır. Bununla birlikte, söz konusu tebliğde, ABD hukukundan farklı olarak, tahsisli satış için Kurul nezdinde kayıt altına alma hususunda bir istisna getirilmemiştir; bu düzenlemenin anlamı, tahsisli satışlar için de tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarının Kurul nezdinde kaydedilmesi gerektiğidir. Kurul'a kayıt başvurusu Seri: I No: 40 satılı Tebliğ'in 6 no'lu ekindeki belgelerin eklendiği bir dilekçe ile yapılır. Sermaye artırımını suretiyle yapılan tahsisli satışta, satışa Kurul kayıt tarihinden itibaren 30 gün içinde başlanması ve satışa başladıktan sonra 1 hafta içinde tamamlanması zorunludur. Payları Borsa'da işlem gören ortaklıklar ile payları GİP'te işlem görecektir ortaklıkların, sermaye artırımını suretiyle tahsisli olarak gerçekleştirecekleri pay satışının Borsa'nın ilgili pazarlarında gerçekleştirilmesi zorunludur.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 13'üncü maddesinin 1'inci fıkrasında "*payların tahsisli satışında izahname ve sirküler düzenlenmez*" hükmüne yer verilmiştir. Oysa Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte bulunan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de bu yönde bir hüküm bulunmamakta olduğu için, bu hususta uygulamada tereddütler bulunmaktaydı. Bununla birlikte, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce, Kurul'un söz konusu tebliğlerindeki genel yaklaşımının, halka arz edilmeksizin satış metodunun uygulanması halinde, ihraççıları izahname ve sirküler düzenleme yükümlülüğünden muaf kılmak yönünde olduğu **Ayoğlu** tarafından dile getirilmekte idi¹⁸⁴. Bunun nedeni, SPKn'nun 6'ncı maddesinin izahname ve sirküleri halka arz ihtimaline münhasır olarak görmüş bulunmasıdır¹⁸⁵. Gerçekten de anılan madde, "*Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer alır. İzahnamede bulunması gereken bilgiler, Kurul tarafından belirlenir. Sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından sonra izahname ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır. Yayımlanacak sirküler ve ilanların esasları Kurul tarafından belirlenir.*" hükmünü havidir. Yasa koyucunun böyle bir hüküm sevk etmekteki amacı, nitelikli yatırımcıların korunmaya, küçük yatırımcılar kadar muhtaç olmaması hususudur. İzahname ve sirkülerin amacı, kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince, satışa konu sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmayı düşünen küçük yatırımcının gereği gibi aydınlanmasının sağlanmasıdır. Bununla birlikte, bu durum, yani halka arz edilmeksizin satışlarda izahname ve

¹⁸⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 66.

¹⁸⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 67.

sirküler düzenleme zorunluluğunun bulunmayışı, anılan satışı bildirmek ve tanıtmak amacı ile herhangi bir doküman, belge düzenlenmeyeceği anlamına gelmemektedir. Nitelikli yatırımcılar, söz konusu dokümanları inceleyerek kendi yatırım kararlarını verebiliyor duruma gelmelidirler. Nitekim ABD hukukunda, “*offering circular*” ya da “*offering memorandum-placement memorandum*”, İngiliz hukukunda ise “*pathfinder prospectus*” olarak adlandırılan izahname benzeri ancak izahnameye oranla daha kısıtlı bir içeriğe sahip olan, yalnızca ihraççı ve satış konusu sermaye piyasası araçları hakkında bilgi içeren dokümanlar kullanılmaktadır¹⁸⁶. ABD hukukunda, söz konusu dokümanlarda gerçeğe aykırı bilgi ve belge bulunması durumunda, satıcıların alıcılara karşı sorumlu olacağını öngören düzenlemeler bulunmaktadır¹⁸⁷. Bu düzenlemeler son derece yerinde olup, Türk hukukunda benzeri yönde düzenlemelere yer verilmesi isabetli olur.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ile Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği¹⁸⁸ yürürlüğe girmeden önce, nitelikli yatırımcı kavramı, Seri: IV No: 39 sayılı İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği¹⁸⁹ ile tanımlanmış bulunmaktaydı. Buna göre, nitelikli yatırımcı,

- i. Yerli ve yabancı yatırım fonlarını,
- ii. Emeklilik fonlarını,
- iii. Yatırım ortaklıklarını,
- iv. Aracı kurumları,
- v. Bankaları,
- vi. Sigorta şirketlerini,
- vii. Portföy yönetim şirketlerini,
- viii. İpotek finansmanı kuruluşlarını,

¹⁸⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 68.

¹⁸⁷ Ayoğlu, Halka Arz, s. 68.

¹⁸⁸ RG. 03.04.2010, S. 27541.

¹⁸⁹ RG. 08.03.2008 S. 26810.

- ix. Emekli ve yardım sandıklarını,
- x. Vakıfları,
- xi. 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıkları,
- xii. Kamuya yararlı dernekleri,
- xiii. Nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurul'ca belirlenecek diğer yatırımcıları ve
- xiv. Sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para veya sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri kapsamaktadır¹⁹⁰.

Bununla birlikte, belirtmek gerekir ki, tahsisli satışın yapıldığı “nitelikli yatırımcı” kavramı, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4'üncü maddesinin m bendi ve Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3'üncü maddesinin j bendi ile tanımlanmış olup, anılan tebliğlerdeki tanımlarda, Seri: IV No: 39 sayılı İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirlenmiş olan tanımın aynısı korunmuştur. Söz konusu “nitelikli yatırımcı” kavramının, tahsisli satışların hedef kitlesi “nitelikli yatırımcılar” olduğu cihetle, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'de de tanımlanması son derece olumlu ve yerinde olmuştur.

Bu noktada değinilmesi gereken bir diğer önemli husus da, halka arz edilmeksizin satışlar ile halka arz yolu ile satılan sermaye piyasası araçlarının belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi hali arasındaki farktır. Yukarıda da detaylarıyla açıklandığı gibi, halka arz edilmeksizin satışlar, önceden belirlenmiş, nitelikli yatırımcılara yapılan satışlardır ve bu satışlarda, halka arz olgusu söz konusu değildir.

¹⁹⁰ **Ayoğlu**, anılan tebliğdeki nitelikli yatırımcı kavramının, olası bir kanun tasarısı taslağında esas alınabileceğini belirtmektedir. Söz konusu düzenleme, ABD hukukundaki nitelikli yatırımcı (“*accredited investor*”) kavramı ile büyük oranda paralellik göstermekte ve kurumsal yatırımcılar ile birlikte, belirli miktarda malvarlığına sahip gerçek kişileri de kapsamı içine almaktadır. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 66.

Oysa ki halka arz yolu ile satılan sermaye piyasası araçlarının belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi hali, bir halka arz halidir. Bu son halde, halka satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının belirli bir bölümünün, şirket çalışanları, belirli meslek mensupları sahipleri gibi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi hali söz konusudur¹⁹¹.

Tahsisli satış, her zaman için halka arz yoluyla satıştan daha az zaman almakta ve daha az masraflı olmaktadır. Bu nedenle, tahsisli satış, özellikle ABD hukukunda olmak kaydıyla, karşılaştırmalı hukuklarda çok daha geniş bir uygulama alanı bulmaktadır¹⁹².

b. ABD Hukukunda Halka Arz Edilmeksizin Satış

ABD hukukunda, halka arz edilmeksizin satış modeli oldukça yaygın ve sık kullanılan bir satış modelidir. ABD hukukunda düzenlenen halka arz edilmeksizin satış modeli ile Türk hukukunda düzenlenen halka arz edilmeksizin satış modeli arasında başlıca iki temel farklılık bulunmaktadır.

Bunlardan ilki, ABD hukukunda, halka arz edilmeksizin satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının kayıt işleminden muaf tutulmuş olmasıdır. Oysa Türk hukukunda, kayıt işleminden muafiyet sermaye piyasası araçları ya da işlem bazında tanınmış olmayıp, anılan muafiyet sadece ihraççı tipleri bazında öngörülmüştür¹⁹³.

İkinci fark ise, ABD hukukunda, kayda alma işleminden muaf tutulmuş bulunan halka arz edilmeksizin satışa konu sermaye piyasası araçlarının sonradan halka satışının sınırlandırılmış olmasıdır¹⁹⁴. Bu düzenlemenin öngörülmesindeki amaç, anılan sermaye piyasası araçlarını yatırım amacıyla satın alan kişilerin, kayıt altına aldırma zorunluluğunu bertaraf ederek, daha doğrusu, bu yükümlülüğü dolanarak söz konusu sermaye piyasası araçlarını dağıtmalarının önüne geçmektir ki kanımca, yerinde bir düzenlemedir. Bununla birlikte, anılan sermaye piyasası araçlarını halka arz edilmeksizin satış yöntemiyle iktisap ederek, daha sonrasında SEC nezdinde kayda aldırılan bir nitelikli yatırımcı pek tabiidir ki, sonradan bunları halka arz yolu ile satış metodunu kullanarak halka arz edebilir.

¹⁹¹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 82.

¹⁹² **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 435.

¹⁹³ Türk hukukunda, sadece genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası tarafından ihraç edilecek sermaye piyasası araçları için kayıttan muafiyet hali öngörülmüştür.

¹⁹⁴ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 435.

Halka arz edilmeksizin satışlar, ABD hukukunda, *Regulation D* ile düzenlenmiştir¹⁹⁵. *Regulation D*'nin altında çıkarılmış *Rule 505* ve *Rule 506* münhasıran halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satış işlemlerine özgülenmiştir¹⁹⁶. *Rule 505*'in 2'nci maddesinin (i) ve (ii) bentlerine göre, 5 milyon USD üst sınırına kadar yapılan halka arz edilmeksizin satış işlemlerine, satışın nitelikli yatırımcılara (“*accredited investors*”) ve/veya bu niteliği taşımayan toplam 35 ya da daha az sayıda kişiye yapılması şartıyla kayıt altına almadan muafiyet imkânı tanınmıştır. Söz konusu düzenlemede, nitelikli yatırımcıların sayısı bakımından ise herhangi bir sınır öngörülmemiştir.

Rule 506'da ise, satışın nominal büyüklüğü bakımından herhangi bir sınırlama öngörülmemekte; ancak satışın nitelikli yatırımcılara ve/veya bu niteliği taşımayan toplam 35 ya da daha az sayıda kişiye satış yapılması yönündeki sınırlama aynen korunmaktadır¹⁹⁷. Buna karşılık, *Rule 506*'ya göre gerçekleştirilen satış işlemlerinde, *Rule 505*'e göre gerçekleştirilen satış işlemlerinden farklı olarak; nitelikli yatırımcı statüsünde bulunmayan alıcıların “yatırımlarının riskini algılayabilmelerini sağlayacak tecrübe ve finansal bilgiye sahip olduklarının” kanıtlanması aranmaktadır¹⁹⁸.

ABD hukukunda, halka arz edilmeksizin satışların yapıldığı nitelikli yatırımcı kavramı, hukukumuzda, Seri IV No: 39 sayılı İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ve Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenen nitelikli yatırımcı kavramı ile paralellik arz etmektedir. ABD hukukunda nitelikli yatırımcı kavramına, bankalar, diğer kredi kuruluşları, emekli ve tasarruf sandıkları, aracı kuruluşlar, kollektif yatırım kuruluşları ve yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, işçi sandıkları, sigorta şirketleri, finansal danışmanlık hizmeti veren şirketler, bireysel olarak ya da eşikle birlikte 1 milyon USD sınırının üzerinde malvarlığına sahip olan ya da bireysel olarak 200.000 USD, eşikle birlikte 300.000 USD sınırının üzerinde yıllık

¹⁹⁵ Ayoğlu, Halka Arz, s. 70.

¹⁹⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 70; çevrimiçi: <http://www.sec.gov/answers/rule505.htm> ve <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/rule505.html>.

¹⁹⁷ Ayoğlu, Halka Arz, s. 70; çevrimiçi: <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/rule506.html>.

¹⁹⁸ Ayoğlu, Halka Arz, s. 70–71.

geliri olan gerçek kişiler dâhil bulunmaktadır¹⁹⁹. Bu tanımda, önemli olan gerçek kişilerin de nitelikli yatırımcı kavramı içinde kabul edilmiş olmasıdır. Öyleyse, nitelikli yatırımcı kavramı, hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıları kapsayan geniş bir kavram olarak hem Türk hukukunda hem de ABD hukukunda kabul edilmiş bulunmaktadır.

Halka arz edilmeksizin satış metodu ile sermaye piyasası araçlarını iktisap eden yatırımcılar, eğer dağıtım amacıyla anılan sermaye piyasası araçlarını SEC nezdinde kayıt altına aldılmaksızın tekrar satışa sunarlarsa, bu durumda, aracı (“*underwriter*”) statüsünde kabul edilirler ve sanki halka arza aracılık yapmış gibi, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun²⁰⁰ 10’uncu maddesi hükmünün öngördüğü içerikte bir izahname hazırlamamış olmaları gerekçesiyle üçüncü şahısların uğradığı zararlardan sorumlu tutulurlar²⁰¹.

Bununla birlikte, halka arz edilmeksizin satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının devir kısıtlamaları, söz konusu sermaye piyasası araçlarının aktif bir ikinci el piyasasını haiz olmaları ihtimalini kısıtladığı için, bu devir kısıtlamalarını yumuşatmak için birtakım düzenlemeler daha öngörülmüştür²⁰². Bu düzenlemelerden ilki, SEC tarafından 1972 yılında çıkarılan Rule 144²⁰³, bir diğeri de 1990 tarihinde çıkarılan Rule 144A’dır²⁰⁴. Rule 144A, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satışlar kapsamında satın alınan sermaye piyasası araçlarının, alıcıları tarafından; kayda alma prosedüründen muaf kabul edilecek şekilde, herhangi bir miktar ve zaman kısıtlamasına tabi olmaksızın, “nitelikli kurumsal yatırımcılara” (“*qualified institutional buyers*”) satılmasına imkân tanımaktadır. Bu düzenlemeye göre, Rule 144A’da değinilen nitelikli kurumsal yatırımcı kavramının kapsamına, en az 100 milyon USD tutarında malvarlığı bulunan ya da bu meblağı yatırımlarında kullanan sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, işçi sandıkları, kolektif yatırım kuruluşları, finansal danışmanlık hizmeti veren kurumlar, bankalar ve diğer kredi kuruluşları ve tasarruf sandıkları ile en az 10 milyon USD tutarında malvarlığı bulunan ya da bu meblağı yatırımda kullanan aracı kuruluşlar

¹⁹⁹Burada yapılan sayım, *Regulation D*’deki “nitelikli yatırımcı” tanımının kısa bir özetini oluşturmaktadır. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 71, dnp 215.

²⁰⁰ *Securities Act of 1933*, 27 Mayıs 1933.

²⁰¹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 72.

²⁰² **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 72.

²⁰³ *Rule 144*’ün öngördüğü düzenlemeler ve anılan düzenlemelerle ilgili ayrıntılı tartışmalar için Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 72–73–74; çevrimiçi: <http://www.sec.gov/investor/pubs/rule144.htm>.

²⁰⁴ Bkz. çevrimiçi: <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/rule144A.html>.

girmektedir²⁰⁵. Burada dikkat edilmesi gereken husus, nitelikli kurumsal yatırımcı kavramının kapsamına gerçek kişilerin dâhil olmamasıdır. Ayrıca, kurumsal yatırımcıların tamamı değil, sadece 144A’da öngörülen kriterleri karşılayanlar “nitelikli kurumsal yatırımcı” statüsüne dâhil kabul edilmektedirler²⁰⁶.

II. HALKA ARZ (“PUBLIC OFFERING”)

A. YASAL TANIM

1. Türk Hukukunda

Halka arz, bir ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu alternatif bir finansman yöntemidir²⁰⁷.

SPKn’nunun 3’üncü maddesinin (c) bendine göre, halka arz,

- i. *“sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını;*
- ii. *halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini;*
- iii. *hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini;*
- iv. *SPKn’na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını*

ifade etmektedir. SPKn’nda 3794 sayılı Kanun²⁰⁸ ile değişiklik yapılmadan önce, halka arzın tanımına sadece sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yolda halka çağrıda bulunulması ile halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi halleri girmekte idi.

Hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi hali ile SPKn’na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları

²⁰⁵ Burada dikkat edilmesi gereken husus, *Regulation D*’de öngörülen nitelikli yatırımcı (“*accredited investor*”) kavramı ile *Rule 144A*’da öngörülen nitelikli kurumsal yatırımcı (“*qualified institutional buyer*”) kavramlarının birbirinden farklı olduğudur. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 75.

²⁰⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 75.

²⁰⁷ **Akbulak/Akbulak**, s. 95.

²⁰⁸ 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nın Bazı maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun”; 13.5.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı hali ise 3794 sayılı Kanun değişikliği ile SPKn'na entegre edilmiştir.

Halka arz satım modeli de, halka arz edilmeksizin satış modelinde olduğu gibi hem birinci el, hem de ikinci el piyasalarında uygulanabilen bir satım modelidir²⁰⁹.

Görüldüğü gibi, Türk hukukunda halka arzda bulunma dört farklı şekilde gerçekleşebilmektedir. Bu dört çeşide bir de “pay sahibi sayısı 250’yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz olunmuş sayılması” hususunun eklenmesi gerekmektedir. Halka arzı tam olarak kavrayabilmek için, SPKn’nun öngördüğü tanımın dört farklı çeşidi de kapsayacak şekilde incelenmesi faydalı olacaktır.

a. Genel Halka Arz

SPKn’nun 3’üncü maddesinin lafzında yer verdiği “*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması*” genel halka arz tanımını teşkil etmektedir²¹⁰.

“*Her türlü yoldan çağrıda bulunma*” kavramı içinde yer alan “her türlü yol” ibaresi, ister sözlü, ister yazılı veya ister elektronik ortam vasıtasıyla herhangi bir sermaye piyasası aracının satın alınması için halka çağrıda bulunulmasını ifade etmektedir. Kanuni tarifteki halka çağrı, sözlü veya yazılı bir şekilde, çok sayıda ve belirsiz kişilere, sermaye piyasası araçlarını satın almaları için her türlü yoldan duyuru yapılması anlamına gelmektedir²¹¹. Bu duyuru, yazılı basın ve/veya medya aracılığı ile yapılabileceği gibi, el ilanları dağıtılması, yapıştırılması veya herhangi bir surette dağıtılması, ilan panolarına asılması, internet ilanları ve hatta PTT kanalıyla dahi yapılabilir²¹². Tanıma göre, örneğin bir kasabada kurulan pazaryerindeki kalabalığa, cami hoparlöründen pay sahibi olma veya hisse senedi, tahvil vb. gibi bir sermaye piyasası aracı satın alma çağrısı yapılması, “her türlü yol” ifadesine girdiğinden halka arz kabul edilecektir²¹³. SPKn’nun 3’üncü maddesinde belirtilen “çağrı” kavramı, “davet” anlamına gelmektedir. Yapılan bu çağrı, tüm

²⁰⁹ Tekinalp, Sermaye Piyasası, s. 22.

²¹⁰ Günal, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 31.

²¹¹ Ünal, Halka Açık, s. 23. Günal, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 31.

²¹² Ünal, Halka Açık, s. 23.

²¹³ Günal, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 31, Akbulak/Akbulak, s. 9.

halka yöneltilebileceği gibi, belirli meslek sahiplerine veya belirli nitelikteki kişilere de yöneltilebilir²¹⁴.

b. Halkın Bir Anonim Ortaklığa Katılmaya veya Kurucu Olmaya Davet Edilmesi

aa. Şirkete Ortak Olma

Bir anonim ortaklığa ortak olma, anılan anonim ortaklıkta koyduğu sermaye payı oranında pay sahibi olma anlamına gelmektedir. SPKn'nun lafzına göre, bir anonim ortaklığa ortak olunması davetinin yapılması, -davet edilen şahıslar, anılan anonim şirkette pay sahibi olmayı kabul etmeseler bile-, söz konusu anonim ortaklığın halka arzda bulunduğu sonucuna varmamızı engellemeyecektir²¹⁵. Dolayısıyla, şirketin yetkili temsilcilerinin yaptığı tek taraflı bir anonim ortaklığa ortak olma çağrısı, şirketi SPKn. anlamında halka açık bir anonim ortaklık haline getirecektir.

bb. Şirkete Kurucu Olma

Şirkete kurucu olma kavramı, kurulmakta olan bir şirket için kullanılacak bir kavramdır. Halkın bir anonim ortaklığa kurucu olmaya davet edilmesi iki şekilde gerçekleşebilir. Birincisi; anonim ortaklığın ani kuruluş öncesi çok sayıda ve gayrimuayyen kişilere yaptığı çeşitli ilanlarla kurucu ortak araması hali, ikincisi ise; tedrici kuruluşun yasal prosedürü içerisinde kurucu ortak aranması halidir²¹⁶.

Halkın bir anonim şirkete kurucu olmaya davet edilmesi ile tedrici kuruluşun "halka başvuru" aşaması kastedilmektedir. Tedrici kuruluşta, kurucular tarafından hazırlanan esas sözleşme ve şirket sermayesinin yüzde onunun tediye veya temin edildiğini gösteren bir vesika Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na verilerek Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alındıktan sonra halka başvuru aşamasına yani halkı şirket sermayesine iştirake davet etme sürecine geçilir²¹⁷. Bu durum, SPKn.'nun 3'üncü maddesi (c) bendi anlamında "halka arz"ı ifade etmektedir²¹⁸. TTK'nun 412'nci maddesinde öngörülen "tescilden önce pay senedi çıkarılması yasağı",

²¹⁴ Yanlı, s. 27.

²¹⁵ Günal, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 31 vd.

²¹⁶ Günal, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 32.

²¹⁷ Somer, Mehmet, Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul, 1990, s. 68.

²¹⁸ Somer, s. 68, Yanlı, s. 29.

tedrici şekilde kurulan anonim şirketler açısından da geçerlidir. Dolayısıyla, tedrici kuruluş sisteminin uygulanması halinde de, tedrici kuruluş işlemleri tamamlanacak, şirket ticaret siciline tescil edilecek, pay senetleri çıkarılacak ve anılan pay senetleri, söz konusu pay senetlerinin bedellerini nakden ve tam olarak ödemiş pay sahiplerine teslim edilecektir²¹⁹.

c. Hisse Senedinin Borsa veya Teşkilatlanmış Sair Piyasalarda Devamlı İşlem Görmesi Hali

Hisse senedinin borsa²²⁰ veya teşkilatlanmış sair piyasalarda devamlı işlem görmesi hali, SPKn'na 3794 sayılı Kanun ile getirilen değişiklik ile eklenmiş bulunmaktadır. 3794 sayılı Kanun'un gerekçesinde, hisse senetlerinin borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesinin halka arz tanımına alınmasına gerekçe olarak; hisse senetlerinin satın alınması için çağrıda bulunmayan, bu nedenle de daha önce Kurul'dan halka arz izni almamış olan ortaklıkların hisse senetlerini borsaya kote ettirmelerinin mümkün bulunmaması gösterilmiştir. Ayrıca, söz konusu piyasaların aleni (açık) piyasalar olarak çok sayıda alıcı ve satıcıyı karşı karşıya getirmelerinin halka arz yönünde karine oluşturması gerektiği ifade edilmektedir²²¹. Bu düzenleme, ihraççıların sermaye piyasası araçlarının borsada veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı olarak işlem görmeye başlaması halinde, söz konusu ortaklıkları da SPKn kapsamı altına alarak yatırımcının korunması ilkesine etkinlik kazandırmaktadır²²².

“Devamlı işlem görme” kriteri, ilgili sermaye piyasası aracının hangi sıklıkta piyasada işlem göreceği sorusunu da beraberinde getirmektedir. Öğretide genel kabul gören görüşe göre, borsada işlem görmesi yasaklanmamış olan menkul kıymetlerin devamlı işlem gördüğü ilkesi benimsenmiş bulunmaktadır²²³.

SPKn'nun 11'inci maddesinin 3'üncü fıkrasında, devamlı işlem görme kavramının uygulamasına açıklık getirilmiştir. Anılan hükme göre, “*Kurul'ca yapılan incelemelerde, SPKn'na tabi ortaklıkların menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının oluştuğu anlaşıldığı takdirde, Kurul, doğrudan ya da dolaylı ortak*

²¹⁹ Somer, s. 109.

²²⁰ Borsa hakkında detaylı bilgi almak için Bkz. bu çalışma s. 168 vd.

²²¹ 3794 sayılı Kanun'un gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr, Yanlı s. 30, Günal, Araçlar-Kurumlar, s. 4.

²²² Günal, Araçlar-Kurumlar, s. 5.

²²³ Günal, Vural, “Sermaye Piyasasında Halka Arz”, Prof. Dr. Erden Kuntalp'e Armağan, Cilt I Özel Hukuk, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 1/2004, s. 34 vd.

*sayısını veya bilânço büyüklüğünü dikkate alarak bu ortaklıkların menkul kıymetlerine borsada işlem görme şartı getirebilir*²²⁴.

d. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Sermaye Artırımları Dolayısıyla Paylarının veya Hisse Senetlerinin Satışı

Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı kavramının halka arz tanımına eklenmesinin gerekçesi 3794 sayılı Kanun'un gerekçesinde açıklanmış bulunmaktadır²²⁵. Buna göre, bu değişikliğin gerekçesi, mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanmadığı ya da kısıtlanmasına karşın yeni oluşan payların halka değil de belirli kişi ya da kurumlara tahsis edildiği sermaye artırımlarının Kurul kaydına alınmasını sağlamaktan ibarettir. Böylece, söz konusu ortaklıkların, bu tür sermaye artırımlarını izlemek ve denetlemek mümkün olacak, kanuni bazı yükümlülüklerden kaçınmaları önlenmiş olacaktır²²⁶. Öyleyse, bu yöntemle, sermaye artırımlarının halka açık anonim ortaklığa yatırım yapmış olan küçük yatırımcıların çıkarlarına zarar verecek şekilde kötüniyetle gerçekleştirilmesi önlenmek istenmektedir²²⁷.

Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı kavramının birkaç olasılık kapsamında incelenmesi uygun olur. Bu olasılıklardan ilki, hâlihazırda halka açık olan bir anonim ortaklığın sermaye artırımında bulunması ve sermaye artırımını sonucu oluşan payları halka arz etmemesi ve mevcut pay sahiplerinin haiz oldukları rüçhan hakları çerçevesinde sermaye artırımını neticesinde oluşan yeni payları iktisap etmeleri halidir. Gerçekten de, hisse senetlerini bir kez halka arz etmiş bir ortaklığın, takip eden sermaye artırımlarında da hisse senetlerini halka arz etmek gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır, bu husus tamamen ortaklığın iradesi ve isteğine tabidir²²⁸. Bununla birlikte, SPKn'na 3794 sayılı Kanun ile "*halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı*" kavramı eklenmeden önce, böylesi bir durumun halka arz kavramı içinde telakki edilip edilmeyeceği öğretilde tartışmalı bir husustu. **Tekinalp**²²⁹, böylesi bir durumda halka arz bulunmadığı görüşünü

²²⁴ **Günel**, Sermaye Piyasasında Halka Arz, s. 345.

²²⁵ 3794 sayılı Kanun'un gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

²²⁶ **Günel**, Araçlar-Kurumlar, s. 5.

²²⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 80.

²²⁸ **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 34.

²²⁹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 21.

savunurken, **Aytaç**, aksi görüşü savunmuştur²³⁰. Anılan değişiklik ile beraber, söz konusu durumun halka arz kavramı içinde telakki edilip edilmeyeceği tartışmaları son bulmuş ve mevcut ortakların rüçhan hakkı kullanımı, halka arz olarak kabul edilmiştir.

Olasılıklardan ikincisi, sermaye artırımını neticesinde oluşacak yeni paylar için mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması ve anılan payların halka arz edilmesidir. Bu durumda zaten sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması hali söz konusu olduğu için, bu durumun halka arz teşkil edip etmediği tartışma konusu değildir.

Son olasılık ise, sermaye artırımını neticesinde oluşacak yeni paylar için mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması ve anılan payların halka arz edilmeksizin satılmasıdır. 3794 sayılı Kanun'un gerekçesinde, yeni yaratılan payların küçük yatırımcıların zararına olarak belirli kişi ve kurumlara tahsis edilmesinin önlenilmek istendiği ifade edilmektedir²³¹. **Ayoğlu**, halka arz edilmeksizin satışın, halka arzdan tamamen ayrı bir satış modeli olması ve SPKn'nun 4'üncü maddesinin 1'nci fıkrası hükmü uyarınca, aynen halka arz işlemleri gibi kayda alınması prosedürüne tabi olması cihetiyle, anılan gerekçedeki ifadelerin hatalı olduğunu, kanımızca son derece haklı olarak dile getirmektedir²³². Gerçekten de, ihraç işlemlerinde kullanılan iki temel satış modeli bulunmakta olup; bu iki temel satış modelinden bir tanesi, halka arz yolu ile satış, diğeri ise halka arz edilmeksizin satıştır. Bu iki temel düzenlemenin Sermaye Piyasası Kanunu tasarısında ve diğer gelecek düzenlemelerde birbirinden ayrıştırılması uygun olur.

e. Halka Arz Varsayımı

Pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri, halka arz olunmuş sayılır ve anılan anonim ortaklıklar hisse senetlerini halka arz etmeksizin halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi olurlar. SPKn'nun öngördüğü sayıda ortağı bulunduğu hazirun cetveli vb. gibi sair yollardan tespit edilen anonim ortaklıklar, yukarıda ayrıntılarıyla açıklanan dört yoldan biri vasıtasıyla halka arzda bulunmuş olmasalar bile, kanunen halka açık anonim ortaklık kabul edilirler ve halka arzın

²³⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 81'e atfen **Aytaç**, Zühtü, Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi, C. XL S. 1-4, 1985, s. 244.

²³¹ 3794 sayılı Kanun'un gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

²³² **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 81.

olumlu tüm sonuçlarına ve halka arzın anonim ortaklıklara getirdiği ek yükümlülüklerle tabi olurlar²³³.

2. Karşılaştırmalı Hukukta

a. ABD Hukukunda

Halka arz (“*public offering*”) kavramı, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nda²³⁴ tanımlanmamış, bunun yerine satış (“*sale*”) kavramının tanımına yer verilmiştir. Bu kavram, hem halka arz edilmeksizin satışları hem de halka arz yolu ile satışı kapsayan bir üst kavram konumundadır²³⁵.

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’na göre, icap (“*offer*”), Türk Hukuku’ndaki icap terimine göre daha geniş anlamda, icaba daveti de kapsayacak şekilde tanımlanmış bulunmaktadır²³⁶. Anılan kanunun Sec. 2/a/3 maddesine göre, icap, “*bir sermaye piyasası aracının veya bu sermaye piyasası aracına bağlı bir hakkın elden çıkarılması için teşebbüste veya icapta bulunmak ya da satın alınması için icaba davet etmektir.*” Gerçekten de kavram, ABD borçlar hukuku anlamında icabın yanı sıra icaba daveti ve satış için yapılan her türlü teşebbüsü de içine alan bir kavramdır.

b. AB Hukukunda

Halka arz kavramı, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemleri Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”nin²³⁷ 2’nci maddesinin 1’inci fıkrasının d bendinde tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, sermaye piyasası araçlarının halka arzı, “*satışın şartları ve satışa konu sermaye piyasası araçları hakkında yeterli bilgiyi içeren ve bu şekilde yatırımcılara bu araçları satın alıp almama konusunda sağlıklı karar verebilme imkânı sağlayan, üçüncü kişilere yönelik olarak herhangi bir şekilde gerçekleştirilen bildirim*” anlamına gelmektedir.

²³³ Bu konuda daha detaylı bilgi için bkz. “Pay Senetleri Halka Arz Edilmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar” alt başlığı, s. 16 vd.

²³⁴ 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun tam metni ve 1933 tarihli Kanun altında çıkarılmış diğer mevzuat için bkz. **Coffee**, John C. / **Seligman**, Joel / **Sale**, Hillary A., Federal Securities Laws, Selected Statutes, Rules and Forms, New York, 2005 ve **Hazen**, Thomas Lee / Securities Regulation, Selected Statutes, Rules and Forms, Minnesota, 2006.

²³⁵ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 26.

²³⁶ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 450.

²³⁷ *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, 31.12.2003. Bkz. çevrimiçi <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:EN:PDF>.

Bununla birlikte, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemleri Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”nin bazı ilgili hükümleri, 23.09.2009 tarihli ve 2009/0132 sayılı yönerge teklifi²³⁸ ile değiştirilmek üzere olup, anılan yönerge teklifi bugün itibariyle, Avrupa Birliği Parlamentosu’nun görüşüne ve onayına sunulmuş durumdadır. Ancak, söz konusu yönerge teklifi henüz bir tasarı durumunda olup, yürürlüğe girmemiş olduğundan 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemleri Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge” bugün itibariyle tüm hükümleriyle güncel olarak yürürlüktedir. Buna karşılık, önemle belirtmek gerekir ki, 23.09.2009 tarihli ve 2009/0132 sayılı Yönerge Teklifi, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemleri Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”nin 2’nci maddesinin 1’inci fıkrasının d bendinde hâlihazırda tanımlanmış olan “halka arz” kavramının değişikliği yönünde herhangi bir hüküm içermemektedir. Öyleyse, yukarıda belirtmiş olduğumuz “halka arz” kavramının tanımı, 23.09.2009 tarihli ve 2009/0132 sayılı Yönerge Teklifi’nin kabulü ve yürürlüğe girmesinden sonra da, bugün itibariyle, değişmeyecek gözükmemektedir.

B. HUKUKİ NİTELİĞİ

Halka arzın hukuki niteliği konusunda öğretide iki farklı görüş bulunmaktadır. Bunlardan ilki, halka arzın icaba davet niteliğinde olduğu, diğeri ise icap niteliğinde olduğudur. Türk öğretisinde hâkim olan görüş, halka arzın icaba davet değil, icap olduğu yönündedir²³⁹.

Öğretideki büyük çoğunluğa göre, izahname hukuki açıdan “icaba davet” niteliği taşımaktadır²⁴⁰. Bu durumun doğal bir sonucu olarak da, yatırımcıların halka arza katılma talepleri, icap niteliğindedir²⁴¹. **Somer**’e göre, ihraççı şirketin

²³⁸ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.* Bkz. çevrimiçi <http://www.europarl.europa.eu/oeil/file.jsp?id=5804842> ve <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Belgium/Local%20Assets/Documents/EN/Insights/Newsletters/Regulatory%20radar/Issue%2022%20-%20March%202010/be-ers-regulatoryradar-22-march2010.pdf>

²³⁹ **Somer**, s. 95; **Ulusoy**, s. 33; **İhtiyar**, s. 122, dpn. 16; **Ayoğlu**, s. 83’e atfen **Zekeriya Arı**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’ne Sunulmuş Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas, Eylül, 1996, s. 57–58.

²⁴⁰ **İhtiyar**, s. 122, dpn. 16; **Somer** s. 17, dpn. 33.

²⁴¹ **İhtiyar**, s. 122, dpn. 16.

yatırımcıların taleplerini kabul etme yükümlülüğü bulunmamaktadır²⁴². Ancak, yazara göre, bu sonuç sadece TTK'ya tabi olan kapalı anonim ortaklıklar açısından geçerlidir ve halka açık anonim ortaklıklarda halka arz aşamasında kullanılan izahname ise, hukuki açıdan “icaba davet” olarak değil, “icap” olarak değerlendirilmelidir; çünkü bu durum, SPKn'nun varlık amacına daha uygundur.²⁴³. Dolayısıyla, **Somer**, bu yorumuna gerekçe olarak SPKn'nun amacını göstermektedir. Şöyle ki, SPKn ile güdülen temel amaçlardan birisi, anonim ortaklıkları sermaye bakımından halka açarak mülkiyetin tabana yaygınlaştırılmasını ve şirketlerin halka açılmasını kolaylaştırmaktır. Bunun yolu da, anonim ortaklıklara mümkün olduğu ölçüde geniş bir halk kitlesinin katılımının sağlanmasından geçmektedir. **Somer**'e göre, izahnamenin icaba davet olarak nitelendirilmesi halinde, SPKn. tarafından belirtilen hedefler, kolaylıkla bertaraf edilebilecektir²⁴⁴. Böyle bir durumda ise, şirket kurucuları, şirketlerini sadece kendi amaç ve görüşlerini benimseyen sınırlı sayıdaki şahısla kurabilecek olduğu için, böyle bir durumda oluşan anonim ortaklık ise ancak “görünürde” halka açık anonim ortaklık olacaktır²⁴⁵. Bu durum ise, SPKn'nun amacına aykırıdır. **İhtiyar** da, aynı gerekçelerle, **Somer**'in vardığı sonucuna varmaktadır²⁴⁶. **Arı** ise, Kurul'un çıkardığı tebliğler ile öngörülen düzenlemeler çerçevesinde, sözleşmenin kurulması için gereken her türlü unsurun izahnamede yer aldığını belirterek, izahname ve sirküler yoluyla halka arzın icap niteliğinde olduğu sonucuna ulaşmaktadır²⁴⁷.

Bu noktada, Türk öğretisinin yukarıda detaylarıyla belirtilen görüşüne göre, yatırımcıların, halka arz konusu sermaye piyasası araçlarını alım talepleri, kabul niteliği taşıyacaktır. İlgili anonim ortaklığın icabı ve söz konusu yatırımcının kabulü ile sermaye piyasası aracının alım-satımı konulu sözleşme kurulmuş olacaktır. Böyle bir durumda ise, yatırımcının hisse senedi talebinin anonim ortaklık ya da tedrici kuruluş olasılığında kurucular tarafından reddedilmesine olanak bulunmamaktadır.

Akbulak/Akbulak²⁴⁸ ve **Ayoğlu**, halka arzın icaba davet olduğu görüşünü taşımaktadır²⁴⁹. Biz de **Akbulak/Akbulak** ve **Ayoğlu**'nun görüşüne katılmaktayız.

²⁴² **Somer** s. 17, dpn. 33.

²⁴³ **Somer** s. 95.

²⁴⁴ **Somer** s. 95.

²⁴⁵ **Somer** s. 95.

²⁴⁶ **İhtiyar**, s. 122, dpn. 16.

²⁴⁷ **Ayoğlu**, s. 83'e atfen **Arı**, s. 57-58.

²⁴⁸ **Akbulak/Akbulak**, s. 81.

²⁴⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 84.

Şöyle ki, icap, bir akdi meydana getirmek amacıyla bir şahsın teklifini ihtiva eden ve karşı tarafa yöneltilen irade beyanı anlamına gelmektedir²⁵⁰. İcap, karşı tarafın kabulü ile akdin kurulmasının arzu edildiğini açıklayan bir irade beyanıdır²⁵¹. Şayet irade beyanı sadece sözleşme müzakerelerine girişmek amacı taşıyor ve bunu açıklıyorsa, bu irade beyanı bir icap değil, bir icaba davettir²⁵². İcap ile icaba davet kavramlarının birbirinden farkı, bağlayıcılık unsurunda kendini gösterir. İcapta bulunan kendi irade beyanı ile bağlı olur ve karşı tarafın kabulü üzerine sözleşme kurulur. Buna karşılık, icaba davette bulunan, beyanı ile bağlı olmayacak ve karşı tarafın cevabı üzerine sözleşme kurup kurmamakta serbest olacaktır²⁵³. Eğer halka arzın icap niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, alım talebinin, yani kabulün, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması halinde, anonim ortaklığın hangi gerekçeyle söz konusu alım taleplerini reddedeceğini açıklamak mümkün olmaz²⁵⁴. Dolayısıyla, halka arzda bulunmayı yani halkın bir ortaklığa katılmaya ya da pay sahibi olmaya davet edilmesini icaba davet olarak kabul etmek gerekmektedir. Nitekim **Reisoğlu** da, umuma yöneltilmiş bir icaba davetin mümkün olabileceğini; umuma yöneltilmiş bir icaba davette, sebep göstermeksizin sözleşme yapmayı (icabı) reddetmenin, kural olarak, hakkın kötüye kullanılması niteliğinde olmadığı ve söz konusu davranışın ahlaka aykırı bir davranış sayılmayacağı görüşünü taşımaktadır²⁵⁵.

Bununla birlikte, rüçhan haklarının kullanımı için şirket tarafından mevcut ortaklara yapılan bildirim hukuki niteliğini de bu aşamada tartışmaya açmak gerekmektedir. **Ayoğlu**, bu sorunu, iştirak taahhünamesinin hukuki niteliği ile bağlantılandırarak incelemiş bulunmaktadır²⁵⁶. Müellife göre, ani ya da tedrici kuruluş sırasında kurucular tarafından yapılan iştirak taahhütleri, ortaklığa yönelik bir icap olarak kabul edilemez; çünkü taahhüdün, yani icabın yapıldığı anda ortaklık henüz tüzel kişilik kazanmamış olduğundan, anılan icabı kabul ya da red edebilecek bir tüzel kişilik mevcut bulunmamaktadır²⁵⁷. Kaldı ki, kuruluş işlemlerinin tamamlanmasından sonra ise, ortaklığın kurucular tarafından yapılan sermaye

²⁵⁰ **Oğuzman**, M. Kemal / **Öz**, M. Turgut, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 3. Bası, İstanbul, 2000, s. 49.

²⁵¹ **Oğuzman** / **Öz**, s. 50.

²⁵² **Oğuzman** / **Öz**, s. 50.

²⁵³ **Oğuzman** / **Öz**, s. 50.

²⁵⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 84 vd.

²⁵⁵ **Reisoğlu**, Safa, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul, 2004, Beta Yayınevi, 16. Bası, s. 58.

²⁵⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 84 vd.

²⁵⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 85.

taahhütlerini reddetmek gibi bir imkânı bulunmamaktadır. Öyleyse, kuruluş esnasında yapılan iştirak taahhüdü, ortaklık ilişkisi kurmaya yönelik, ortaklıklar hukukuna özgü bir borç ikrarıdır²⁵⁸. Müellif aynı sonuca sermaye artırım prosedürü çerçevesinde yapılan iştirak taahhütleri bakımından da varmaktadır²⁵⁹. Esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda genel kurul tarafından, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda yönetim kurulu tarafından, rüçhan haklarının kısıtlanmasına ya da kaldırılmasına ilişkin bir karar alınmadığı sürece, pay sahiplerinin bu haklarını kullanmaları, ortaklığın kabulüne bağlı değildir. Öyleyse, ortaklığın, pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanma yönündeki taleplerini reddetme hakkı bulunmadığı için, sermaye artırım prosedürü çerçevesinde yapılan iştirak taahhütlerini icap olarak nitelendirmek doğru olmaz. O halde, sermaye artırım prosedürü çerçevesinde yapılan iştirak taahhütlerine ilişkin düzenlemeler de, aynen ani ya da tedrici kuruluş sırasında kurucular tarafından yapılan iştirak taahhütleri gibi, bir akdi ilişkiye değil, TTK'nun 394'üncü maddesi tarafından öngörülen bir hakka, dolayısıyla da bu hakkın temelinde bulunan bir ortaklıklar hukuku ilişkisine dayanmaktadır²⁶⁰. Bu bağlamda, pay sahiplerinin mevcut rüçhan haklarının ortaklığın ilgili organları tarafından kısıtlanmadığı ya da kaldırılmadığı durumlarda, iştirak taahhütnamelerini, ortaklığın kabulüne tabi olmayan tek taraflı bir bildirim şeklinde anlamak gerekmektedir. **Moroğlu** ise, iştirak taahhütnamesinin hukuken icap niteliğinde olduğunu, ortaklığın bu icabı açık ya da zımni olarak kabul etmesi ile ortaklığa katılım sözleşmesinin kurulmuş olacağını ifade etmektedir.

Buna karşılık, sermaye artırım yoluyla yaratılan payların halka arz edilmesi ihtimalinde, iştirak taahhütnamesi, icap olarak nitelendirilebilir; çünkü böyle bir durumda, ortaklık ya da tedrici kuruluş esnasında kurucular, halktan gelen tüm şirket sermayesine iştirak taleplerini kabul etmek zorunluluğu altında bulunmamaktadır.

Halka arzın hukuki niteliği konusunda, yukarıda belirtilen tartışmalar çerçevesinde, halka arzın hukuki niteliğinin icaba davet olarak nitelendirilmesine imkân bulunmamaktadır. Nitekim sözleşmenin kurulması için gereken birçok unsurun yer aldığı izahname ve izahname vasıtasıyla gerçekleştirilen halka arzı hukuki açıdan "icaba davet", anılan izahnameyi okuyarak ihraççı ve ihraç edilen sermaye piyasası araçları hakkında gerekli bilgileri edinen ve söz konusu sermaye

²⁵⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 85.

²⁵⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 85.

²⁶⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 85.

piyasası araçlarını ortaklıktan satın almak için talepte bulunan yatırımcının bu talebini “icap” ve ortaklığın da anılan talepleri kabul etmesini “kabul” olarak değerlendirmek uygun olacaktır. Aksi takdirde, halka arzın icap niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, alım talebinin, yani kabulün, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması halinde, anonim ortaklığın hangi gerekçeyle söz konusu alım taleplerini reddedeceğini açıklamak mümkün bulunmayacaktır.

Bu noktada, tartışılması gereken bir diğer husus ise, halka arzın tamamlanamayıp yarım kalması halidir. Bu ihtimal de göz önünde bulundurulduğunda, “halka arz”ın hukuken icaba davet olarak nitelendirilmesi uygun olacaktır. Aksi takdirde, yani, “halka arz”ın icap olarak nitelendirilmesi halinde, her bir yatırımcının “kabul”ü üzerine sözleşme kurulmuş sayılacağından, ihraççı ve/veya pay sahibi, sözleşmeye aykırılıktan dolayı sorumlu olacak ve BK’nun 96 vd. hükümleri uyarınca, anılan ihraççı ve/veya pay sahibinin sorumluluğuna gidebilmek mümkün olabilecektir. Bu durum ise, ihraççının ve/veya pay sahibinin kusurundan ve/veya ihmalden ileri gelmeyen bir sebeple halka arzın tamamlanamayıp yarım kalması halinde, anılan şahısların sorumluluğuna gidilmesini hakkaniyete aykırı kılacaktır. Bununla birlikte, yatırımcıların alım taleplerinin halka arzı gerçekleştiren şahıslar tarafından kabul edilmesinden sonra halka arzın yarım kalması halinde ise, söz konusu şahısların sözleşmeye aykırılıktan dolayı sorumluluklarına başvurulması pek tabi ki mümkündür.

C. HALKA ARZIN ŞEKLİ

İhraççılar, ihraç edecekleri yeni sermaye piyasası araçlarını kendileri halka arz edebilirler ya da söz konusu sermaye piyasası araçlarının halka arzı konusunda bir aracı kuruluşla birlikte çalışmak isteyebilirler. Aşağıdaki açıklamalarımızdan da görüleceği üzere, halka arz yoluyla satılan sermaye piyasası araçlarının halka arzının mutlaka aracı kurumlar aracılığıyla yapılacağı yönünde bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bununla birlikte, bazı istisnai durumlarda halka arz işlemlerinin aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilmesi zorunludur²⁶¹. Gerçekten de SPKn’nun 7’nci maddesinin 1’inci fıkrası hükmü uyarınca, “*Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar*

²⁶¹ Ünal, Aracı Kurumlar, s. 214 vd; Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 609 vd.

*aracılığıyla yapılmasını; sermaye artırımlarında kullanılmayan rüçhan haklarına tekabül eden payların, piyasa değerinin üzerinde olması halinde, bunların primli fiyat üzerinden satılmasını isteyebilir*²⁶². SPKn.'nun 7'nci maddesinin 5'inci fıkrası hükmüne göre de, “Kurul, sermaye piyasası araçlarının halka satışında, küçük tasarruf sahiplerinin bunları almalarını kolaylaştırıcı, hak ve yararlarını koruyucu tedbirlerin alınmasını ortaklıktan ve satışı yapanlardan isteyebilir. Kurul, halka arzlarda dağılımı en fazla sağlayacak ve dağıtımda küçük tasarruf sahiplerinin öncelikle satın almasını temin edecek düzenlemeler yapmaya yetkilidir.” Bütün bu yetkiler Kurul'a, her halde tüm sermaye piyasası araçlarının halka arzının aracı kurumlar tarafından yapılmasına karar verme yetkisi de tanıdığı gözükmektedir²⁶³. Kurul'a tanınan bu yetki, taahhüdün ve hisse senetlerinin halka arzında fiyatın gerçekçi olarak tespitine olanak verecek, ortaklığın ve yatırımcının korunmasını sağlayacaktır²⁶⁴.

Ancak, tüm sermaye piyasası araçlarının halka arzı, izahnamede gösterilen esaslar ve belirlenen satış süresi dâhilinde gerçekleştirilmelidir. SPKn.'nun 7'nci maddesinin 3'üncü fıkrası gereğince, “halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır”. Kurul, satış süresi içinde satılamayan payların kendileri tarafından tamamen satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasından Kurul'ca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Bu taahhüt, süresi sonunda satılamayan payların kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini de kapsar.

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını gerçekleştiren ihraççılar veya aracı kuruluşlar, satış süresinin bitiminden itibaren 6 iş günü içerisinde satış sonuçları hakkında Kurul'a bilgi vermekle yükümlüdürler. Verilecek bilgilerin şekil ve esasları, Kurul tarafından belirlenir.

1. Doğrudan Halka Arz

İhraççılar, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını doğrudan hiçbir aracı kuruluş olmaksızın kendileri halka arz edebilirler. İhraççıların halka arzı doğrudan

²⁶² Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 239.

²⁶³ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 240.

²⁶⁴ Akbulak/Akbulak, s. 13.

yapması, komisyon masrafları bulunmayacağı için, ihraç masraflarının düşük olmasını sağlayabilir. Fakat böyle bir durumda, ihraççı, geniş müşteri kitlesine ulaşmakta zorluk çekebilir. Bu zorluk, satış süresini uzatabileceği gibi, sermaye piyasası araçlarının satılamaması sonucunu da beraberinde getirebilir. İşte bütün bu zorluklardan dolayı meydana gelebilecek riskleri ve rizikoları ortadan kaldırmak, diğer taraftan uzman bir kuruluşun teknik ve pazarlama imkânlarından faydalanabilmek için ihraççıların birçoğu aracı kuruluş vasıtasıyla halka arzda bulunmayı tercih etmektedirler.

2. Aracı Kuruluşlar Vasıtasıyla Halka Arz

Sermaye piyasası mevzuatına göre, aracılık, menkul kıymetlerin, diğer her türlü kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın ticari amaçla, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına, kendi nam ve hesabına alım satımı anlamına gelmektedir²⁶⁵. Bu tanımda bahsedilen “ticari amaç”, “mesleki fonksiyon” kavramı ile bağlantılıdır²⁶⁶. Bu durumda, normal ticari yaşam koşulları bağlamında, objektif bir ölçüye göre, sermaye piyasası araçlarının alım satımını ve buna bağlı yan işleri meslek edinmiş bir kişi veya kuruluşun mesleki fonksiyonunu yerine getirmesi amacıyla alım-satım yapması, ticari amaçlı bir iş sayılmaktadır²⁶⁷.

İhraççıların halka arzı doğrudan yapması, komisyon ödemeyeceği için ihraç masraflarının düşük olmasını sağlayabilir. Bununla birlikte, böyle bir durumda, ihraççı geniş bir müşteri kitlesine ulaşmakta zorluk çekebilir, sermaye piyasası araçlarının satılamaması riskiyle karşı karşıya kalabilir. Bu nedenle, komisyon masraflarına rağmen, halka arzın bir aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleşmesi, ihraççıların menfaatindedir²⁶⁸. Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ve satışının bir aracı kuruluş vasıtasıyla yapılmasının çeşitli faydaları bulunmaktadır²⁶⁹:

i. Aracı kurumlar, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek konusunda uzmanlaşmış ve teknik ile maddi tüm imkânlarını bu hususta geliştirmiş kuruluşlardır. Bu bakımdan, anonim ortaklıkların sermaye piyasası araçlarını aracı kurumlar vasıtasıyla halka arz etmeleri uzun vadede kendileri için daha ucuz ve etkili

²⁶⁵ Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara, 1991, s. 63.

²⁶⁶ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 63.

²⁶⁷ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 63.

²⁶⁸ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 241.

²⁶⁹ Ünal, Halka Açık, s. 26–27.

bir yoldur. Zira ilgili anonim ortaklığın uzmanlığı iştigal konusu ile sınırlı bulunmaktadır²⁷⁰.

ii. İhraççının doğrudan sermaye piyasası araçlarını halka arz etmesi halinde, anılan sermaye piyasası araçlarının satılamaması riski her zaman daha fazladır. Bu risk, aracı kuruluş vasıtasıyla halka arz halinde hemen her zaman daha azdır. Hatta satılamayan sermaye piyasası araçlarının aracı kurum tarafından satın alınacağıının aracı kurum tarafından taahhüt edilmesi halinde bu risk tamamen ortadan kalkmaktadır.

iii. Özellikle iyi tanınmamış ihraççıların sermaye piyasası araçlarının halka arzı ve satışının bir aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilmesi, söz konusu sermaye piyasası araçlarının itibarını artırıcı bir rol oynayabilir.

İhraççı, ihraç edeceği sermaye piyasası araçlarını bir aracı kuruluş vasıtasıyla halka arz etmek istediğinde, SPKn. ve ilgili mevzuata uygun olmak şartıyla, BK'nun 19'uncu maddesinin bir neticesi olarak, sözleşme serbestliği ilkesi çerçevesinde aracı kuruluş ile bir sözleşme imzalayabilir. Bununla birlikte, anılan sözleşmenin içeriği nasıl olursa olsun, yazılı olmak zorundadır; çünkü Seri: V No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in²⁷¹ 41'inci maddesi ile halka arza aracılık sözleşmelerinin yazılı olarak akdedilmesi zorunluluğu getirilmiş bulunmaktadır²⁷². Bununla birlikte, **Ayoğlu**, farklı görüştedir. Yazara göre, BK'nun 11'inci maddesi gereğince, kanunda açıklık olmadığı sürece akdin geçerliliğinin herhangi bir şekilde bağlanamayacağını, idari düzenlemeler ile bunun aksini kabul etmenin mümkün olmadığını, şekil şartına ilişkin düzenlemelerin SPKn'na eklenmediği sürece geçerli olmayacağını dile getirmektedir. **Ayoğlu**, anılan tebliğde öngörülen yazılı şekil şartının aracı kuruluşlara yönelik bir düzen normu niteliğinde olduğu ve bu zorunluluğa uyulmamasının sözleşmenin hükümsüzlüğüne yol açmaması gerektiği kanısını taşımaktadır²⁷³. Bununla birlikte, aracılık sözleşmesinin yazılı olarak akdedilmesinin HUMK'nun 288'inci maddesi hükmü anlamında ispat için gerekli olacağı hususu tartışmasızdır. **Ayoğlu**'nun söz konusu tespitinin son derece yerinde olduğu her türlü açıklamadan varestedir.

²⁷⁰ Ünal, Halka Açık, s. 26–27.

²⁷¹ RG. 07.09.2000 S. 24163.

²⁷² Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 609; Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 113.

²⁷³ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 230.

İhraççı ile aracı kuruluş arasında imzalanacak halka arza aracılık sözleşmeleri, sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının belli bir süre içinde belli bir fiyatla halka satılması taahhüdünün çeşitli türlerini kapsamaktadır²⁷⁴. Söz konusu taahhüt veya taahhütlerin mahiyetine göre, sözleşmeler, başlıca üç tip halinde imzalanabilir²⁷⁵:

- i. Yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri (en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri),
- ii. Bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri,
- iii. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri.

Bununla birlikte, öğretilerdeki hâkim görüş, SPKn’unda ve ilgili mevzuatta aksi yönde bir hüküm olmadığı cihetle, bu üç temel sözleşme tipinde yer alan taahhütlerin karışımını ihtiva eden karma sözleşmeler de imzalanabileceği yönündedir²⁷⁶. Bu tutum, hiç kuşkusuz sözleşme serbestisinin kaçınılmaz bir sonucunu teşkil etmektedir.

Bu üç temel halka arza aracılık türüne ilişkin düzenleme, Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38 vd. maddelerinde yer almaktadır. Seri V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38’inci maddesinde, halka arza aracılık, en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi şeklinde ikiye ayrılmış, bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri ile tümünü yüklenim sözleşmeleri ise “aracılık yüklenimi” başlığı altında toplanmıştır. Bunun nedeni, öğretilerde, aracı kuruluşun ilgili sermaye piyasası araçlarını satın almayı taahhüt ettiği haller için “aracılık yüklenim sözleşmesi” teriminin benimsenmiş bulunmasıdır²⁷⁷.

a. Yüklenimsiz Aracılık Sözleşmeleri (En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmeleri)

Seri V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38’inci maddesinin 3’üncü fıkrasına göre, en iyi gayret aracılığı, “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere*

²⁷⁴ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 79; **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 603.

²⁷⁵ İhraççılar veya halka arz eden pay sahipleri ile aracı kuruluşlar arasında akdedilen aracılık sözleşmelerinde, Türk hukuku mevzuatı, öğretisi ve uygulaması, kaynak teşkil eden ABD hukukuna paralel ve hatta aynı yolu izlemektedir. Bu sebepten Sermaye Piyasası Kanunu gerekçesi dahi müesseseleri ABD hukukundaki İngilizce kavramlarla açıklamakta ve doktrinde de bu paralellik devam etmektedir. Bkz. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 608.

²⁷⁶ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 604.

²⁷⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 211; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 72 vd.

satılmasını” ifade etmektedir²⁷⁸. Bu hükümde ifade edilen, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satımına aracı kuruluşun aracılık etmesi, satılmayan kısmın ise, varsa satıştan önce SPKn’nun 7’nci maddesinin 3’üncü fıkrası hükmü uyarınca bu kısmı satın almayı taahhüt etmiş bulunan pay sahipleri ya da kuruculara satılması, bu yönde bir taahhüdün mevcut olmaması halinde ise, ilgili satılmayan sermaye piyasası araçlarının satışı yapan ihraççı ya da pay sahibine iade edilmesidir.

En iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde, aracı kuruluş, yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunmakta, buna karşılık, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almak yönünde bir taahhüt altına girmemektedir²⁷⁹. En iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde, aracı kuruluş, kısmen ya da tamamen satılmayan sermaye piyasası araçlarının kendisi tarafından satın alınacağına ilişkin bir taahhüt altına girmediği için, herhangi bir mali risk üstlenmemekte; bu nedenle de öğretilerde bu tür sözleşmeler genellikle yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri olarak adlandırılmaktadır²⁸⁰. Buna karşılık **Yasaman**, öğretilerdeki bu yaklaşımı eleştirmekte ve en iyi gayret aracılığının da hukuki açıdan bir yüklenim olduğunu ve “aracılık yüklenimi” kavramı içerisinde kabul edilmesi gerektiğini, haklı olarak, ifade etmektedir²⁸¹.

Ünal’a göre ise, burada, esas itibarıyla aracılık yüklenimi değil, basit anlamıyla pazarlama hizmeti sunulması söz konusudur²⁸². Yazara göre, burada kastedilen, aracı kuruluşun iş çevresini, tecrübelerini, iş yeri ve imkânlarını, personelinin bir kısmını bu işe tahsis etmesi ve reklam gibi benzeri işlerin yapılması, bu konuda danışmanlık hizmetleri verilmesi, bürokratik muamelelerin takibi ve yerine getirilmesi gibi hizmetlerin sunulması, buna karşılık, satışlarla ilgili hiçbir garanti verilmemesidir²⁸³. Kanımızca, **Ünal**’ın bu görüşüne katılmak mümkün değildir. Şöyle ki; aracılık yükleniminin sadece mali risk üstlenildiği haller olduğu ile sınırlı olduğunu kabul etmek doğru olmaz, nitekim en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde de, aracı kuruluş, söz konusu sermaye piyasası araçlarının satışı için elinden gelen en iyi çabayı gösterecek ve bu konudaki yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde hiç şüphesiz anılan aracı kuruluşun sorumluluğuna başvurulabilecektir. Kaldı ki, menkul

²⁷⁸ Bu terim için, anglosakson hukukunda, “*best effort undertaking*” terimi ve Fransız hukukunda da “*placement à la commission*” terimi kullanılmaktadır.

²⁷⁹ **Barber**, David H., *Gilbert Law Summaries: Securities Regulation*, 4th Edition, USA, 1987, s. 11.

²⁸⁰ **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, s. 83.

²⁸¹ **Yasaman**, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, s. 112.

²⁸² **Ünal**, *Sermaye Piyasası Hukuku*, s. 606.

²⁸³ **Ünal**, *Sermaye Piyasası Hukuku*, s. 607.

kıymetlerin, diğer her türlü kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın ticari amaçla, başkası nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına, kendi nam ve hesabına alım satımı anlamına gelen “aracılık” tanımı göz önünde bulundurulduğunda, bu tanımda bahsedilen “ticari amaç”ın, “mesleki fonksiyon” kavramı ile bağlantılı olduğu aşikârdır. En iyi gayret aracılığının da bir “aracı kuruluş” vasıtasıyla yerine getirildiği ve söz konusu faaliyetin herhangi bir “pazarlama şirketi” tarafından yerine getirilmesinin mümkün olmadığı düşünüldüğünde, burada bir pazarlama faaliyetinden değil, bir aracılık faaliyetinden bahsedilmesi gerektiği tam olarak açıklığa kavuşturulmuş olur.

En iyi gayret aracılığı işlemlerinde, aracı kuruluş, sadece sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmekte ve gerçekleştirdiği satış üzerinden “komisyon” adı ile anılan bir ücrete hak kazanmaktadır²⁸⁴. Bu tür yüklenicilikte, aracı kuruluşun geliri, bir tacirin veya tellalın karından ziyade, bir vekilin ücreti şeklini alır²⁸⁵.

Uygulamada, en iyi gayret aracılığı, ihraç ettikleri ya da satışa sundukları sermaye piyasası araçları için yüklenimde bulunacak aracı kuruluş bulamayan ya da aracılık maliyetini düşük tutmak isteyen ortaklıklar tarafından tercih edilen bir aracılık türüdür²⁸⁶. Aracı kurumun mali yapısının güçlü olmayışı da, aracı kuruluşları bu tür bir aracılıkta bulunmaya sevk eden bir etkendir²⁸⁷.

b. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri

aa. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri (“*Strict Underwriting*” or “*Old-Fashioned Underwriting*”)

Bakiyeyi yüklenim²⁸⁸, Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38’inci maddesinin 4’üncü fıkrasının (a) bendinde; “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılması ve satılmayan kısmının tamamının bedeli*

²⁸⁴ Bu ücretin “aracılık komisyonu” olarak adlandırılması, aracı kuruluş ile ihraççı arasında bir komisyon akdi bulunduğu anlamına gelmemektedir. Aracı kuruluşların satış işlemine aracılık yapma yönündeki iş görme edimlerinin karşılığını oluşturan ücret, uygulamada satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirli bir yüzdesi esas alınarak tespit edilmektedir. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 213, dñn. 688.

²⁸⁵ **Loss**, Louis / **Seligman**, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2004, New York, s. 74–75.

²⁸⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 214; **Ünal**, *Sermaye Piyasası Hukuku*, s. 606, **Loss / Seligman**, s. 74–75.

²⁸⁷ **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, s. 65.

²⁸⁸ Bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri, İngilizce’de, “*strict*”, “*standby*”, “*old fashioned*” ya da “*English style underwriting*” olarak, Fransızca’da ise, “*placement avec garantie*” ve “*prise résiduelle*” olarak adlandırılmaktadır.

satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması” olarak tanımlanmaktadır. Bu tür, gerçek anlamda yüklenimi içermesi nedeniyle, aracı kurumların sermaye piyasasında risk üstlenen kuruluşlar olarak fonksiyon görmesini sağlar.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluş, hem sermaye piyasası araçlarının halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunmakta, hem de satılmayan sermaye piyasası araçlarını bizzat satın almak yönünde bir taahhüt altına girmektedir. Öğretide, aracı kuruluşun bu taahhüdü, ihraççının, sermaye piyasası araçlarının tümüyle satılmaması riskine karşı aracı kuruluş tarafından sigorta edilmesine benzetilmektedir²⁸⁹.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmesi²⁹⁰, birden fazla edimin aracı kuruluş tarafından taahhüt edildiği bir sözleşme tipidir. Bu edimlerden ilki, halka arzı ve satışı talep edilen sermaye piyasası araçlarının başkası nam ve hesabına aracı kuruluş tarafından muayyen bir süre içinde satılması taahhüdü, ikincisi ise; bu muayyen süre içerisinde satılmayan sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluş tarafından satın alınacağı şeklinde taliki şarta bağlı bir edimin taahhüdüdür²⁹¹.

Ülkemizde yapılan yüklenim işlemlerinin hemen tamamı, bakiyeyi yüklenim modelinde gerçekleştirilmektedir²⁹². Buna karşılık, bu yüklenim türü, çıkış yeri olan İngiltere’de bile ABD’de olduğu gibi yaygın olarak uygulanmamaktadır²⁹³. Bu aracılık türünün, “*old fashioned*” olarak nitelendirilmesinin nedeni, eski popülaritesini kaybetmiş olması ve eskisi kadar uygulanmamasıdır.

bb. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri

Tümünü yüklenim aracılık sözleşmeleri²⁹⁴, Seri V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38’inci maddesinin 4’üncü fıkrasının b bendinde, “*Kurul kaydına alınan sermaye*

²⁸⁹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 79; **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 89; **Barber**, s. 10.

²⁹⁰ **Ünal**, bu sözleşme tipini, “tam aracılık yüklenim sözleşmesi” adı altında ifade etmektedir. Bkz. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 605–606.

²⁹¹ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 606.

²⁹² **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 606.

²⁹³ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 210–211. Buna karşılık, **Manavgat**, bu türün İngiltere’de çok kullanıldığını ve ABD’de fazla rağbet görmediğini ifade etmektedir. Bkz. **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 64.

²⁹⁴ Tümünü yüklenim sözleşmeleri, anglosakson hukukunda, “*firm commitment underwriting*”, “*full underwriting*” ya da “*offer for sale*” terimleri ile Fransız hukukunda ise, “*prise ferme*” ifadesi ile anılmaktadır.

piyasası araçlarının tamamının, bedelleri, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılması” olarak ifade edilmiştir.

Tümünü yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluş, öncelikle tüm sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan satın almakta, daha sonrasında ise, kendi ad ve hesabına halka satmaktadır²⁹⁵. Bu tür aracılık işlemlerinde, aracı kuruluş, henüz satış süreci başlamadan sermaye piyasası araçlarını bedellerini ödemek suretiyle ihraççıdan satın aldığından, sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin risk, tümüyle aracı kuruluş tarafından üstlenilmekte; ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ise, henüz satış süreci başlamadan önce, sermaye piyasası araçlarının bedellerini tahsil ederek ihtiyaç duyduğu fona kavuşmaktadır²⁹⁶. Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluş, ihraççının ya da sermaye piyasası araçlarını satan pay sahibinin temsilcisi olarak hareket etmekte iken, tümünü yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluş, satış bizzat kendisi, kendi nam ve hesabına gerçekleştirmektedir. Bu aracılık türünde, satım sözleşmesi, aracı kuruluş ile yatırımcı arasında akdedilmekte, ihraççı ya da sermaye piyasası araçlarını satan pay sahibi ile yatırımcı arasında ise hiçbir akdi ilişki söz konusu olmamaktadır. **Manavgat**, bu türde, bir aracılık sözleşmesi yapılması durumunun söz konusu olmadığını, sadece ihraççı ile aracı kurum arasında bir alım-satım sözleşmesi akdedilmesinin yeterli olacağı görüşünü paylaşmaktadır²⁹⁷.

Öğretide, sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan ya da sermaye piyasası araçlarını satışa arz eden pay sahibinden satın alarak, anılan araçların aracı kurum tarafından yatırımcılara satılması işleminin birinci el piyasa işlemi mi, yoksa ikinci el piyasa işlemi mi olduğu hususu tartışmaya açılmıştır. **Ünal**, söz konusu işlemin, birinci el piyasası işleminin bir aşaması olduğunu, bu itibarla da işlemin, birinci el piyasası işlemi niteliğini yitirmediği görüşünü, haklı olarak, taşımaktadır²⁹⁸. **Manavgat** ise, bu işlemi, bir ikinci el piyasası işlemi şeklinde nitelendirmiş ve değerlendirmiş bulunmaktadır²⁹⁹. Kanımca, burada hiç şüphesiz bir birinci el piyasası işlemi söz konusudur. Nitekim burada da sermaye piyasası araçlarının dağıtımı sonucunda oluşan fonlardan ihraççının yararlanması ve söz konusu sermaye piyasası

²⁹⁵ **Hazen**, Thomas Lee, Principles of Securities Regulation, Chapel Hill, North Carolina, Haziran, 2005, s. 45.

²⁹⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 219.

²⁹⁷ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 65.

²⁹⁸ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 34–35.

²⁹⁹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 65.

araçlarının halka arzı öncesinde ihraççı tarafından ihracı söz konusudur. Oysa ki ikinci el piyasalarında gerçekleştirilen işlemler sonucunda oluşan fon transferi ihraççıyı ilgilendirmemektedir ve bu piyasalarda, daha önceden ihraççılar tarafından ihraç edilerek satılan sermaye piyasası araçlarının, söz konusu araçları ellerinde bulduran kişiler tarafından tekrar satışa sunulması söz konusudur. Kaldı ki, bu noktada yine, “aracı” kavramının tanımı üzerinde durulması faydalı olacaktır. Tümünü yüklenim vasıtasıyla gerçekleştirilen aracılık işlemlerinde, aracı kuruluşun söz konusu alım-satımı başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına kendi namına yapması değil de kendi nam ve hesabına yapması, aracı kuruluşun yerine getirmekte olduğu fonksiyonu değiştirmeyecektir. Tümünü yüklenim yoluyla gerçekleştirilen aracılık işlemlerinin bir “aracı kuruluş” vasıtasıyla yerine getirildiği ve söz konusu faaliyetin herhangi bir “pazarlama şirketi/satıcı şirket” tarafından yerine getirilmesinin mümkün olmadığı düşünüldüğünde, burada bir pazarlama veya alelade bir alım-satım faaliyetinden değil, bir aracılık faaliyetinden bahsedilmesi gerektiği tam olarak açıklığa kavuşturulmuş olur.

Tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde, aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarını, belirli oranda indirim uygulanarak hesaplanan satış fiyatının altında bir bedelle satın almakta, satış fiyatı ile ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibine ödenen bu tutar arasındaki fark da, aracı kuruluşun karını teşkil etmektedir³⁰⁰. Aracı kuruluş, söz konusu getirinin dışında başka bir getiri kalemi talep etmeyecektir. Aracı kuruluş, tüm risk kendisine ait olmak üzere, satın aldığı sermaye piyasası araçlarını dilediği zaman, dilediği bedel üzerinden satışa çıkarma ya da stratejik bakımdan uygun görmesi halinde, satışa çıkarmayarak elinde tutma hakkına sahip bulunmaktadır³⁰¹.

Tümünü yüklenim sözleşmeleri, ABD’de oldukça yaygın bir uygulama alanı bulmaktadır³⁰². Buna karşılık, ülkemizde, bu sözleşmelerin uygulanmasına neredeyse hiç rastlanılmamaktadır. Bunun nedeni, sermaye piyasalarının derinliği sınırlı olan ülkemiz piyasalarında, aracı kuruluşların satış sürecine başlamadan önce peşin

³⁰⁰ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 111; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 77; **Tanör**, Halka Arz, s. 279; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 221.

³⁰¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 279.

³⁰² **Tanör**, Halka Arz, s. 279.

ödeme bulunarak tüm pazarlama risklerini üzerlerine almak konusunda istekli davranmamalarıdır³⁰³.

c. Karma Türler

Sözleşme serbestisi çerçevesinde, yukarıda detaylarıyla değinilen üç tip sözleşme dışında başka sözleşme tipleri de ihraççı ya da halka arz eden pay sahibi ile aracı kuruluş arasında akdedilebilir. Bunlar başlıca,

- i. Kısmen en iyi gayret, kısmen bakiyeyi yüklenim,
- ii. Kısmen en iyi gayret, kısmen tümünü yüklenim,
- iii. Kısmen tümünü, kısmen bakiyeyi yüklenim sözleşmeleridir.

aa. Kısmen En İyi Gayret, Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri

Aracı kuruluşun, satılmayan sermaye piyasası araçlarının sadece bir bölümünü satın almayı taahhüt ederek “bakiyeyi kısmen yüklenmesi” mümkündür. Bu yöntem, Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38’inci maddesinin 4’üncü fıkrasının c bendinde, “*sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmının bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması*” şeklinde ifade edilmiş bulunmaktadır. Bu tip sözleşmenin aracı kuruluşun yararına olan kısmı, aracı kuruluşun satın almak zorunda kalabileceği sermaye piyasası araçlarının tutarına bir üst sınır getirilmiş olmasıdır.

bb. Kısmen En İyi Gayret, Kısmen Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri

Seri V, No: 46 sayılı Tebliğ’in 38’inci maddesinin 4’üncü fıkrasının (c) bendinde “*kısmen tümünü yüklenim*” olarak adlandırılan bu model, “*sermaye piyasası araçlarının bir kısmının, bedelleri satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılması*” şeklinde ifade edilmiş bulunmaktadır.

cc. Kısmen Tümünü Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri

Bu tür sözleşmeler de, tümünü yüklenim ve bakiyeyi yüklenim modellerinin bir araya getirildiği karma sözleşmelerdir³⁰⁴.

³⁰³ Ayoğlu, Halka Arz, s. 222.

D. HALKA ARZIN TÜRLERİ

Halka arzın, gerçekleştirildiği piyasaya göre, üç ayrı türü bulunmaktadır. Bunlar; yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzı anlamına gelen birinci el piyasasında halka arz, sermaye piyasası araçlarının, anılan araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından tekrar halka arz edilmesi anlamına gelen ikinci el piyasasında halka arz ve bu iki türün bileşiminden teşkil eden karma halka arzlardır.

1. Birinci El Piyasasında Halka Arz (“*Initial Public Offering*”veya “*IPO*”)

Sermaye piyasası araçlarının onları ihraç eden ihraççılar tarafından halka arz edilmesi, birinci el piyasasında halka arzı teşkil eder. Burada, sermaye piyasası araçlarının satışından dolayı elde edilen tüm gelir, -aracı kuruluşlar vasıtasıyla halka arz ihtimalinde, aracı kuruluşların elde edeceği gelir saklı kalmak kaydıyla- ihraççılara ait olacak ve anılan sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar, söz konusu sermaye piyasası araçlarının ilk sahibi olacaklardır. Birinci el piyasasında halka arzı, hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arzı ile hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının birinci el piyasasında halka arz edilmesi şeklinde ikili bir ayırım çerçevesinde incelemek gerekmektedir.

a. Hisse Senetlerinin Birinci El Piyasasında Halka Arzı

Hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arz edilmesi, iki şekilde gerçekleşir: Tedrici kuruluş esnasında halka arz ve sermaye artırımını yoluyla halka arz.

aa. Tedrici Kuruluş Esnasında Halka Arz

TTK'nun 276'ncı maddesinin 1'inci fıkrası hükmü gereğince, anonim ortaklıklar, ani ya da tedrici şekilde kurulabilirler. Ani kuruluşta, ortaklık paylarının tamamı kurucular tarafından taahhüt edilirken; tedrici kuruluşta, payların bir kısmı kurucular tarafından taahhüt edilir, diğer bir kısmı için ise halka müracaat edilir.

³⁰⁴ Daha detaylı açıklama için bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 224–225.

Dolayısıyla, anonim ortaklığın tedrici kuruluş usulü ile kurulması esnasında halka müracaat edilmesi, tedrici kuruluşun karakteristik bir özelliğini teşkil etmektedir³⁰⁵.

bb. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Sermaye artırımı yoluyla yaratılan ortaklık paylarının halka arz edilebilmesi, mevcut pay sahiplerinin TTK'nun 394'üncü maddesinde öngörülen rüçhan haklarının kısıtlanması ya da ortadan kaldırılması yoluyla mümkündür. Dolayısıyla, mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanması ya da ortadan kaldırılması yönünde bir genel kurul kararı bulunmadığı sürece, sermaye artırımı neticesinde yaratılan payların halka arz edilmesi mümkün bulunmamaktadır³⁰⁶.

Gerek tedrici kuruluş sırasında, gerekse de sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arz edilmesi halinde, TTK'nun 283 vd. maddelerinde düzenlenen iştirak taahhütnamesi düzenlenmesi gerekip gerekmediği de tartışmalı bir konu teşkil etmektedir. **Günel, Domaniç, Somer, Bahtiyar ve İmregün**, TTK'nun iştirak taahhütnamesine ilişkin hükümlerinin, tedrici kuruluş veya sermaye artırımı esnasında SPKn kapsamında halka arz edilecek hisse senetleri bakımında da uygulanacağını, uygulanması gerektiğini ifade etmektedirler³⁰⁷.

Ayoğlu ve Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, iştirak taahhüdüne yönelik TTK hükümlerinin SPKn anlamında yapılan halka arz işlemlerinde uygulanmasının herhangi bir anlamı olmadığını, kanımızca son derece haklı olarak, belirtmiş bulunmaktadır³⁰⁸. Gerçekten de, iştirak taahhütnamesi, TTK sisteminde vadeye bağlanması imkânı bulunmayan sermaye borcunun ödeneceği yönünde taahhütnamede bulunan kişi tarafından anonim ortaklığa verilmiş bir taahhütname niteliğindedir. Oysa ki, SPKn anlamında gerçekleştirilen halka arzlarda, pay bedelleri nakden ve tamamen ödenmek durumundadır ki, pay senetleri ilgili pay sahibine teslim edilebilsin. Dolayısıyla, pay bedelleri tam ve nakden ödenmeden, ilgili anonim

³⁰⁵ Tedrici kuruluş sistemindeki halka arz aşaması, TTK'nun 281 ve 299'uncu maddeleri arasında düzenlenmiştir. Ancak, SPKn'nun yürürlüğe girmesinden sonra, bu hükümlerin uygulama alanının kalmadığı, halka satış aşamasının SPKn hükümleri doğrultusunda gerçekleştirileceği ve ancak SPKn'nunda düzenleme öngörülme konularında TTK'nun yukarıda belirtilen hükümlerinin uygulama alanı bulabileceği kabul edilmektedir. Bkz. **Somer**, s. 68.

³⁰⁶ **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 29.

³⁰⁷ **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 29; **Domaniç**, Hayri, Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi-II, İstanbul, 1988, s. 271-272; **Somer**, s. 105-107; **Bahtiyar**, Mehmet, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul, 1996, s. 86-88; **İmregün**, s. 72 vd.

³⁰⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 96; **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, s. 236-237.

ortaklıkta pay sahibi olunması mümkün değildir. Hal böyle iken, pay sahibi sıfatını kazanmadan önce ya da bu sıfatın kazanılması ile eş zamanlı olarak yasal zorunluluk gereği sermaye borcunu ifa eden bir kimsenin, ayrıca bir de ortaklığa karşı bu edimini taahhüt etmesi, teknik ve hukuki açıdan hiçbir anlam ifade etmeyecektir³⁰⁹.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nden önce yürürlükte bulunan Seri: I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 22'nci maddesinin son fıkrası, "tedrici kuruluş halinde iştirak taahhüdüne ilişkin TTK hükümlerinin uygulanacağı"nı; Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 7'nci maddesi ise, "sermaye artırımları nedeniyle halka arz edilecek paylara ilişkin olarak, TTK'na uygun şekilde düzenlenecek iştirak taahhünamelerinin talep formuna eklenmesinin zorunlu bulunduğu" öngörülmekteydi. Anılan tebliğleri yürürlükten kaldıran Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'de ise bu yönde herhangi bir düzenleme yer almamaktadır. Kanımca, yeni tebliğlerde bu yönde bir düzenlemeye yer verilmemiş olması son derece yerindedir; çünkü tam ve nakden ödeme ilkesinin uygulama alanı bulduğu halka arzlarda, iştirak taahhüdüne yönelik hükümlerin pratikte bir faydası bulunmamaktadır.

b. Hisse Senetleri Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçlarının Birinci El Piyasasında Halka Arz Edilmesi

Hisse senetlerinin dışında kalan sermaye piyasası araçları bakımından, hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arz edilmesi hallerini oluşturan tedrici kuruluş esnasında halka arz ya da sermaye artırımını yoluyla halka arz gibi haller söz konusu değildir. Bu sermaye piyasası araçlarının ihraççıları tarafından ihraç edilip ilk sahiplerine dağıtıldığı tüm halka arz işlemleri, birinci el piyasası işlemi niteliğindedir³¹⁰.

2. İkinci El Piyasasında Halka Arz ("Secondary Offering" veya "SPO")

³⁰⁹ Ayoğlu, Halka Arz, s. 96.

³¹⁰ Ayoğlu, Halka Arz, s. 96.

İkinci el piyasasında halka arz, ihraççılar tarafından halka arz edilmiş sermaye piyasası araçlarının, anılan araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından tekrar halka satılması anlamına gelmektedir. Bu işlemlerden elde edilen gelir, birinci el piyasa işlemlerinin aksine, ihraççılara değil, satıcı konumunda bulunarak halka arzda bulunan kişi ya da kuruluşlara ait olmaktadır.

ABD Hukukunda da, ikinci el piyasasında halka arz terimi, “*daha önceden ihracı yapılmış sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılması*” anlamında kullanılmaktadır³¹¹.

İkinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz bakımından öğretide en fazla tartışılan hususlardan biri, halka açık olmayan bir anonim ortaklığın pay sahiplerinden birinin, ortaklığın onayı olmaması hatta aksi yöndeki iradesine rağmen, ortaklık pay senetlerini halka arz edip edemeyeceğidir. **Tekinalp**, halka arzın şirket yönetimi ve çoğunluğun iradesine aykırı olarak gerçekleştirilmesinin anonim ortaklıkların sermayeye dayalı yapısına ve çoğunluk ilkesine aykırı düşeceğini ileri sürmekte ve bu işlemin ilgili ortaklığın yetkili organlarının kararıyla gerçekleşmesi gerektiğini savunmaktadır³¹².

Buna karşılık, **Teoman** karşı görüştedir³¹³. **Teoman**, mevcut düzenlemeler karşısında ortaklık yönetim kurulunun halka arzı onaylama gibi bir yetkisinin bulunmadığını; bu itibarla, halka arzın “*de facto*”, yani ortaklığın iradesine aykırı olarak gerçekleşmesinin mümkün olduğunu ifade etmektedir³¹⁴. Gerçekten de, mevcut düzenlemeler karşısında, ortaklık yönetim kurulunun halka arzı onaylama gibi bir yetkisi bulunmamaktadır. Nitekim Kurul’un da bu görüşte olduğu, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin “Mevcut Payların Halka Arzı” başlıklı 5’inci maddesinin 4’üncü fıkrasında yer alan, “Ortaklık yönetim kurulu, hissedar ve ilgili aracı kuruluşa, esas sözleşme değişikliği ve Kurul kaydına alınma sırasında gerekli belgeleri sağlamak ve satış sırasında mevzuatta öngörülen mükellefiyetleri yerine getirmek zorundadır.” hükmünden anlaşılmaktadır. Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına

³¹¹ **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 89; **Brown**, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 109; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 26, dñn. 47.

³¹² **Tekinalp**, AO Tipi İçinde Sınıf Değıştirme, s. 33 vd.

³¹³ **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzulunmuş Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 39 vd.

³¹⁴ **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzulunmuş Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 39 vd.

İlişkin Esaslar Tebliği'nden önce yürürlükte bulunan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 5'inci maddesinin 1'inci fıkrasının 2'nci cümlesi de benzer yönde bir düzenleme içermektedir. Anılan düzenlemeye göre, halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılacak halka arz işlemlerinde, ortaklık yönetim kurulunun, satışa aracılık yapacak aracı kuruluşa gerekli belgeleri sağlamak ve satış sırasında mevzuatta öngörülen mükellefiyetleri yerine getirmekle yükümlü olduğu öngörülmüş bulunmaktaydı. Gerçekten de, mevcut düzenlemeler karşısında ortaklık yönetim kurulunun halka arzı onaylama gibi bir yetkisinin bulunmamaktadır ve ortaklık yönetim kurulu sadece üzerine düşen mükellefiyetleri yerine getirmelidir³¹⁵. **Ayoğlu** da aynı görüşü taşımaktadır³¹⁶.

3. Karma Halka Arzlar

Bir halka arz işleminde, hem birinci el piyasasında gerçekleştirilen bir halka arz işleminin hem de ikinci el piyasasında gerçekleştirilen bir halka arz işleminin bulunması mümkündür. Örneğin, bir halka arz işlemi içinde, hem ortaklığın sermaye artırımını neticesinde ihdas ettiği hisse senetleri halka arz edilebilir hem de mevcut pay sahiplerinin ellerinde bulunan paylar halka arz edilebilir. Bu türden hem birinci el piyasası işlemi niteliğinde bulunan işlemlerin, hem de ikinci el piyasası işlemi niteliğinde bulunan işlemlerin bir araya gelmesi halinde, "karma halka arz"dan bahsedilmektedir.

E. HALKA ARZDA BULUNMANIN ETKİLERİ

1. Halka Arzın Makroiktisadi ve Mikroiktisadi Etkileri

a. Halka Arzın Makroiktisadi Fonksiyonu: Mülkiyetin Küçük Yatırımcı ile Paylaşılması

Halka arz, mülkiyetin küçük yatırımcı ile paylaşılmasında önemli bir görev üstlenmektedir. Halka arz yoluyla halkın atıl tasarrufları üretime aktarılmakta, böylece ekonominin güçlenmesi sağlanmış olmaktadır. Halkın atıl tasarruflarının üretime aktarılması başlıca iki yöntemle gerçekleştirilmektedir: Bunlardan ilki, ortaklık senetlerinin halka arzedilmesi, diğeri de borçlanma senetlerinin halka arz edilmesidir. Ortaklık senetlerinin halka arz edilmesinde, mülkiyet halk ile

³¹⁵ **Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, s. 39 vd.

³¹⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 100.

paylaşılmakta, borçlanma senetlerinin halka arzında ise, bankacılık sektörünün sağladığı getiriye alternatif oluşturulmuş olmaktadır.

b. Halka Arzın Mikroiktisadi Fonksiyonu: Finansman Sağlama

Halka arzı gerçekleştiren ihraççılar ya da pay sahipleri açısından bakıldığında ise, halka arzın amacının finansman sağlama olduğu görülür. Gerçekten de, ortaklıklar, ihtiyaç duydukları fon ihtiyacını kendi iç kaynaklarından ya da mevcut pay sahiplerinden sağlayamadıkları durumlarda, halka arz yoluna gitmeyi tercih ederler. Ortaklıklar, iki yöntemle halktan finansman sağlayabilirler: Bunlardan ilki, ortaklık senetleri ihracı, diğeri ise borçlanma senetleri ihracıdır.

Ortaklık senetleri ihraç ederek halka arz eden ortaklıklar, maliyetsiz bir finansman sağlama yöntemini tercih etmiş olurlar. Gerçekten de, ortaklık senetleri ihracı neticesinde, ortaklık bütçesinde toplanan meblağ, belli bir süre sonunda geri ödenmesi gerekli olmayan ve ortaklık bilânçosunda borç kalemleri arasında yer alacak bir meblağ değildir³¹⁷. Buna karşılık, ortaklık senetlerinin halka arz edilmesinin maliyetine, halka arzdan önce ortaklıkta pay sahibi olan kimselerce katlanıldığı söylenebilir; çünkü bu kimselerin pay sahipliği oranında, bünyeye yeni ortaklar girmesi nedeniyle bir azalma söz konusu olacak ve söz konusu katılmalar, anılan kişilerin ortaklık karına iştirak oranlarının azalması sonucunu doğuracaktır³¹⁸.

Buna karşılık, borçlanma senetlerini ihraç ederek halka arz eden ortaklıkların maliyetsiz bir finansman sağlama yöntemini tercih ettiği söylenemez. Gerçekten de, borçlanma senetleri ihraç edip halka arz ederek fon sağlama yöntemi, çoğunlukla, bankacılık sisteminden sağlanabilecek finansman kaynaklarına oranla daha maliyetli bir yöntemdir³¹⁹. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi; halkın borçlanma senetlerini satın alması için, söz konusu senetlerin faiz getirilerinin bankacılık sisteminden sağlanabilecek getirilere oranla daha yüksek olması gerekir ki, halk atıl tasarruflarını bankalara değil de ilgili ortaklıkların borçlanma senetlerine yatırsın. İkinci nedeni de, söz konusu borçlanma senetlerinin ihracı ve halka arzına ilişkin giderlerin yüksek olmasıdır. O halde, borçlanma senetleri ihraç ederek fon toplamaya çalışmanın iki olasılıkta anlamlı olduğu düşünülebilir³²⁰. Birinci olasılık, ihraççının bankacılık

³¹⁷ Yanlı, s. 87 vd.

³¹⁸ Ayoğlu, Halka Arz, s. 88.

³¹⁹ Ayoğlu, Halka Arz, s. 88.

³²⁰ Ayoğlu, Halka Arz, s. 88.

sisteminden fon sağlama olasılığının olmaması, yani ihraççının bu sistem nezdindeki kredibilitelerini yitirmiş ya da azaltmış olması, ikinci olasılık ise, ihraççının çok yüksek bir fon tutarına ihtiyacı olması nedeniyle, anılan meblağı, bankacılık sisteminden sağlayamaması ve ancak borçlanma senetleri ihracından sağlayabilecek olmasıdır³²¹.

2. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Etkileri

a. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Olumlu Sonuçları

aa. İhraççı Ortaklığın Prestijinin Artması

Halka arzda bulunan ihraççının kredibilitesi, yani toplum nezdindeki prestij ve tanınırlığı ciddi ölçüde artmaktadır³²². Gerçekten de, halka arz işlemi neticesinde, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne, kar dağıtım zorunluluğuna, şeffaf yönetim ve bağımsız denetim gibi birtakım yükümlülüklerle tabi hale gelen ihraççının; kredi kuruluşları ve yatırımcılar nezdinde prestijleri son derece artmaktadır.

Bu bağlamda; ülkemizde kamuoyu nezdinde en fazla bilinen şirketler, halka açık anonim ortaklıklar, özellikle de hisse senetleri borsaya kote edilmiş olan şirketlerdir.

bb. Hisse Senetlerinin Likit Enstrüman Niteliği Kazanması

Hisse senetlerinin likit enstrüman niteliği kazanması, aktif bir ikinci el piyasasına sahip olmaları, yani ihraççıdan onları satın alarak yatırım yapan pay sahiplerinin onları kolaylıkla ve kar elde ederek tekrar satışa sunabilmeleri anlamına gelmektedir.

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile bu senetler için aktif bir ikinci el piyasası yaratılmış olmaktadır³²³. Söz konusu ikinci el piyasası sayesinde de, ortaklığa ait hisse senetleri, kolay paraya çevrilebilir yatırım aracı, yani likit enstrüman niteliği kazanmış olur³²⁴.

³²¹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 88.

³²² **Yanlı**, s. 87; **Hazen**, Principles of Securities Regulation, s. 62-63.

³²³ **Yanlı**, s. 87.

³²⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 102.

Hisse senetleri bakımından aktif bir ikinci el piyasasının oluşmasının bir diğer önemli getirisi ise, hem hisse senetlerinin hem de anılan hisse senetlerini ihraç ederek halka arz eden ortaklığın değerinin objektif kriterlere dayanarak tespit edilebilmesidir. Bu bağlamda, ortaklığın değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri esas alınmak suretiyle istenildiği anda kolaylıkla hesaplanabilmektedir³²⁵.

cc. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçilebilmesi

TTK'nun 269'uncu maddesi hükmüne göre, anonim ortaklıkların esas sermayesi muayyendir. Muayyen sermaye sisteminin iki temel özelliği bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, esas sermayenin tamamının taahhüt edilmesi ve belirli bir kısmının ödenmiş olmasıdır. Sistemin ikinci özelliği ise, sermayenin sabitliğidir. Sermayenin sabit olması, değişmemesi anlamına gelmemekte olup, esas sermayenin TTK'nda öngörülen usul ve esaslara göre artırılabilmesi veya azaltılabilmesini ifade etmektedir³²⁶.

Esas sermayenin artırılması için şirket esas sözleşmesinin değiştirilmesi ve bu değişikliğe ilişkin kararın da şirket genel kurulu tarafından alınması gerekmektedir. Gerçekten de, esas sermaye sistemine tabi halka açık anonim ortaklıklar için sermaye artırımı süreci şu şekilde işlemektedir: Esas sözleşme değişiklik metninin hazırlanması, Kurul'un onayı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın izni, genel kurul yapılacağına ilanı ve genel kurulun toplantıya çağırılması, rüçhan haklarının kullanılması, genel kurul kararlarının yerine getirilmesi, değişikliğin tescil ve ilanı ve hisse senetlerinin teslimi³²⁷. Bu durum, özellikle çok ortaklı anonim şirketlerde, sermaye artırımının hem yüksek maliyetli olmasına, hem de uzun zaman almasına neden olmaktadır. Sermaye artırım işlemlerinin uzun zaman alması, ortaklıkların, sermaye artırımı yoluyla hisse senedi arzında sermaye piyasasından kaynak sağlamalarını güçleştirmektedir.

Yukarıda belirtilen sakıncaların giderilmesini temin etmek için, halka açık anonim ortaklıklar için kayıtlı sermaye sistemine³²⁸ geçiş imkânı getirilmiş

³²⁵ Ayoğlu, Halka Arz, s. 103.

³²⁶ Tekinalp, Sermaye Piyasası, s. 42-43.

³²⁷ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 447.

³²⁸ Bu sisteme İngilizce'de "*authorized capital*" ya da "*registered capital*" denilmektedir. Bu sistem hakkında detaylı bilgi edinmek için Bkz. Bahtiyar, Kayıtlı Sermaye Sistemi.

bulunmaktadır³²⁹. Belirtmek gerekir ki, kayıtlı sermaye sistemi, halka açık anonim ortaklıklar için bir mecburiyet değil, bir seçenek teşkil etmektedir³³⁰. Öyleyse, kayıtlı sermaye sistemine geçiş, esas itibariyle ihtiyaridir ve ortaklıkların takdirine bağlıdır³³¹. Dolayısıyla, kayıtlı sermaye hukuk literatürümüze SPKn ile getirilmiş bir kavramdır³³². **Kütükçü** ve **Helvacı**, kayıtlı sermaye sisteminin TTK ile değil de SPKn ile düzenlenmiş olması hususunu eleştirmektedir³³³. **Helvacı**, kanımca da son derece yerinde olarak, anılan sistemin halka açık olmayan anonim ortaklıklarda da uygulanması gerektiği görüşünü taşımaktadır³³⁴. SPKn'nun 3'üncü maddesinin d bendine göre, kayıtlı sermaye, "*anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nun sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret siciline tescil edilmiş sermayeleridir*". Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemine geçebilmektedir. Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmek isteyen ortaklıklar, Kurul'dan söz konusu değişiklik için izin aldıktan sonra, esas sözleşmelerine bu yönde hüküm koymalı ve bu amaçla esas sözleşmelerinin ilgili bölümlerinde bu sistemden yararlanmayı sağlayacak değişiklikleri yapmalıdırlar³³⁵.

Esas sermaye sisteminden kayıtlı sermaye sistemine geçmek isteyen bir ortaklık, sırasıyla şu işlemleri yerine getirmek zorundadır³³⁶: Yönetim kurulu kararı ve değişiklik teklifinin hazırlanması, Kurul izni, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı izni, genel kurul kararı, imtiyazlı pay sahipleri kurulu kararı ve esas sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescili ve ticaret sicil gazetesinde ilanı.

³²⁹ **Yasaman**, kayıtlı sermaye sisteminin kapalı anonim ortaklıklarda uygulama alanı bulmasına engel oluşturan herhangi bir haklı gerekçe bulunmadığı kanısını taşımaktadır. Bkz. **Yasaman**, Hamdi, "Sermaye Piyasası Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Üzerindeki Etkileri ve Sermaye Artırımı", Erdoğan Teziç'e Armağan, İstanbul, 2007, s. 852.

³³⁰ **Tekil**, Fahiman, Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul, 1998, s. 70.

³³¹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 155.

³³² **Tanör**, Halka Arz, s. 197.

³³³ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 444, **Helvacı**, **Mehmet**, "Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1995-96, Vol. 18 No: 1-4, s. 157.

Öğretide, kayıtlı sermaye sisteminin, klasik anonim ortaklık hukukunun varetmediği genel kurul, yönetim kurulu güç dengesini yönetim kurulu lehine bozduğu; birleşme işlemlerini kolaylaştırdığı cihetle yoğun birleşmeler serisine yol açtığı ve küçük pay sahipleri aleyhine dengeleri değiştirdiği ileri sürülmektedir. Detaylı açıklama için Bkz. **Helvacı**, s. 158, dpn. 4.

³³⁴ **Helvacı**, s. 157, dpn. 1.

³³⁵ **Tanör**, Halka Arz, s. 199.

³³⁶ **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 75 vd.

Bu sistemin en büyük özelliği, ortaklık yönetim kurulunun, sermaye artırımını, alacağı bir karar ile esas sözleşmede gösterilen “taban” ve “tavan” sermaye miktarları arasında kalmak kaydıyla, TTK’nun sermayenin artırılması hükümleri ile bağlı kalmaksızın gerçekleştirebilmesidir. Sistemin sağladığı avantaj, sermaye artırımının TTK sistemine oranla, daha az prosedürle ve daha seri şekilde gerçekleştirilebilmesidir. Dolayısıyla, bu sistemde, esas sözleşme değişikliğine ve genel kurul kararına ihtiyaç duyulmaksızın yönetim kurulu tarafından sermaye artırımına gidilebilme imkânı tanınmaktadır.

Kayıtlı sermaye sisteminde, anonim ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeye “çıkartılmış sermaye”³³⁷ denilmektedir. Çıkartılmış sermaye, esas sermaye sistemindeki ortaklıkların “ödenmiş sermaye”lerine tekabül etmektedir³³⁸. Kayıtlı sermaye sistemine girebilmek için gerekli sermaye ise, SPKn. tarafından “başlangıç sermayesi” olarak nitelendirilmiştir. Başlangıç sermayesi, Kurul’ca belirlenen tutardan az olamaz. Çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senedi çıkarılamamaktadır.

İmtiyazlı hisse senedi çıkarılması, itibari değer üzerinde hisse senedi çıkarılması, rüçhan haklarının sınırlandırılması, imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarının sınırlandırılması yetkilerinin kullanımı için yönetim kurulunun esas sözleşme ile yetkili kılınmış bulunması gerekmektedir³³⁹. Yönetim kurulunun yeni pay alma (rüçhan) haklarını kısıtlama yetkisi, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamaz.

Bununla birlikte, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, hisse senetlerinin alıcıya teslimi ile birlikte pay sahipliği sıfatının kazanılacağını ifade eden ve bu sisteme tabi anonim ortaklıklar bakımından TTK’nun tescilden önce çıkartılacak hisse senetlerinin hükümsüz addedileceğini öngören 395’inci maddesinin 3’üncü cümlesi ile 412’nci maddesinin 1’inci fıkrası hükümlerinin uygulanmayacağını belirten SPKn’nun 7’nci maddesinin IV’üncü fıkrası hükmünün 3’üncü cümlesi hükmü öğreti tarafından eleştirilmiştir. SPKn. tarafından uygulanmayacağı öngörülen bu hükümler, sermaye artırımının tescilinden önce çıkarılan hisse senetlerinin geçersizliğini ve tescilden önce hisse senedi çıkaranların

³³⁷ İngilizce’de çıkartılmış sermayeye “*issued capital*” denilmektedir.

³³⁸ Helvacı, s. 157 vd.

³³⁹ Aytaç, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 156; Bahtiyar, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 153–168.

bundan doğan zarardan sorumlu olacağını öngörmektedir. Öyleyse, SPKn. sistematüğinde, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ortaklıklar tarafından yapılan sermaye artırımlarında artırımın tescilinden önce hisse senedi çıkarılabilir, bu hisse senetleri geçerli olur ve anılan hisse senetlerini ihraç eden kişiler de sorumlu tutulamazlar³⁴⁰. **Tekinalp**, bu düzenlemeye göre, tescilin sadece açıklayıcı bir işlevi olduğunu dile getirmekte, oysa tescile sadece açıklayıcı bir işlev yüklemenin sisteme uygun olmadığını belirtmektedir³⁴¹. **Bahtiyar** da, bu düzenlemenin TTK'nın genel sistematüğüne uygun olmadığını belirtmektedir³⁴². Kanımca, bu düzenleme gerçekten de TTK'nun genel sistematüğüne uygun değildir ama yerinde bir düzenlemedir. Şöyle ki, kayıtlı sermaye sisteminin özelliğı, sermaye piyasaları işlemlerinin ihtiyacı doğrultusunda, sermaye artırımının TTK sistemine oranla daha az prosedürle ve daha seri bir şekilde gerçekleştirilebilmesidir. Dolayısıyla, sermaye artırımının tescilinden önce çıkarılan hisse senetlerinin hükümsüz olacağını öngören düzenlemeler, kayıtlı sermaye sisteminin işleyişi ve amacı ile bağdaşmamaktadır.

Anonim ortaklığın mali durumunun bozulması durumunda yönetim kurulunun ya da genel kurulun yerine getirmekle yükümlü bulunduğu görevleri ve bunun sonuçlarını düzenleyen TTK'nun 324'üncü maddesinin kayıtlı sermaye sistemini kabul eden halka açık anonim ortaklıklarda uygulama alanı bulup bulamayacağı hususu öğretilde **Teoman** tarafından incelenmiş bulunmaktadır. **Teoman**, söz konusu hükmün, kapalı nitelikteki anonim ortaklıklarda büyük ölçüde alacaklıların kısmen de yönetim görevini üstlenmeyen azınlık pay sahiplerinin korunmasına hizmet ettiği halde, halka açık anonim ortaklıklarda bunların yanı sıra ilgili şirketin hisse senetlerini borsadan satın alacak yatırımcıların çıkarlarını da koruduğı gerekçesiyle, evleviyetle uygulanması gerektiğı fikrini taşımaktadır³⁴³. Gerçekten de, halka açık bir anonim ortaklığın hisse senetlerini satın alacak yatırımcıların izahnamede gösterilen çıkarılmış sermaye tutarının gerçekten de o ortaklığın bünyesinde mevcut bulunduğuna güvenmeleri esastır.

Kayıtlı sermaye sisteminden çıkma ise, anılan sermaye sistemine girişte olduğu gibi, Kurul'dan izin alınma şartına bağlı bulunmaktadır. Ayrıca, kayıtlı sermaye sistemini amacı dışında; ortakların ve diğere tasarruf sahiplerinin istismarına yol

³⁴⁰ **Tekinalp**, AO Tipi İçinde Sınıf Değıştirme, s. 34.

³⁴¹ **Tekinalp**, AO Tipi İçinde Sınıf Değıştirme, s. 33 vd.

³⁴² **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 167 vd.

³⁴³ **Teoman**, Ömer, "Kayıtlı Sermaye Sistemini Kabul Eden Anonim Ortaklıklarda TTK. m. 324 Denetimi", Ticaret Hukukunun Güncel Sorunları II, Prof. Dr. Selim Kaneti'ye Armağan, s. 308.

açacak şekilde kullandığı anlaşılan, ortaklık yapısı nedeniyle bu sisteme ihtiyaç duymaksızın kolayca sermaye artırımını yapabilecek durumda olan ve bu sisteme geçişte aranan diğer nitelikleri yitiren ortaklıklar da Kurul tarafından sistemden çıkarılabilirler³⁴⁴. Kayıtlı sermaye sisteminden çıkan veya çıkarılan ortaklıklar, çıkış tarihinden itibaren en az 2 yıl geçmeden yeniden sisteme kabul edilmezler. Bununla birlikte, ortaklık yönetiminin değişmesi veya kayıtlı sermaye sisteminden çıkma veya çıkarılma sebeplerinin ortadan kalktığına saptanması durumunda, ortaklıkların başvurusu üzerine 2 yıllık sürenin dolması beklenmeksizin ortaklıkların yeniden kayıtlı sermaye sistemine geçmelerine Kurul’ca izin verilebilir.

dd. Oydan Yoksun Hisse Senedi İhraç Etme İmkânı

SPKn’nun 14/A maddesine göre, “*anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oy hakkından yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilirler.*”

Oydan yoksun hisse senetleri, sahiplerine sağlamaları zorunlu olan kar payı imtiyazı nedeniyle, kanunen imtiyazlı hisse olarak öngörülmüşlerdir³⁴⁵. SPKn’nun 2’nci fıkrasının Kurul’a verdiği yetkiye dayanarak Kurul tarafından çıkarılan Seri: I No: 36 sayılı Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ’de³⁴⁶ ise, oydan yoksun paylar, “*Ortaklıkların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istendiğinde bedelsiz pay alma hakkında imtiyaz dışındaki diğer hususlarda imtiyaz ve diğer ortaklık haklarını sağlayan, istendiğinde belirli bir vade veya vadelerde, sabit veya değişken oranda ortaklığın oy hakkına sahip paylarını satın alma ve ortaklık payları ile değiştirme hakkı veren paylar*” olarak tanımlanmıştır.

Oydan yoksun payların sahiplerine sunduğu haklar bulunmaktadır³⁴⁷. Oydan yoksun pay sahibinin azınlık hakları, yeni pay alma hakkı, bedelsiz pay alma hakkı, bilgi alma hakkı, kar payı hakkı, genel kurula katılma hakkı³⁴⁸, tasfiye bakiyesinde imtiyaz hakkı gibi hakları bulunmaktadır³⁴⁹.

³⁴⁴ **Tanör**, Halka Arz, s. 199.

³⁴⁵ **Aktaş**, Murat, Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Yetkin Yayınları, Ankara, 2006, s. 86.

³⁴⁶ RG. 21.01.2009 S. 27117.

³⁴⁷ Bu haklarla ve oydan yoksun paylarla ilgili daha detaylı bilgi edinmek için Bkz. **Aktaş**, s. 133 vd.

³⁴⁸ Oydan yoksun pay sahiplerinin katılımı ile alınan genel kurul kararlarının akıbeti hakkında detaylı bir araştırma için Bkz. **Ayoğlu**, Tolga, “Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Katılımı ile Alınan Genel

Oydan yoksun hisse senedi ihraç edebilme imkânının, hem ihraççılara hem de anılan araçları haiz pay sahiplerine sağladığı önemli faydalar bulunmaktadır. Gerçekten de, oydan yoksun pay ihracı, şirketin mevcut oy dengesini bozmadan ve şirket yönetiminde denetimi kaybetmeden şirketin taze finansal kaynak elde etmesini sağlamakta ve şirketin bu anlamda riskini paylaşmasına yardımcı olmakta, bu bağlamda ihraççıya fayda sağlamaktadır³⁵⁰. Pay sahibi ise, oy hakkı bulunmamasının bir telafisi olarak kar payı, tasfiye bakiyesine katılma vb. haklarından imtiyazlı olarak yararlanabilmektedir³⁵¹. Bu anlamda, oydan yoksun pay senetleri, SPKn. sistematığının getirdiği çok önemli ve faydalı bir yeniliktir.

b. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Doğurduğu Yükümlülükler

aa. SPKn'nun ve diğer Mevzuatın Öngördüğü Yükümlülüklerle Tabi Olma

SPKn, yatırımcıların haklarını korumak ve sermaye piyasalarının etkili bir düzen içerisinde işlemlerini sağlayabilmek için, ortakların genel kurula katılma ve bundan kaynaklanan haklar, oy hakkı, bilgi alma hakkı, iptal davası açma hakkı, sorumluluk davası açma hakkı, fesih davası açma hakkı, şikâyette bulunma hakkı gibi yönetime ilişkin haklarından daha çok, kar payı alma hakkı, rüçhan hakkı, bedelsiz pay alma hakkı gibi malvarlığı haklarında değişiklikler getirmiştir ve söz konusu hakları daha etkin bir koruma altına almıştır. Gerçekten de sermaye piyasasının gelişmesi ve hisse senedi talebinin artırılabilmesi, enflasyonist bir ortamda ancak hisse senedi yatırımcısının mali yönden desteklenmesi ile mümkün olup, SPKn. ile daha çok pay sahiplerinin mali haklarında değişiklikler yapılması, normal ve beklenen bir durumdur³⁵². Bununla birlikte, belirtmek gerekir ki, SPKn'nun yatırımcıları koruması, sosyal veya ekonomik yönden bir koruma değil, söz konusu yatırımcıları sadece sermaye piyasasında faaliyette bulunan aktörlerin hilesinden ve aldatmasından korumadır³⁵³.

bb. Kar Dağıtma Zorunluluğu

Kurul Kararlarının Akıbeti (TTK. m. 361/3'ün Uygulama Alanı)", Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 1/2002, s. 734-746.

³⁴⁹ Aktaş, s. 133 vd.

³⁵⁰ Aktaş, s. 36 vd.

³⁵¹ Aktaş, s. 36 vd.

³⁵² Aytaç, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 171-172.

³⁵³ Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 496.

TTK'da anonim ortaklık ortaklarına dağıtılacak temettü ile ilgili olarak, kanuni yedek akçelerin hesaplanmasına ilişkin 466'ncı maddenin 2'nci fıkrasının 3'üncü bendinde, % 5 oranında bir ilk temettüden bahsedilmekle birlikte, bunun dağıtılmasının zorunlu olduğu yönünde bir hükme yer verilmemiştir. Bu nedenle, TTK sisteminde, birinci temettünün zorunlu olmadığı gibi bir görüş, tüm uygulamaya yansımıştır³⁵⁴. Bu çerçevede, anonim ortaklıklar, pay sahiplerine genellikle temettü (kar payı) dağıtmamışlar ve bu durum, özellikle çok ortaklı şirketlerde küçük pay sahiplerinin yıllar boyu hiçbir getiri elde edememelerine ve dolayısıyla yakınmalarına neden olmuştur³⁵⁵.

Bu doğrultuda, SPKn'na tabi ortaklıklar açısından, SPKn'nun 15'inci maddesinde, pay sahiplerine belli oranda kar payı dağıtma zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre, hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıkların, yani "*halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından tespit olunacak miktardan az olamaz*". Ortaklıklar, bu doğrultuda, esas sözleşmelerine "*Birinci temettü oranı, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından saptanan miktardır.*" şeklinde bir hüküm koyabilirler³⁵⁶.

Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunmalıdır. TTK hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemez. Temettü, hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır. Halka açık anonim ortaklıklarca dağıtılacak birinci temettü tutarı, anılan ortaklıkların hesap dönemi karından, kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın % 20'sinden az olamaz. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların birinci temettüyü nakden dağıtmaları esastır.

Küçüksözen'e göre, ortaklıkların belirli oranda kar payı dağıtmaya zorlanmalarını, piyasa mekanizmasını benimsemiş bir ekonomide, yatırımcıyı

³⁵⁴ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 70; Yargıtay 11. Hukuk Dairesi, E. 1994/264 K. 1994/4336.

³⁵⁵ **Küçüksözen**, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, Yayın no: 131, Ankara, 1999, s. 114.

³⁵⁶ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 175.

korumak ve kamuyu aydınlatma yaklaşımının uygulandığı bir sermaye piyasasının işleyişi açısından doğru bir uygulama olarak kabul etmek pek mümkün değildir; çünkü her ortaklık dağıtacağı karı kendi belirleyip, bunu kamuoyuna doğru bir şekilde zamanında açıklarsa, kamuyu aydınlatma prensibi çerçevesinde, piyasa ve yatırımcılar bu bilgilere göre o ortaklığın menkul kıymetlerine yatırım yapıp yapmama tercihlerini yapacaklardır³⁵⁷. Bununla birlikte, Türk sermayesi, gelişmiş bir piyasa olmadığı cihetle, bu piyasa belli bir düzeye erişinceye kadar zorunlu kar dağıtımını sürdürmek yatırımcıları korumak açısından gerekli bir düzenlemedir denilebilir³⁵⁸. Kanımca da, aslında serbest piyasa ekonomilerini benimsemiş düzenlerde var olmaması gereken bu gibi hükümlerin ülkemiz gibi gelişmemiş sermaye piyasalarını haiz ülkelerin hukuki düzenlemelerinde geçici süreyle bulunması olumlu bir yaklaşımdır.

Bununla birlikte, kar dağıtma zorunluluğu, hisse senetleri borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklar için kaldırılmıştır. Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, temettü dağıtım biçimini genel kurullarında serbestçe kararlaştırabilirler. Buna göre, bu şirketlerde, temettü:

- i. tamamen nakit olarak dağıtılabilir,
- ii. tamamen hisse senedi olarak dağıtılabilir,
- iii. anonim ortaklıkların kendilerinin belirleyeceği oranlarda nakit ve hisse senedi olarak dağıtılabilir; bu halde bir bölümü ortaklık bünyesinde bırakılabilir,
- iv. dağıtılmadan şirket bünyesinde bırakılır.

Bununla birlikte, Kurul, yaptığı incelemeler neticesinde, bahse konu halka açık anonim ortaklıklardan gerekli gördükleri için birinci temettünün nakden dağıtılması zorunluluğunu getirebilir.

cc. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Özel Durum Açıklamaları

SPKn'nun 16/A maddesi ile Kurul, ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını

³⁵⁷ Küçüksözen, s. 115.

³⁵⁸ Küçüksözen, s. 115–116.

sağlamak amacıyla düzenlemeler yapmakla görevlendirilmiştir. Gerçekten de, kamuyu aydınlatma prensibinin, sermaye piyasasının dürüstlüğünü ve güvenini sağlamaya yönelik temel araç olduğu bütün gelişmiş sermaye piyasası sistemleri tarafından evrensel olarak kabul edilmektedir³⁵⁹.

ABD Hukuku'nda da ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları herhangi bir borsa veya Ulusal Aracı Kuruluşlar Birliği ("*National Association of Securities Dealers, Inc.*" veya "*NASD*") tarafından kurulan ve işletilen *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* ("*Nasdaq*") nezdinde kote edilmiş olan ihraççılar ile belirli nitelikleri haiz (örneğin, pay sahibi sayısı belli bir sayıdan fazla olan ve belirli bir miktar malvarlığının üzerinde malvarlığı bulunan şirketler)³⁶⁰ ihraççılar 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'na göre, yıllık finansal raporlarını ve özel durumlarını söz konusu Kanun'un öngördüğü zamanlarda ve/veya gerektiği zamanlarda kamuya açıklama yükümlülüğü altındadırlar³⁶¹. Aynı şekilde, ABD içinde herhangi bir şekilde halka arzda bulunmuş bir şirket, halka arzdan itibaren 1 (bir) sene süre boyunca ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının belli sayıdaki kişinin elinde bulunması halinde periyodik raporlarını halka açıklamak yükümlülüğü altındadır³⁶².

Kamuyu aydınlatma prensibi, hissedarların klasik anonim şirketlerdeki "bilgi alma hakları"nın, şirketlerin hissedarlarına "bilgi verme yükümlülüğü"ne dönüştüğünün en büyük göstergesidir³⁶³. Bu prensibin gelişmiş tüm sermaye piyasası sistemleri açısından kabul edilmesinin gerekçesi, şirketlerin giderek büyüyerek idarecilerin yetkili ve uzman şahıslardan seçilmesi sonucunda, şirket hissedarlarının şirket yönetiminden uzaklaşmış olmalarıdır³⁶⁴. Bununla birlikte, tüm halka açık anonim ortaklıklarda, genellikle yönetimde söz sahibi olmayan veya ortaklığın

³⁵⁹ **Manavgat**, Çağlar, Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 64, s. 73.

³⁶⁰ **Ratner**, David L. / **Hazen**, Thomas Lee, Securities Regulation Cases and Materials, 5. Baskı, St. Paul, Minnesota, 1996, s. 124.

³⁶¹ **Ratner**, David L., Securities Regulation, St. Paul, Minnesota, 1992, s. 98 vd.; **Greene**, Edward F. / **Beller**, Alan L. / **Rosen**, Edward J. / **Silverman**, Leslie N. / **Braverman**, Daniel A. / **Sperber**, Sebastian R., U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, 6. Bası, New York, 2001, Bölüm 1.03.

³⁶² **Greene** / **Beller** / **Rosen** / **Silverman** / **Braverman** / **Sperber**, Bölüm 1.03.

³⁶³ **Turanboy**, Asuman, Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 2.

³⁶⁴ **Turanboy**, Insider Muameleleri, s. 2.

yönetimi ile ilgilenmeyen küçük pay sahiplerinin korunmaları sermaye piyasaları sisteminin sağlıklı işlemesi için gerekli, hatta kaçınılmazdır³⁶⁵.

Kamuyu aydınlatma prensibinin amacı, halka arz edilecek menkul kıymetlere ilişkin tam ve ayrıntılı bilgilerin yatırımcılara sunulması yoluyla yatırımcıların doğru bilgilerle teçhizi ve bu bilgilerin ışığı altında isabetli yatırım kararı vermelerinin sağlanmasıdır³⁶⁶.

Sermaye piyasasında yatırımcıların, ellerindeki veya ilgilendikleri menkul kıymetlerle ilgili önemli bilgileri, zamanında ve doğru bir şekilde edinerek korunmalarını sağlamak amacıyla getirilen bu hüküm çerçevesinde, Kurul, özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili esasları, Seri: VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği³⁶⁷ ile uygulamaya koymuş bulunmaktadır. Anılan tebliğin amacı, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamaktır. Söz konusu tebliğ kapsamında, bir borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek veya haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerin kamuya açıklanması anlamına gelen özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esaslar belirlenmiş bulunmaktadır. Kurul, ayrıca, özel durumların kamuya açıklanmasında uyulması gereken esaslar ve yapılması gerekenlerle ilgili olarak ortaklıkları aydınlatması açısından, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Çerçevesinde Hazırlanan Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber”i (“**Rehber**”) yayınlamıştır³⁶⁸.

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’nde özel durumlar iki başlık altında incelenmektedir. Bunlardan ilki; sürekli bilgiler, diğeri ise içsel bilgilerdir. Tebliğin 4’üncü maddesinin f bendine göre; içsel bilgiler; sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgileri, sürekli bilgiler ise; içsel bilgi tanımı dışında kalan ve söz konusu tebliğ uyarınca açıklanması gerekli diğeri tüm bilgileri kapsamaktadır. Rehber’e göre ise içsel bilgi, “*somut bir olaya ilişkin; makul bir yatırımcının yatırım*

³⁶⁵ Erdem, Ercüment, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2/2002, s. 160.

³⁶⁶ Turanboy, Insider Muameleleri, s. 2.

³⁶⁷ RG. 06.02.2009 S. 27133.

³⁶⁸ Bkz. çevrimiçi www.spk.gov.tr.

kararını alırken anlamlı kabul edebileceği, kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili, sermaye piyasası araçlarının alım satımında kullanılması durumunda kullanıcısına bu bilgiden haberi olmayan diğer yatırımcılara nazaran avantaj sağlayabilecek olan, kamuya açıklandığı takdirde söz konusu sermaye piyasası aracının değerinde veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek bilgi” olarak tanımlanmaktadır.

Tebliğe göre, ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi, ortaklığın oy hakları ve sermaye tutarındaki değişiklikler, ortaklık haklarının kullanımına ilişkin bilgiler, borçlanma araçlarına ilişkin bilgiler sürekli bilgiler; söz konusu hususlar dışındaki olağandışı fiyat ve miktar hareketleri, haber veya söylentilerin doğrulanması, idari sorumluluğu bulunan kişilerin sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerinin açıklanması ise içsel bilgiler kapsamında değerlendirilir. Rehber’e göre; *“ortaklık faaliyetlerinin yasal veya idari işlemler sonucunda kısmen veya tamamen durması, faaliyetin imkânsız hale gelmesi veya bu sonuçları doğurabilecek gelişmelerin ortaya çıkması; ortaklık varlıklarının doğal afetler, yangın, su basması gibi olaylar sonucu zarara uğraması, faaliyet gösterilen sektöre ilişkin mevzuat değişiklikleri nedeniyle ortaklığın faaliyetlerinin veya mali durumunun etkileneceğinin ortaya çıkması gibi ortaklığı dolaylı olarak ilgilendiren dışsal koşullar”*, içsel bilgiler kapsamında kamuyla paylaşılmalıdır. Aynı doğrultuda; ortaklığın yönetici ve denetçi kadrolarındaki değişiklikler, ortaklık ve/veya ortaklıkta önemli görev ve sorumluluğu bulunan kişiler hakkında idari ve adli kovuşturma başlatılması, önemli tutarda olağandışı gelir ve karlar, birleşme ve devralmalar, ortaklığın maddi duran varlıkları ile alım-satım gibi işlemlerin meydana gelmesi, ortaklığın faaliyetlerine ve mali yapısına ilişkin değişiklikler, finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler de içsel bilgilerin kamuya açıklanması başlığı altında değerlendirilir.

“Özel durumlar” başlığı altında bir alt başlık olan ve özel durumların bir çeşidi olan “içsel bilgiler”in kamuya açıklanması, bazı koşulların varlığı halinde ve tebliğde öngörülen bazı hususlara uymak kaydıyla, “sürekli bilgiler”in kamuya açıklanmasından farklı olarak ortaklıkların meşru çıkarlarının zarar görmemesi amacıyla ertelenebilir. Rehber’e göre, ortaklığa erteleme hakkı veren meşru menfaatler özellikle; uzlaşma sağlanmasının yakın olduğu ancak sonuçların açıklanması yatırımcıların çıkarlarına hanel getirebilecek müzakerelerde veya

anlaşmaların veya ortaklığın yönetim organlarınca alınmış kararların uygulanmasının diğer ortaklığın onayını gerektirdiği ve bilginin açıklanmasının sürece olumsuz etki edeceği durumlarda oluşabilir. Örneğin, ortaklığın bir başka kişi veya kurumla sözleşme görüşmeleri sürerken, devam eden sözleşme müzakerelerinin kamuya açıklanması, sözleşme müzakerelerinin sonuçlarını etkileyebilir veya taraflardan birinin kaybına sebebiyet verebilir. Böyle bir durumda, içsel bilginin açıklanmasının ertelenmesi, ortaklığın meşru menfaatlerini korumaktadır. Bununla birlikte, pek tabiidir ki, ortaklıkların hakları yatırımcıların çıkarları göz ardı edilmeksizin incelenmelidir.

İçsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesi, anılan ertelemenin kamunun yanıltılmasına yol açmaması ve ortaklığın söz konusu bilgileri gizli tutması şartıyla mümkündür. Bununla birlikte, içsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesi durumunda sorumluluk, söz konusu ertelemeye karar veren ve gerçekleştiren ortaklığa aittir. Böyle bir durumda, ortaklıklar, içsel bilgilerin kamuya açıklanmasının ertelenmesi sebepleri ortadan kalkar kalkmaz anılan içsel bilgileri, tebliğde öngörülen esaslara uymak kaydıyla, kamuya açıklamakla yükümlüdürler. Ortaklıklar, içsel bilgilerin ertelenmesine karar verdiklerinde, içsel bilgilerin gizliliğini sağlamakla yükümlüdürler. Bu bağlamda, ortaklıklar ya da ortaklık nam veya hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler, iş akdi ile veya başka şekilde kendilerine bağlı çalışan ve içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişilerin bir listesini hazırlamak ve bu listeyi değişiklik olduğunda güncellemekle yükümlüdür.

Hem içsel bilgiler hem de sürekli bilgiler, derhal ortaya çıktığında veya ortaklıklar tarafından öğrenildiğinde, en seri haberleşme vasıtasıyla, Türkçe olarak, kamuyu aydınlatma prensibi çerçevesinde, kamuya açıklanmalıdır. Rehber'e göre, ortaklıklar, kamuya açıkladıkları içsel bilgileri, kamuya açıklama yapıldıktan sonraki iş günü içinde internet sitelerinde ilan etmek ve söz konusu açıklamaları beş yıl süreyle internet sitelerinde bulundurmak zorundadırlar. İnternet sitesinde yayınlanan açıklamalara, yatırımcılar tarafından kolayca erişilebilir bir sayfada ve ayrı bir başlık altında yer verilmesi şarttır.

Ortaklıklar tarafından özel durumların kamuya açıklanmasının yanında, bir de kamunun aydınlatılmasına yönelik bir bilgilendirme politikası oluşturulur ve ortaklığın internet sitesi vasıtası ile sürekli olarak kamuya duyurulur. Rehber'e göre, bilgilendirme politikası kapsamında; belirli bir grup yatırımcı ile yapılan tanıtım

toplantıları, bilgilendirme toplantıları veya basın toplantılarında açıklanan sunum ve raporlara, küçük yatırımcıların ne şekilde ulaşabileceği hakkındaki bilgiler, ortaklık hakkında basın-yayın organlarında veya internet sitelerinde yer alan haber ve söylentilerin takibinin nasıl yapılacağı hakkında bilgiler, basın-yayın organlarında çıkan ancak Tebliğ uyarınca özel durum açıklaması yapılması yükümlülüğü doğurmayan ancak ortaklık tarafından söz konusu haber ve söylentilere ilişkin bir açıklama yapılması istenmesi durumunda, açıklamanın ne şekilde yapılacağı hakkında bilgiler, ortaklık tarafından, idari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenmesinde kullanılan kriterler hakkında bilgiler, özel durumların kamuya açıklanmasına kadar, söz konusu bilgilerin gizliliğinin sağlanmasına yönelik olarak ortaklık tarafından alınacak tedbirler hakkında bilgiler yatırımcılarla paylaşılır.

dd. Bağımsız Denetime Tabi Olma

Bağımsız denetim³⁶⁹, Türk hukuk sistemine sermaye piyasası hukukunun taşıdığı yeniliklerden biri olarak girmiştir. TTK'nda öngörülmemiş olan bu denetim mekanizması, SPKn. ve ona bağlı mevzuat hükümleri çerçevesinde halka açık ortaklıklar için zorunlu kılınmıştır³⁷⁰.

Sermaye Piyasasındaki Bağımsız Dış Denetleme Hakkındaki Yönetmelik'in³⁷¹ "Bağımsız Denetleme" başlıklı 5'inci maddesine göre, "*Bağımsız denetleme, ortaklıkların ve yardımcı kuruluşların hesap ve işlemlerinin bağımsız denetleme kuruluşlarınca görevlendirilen yetkili denetleme elemanları tarafından bu kuruluşlar adına, denetleme ilke, esas ve standartlarına göre incelenmesi ve bu inceleme sonuçlarına dayanılarak, düzenlenmiş mali tabloların, 2499 sayılı Kanun çerçevesinde gerçeği yansıtıp yansıtmadığının tesbiti ve rapora bağlanmasıdır.*" Bir diğer ifadeyle, bağımsız dış denetim, işletmelerin kendi iç bünyelerindeki denetim organları dışında, genel güven duyulan bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi ve bu denetim sonucunda düzenlenen bağımsız denetçi raporunun kamuoyuna açıklanması süreci anlamına gelmektedir³⁷². Bağımsız denetimin amacı, bir ortaklığın finansal raporlama standartları doğrultusunda finansal durumunu ve

³⁶⁹ Bu konuyla ilgili detaylı bir araştırma için Bkz. **Tanör**, Reha, "Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Denetim Mekanizmalarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Model Önerisi", Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2/2005, s. 246 vd.

³⁷⁰ **Tanör**, Denetim Mekanizmaları, s. 246.

³⁷¹ RG. 13.12.1987, S. 19663.

³⁷² **Küçüksözen**, s. 123.

faaliyet sonuçlarını tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun ve doğru biçimde gösterip göstermediği konusunda bağımsız denetçinin görüş bildirmesini sağlamaktır.

İhraççılar, düzenleyecekleri mali tablolardan Kurul’ca belirlenenleri, bağımsız denetim kuruluşlarına “bilgilerin doğruluk ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma ilkesi”ne uygunluğu bakımından inceleyerek bir rapor almak zorundadırlar.

Bağımsız denetleme kuruluşları, hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumlu tutulmuşlardır.

ee. Reklâm ve İlanlarda Özel Düzenlemelere Tabi Olma

Halka arzı gerçekleştiren ihraççı ya da pay sahipleri, sirkülerin yanı sıra başka ilan ve reklâmlar da yapabilirler. SPKn’nun 6’ncı maddesinin 2’nci fıkrası hükmü uyarınca, bu tür reklâm ve ilanlar, gerçeğe uymayan abartılı ya da yanıltıcı bilgileri içeremezler ve Kurul kaydına alınmanın resmi bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık ve/veya dolaylı bir ifade taşıyamazlar. Kurul, bu doğrultuda, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklâmları yasaklayabilir.

Bununla birlikte, SPKn’na tabi anonim ortaklıklar, ihraç ettikleri sermaye piyasası aracının ortaklık senedi veya borçlanma senedi olmasına göre, reklam ve ilanlar ile ilgili mevzuat açısından, farklı düzenlemelere tabidirler.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin “Tanıtım ve Reklam Amaçlı İlanlar” başlıklı 26’ncı maddesine göre, payların halka arzı dolayısıyla yapılacak tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda yer alan bilgiler, yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı ve ortaklığın mevcut koşullarına ilişkin olarak tasarruf sahiplerinin yanlış fikirler edinmelerine neden olmamalıdır. Kurul kaydına alınma başvurusundan sonra, ancak, izahnamenin yayımlanmasından önce yapılan tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda, izahnamenin henüz yayımlanmadığı, halka arz edilecek payların Kurul kaydına alınmadığı ve yatırım kararlarının izahnamenin yayımlanmasından sonra izahname incelenerek verilmesi gerektiği hususlarında bir uyarıya yer verilmesi zorunludur. İzahnamenin yayımlanmasından sonra yapılan tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda ise izahnamenin yayımlandığı yerlerin belirtilmesi zorunludur. Her durumda tanıtım ve reklam amaçlı ilanlarda yer alan bilgilerin izahnamede yer alan bilgilerle tutarlı olması şarttır. Bu

düzenlemelerin sebebi, izahnamenin en önemli kamuyu aydınlatma aracı olmasıdır. İlan ve reklâmların sirkülerle aynı gazetede yayımlanması zorunludur.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin "Nitelikli Yatırımcılara Satış" başlıklı 12'nci maddesine göre, nitelikli yatırımcılara satış yapılması halinde, *"ortaklık tarafından ilan ve reklam yapılmak istenmesi durumunda satışın halka arz niteliğinde olmadığı ve sadece nitelikli yatırımcıları kapsadığı hususu bu ilan ve reklamlarda açıkça yer alır."* Aynı tebliğin 16'ncı maddesinin 5'inci fıkrasına göre ise, *"Kurul kaydına alınma, ihraç edilen payların ve ilgili ortaklıkların, Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılamaz."*

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte bulunan Seri: I, No: 26 sayılı Tebliğ'in 26'ncı maddesinin 1'inci fıkrasına göre ise, hisse senetlerinin halka arzı dolayısıyla yapılacak ilan ve reklâm metinleri, yayım tarihinden en az iki iş günü önce Kurul'un onayına sunulmak durumundaydı. Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden sonra ise, bu zorunluluk payların (hisse senetlerinin) halka arzı için yapılacak reklam ve ilan metinleri için yürürlükten kalkmış olmakla birlikte, anılan düzenleme borçlanma araçlarının halka arzında korunmuş bulunmaktadır.

Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in "İlan ve Reklamlar" başlıklı 17'nci maddesine göre, borçlanma araçlarının halka arzı dolayısıyla yayımlanacak ilan ve reklam metinleri, yayım tarihinden en az iki iş günü önce Kurul'a sunulur. İlan, reklam ve her türlü açıklamalarda izahname ve sirkülerde yer alan bilgilere aykırı düşecek herhangi bir bilgiye yer verilemez. Kurul, gerekli gördüğünde metinlerde değişiklik yapılmasını isteyebilir. Kurul'ca talep edilen değişiklikler yapılmadan metinler yayımlanamaz. Söz konusu metinlerde, halka arza ilişkin izahnamenin temin edileceği yerler ile KAP ve ihraççının internet sitesinin adresi ve varsa sirkülerin ilan edildiği gazetelerin isimleri ve tarihleri belirtilir. Sirküler yayımlanmadan önce, Kurul'dan onay alınmak kaydıyla, sadece ihraççının faaliyet konusu, sektörü, sektördeki yeri ve ürünleri hakkında ilan ve reklam yapılabilir ve bu bilgilerle sınırlı olmak üzere, basın yayın organlarına açıklamada bulunulabilir. Sirküler yayımlandıktan sonra, gazeteler yoluyla ilan veya reklam yapılmak istendiği

takdirde, yapılacak ilan ve reklamlarda varsa sirkülerin yayımlandığı gazetelere ilişkin bilgilere yer verilmesi zorunludur. Sirkülerin sadece ihraçının internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi durumunda, bu bilgiye tüm ilan ve reklamlarda yer verilir.

Borçlanma araçlarının yalnızca nitelikli yatırımcılara çağrıda bulunmak suretiyle satılacak olması durumunda yapılacak ilanlarda, Kurul düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımına ve satışın yalnızca gerekli koşulları sağlayan nitelikli yatırımcılara yapılacağı hususlarına yer verilmesi zorunludur.

c. Halka Arzda Bulunmanın Şirket Açısından Olumsuz Sonuçları

aa. Ortaklığın Kontrolünün El Değiştirmesi Tehlikesi

Hisse senetlerinin halka arzı halinde, halka açıklık oranına göre, halka arz işleminden önce ortaklığın kontrolünü ellerinde bulunduran pay sahiplerinin kontrolü kaybetmeleri tehlikesi doğabilmektedir³⁷³.

Bu nedenle, halka açılma oranının yüksek tutulmak istendiği ortaklıklarda, kontrolün kaybedilmesi riskini bertaraf etmek için, esas sözleşme ile imtiyazlı pay yaratılması yoluna gidilmektedir³⁷⁴. Ayrıca, ihraççıların, ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesinin önlenmesi amacıyla dağıtımın olabildiğince geniş kitlelerce yapılmasının sağlanması da bu durumu önlemek için başvurulan yöntemlerden bir tanesidir³⁷⁵.

³⁷³ Yanlı, s.88; Akbulak/Akbulak, s. 96.

³⁷⁴ Ayoğlu, Halka Arz, s. 105.

³⁷⁵ Tanör, Halka Arz, s. 278.

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ SÜRECİ VE HALKA ARZDA UYGULANAN SATIŞ YÖNTEMLERİ

I. HALKA ARZ SÜRECİ

A. KAYDA ALMA

1. Kayda Aldırma Zorunluluğu

a. Türk Hukukunda

aa. Tanım ve İşleyiş

İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur. Bununla birlikte, daha önce de belirtmiş olduğumuz gibi, genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası'nca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Anılan kurum ve

kuruluşların söz konusu ihraçlarından Kurul'u haberdar etmeleri gerekli ve yeterlidir³⁷⁶.

SPKn'nda, kayıt altına alma işlemi tamamlanmadan sermaye piyasası araçlarının satışına başlanamayacağına dair açık bir hüküm bulunmamaktadır. Bununla birlikte, öğretilerdeki hâkim görüş, kayıt altına alma işleminden önce, sermaye piyasası araçlarının satışına başlanamayacağı ve satış için icabın yapılamayacağıdır³⁷⁷. **Ayoğlu** da, SPKn'nun 4'üncü maddesinin 1'inci fıkrası hükmünün ruhu ve 46'ncı maddesinin 1'inci fıkrasının a bendi ve 47/A maddesinin 4'üncü bendi hükümlerinin kayda alma gerçekleşmeden önce başlanan satış işlemleri için öngördüğü hukuki ve cezai yaptırımlar dikkate alındığında, kayda alma işlemi gerçekleşmeden sermaye piyasası araçlarının satışına başlanamayacağı ve satış için icabın yapılamayacağı görüşünü taşımaktadır³⁷⁸.

Dolayısıyla, Türk hukukunda, ABD hukukunda olduğu gibi satışın ve yazılı icabın yasak olduğu, buna karşılık sözlü icabın ve ön izahname ve özet izahname yoluyla talep toplamanın serbest olduğu bekleme dönemine benzer bir dönem bulunmamaktadır. ABD hukuku ile Türk hukuku arasındaki temel fark, bu noktada kendini göstermektedir³⁷⁹. Gerçekten de, Türk hukukunda, kayda alma tarihinden önce halka icap ve satış tamamen yasaktır; buna karşılık, ABD hukukunda SEC nezdinde kayda alma başvurusu yapılmasından sonraki dönem içerisinde sözlü icapta bulunmak ve ön izahname ve özet izahname yoluyla talep toplamak serbesttir. Kurul, böyle bir bekleme sürecinin bulunmamasından kaynaklanan eksikliği gidermek için, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 14'üncü maddesi ile "ön talep toplama" yönteminin kullanılmasını mümkün kılan bir düzenleme yapmıştır. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte olan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 13 vd. maddelerinde de, hisse senetlerinin kayda alınmasından önce ön talep toplama yönteminin uygulanması durumunda ön izahname kullanılmasını mümkün kılan bir düzenleme yapılmış bulunmaktaydı³⁸⁰. **Ayoğlu**, Seri: I No: 40

³⁷⁶ Bkz. Bu çalışma "Kamu İhraççıları" bölümü, s. 20.

³⁷⁷ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 462; **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 237 vd; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 44 vd.

³⁷⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 106.

³⁷⁹ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 462.

³⁸⁰ Tebliğ'in ilgili hükümlerine göre, ön izahnamenin ilk sayfasında, 17 cm. eninde ve 11 cm. boyunda bir çerçeve içerisinde büyük harflerle "Bu hisse senetleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınmamış olup, kayıttan önce hisse senetlerinin satışı mümkün değildir. Ön izahnamede yer alan bilgiler, Kurul'ca henüz onaylanmamış olup, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce

sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önceki bu dönemde, bu düzenlemenin yerinde ve olumlu olduğunu vurgulamakla birlikte, bu konudaki kesin çözümün bir kanun değişikliği ile olması gerektiğini dile getirmekteydi³⁸¹. Benzer bir yöntem, ABD hukukunda 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile tüm sermaye piyasası araçları için öngörülmüş iken, Türk hukukunda sadece hisse senetleri için öngörülmüş bulunmaktaydı³⁸². Ön izahnamenin önemi, yatırımcılardan gelecek talebi ölçmek ve ihraç fiyatını bu yolla doğru olarak hesaplayabilmektir³⁸³. Bununla birlikte, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile ön izahname kavramı, tamamen hukukumuzdan ve uygulamadan kalkmış gözükmemektedir.

Kayda alma başvurusu, Kurul'a sunulacak bir dilekçe ile yapılır. SPKn'nun 5'inci maddesinin 1'inci fıkrası hükmünde, kayda alma başvurusuna Kurul tarafından tespit edilecek bilgi ve belgelerin ekleneceği belirtilmektedir. Bu bilgi ve belgeler, Kurul tarafından, her bir sermaye piyasası aracı bakımından ilgili tebliğlerde ayrıntılı olarak belirlenmiş bulunmaktadır³⁸⁴. Bu tebliğlerden en önemlileri, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ile Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'dir.

Sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydı için, Kurul'un tespit edeceği belgeler ve açıklamalardaki eksikliklerin yine Kurul tarafından belirlenecek bir sürede tamamlanması gerekmektedir. Noksanlıkları bu süre içerisinde tamamlayamayan ihraççıların başvuruları düşer. Kurul, kayda alınma başvurularını, izahname ve sirkülerlerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde inceler. İncelemeler sonucunda, açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir. Başvurular en çok otuz gün içinde sonuçlandırılır. Eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz. Görüldüğü gibi, SPKn, Kurul'a imtina yetkisi tanıyarak; yetersiz, yanlış ve

değiştirilebilir." ifadelerine yer verilmek zorundadır. Bu düzenleme, kaynak ABD hukukundaki ön izahnamedeki düzenleme ile aynı doğrultudadır.

³⁸¹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 109.

³⁸² **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 468.

³⁸³ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 468.

³⁸⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 47. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 237-238.

yanıltıcı bilgiler neticesinde halktan fon toplanarak kamunun aldatılmasını önlemeyi ve yatırımcıları korumayı hedeflemiştir³⁸⁵.

Kurul tarafından başvuruların 30 gün içerisinde sonuçlandırılması gerekmekte, yani, kayda alma işlemi ile ilgili olarak Kurul tarafından olumlu ya da olumsuz bir idari işlem tesis edilmesi gerekmektedir. Kayıttan imtina kararı verilmesi halinde, bu karar aleyhine, anılan karar idari bir tasarruf olduğu cihetle, idari yargıya başvurulabilir³⁸⁶.

Öğretide tartışılan bir husus, sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasasında satışı halinde, anılan araçların Kurul kaydına alınıp alınmamasının gerekli olup olmamasıdır. Öğretide genel kabul gören görüş, söz konusu sermaye piyasası araçlarının daha önceden Kurul nezdinde kayıt altına alınmamış olması durumunda, bu sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasının hiç şüphesiz zorunlu olmasıdır³⁸⁷. Zira SPKn'nun 4'üncü maddesinin 1'nci fıkrası, “*ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasının zorunlu olduğu*” hükmünü havidir ve anılan maddede, birinci el piyasası işlemleri ile ikinci el piyasası işlemleri arasında herhangi bir ayırımdan söz edilmemiştir. Bu durumda, kayda aldırma zorunluluğunun, ikinci el piyasa işlemlerinde de geçerli olması gerektiği hususu şüphesizdir. Gerçekten de, sermaye piyasası araçlarının kayıt altına alınması müessesesinin öngörülmesindeki en büyük amaç, yatırımcıların korunması ve kamunun aydınlatılması olduğu cihetle, daha önceden kayıt altına aldırılmamış sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasalarında satılması halinde, kayıt altına aldırılması zorunlu bulunmaktadır.

Buna karşılık, hâlihazırda Kurul nezdinde kayda alınmış olan sermaye piyasası araçlarının tekrar kayda alınmalarına gerek bulunmamaktadır. Bu durumda, tek yapılması gereken, söz konusu sermaye piyasası araçlarının satışı esnasında kullanılacak izahname ve sirkülerin mutlak surette Kurul'un denetimine sunulması gerektiğidir³⁸⁸.

İhraç konusu sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması, bu araçların veya bunları ihraç ve halka arz eden şirketlerin Kurul veya kamuca tekeffülü

³⁸⁵ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 238–239.

³⁸⁶ Ünal, Aracı Kurumlar, s. 25.

³⁸⁷ Ayoğlu, Halka Arz, s. 110–111.

³⁸⁸ Ayoğlu, Halka Arz, s. 110–111.

anlamına gelmemektedir ve kayıt altına aldırma hususu, ortaklıklarca reklâm amacıyla kullanılamamaktadır. Kurul'un sermaye piyasası araçlarını kayıt altına alması, söz konusu sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ihraççının ekonomik, mali ve hukuki anlamda güçlü olduğunun teyidi anlamına gelmemektedir³⁸⁹. Kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince, yatırım kararı, yatırımcının kendisine aittir ve yatırımcının kayda alınmış olan sermaye piyasası araçlarını satın alması neticesinde kar veya zarara uğramış olmasında kamunun, diğer bir deyişle Kurul'un kefaleti veya teminatı söz konusu değildir³⁹⁰. Kurul, bu doğrultuda, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklâm ve ilanları yasaklayacaktır.

bb. Kayda Alma Sistemi ve İzin Sisteminin Karşılaştırılması

3794 sayılı Kanun ile SPKn'nun 4'üncü maddesinin 1'nci fıkrası hükmünde değişiklik yapılmadan önce, menkul kıymetlerin halka arzı için Kurul'dan izin alınması zorunlu idi. Kurul, sermaye piyasası araçlarının halka arzına izin verirken, ilgili sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ortaklık bakımından gereklilik, yeterlik³⁹¹ ve kaynaklar arası denge³⁹²; halk, yani yatırımcı yönünden ise verimlilik³⁹³ ve güven³⁹⁴ ilkelerini esas almakta idi³⁹⁵. Diğer bir ifadeyle, Kurul, sermaye piyasası araçlarının ihracına, söz konusu ihracın liyakatine göre izin vermekteydi³⁹⁶. Dolayısıyla, 1992'den önce Türk sermaye piyasasında yatırımcının korunması açısından liyakat sistemi benimsenmiş bulunmaktaydı³⁹⁷. "Halka arz edilmeksizin satışlar" açısından ise, herhangi bir hüküm bulunmamaktaydı. İzin sisteminden 3794 sayılı Kanun ile vazgeçilmiş olup, tüm modern sermaye piyasası sistemlerinde olduğu gibi, kayda alma sistemine geçilmiştir³⁹⁸. Böylelikle, izin

³⁸⁹ **Güenal**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 46.

³⁹⁰ **Güenal**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 46.

³⁹¹ Gereklilik ve yeterlik, ortaklığın faaliyetini sağlıklı yürütmek ve geliştirmek için fon gereksiniminin sağlam verilere ve geçerli tahminlere dayanarak, ortaklık tarafından ispatlanması lüzumunu ifade etmektedir. Bkz. **Güenal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 2.

³⁹² Kaynak dengesi, ekonomik koşullara, işkolunun özelliklerine, ortaklığın varlıklarının (aktif) yapısına ve işletmecilik standartlarına göre, bir yandan öz ve yabancı kaynaklar, öte yandan uzun ve kısa süreli kaynaklar arasındaki rasyonel ilişkiyi gösterir. Bkz. **Güenal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 2.

³⁹³ Menkul kıymetlerin verimliliği, ekonomik koşullara ve ortaklığın özvarlığına ve karlılık durumuna göre yeterli getiriyi sağlamasını ifade eder. Bir menkul kıymetin getirisi, temettü veya faiz olarak sağladığı gelir ile değerinde meydana gelebilecek artıştan oluşur. Bkz. **Güenal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 3.

³⁹⁴ Menkul kıymetin güveni, temettü veya faizin istikrarlı olmasını, zamanında ödenmesini, menkul kıymetin değer kaybından korunmasını, vadesinde veya gerektiğinde paraya çevrilebilmesini ifade eder. Bkz. **Güenal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 3.

³⁹⁵ **Küçüksözen**, s. 93.

³⁹⁶ **Küçüksözen**, s. 93.

³⁹⁷ **Küçüksözen**, s. 94.

³⁹⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 44.

müessesesi kaldırılarak tam anlamıyla kamuyu aydınlatma sistemine geçilmiş ve tam ile doğru bilgi verme prensibine yaklaşılmış bulunmaktadır³⁹⁹. Bu sisteme göre, Kurul, gerekli ve yeterli bilgiler kamuyu aydınlatma araçları olan izahname ve sirkülerde yayınlandığı sürece, ihraç konusu sermaye piyasası araçlarını Kurul kaydına alarak anılan araçların halka arzına olanak sağlamaktadır.

SPKn'nun 4'üncü maddesinin 1'nci fıkrası, "*ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydedtirilmesi zorunludur.*" hükmünü havi hale gelmiştir. Dolayısıyla, söz konusu değişiklik ile sadece halka arz yolu ile yapılan satışlar değil, halka arz edilmeksizin yapılan tahsisli satışlar da kapsam içerisine alınmış bulunmaktadır⁴⁰⁰.

Kayda alma sistemi, yeni kurulan veya kurulmakta olan piyasalarda eğitici ve koruyucu niteliğiyle tercih edilen liyakat, merit ya da izin sistemine göre çok daha liberal bir sistemdir⁴⁰¹. Bu sistemde, önemli olan, yatırımcıları, izahname ve sirküler vasıtasıyla mümkün olduğunca aydınlatmak ve yatırımcıların yatırım kararlarını kendilerinin vermelerini sağlamaktır. Dolayısıyla, Kurul'un açıklanması gereken tüm bilgilere izahname ve sirkülerde yer verilmesi koşuluyla, halka arz edilecek ya da halka arz edilmeksizin satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarını, yatırımcılar açısından risk taşıdıkları gerekçesiyle kayda almaktan kaçınabilmesi mümkün değildir⁴⁰². Yatırımcı, yatırım kararını, her türlü risk kendisine ait olmak üzere, verecektir. Kurul'un sorumluluğu, mevzuat uyarınca açıklanması gereken her türlü bilgi ve belgenin kamuya açıklanmasını sağlamaktır.

cc. Raf Kayıt Sistemi ("*Shelf Registration*")

Raf kayıt sistemi, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4'üncü maddesinin (ş) bendinde, "*şartları Kurul tarafından belirlenen izahname ve diğer dokümanların yayımlanması suretiyle Kurul kayıt tarihinden itibaren bir yıl içerisinde pay ihracına olanak tanıyan sistem*" olarak tanımlanmış bulunmaktadır.

³⁹⁹ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 237.

⁴⁰⁰ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 237.

⁴⁰¹ Günel, Araçlar-Kurumlar, s. 5.

⁴⁰² Çeker, Mustafa, "Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi", Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul, 1998, s. 107.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in "Raf Kayıt Sistemi" başlıklı 10'uncu maddesine göre, borsada işlem görebilmek amacıyla paylarını ilk defa halka arz edecek ortaklıklar, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kayıtlı sermaye sisteminde yer alıp payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar toplam tutarı önceden belirlenmek üzere bir yıl içerisinde yapacakları pay ihraçlarında raf kayıt sisteminden yararlanabilirler.

Bu sistemde, payların Kurul kaydına alınma başvurusunda ortaklığa ait bilgilerin yer aldığı, standartları Kurul'ca belirlenen raf kayıt izahnamesi düzenlenir. Kurulca onaylı izahname Kurul kayıt tarihinden itibaren on beş gün içerisinde ticaret siciline tescil edilerek ticaret sicil gazetesinde, ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta ortaklık tarafından ilan edilir. Ortaklığın internet sitesinde yapılan ilan raf kayıt süresi boyunca devam eder. Yatırımcıların talebi halinde ortaklık raf kayıt izahnamesinin basılı halini bedelsiz olarak yatırımcılara vermek zorundadır.

Kurul kayıt tarihinden itibaren bir yıl içerisinde gerçekleştirilecek her satış öncesinde standartları Kurul'ca belirlenen ve satılacak paylara ilişkin bilgileri içeren pay bilgi notu Kurul'un onayına sunulur. Kurulca onaylı pay bilgi notunun halka arzın gerçekleşeceği günden en az üç iş günü önce ilan edilmesi zorunludur.

Raf kayıt izahnamesi ve pay bilgi notuyla halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan önemli değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık tarafından bunların öğrenildiği tarihte ve satış süresi içinde ise satış durdurularak derhal Kurul'a bildirilmesi zorunludur. Raf kayıt izahnamesi ve pay bilgi notunda yapılan değişiklikler Kurul onayını takiben ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta ortaklık tarafından ilan edilir. Raf kayıt izahnamesinde satıştan önce meydana gelen değişiklikler satıştan önce toplu halde ticaret siciline tescil edilir. Talepte bulunan yatırımcıların, bu değişikliklerin ilan tarihinden sonraki iki iş günü içerisinde taleplerinden vazgeçme hakları bulunmaktadır.

Raf kayıt süresi içerisinde yeni dönem finansal tabloların kamuya açıklanması raf kayıt izahnamesinde değişiklik gerektirmez. Bu durumda pay bilgi notu kamuya açıklanan son finansal tabloları da içerir.

Raf kayıt sisteminden yararlanan ortaklıkların yayımlayacakları pay bilgi notu sirküler yerine geçer. Yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan paylara ilişkin bilgiler ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta ortaklık tarafından ilan edilir.

Raf kayıt sisteminden yararlanacak ortaklıkların internet sitesinin bulunması zorunludur.

Bu maddede yer alan KAP'ta ilan yükümlülüğü payları Borsa'da işlem görmeyen ortaklıklar için uygulanmaz. Raf kayıt sisteminden yararlanan ortaklıkların raf kayıt süresi içerisinde diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç etmeleri durumunda raf kayıt izahnamesi Kurul'un ilgili düzenlemelerindeki izahname yerine geçer.

Raf kayıt sistemi, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte bulunan Seri I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3'üncü maddesinde tanımlanmıştı. Anılan hükme göre, raf kayıt sistemi, *"Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklardan Kurul'ca uygun görülenler hakkında temel bilgileri içeren ve düzenli olarak güncellenen dokümanın sürekli olarak yayımlanmasına dayalı kamuyu aydınlatma sistemini"* ifade etmekteydi. Söz konusu tebliğin 17/A maddesine göre ise, hisse senetleri borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan Kurul'ca uygun görülenlerin hisse senedi ihracında raf kayıt sistemini kullanabileceği belirtilmekte ve bu sistemde izahnamenin ihraç edilecek hisse senetlerine ilişkin bilgilerden ibaret olduğu, ortaklıklarla ilgili ayrıntılı dokümanın borsanın web sayfasında sürekli olarak yayımlanacağı ve yılda en az bir kez güncelleneceği ifade edilmekteydi. Tebliğ, ayrıca, raf kayıt sisteminin uygulama esaslarının belirlenmesi yetkisini ise Kurul'a bırakmıştı.

Kurul ise, bu sistemin uygulama esaslarını 11.07.2003 tarih ve 36/849 sayılı ilke kararı ile belirlemişti⁴⁰³. Anılan karara göre, raf kayıt sisteminin hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarca kullanımının isteğe bağlı olduğu; sistemde temel olarak raf belgesi ve izahnameden oluşan iki ayrı doküman kullanılacağı; raf belgesinin ortaklığın faaliyeti, yönetimi, sermaye yapısı ve mali durumuna ilişkin bilgileri içereceği, bu belgenin İMKB'nin web sayfasında sürekli olarak yayımlanmak suretiyle yatırımcıların incelemesine açık bulundurulacağı ve yılda en az bir kez güncelleneceği; izahnamenin ise sadece halka arz prosedürü ve ihraç edilecek hisse senetlerine ilişkin bilgileri içeren bir metin olacağı ve yalnızca ihraç

⁴⁰³ Ayoğlu, Halka Arz, s. 54.

sırasında kullanılacağı belirtilmiştir. Bu şekilde, “raf belgesi” ve “izahname” birlikte değerlendirildiğinde, mevcut sistemdeki “izahname”yi oluşturmakta idi⁴⁰⁴.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ile Seri: I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin raf kayıt sistemine ilişkin hükümleri karşılaştırıldığında, öncelikle her iki düzenlemenin de sadece payların (hisse senetlerinin) halka arzında uygulanma imkânı bulunduğunu belirtmek gerekir. Bununla birlikte, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ ile sadece hisse senetleri borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan Kurul'ca uygun görülenler raf kayıt sistemini kullanabilmekte iken, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile getirilen düzenlemeye göre, borsada işlem görebilmek amacıyla paylarını ilk defa halka arz edecek ortaklıklar, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kayıtlı sermaye sisteminde yer alıp payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bugün için bu sistemi kullanabilme olanağına kavuşmuşlardır. Raf kayıt sistemi, sermaye piyasası araçlarının etkin, hızlı ve daha az maliyetli bir şekilde ihraç edilmesine olanak verdiği, anılan sistemin uygulanabilme olanağının genişletilmesi kanımca faydalı olmuştur. Bir dahaki mevzuat değişikliğinde, raf kayıt sisteminin, payların dışında kalan diğer sermaye piyasası araçlarının halka arzında da kullanılabilmesi olanağının yaratılması uygun olur.

Ayrıca, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile düzenlenen “raf kayıt izahnamesi” terimi, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ zamanındaki “raf kayıt belgesi” terimi yerine; “pay bilgi notu” ise, “izahname” yerine geçmektedir. Bununla birlikte, değişikliğin uygulamadaki sonuçları ilerideki günlerde tespit edilecek olmakla birlikte, değişikliğin bugün itibariyle sadece terim farklılığından ibaret bulunduğu ve söz konusu belgelerin fonksiyonlarının birbirleri ile aynı olduğu belirtilebilir.

Raf kayıt sistemi, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile düzenlendiği için, raf kayıt sistemi, bugün için sadece payların halka arzında uygulanma imkânı bulmaktadır. Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ yürürlükte iken, **Ayoğlu**, raf kayıt sisteminin hisse senetlerinin dışında kalan sermaye piyasası araçlarının ihracında da uygulanabilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmasında fayda görmekte olduğunu dile getirmişti⁴⁰⁵.

⁴⁰⁴ **Akbulak / Akbulak**, s. 15.

⁴⁰⁵ Yazar, raf kayıt sisteminin ABD'nde özellikle borçlanma senetleri ihracında sık ve etkin uygulama alanı bulunduğunu belirtmektedir. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 55.

Bu noktada, **Ayoğlu**'nun g6r6ş6ne katıldığımızı ifade etmeliyiz. Bununla birlikte, **K6t6kç6**, T6rkiye'de sık aralıklarla sermaye piyasası ihraç eden fazla ortaklık bulunmadığı cihetle, raf kayıt sistemine gerek olmadığını ifade etmektedir⁴⁰⁶. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile her ne kadar, raf kayıt sisteminin uygulanma alanı, paylarla sınırlı kalmış olsa da, raf kayıt sisteminden yararlanabilecek şirketlerin nitelikçe fazlalaştırılmış olması, kanımca, yerinde ve doğru bir düzenleme teşkil etmektedir. Nitekim raf kayıt sisteminin şirketler tarafından kullanılması, ihraca ilişkin süreyi kısaltacak ve kamunun devamlı aydınlatılması sonucunu getirecektir⁴⁰⁷.

ABD hukukunda da, sık sık sermaye piyasası aracı ihraç eden ve iyi tanınmış şirketler için raf kayıt sistemi ("*shelf registration*") öngör6lmüş bulunmaktadır⁴⁰⁸. Bu durumda, söz konusu ihraççılar tarafından SEC nezdinde bir çerçeve kayıt ("*master registration*") yapılır ve bu çerçeve kayıt, her icap öncesinde kısa biçimli açıklama ("*short-form statement*") ile güncellenir⁴⁰⁹.

ABD hukukunda, raf kayıt sistemi ("*shelf registration*"), Rule 415 ile uygulamaya konulmuştur. Rule 415 ile ihraççılara, gelecek iki yıl için ihraç etmeyi düşündükleri sermaye piyasası araçlarını tek bir işlem ile kayıt altına aldırma ve anılan sermaye piyasası araçlarını, iki yıllık süreç içerisinde, yeniden kayda aldırma zorunluluğu bulunmaksızın istedikleri zaman ihraç edebilme imkânı tanınmıştır⁴¹⁰. İhraççı, bu iki yıllık süreç içerisinde, içerdiği bilgilerde bir değişiklik söz konusu olmadığı sürece, kayda alma başvurusu ve izahnamede değişiklik yapmak zorunda değildir⁴¹¹.

b. ABD Hukukunda Kayda Alma Sistemi ("*Registration*")

ABD hukukunda, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile benimsenen sistem de kayda alma ("*registration*") sistemidir⁴¹². Tüm kayda alma sistemlerinde

⁴⁰⁶ **K6t6kç6**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 479.

⁴⁰⁷ **Akbulak / Akbulak**, s. 16.

⁴⁰⁸ **Barber**, s. 50–51, No: 262–264.

⁴⁰⁹ **K6t6kç6**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 478.

⁴¹⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 53.

⁴¹¹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 53.

⁴¹² İngiliz sisteminde ise, sermaye piyasası araçlarının değil, bu araçlar üzerinde işlem yapan *broker* ve *dealer*'ların, yani aracılardan kayıt altına alınması sistemi benimsenmiştir. Dolayısıyla, İngiliz hukukunda benimsenen kayda alma kavramı ile ABD ve T6rk hukuklarında benimsenen kayda alma sistemleri birbirlerinden oldukça farklıdır. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 50.

olduğu gibi, bu sistemde de önemli olan kamuyu aydınlatma mekanizmasının gerektiği gibi işlemesi, ancak yatırım kararının yatırımcıya bırakılmasıdır⁴¹³.

ABD’nde, sermaye piyasalarını düzenlemek ve denetlemekle görevli bağımsız idari otorite, SEC’tir. Ülkemizdeki Kurul gibi, ABD hukukunda kayda alma başvurusu SEC nezdinde yapılır. Kayda alma talebi (“*registration statement*”) iki bölümden oluşmaktadır: Bu talebin ilk bölümünde, izahname (“*prospectus*”), ikinci bölümünde ise ek bilgiler (“*supplementary information*”) yer alır⁴¹⁴.

Kayda alma işlemi, SEC nezdinde başvurunun yapılmasından itibaren 20’nci günün sonunda, Türk hukukundakinden farklı olarak, kendiliğinden, hiçbir olumlu idari işlemde bulunmaksızın gerçekleşir. Ancak, SEC her zaman söz konusu kaydı yapacağı bir idari işlem (“*stop order*”) ile durdurabilir.

Türk hukukundan farklı olarak, ABD hukukunda, halka arz edilmeksizin, yani, tahsisli satış yöntemiyle yapılacak satışlar, kayda alma işleminden muaf tutulmuştur.

ABD hukuku ile Türk hukukunun ayrıldığı bir diğer nokta da, kayıt işleminin istisnaları, yani kayıt işleminden muafiyet halleri konusundadır. “Kayda Alma Başvurusu” kısmında da belirttiğimiz gibi, Türk hukukunda, sadece genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası tarafından ihraç edilecek sermaye piyasası araçları için bir muafiyet hali öngörülmüştür. Buradaki muafiyet hali, “ihraççılar bazında bir muafiyettir.”

ABD hukukunda ise, kayda alma sistemi için iki tür muafiyet öngörülmüştür⁴¹⁵. Bu muafiyetlerden biri, sermaye piyasası aracı bazında, bir diğeri ise işlem bazındadır⁴¹⁶. Sermaye piyasası aracı bazında öngörülmüş olan muafiyetler aşağıdaki gibidir⁴¹⁷:

⁴¹³ Yatırımcılar açısından önem arz edebilecek bilgilerin kamuya açıklanmasını sağlayıp risk değerlendirmesini yatırımcılara bırakması nedeniyle, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu “Çürük Yumurta Kanunu” (“*Rotten Egg Statute*”) olarak da anılmaktadır. Bunun nedeni, kanunun felsefesini özetleyen, “Çürük olduğunu söyledikten sonra, halka istediğiniz kadar çürük yumurta satabilirsiniz.” şeklindeki benzetmedir. Bkz. **Kabaaliöğlü, Haluk A.**, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985, s. 67, dpn. 16.

⁴¹⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 47.

⁴¹⁵ **Nagy, Donna M. / Painter, Richard, W / Sachs, Margaret, V.**, Securities Litigation and Enforcement, Cases and Materials, Minnesota, 2003, s. 4 vd.

⁴¹⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 51.

⁴¹⁷ **Wood, Philip R.**, International Loans, Bonds and Securities Regulation, London, 1995, s. 265.

- i. Federal hükümet, eyaletler ya da yerel yönetimler tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri,
- ii. Vergiden muaf olan sermaye piyasası araçları,
- iii. Hayır kuruluşları gibi kar amacı gütmeyen ihraççılar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları,
- iv. Bankalar tarafından ihraç olunan ya da bankaların garantörü oldukları sermaye piyasası araçları,
- v. Keşide tarihi ile ödeme tarihi arasında dokuz aydan daha az süre bulunan kısa vadeli ticari senetler.

İşlem bazında tanınmış muafiyet halleri ise şöyledir:

- i. İhraççı ve ihraca aracılık eden aracı kuruluş dışındaki kimselerce ikinci el piyasasında gerçekleştirilen işlemler,
- ii. Halka arz edilmeksizin satışlar ("*private placements*"),
- iii. Tek bir eyaletin sınırları içerisinde kalan ihraç ve halka arzlar ("*intra-state offerings*"),
- iv. Düşük miktarlı (5 milyon USD tutarını aşmayan) ve satışın yalnızca nitelikli yatırımcılara yapıldığı ihraç işlemleri (*Regulation A*),
- v. *Regulation S* çerçevesinde ABD sınırları dışında gerçekleşen halka arz işlemleri ("*off-shore offerings*").

ABD hukukunda, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi için, SEC'e başvurularak bu talebin kayda alınması yani tescil edilmesi gerekmektedir⁴¹⁸. Tescil işleminin temel fonksiyonu, ihraççı şirket ve ihraç edilecek menkul kıymetler hakkındaki bilgilerin yatırımcılara tam, doğru ve dürüst bir şekilde ulaşmasını sağlamak, böylece yatırımcıları piyasadaki hile ve aldatmacalara karşı korumaktır⁴¹⁹. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nda, yatırımcıları korumak amacıyla, iki temel hedefe yer verilmiştir. Bunlar; menkul kıymet ihraç eden şirket ve ilgili menkul kıymetler hakkında yatırımcıya, yatırım kararı verebilmesi için gerekli olan

⁴¹⁸ Wood, s. 265.

⁴¹⁹ İhtiyar, s. 20–21.

tüm bilgi ve belgelerin sağlanması ile sermaye piyasasında vuku bulan çeşitli hile ve aldatmacaların önüne geçilerek yatırımcının kandırılmasının önlenmesidir⁴²⁰. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, Türk doktrininde ve yabancı doktrinde “çürük yumurtalar kanunu” (“*rotten egg statute*”) olarak nitelendirilmektedir. Bu tanımlama ile kastedilen husus, yatırımcıya doğru ve dürüst bilgi sunulduktan sonra mali durumu oldukça bozuk olan bir şirketin bile menkul kıymetlerini halka arz ederek satabilecek olması hususudur⁴²¹.

ABD hukukunda kayda alma süreci, başlıca üç periyoda bölünmüş bulunmaktadır⁴²². Burada amaç, kayda alınma safhasının üç periyoda bölünerek, sermaye piyasası araçlarının⁴²³ satış sürecinin yavaşlatılarak sürecin kontrol altına alınmasını sağlamaktır. Bunlar;

- i. Kayda alma başvurusundan önceki dönem (“*pre-filing period*”),
- ii. Kayda alma başvurusu ile bu başvurunun geçerlilik kazandığı dönem arasındaki bekleme dönemi (“*waiting period*” ya da “*cooling-off period*”),
- iii. Kayda alma başvurusunun geçerlilik kazanmasından sonraki dönem (“*post-effective period*”).

aa. Kayda Alınma Başvurusundan Önceki Dönem (“*Pre-Filing Period*”)

Bu ilk aşamada⁴²⁴, sermaye piyasası araçlarının hem “satışı” hem de “satış teklifi” yasaktır⁴²⁵. “Satış teklifi” terimi, oldukça geniş yorumlanmakta ve bu kavrama sadece normal satış faaliyetleri değil, kamuoyu oluşturmaya, piyasayı etkilemeye yönelik her türlü faaliyetin yasak olması dâhil edilmektedir⁴²⁶. Tüm bu

⁴²⁰ İhtiyar, s. 21; Jennings / Marsch / Coffee / Seligman, s. 112; Küçüksözen, s. 26.

⁴²¹ Başka bir ifade ile “çürük oldukları söylendikten sonra, halka istenildiği kadar bozuk yumurta satma imkânı bulunmaktadır. Gerçeği dürüst bir şekilde ifade ettikten sonra, buna kimse engel olamamaktadır.” Bkz. İhtiyar, s. 22, Küçüksözen, s. 27, Kabaalioğlu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 67, dñn. 16 ve s. 36.

⁴²² Kabaalioğlu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 64.

⁴²³ ABD hukukunda “menkul kıymet” kavramı ile ne anlaşılması gerektiği, hem 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu hem de 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile tanımlanmış bulunmaktadır. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, sermaye piyasası araçlarını tek tek sayma yolu ile tanımlama yapmış bulunmaktadır. Bkz. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu Bölüm 2(1).

⁴²⁴ Greene ve Diğerleri, Bölüm 2.04[1], bu dönemi “*quiet period*” olarak adlandırmaktadır.

⁴²⁵ Barber, s. 30.

⁴²⁶ İhtiyar, s. 22.

yasak faaliyet ve hareketlerin tamamı, “*gun jumping*” olarak adlandırılmaktadır⁴²⁷. **Barber, Whelan** ve **Jennings/Marsh/Coffee**, “satış teklifi” ve “satış” terimlerinin, Amerikan Borçlar Hukuku’ndaki anlamlarından daha geniş olarak icaba daveti ve “pazarın önceden şartlandırılması” sonucunu kapsayacak bilgi ve belgelerin yayınlanması olgusunu da kapsayacak anlamda kullanıldığını ifade etmektedir⁴²⁸. Bunun nedeni, potansiyel yatırımcıların, izahnamede bulunan bilgiler dışındaki bilgilerden etkilenmesinin önlenmesinin sağlanmasıdır⁴²⁹. **Soderquist / Gabaldon**, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun 2/a/3 maddesinde yer alan satış (icap) tanımının tam bir tanım teşkil etmediğini, söz konusu tanımda, “icap”ın tanımını vermekten çok “icap”ın neleri kapsadığının belirtildiğini dile getirmektedir⁴³⁰. Bu bağlamda; menkul kıymet satın alınması için yatırımcılara teklifte, yani icapta bulunmak, icaba davet olarak nitelendirilebilecek tutum ve davranışlarda bulunmak veya herhangi bir suretle ihraç işleminin varlığından haberdar olan yatırımcıların, ihraç aşamasında satışa sunulacak menkul kıymetlerden satın alma yönündeki isteklerini kabul etmek söz konusu yasağın ihlali kapsamında değerlendirilecektir⁴³¹. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun sec. 5 hükmü gereğince, sermaye piyasası araçlarının kayıt altına alınması başvurusu yapılmasından önce, sermaye piyasası araçlarının satışının yapılması ya da satış için her türlü sözlü ve/veya yazılı icapta bulunması yasaktır⁴³². Şirket yöneticileri de söz konusu yasağa uymak hususunda son derece titiz ve dikkatli davranmalıdırlar. Zira yöneticiler tarafından yapılan ve doğrudan ileri bir tarihli ihracı konu edinen açıklamalar ve basın bildirimleri, söz konusu yasağın ihlali anlamına gelecektir⁴³³. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile bu kadar sert hükümler öngörülmesinin amacı, yatırımcıları korumaktır. Nitekim kamuyu aydınlatma açısından esas olan belgeler, SEC nezdinde tescil beyanı yapılması ve izahnamedir; öyleyse, bu dönemde tescil beyanı yapılmadan ve izahnamenin incelenmesi imkânı yaratılmadan yatırımcının yeterli

⁴²⁷ **Whelan, William J. III**, Securities Offerings 2007 Operating Under the New Rules, New York, 2007, s. 31; **Greene ve Diğerleri**, Bölüm 2.04[1]; **Ratner / Hazen**, s. 84–85; **Hazen**, Principles of Securities Regulation, s. 51.

⁴²⁸ **Barber**, s. 30; **Whelan**, s. 31. İcap (“*offer to sell*”) teriminin icaba daveti de kapsayacak şekilde oldukça geniş bir anlamı ifade ettiğini tespit etmek için Bkz. SEC Release Nos: 33–3844 (8 Ekim 1957), 33–4697 (28 Mayıs 1964), 33–5009 (7 Ekim 1969) ve 33–5180 (16 Ağustos 1971); **Jennings**, Richard W./ **Marsh**, Harold / **Coffee**, John C., Securities Regulation, Cases and Materials, New York, 1992, s. 110.

⁴²⁹ **Barber**, s. 30.

⁴³⁰ **Soderquist**, Larry D. / **Gabaldon**, Theresa A., Securities Law, New York, 2007, s. 40.

⁴³¹ **İhtiyar**, s. 22, **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 120, **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 450, **Küçüksözen**, s. 27.

⁴³² **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 13; **Barber**, s. 30.

⁴³³ **İhtiyar**, s. 23.

bilgi edinmesi mümkün olmadığı için, yatırımcının olası bir icaba veya icaba davete muhatap olması engellenmek istenmektedir.

Bununla birlikte, bu yasa, sadece ihraççılar ve/veya aracı kuruluş ile yatırımcılar arasında söz konusudur⁴³⁴. Nitekim, ihraççılar ile halka arzın bir aracı kuruluş vasıtasıyla yapılması durumunda, aracı kuruluşlar arasındaki müzakereler, görüşmeler, pazarlıklar ile aracı kuruluşların birden fazla olması durumunda bunların arasındaki konsorsiyum oluşturma amaçlı temaslar,⁴³⁵ bu yasağın kapsamı dışında kalmaktadır⁴³⁶. Bu dönemde, sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen ihraççı, aracı kuruluş ile sözleşme imzalayabilir. Bu durum, uygulamada genellikle bir niyet mektubu (“*letter of intent*”) veya anlaşma muhtırası (“*memorandum of understanding*”) ile tespit edilir⁴³⁷. Niyet mektubunda genellikle aracı kuruluşların halka arz neticesinde alacakları ücret miktarı gibi beklentileri, kimin neyi ödeyeceği gibi hususlara yer verilir⁴³⁸. Bu belgelerde genellikle, aracılık faaliyetinin gerçekleşmemesi halinde, aracı kuruluşların yapmış oldukları masrafları ihraççıdan talep edebileceği, tescil beyanının hazırlanması için ne gibi çalışmaların yapılacağı, ihraca aracılık edilecek menkul kıymet miktarı, menkul kıymet fiyatlarının alt ve üst satış sınırları ile aracı kuruluşun elde edeceği komisyon miktarı gibi bilgilere yer verilir⁴³⁹. Niyet mektubu, taraflarca bağlayıcı olacağı kararlaştırılmış bazı spesifik hususlar dışında taraflar arasında bağlayıcı değildir⁴⁴⁰. Bu spesifik hususlara örnek olarak, taraflarca halka arz işlemi ile ilgili olarak o güne değin yapılmış olan masraflar gösterilebilir⁴⁴¹.

⁴³⁴ Barber, s. 30.

⁴³⁵ İhraç işlemine birden fazla aracının katılmasına “aracılıkta sendikalaşma” (“*underwriting syndicate*”) adı verilmektedir. Aracılıkta sendikalaşmanın başlıca sebepleri; ihraç edilecek menkul kıymetlerin toplam tutarının bir aracı kurumun satın alma gücünün üzerinde olması, aracı kurumun yüklenmiş olduğu riski dağıtmak ve paylaşmak istemesi, aracı kuruluşun yeterli organizasyon yapısını haiz olmaması ve aracılık faaliyetini süresi içinde tamamlayabilmek. Bkz. İhtiyar, s. 23, dpn. 51; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 200–201.

⁴³⁶ Kabaaliğlu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 73; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 33, İhtiyar, s. 23; Barber, s. 30.

⁴³⁷ İhtiyar, s. 23, Jennings / Marsch / Coffee / Seligman, s. 120; Jennings / Marsch / Coffee, s. 111; Ratner / Hazen, s. 89.

⁴³⁸ Whelan, s. 31; Ratner / Hazen, s. 89.

⁴³⁹ İhtiyar, s. 23, dpn. 50; Whelan, s. 31.

⁴⁴⁰ Ratner / Hazen, s. 89.

⁴⁴¹ Ratner / Hazen, s. 89.

Bu dönemde, sermaye piyasası araçlarını ilk kez halka arz edecek şirketler de borsa kotuna alınmak için ilgili borsa yönetimleri ile müzakere sürecine başlayabilirler⁴⁴².

Bu dönemde ortaya çıkan en önemli problem, ihraççının hangi faaliyetlerinin normal bilgi sunumu teşkil edeceği ve hangilerinin, olağan bilgi sunumu eşliğini aşım muhtemel ihraca ilişkin piyasa oluşturma faaliyeti teşkil edeceğidir. Gerçekten de bu dönemde, şirketlerin olağan mal ve hizmetlerinin tanıtım ve reklâmı ile şirketin normal halkla ilişkiler faaliyetleri, yasağın kapsamı dışındadır⁴⁴³. Bu noktada dikkat edilmesi gereken, halka ilişkiler maskesi altında veya kanuni yükümlülüklerin icrası kılıfı ile muhtemel ihraca yönelik piyasa oluşturma, piyasayı şartlandırma ve yatırımcıları yönlendirme faaliyetlerine girişilmemesidir⁴⁴⁴. Bu bağlamda, ihraççının hangi bilgi sunumlarının ihraççının normal ticari faaliyetleri kapsamında kabul edileceği, hangilerinin ise reklâm yasağı kapsamında değerlendirileceği somut olayın koşulları kapsamında değerlendirilecektir⁴⁴⁵. Bu bağlamda, SEC, “*check-list*” niteliğinde bir kanun olan *Rule 135*’i çıkarmış bulunmaktadır⁴⁴⁶. *Rule 135*’e göre, halka arzın sadece izahname vasıtasıyla gerçekleştirileceği hususu ile ihraççının ticari unvanı, halka arzın süresi, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının temel özellikleri ve sermaye piyasası araçlarının isimleri gibi hususlar yatırımcılarla paylaşılabilir ancak aracı kuruluşun ismi ve kimliği gibi olgular, kamuya paylaşılmamalıdır⁴⁴⁷.

Öğretide, söz konusu bilgi aşımı eşliğinin, hâlihazırda halka açık bir şirketin özel durumlarını kamuya açıklama yükümlülüğü ile çatışıp çatışmadığı hususu haklı olarak tartışmaya açılmıştır⁴⁴⁸. Böyle bir durumda, hâlihazırda halka açık bir şirketin açıkladığı bilgilerin gerçek raporlara dayanması gerektiği, tahminlerin, projeksiyonların, öngörülerin ve fikirlerin kamuya paylaşılmaması gerektiği SEC ve öğretinin büyük çoğunluğu tarafından kabul edilmektedir⁴⁴⁹. Gerçekten de, geçmişten beri düzenli ve periyodik olarak mali ve hukuki bilgilerini kamuya

⁴⁴² İhtiyar, s. 24, **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 462.

⁴⁴³ Barber, s. 31, No: 158.

⁴⁴⁴ İhtiyar, s. 24, **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 123.

⁴⁴⁵ Barber, s. 31, No: 159.

⁴⁴⁶ Barber, s. 31, No: 159.

⁴⁴⁷ Barber, s. 31, No: 161–162–163. Mahkemeler, SEC’in *Rule 135* vasıtasıyla belirttiği bu hususların “tahdidi” olduğu yönünde içtihat geliştirmişlerdir. Bkz. Barber, s. 31, No: 164.

⁴⁴⁸ Barber, s. 32, No: 165.

⁴⁴⁹ Barber, s. 32, No: 166.

paylaşagelmiş bir ihraççı, bu kayda alma başvurusundan önceki dönemde de söz konusu bilgileri yatırımcılarla paylaşmaya devam edebilmelidir⁴⁵⁰.

bb. Bekleme Dönemi (“*Waiting Period*”)

Bekleme dönemi, kayda alma başvurusu ile bu başvurunun geçerlilik kazanması arasındaki dönemi kapsamaktadır⁴⁵¹. Bu süre, hem SEC’in kendisine sunulan bilgi ve belgeleri incelemesi, hem de yatırımcıların ihraççı şirket ve sermaye piyasası araçları hakkında tam ve doğru bilgi edinmeleri açısından gereklidir⁴⁵². Bu dönem, yatırımcıların bilgiden haberdar olmalarını ve piyasaya sunulan bilgileri sindirmesine yardımcı olmaktadır⁴⁵³.

SEC, ihraç edilecek sermaye piyasası araçları türüne bağlı olarak, kamuya açıklanması gereken bilgiler bakımından birbirinden farklı hususlar içeren kayıt formları hazırlamaktadır. Bu kayıt formları birbirinden farklı olmakla birlikte, genellikle şu bilgileri içermektedir: Şirketin adı, ticari unvanı, kuruluş yeri, kuruluş tarihi gibi ihraççı şirketi tanıyacak bilgiler, şirket ana sözleşmesi, şirketin varlıkları ve iş durumu, halka arz edilecek menkul kıymetlerin başlıca özellikleri, menkul kıymetlerin halka arz fiyatı ve bu fiyatın nasıl tespit edildiği, şirket yöneticilerine ilişkin bilgiler, şirketin mali tablo ve raporları, aracı kuruluş hakkında bilgiler ve aracı kuruluşa yapılacak ödemeler, aracılık sözleşmesi, şirketin taraf olduğu hukuk davaları ve önemli sözleşmeleri, halka arz sonucunda toplanacak fonların kullanım alanları, şirkete ait plan ve projeler⁴⁵⁴. Bununla birlikte, 1990 yılından itibaren söz konusu olan ve SEC tarafından kabul edilen uygulamaya göre, artık başvurular, menkul kıymet ihraç fiyatı, aracılık komisyonları gibi fiyata ilişkin bilgiler olmadan da yapılabilmekte ve buna göre, tescil beyanı geçerlilik kazanabilmektedir⁴⁵⁵. Bu şekilde, herhangi bir satış fiyatı yer almaksızın SEC nezdinde sunulan izahname “*pink herring*” olarak adlandırılmaktadır⁴⁵⁶. Dolayısıyla, mevcut durumda, fiyata ilişkin bilgiler, tescilin kesinleşmesinden sonra meydana gelen gelişmeler (ek

⁴⁵⁰ Barber, s. 32, No: 166.

⁴⁵¹ Barber, s. 33, No: 170.

⁴⁵² İhtiyar, s. 25.

⁴⁵³ Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 356.

⁴⁵⁴ Şirkete ait plan ve projeler, makul temellere, iyiniyet esaslarına dayanmalı, sunum biçimi anlaşılır olmalı, tahmin ve değerlendirmelerin eksik ve zayıf yönleri de yatırımcılara açıklanmalıdır. Bkz. İhtiyar, s. 27, dpn. 61, Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 122–123, Yanlı, s. 99.

⁴⁵⁵ İhtiyar, s. 26–27.

⁴⁵⁶ Barcaskey, Matthew J., Do SEC Regulations Constrain Offer Price Revisions of IPOs?, Williamsburg, 2005, s. 14.

bilgiler) niteliğinde olmak üzere, daha sonradan SEC'e bildirilmekte ve yatırımcılara duyurulmaktadır⁴⁵⁷. Rule 430A ve Rule 462'ye göre, menkul kıymetlerin nihai satış fiyatının, menkul kıymetlerin ilk tahmini satış fiyatından % 20'den fazla olması halinde, ihraççı ve/veya aracı kuruluş ek bilgiler niteliğinde bir değişim mektubunu ("Amendment Letter") SEC'e sunmak zorundadır⁴⁵⁸. **Barcaskey**, bu hukuki düzenlemelerin ekonominin temel arz ve talep dengeleri ile taraflar arasındaki icap ile kabul ilişkisine aykırı olduğunu dile getirmekte ve söz konusu söylemlerini ekonomi bilimi temelleri açısından kanıtlamaya çalışmaktadır⁴⁵⁹. Buradaki amaç, ihraççı ile aracı kuruluş arasındaki nihai fiyatlandırma görüşmeleri öncesinde, tescil başvurusunun SEC tarafından kabulüne imkân vermek ve ihraççı ile aracı kuruluşun piyasa koşullarını değerlendirerek gerçek bir fiyat estimasyonunda bulunmasını sağlamaktır⁴⁶⁰.

1990 yılından önce ise, tescil beyanı ve izahnamedeki bazı konular, özellikle menkul kıymetlerin ihraç fiyatı ile aracı kuruluşa verilecek ücret ve komisyonların bulunduğu kısımlar, son ana kadar boş bırakılmakta idi. Menkul kıymet fiyatları, tescil beyanının kesinleşmesinden çok kısa bir süre öncesinden kararlaştırılırdı⁴⁶¹. Son ana kadar beklenerek, kayda ilişkin bütün problemler çözülmeye menkul kıymet fiyatları SEC'e bildirilir ve böylece tescil beyanı geçerlilik kazanırdı. Son ana kadar beklenilmesi, nihai koşulların, genel piyasa şartları ve eğilimlerinin, alıcıların ilgisinin tespit edilmesi (talep toplanması) sırasında aracı kuruluşların pazarlama çabalarına karşı gelen tepkiler gibi faktörlerin gerektiği gibi değerlendirilebilmesi amacıyla hizmet etmekteydi⁴⁶².

Kayda alma işleminin amacı, orta seviyedeki bir yatırımcının yatırım kararını alma yani sermaye piyasası araçlarını satın alma kararını verirken ihtiyaç duyabileceği tüm esaslı bilgilerin kendisine sunulmasını sağlamaktır⁴⁶³. Hangi bilgilerin esaslı olup olmadığına karar verme yetkisi, münhasıran SEC'e ait olup, SEC'in bu konuda geniş bir takdir yetkisi bulunmaktadır⁴⁶⁴. İhraççılar ve/veya aracı

⁴⁵⁷ **İhtiyar**, s. 26–27.

⁴⁵⁸ **Barcaskey**, s. 17 vd.

⁴⁵⁹ **Barcaskey**, s. 2 vd.

⁴⁶⁰ **İhtiyar**, s. 26–27, dpn. 60; **Barcaskey**, s. 14.

⁴⁶¹ **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 135–136, **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 434 ve 465; **Jennings / Marsch / Coffee**, s. 112.

⁴⁶² **İhtiyar**, s. 26–27, dpn. 60, **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 135–136, **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 434 ve 465; **Jennings / Marsch / Coffee**, s. 112.

⁴⁶³ **Barber**, s. 40–41, No: 204 ve 215.

⁴⁶⁴ **Barber**, s. 41, No: 215.

kuruluşlar, SEC nezdinde ilk halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının kaydını gerçekleştirmeden önce yaklaşık olarak 2–3 aylık oldukça zor ve detaylı bir çalışma gerçekleştirirler⁴⁶⁵. Dolayısıyla, bu ilk kayda alma hazırlıklarından kayda alma işleminin etkinlik kazanmasına dair geçen süre, ortalama bir halka arzda 6 ay olup, nadiren 3 aydan az sürmektedir⁴⁶⁶.

Kayda alma işlemi, başvurunun SEC’e ileildiği tarihten 20 gün sonra, SEC tarafından anılan süreyi durdurmak üzere tesis edilmiş herhangi bir idari işlem (“*stop order*” veya “*refusal order*” veya “*acceleration order*”) söz konusu olmadıkça, kendiliğinden hiçbir olumlu idari işlem gerçekleştirmeye gerek olmaksızın gerçekleşir⁴⁶⁷.

Stop order, ancak kayda alma başvurusundaki esaslı eksiklikler nedeniyle verilebilir⁴⁶⁸. Bununla birlikte, kayda alma başvurusu ile izahnamede SEC tarafından talep edilen her bir yeni değişiklik ve bunlarla ilgili olarak talep edilen ek bilgi, anılan sürenin yeniden işletilmesine yol açar⁴⁶⁹. Bununla birlikte, SEC, halka açıklanacak bilgileri yeterli ve yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından uygun görürse, kayıt beyanının kesinleşme süresini öne alarak bekleme müddetini kısaltabilir. Bu durum, *acceleration order* olarak adlandırılmaktadır⁴⁷⁰. **Barber**, “*acceleration order*” verme yetkisinin, SEC’e tanınmış gayri resmi bir yetki olduğu görüşünü taşımaktadır; çünkü yatırımcılar, ihraç edilecek sermaye piyasası araçları ve ihraççı hakkında gerekli bilgileri edinmek için asgari 20 günlük süreye ihtiyaç duymaktadırlar⁴⁷¹.

SEC’in inceleme yetkisi, kendisine sunulan bilgi ve belgelerin gerçeği tam olarak doğru ve dürüst bir biçimde yansıtıp yansıtmadığının tespiti ile sınırlı bulunmaktadır⁴⁷². Bu uygunluk tespiti, hukuki uygunluk ve finansal bilgilerin gerektiği gibi açıklanıp açıklanmadığıyla sınırlı olacaktır⁴⁷³. Bu durum, kamuyu aydınlatma ilkesinin bir yansımasını teşkil etmektedir. Diğer bir ifadeyle, SEC, ihracı, liyakat (izin) sisteminde olduğu gibi karlılık, verimlilik, sağlamlık, kaynaklar arasında denge vb. hususlar açısından incelemeyecektir. Dolayısıyla, mali ve idari

⁴⁶⁵ **Ratner/Hazen**, s. 91.

⁴⁶⁶ **Ratner/Hazen**, s. 92.

⁴⁶⁷ **Barber**, s. 47, No: 242.

⁴⁶⁸ **Barber**, s. 49, No: 254.

⁴⁶⁹ **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 65; **Barber**, s. 47, No: 243.

⁴⁷⁰ **İhtiyar**, s. 29, **Küçüksozen**, s. 27

⁴⁷¹ **Barber**, s. 50, No: 258.

⁴⁷² **Barber**, s. 42, No: 219.

⁴⁷³ **Barcaskey**, s. 14.

açıdan zayıf ve bozuk olan şirketler de, gerçeği dürüst bir biçimde kamuya açıklamak şartıyla, sermaye piyasası aracı ihraç edebileceklerdir⁴⁷⁴.

Bekleme döneminde, ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının satışı yasak olup, anılan sermaye piyasası araçlarının satın alınması için sözlü icap ise mümkündür⁴⁷⁵. Bununla birlikte, teklif sözlü yapıldığından, yatırımcılar izahnameyi teklif zamanında değil, ancak sermaye piyasası araçlarının kendilerine teslimi aşamasında görme ve inceleme imkânına kavuşmaktadırlar⁴⁷⁶. Bu durum ise, yatırımcının izahnameyi incelemeyi yatırım kararı vermesi anlamını taşımakta ve kamuyu aydınlatma ilkesi ile çelişmektedir⁴⁷⁷. Yazılı belge kullanılarak icap ise, Rule 433'e göre hazırlanan ön izahname ("*preliminary prospectus*")⁴⁷⁸ ya da Rule 434'e göre hazırlanan özet izahname ("*summary prospectus*") ya da mezar taşı ilanları ("*tombstone ads*")⁴⁷⁹ dışında yasaktır⁴⁸⁰.

Mezar taşı ilanlarında, sadece ihraççı ve ticari faaliyet gösterdiği alan; halka arz edilen sermaye piyasası aracının türü, fiyatı, diğer özellikleri; satışın olası tarihi ve izahnamenin nereden elde edilebileceği gibi bilgiler yazılmaktadır⁴⁸¹. Söz konusu mezartaşı ilanlarında satın almak üzerine icabın kabul edilemeyeceği ve bu ilan, hiçbir şekilde icap teşkil etmediği açıkça yazılmalıdır⁴⁸². Ön izahname ise, kapağında kırmızı harflerle "tescil beyanının henüz kesinlik kazanmadığı, belgede yer alan bilgilerin ileride düzeltilebileceği veya değiştirilebileceği ve bu izahnamenin hiçbir şekilde bir icap veya satış teklifi olarak kabul edilemeyeceği" şeklinde bir uyarının yer aldığı ve tescil beyanındaki bilgileri ihtiva eden bir belgedir. Ön izahname, sermaye piyasası araçlarının satış fiyatı ile ilgili herhangi bir bilgi içermemektedir⁴⁸³. Ön izahname, kapağındaki bu yazı nedeniyle, "*red herring*" olarak

⁴⁷⁴ İhtiyar, s. 28.

⁴⁷⁵ Barber, s. 33, No: 171; Diskin v. Lomasney & Co. Case, Bkz. Jennings/Marsch/Coffee, s. 139 ve Ratner/Hazen, s. 119 vd.

⁴⁷⁶ İhtiyar, s. 29.

⁴⁷⁷ İhtiyar, s. 29.

⁴⁷⁸ ABD hukukundaki eğilim, bütün ilanları izahname sayıp bunların izahnamenin taşıdığı yasal şartları taşımasını zorunlu tutmaktır. Televizyon, radyo gibi toplu iletişim araçlarında yapılan bütün açıklamaların önizahnamedeki bilgileri içermesi gerekmektedir. Bkz. Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 463, dpn. 61; Greene ve Diğerleri, Bölüm 2.04[1]; Soderquist / Gabaldon, s. 58.

⁴⁷⁹ Bu ilanlara ABD hukukunda kısa ve öz olmalarından dolayı bu ad verilmekte ve daha ziyade bir tür sirküler niteliğinde değerlendirilmektedirler. Bkz. Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 464. Bu ilanlar, daha çok *Wall Street Journal* gibi yayınlarda yayınlanmaktadır. Bkz. Barber, s. 34, No: 173.

⁴⁸⁰ Jennings / Marsch / Coffee, s. 125 vd; Ratner / Hazen, s. 95.

⁴⁸¹ Barber, s. 34, No: 173; Greene ve Diğerleri, Bölüm 2.04[1].

⁴⁸² Barber, s. 34, No: 174; Greene ve Diğerleri, Bölüm 2.04[1].

⁴⁸³ Sidley & Austin, International Securities Law, London, 1992, s. 552.

isimlendirilmektedir. Ön izahname kesin olmadığından söz konusu belgeye dayanarak satış işlemi yapılamayacaktır⁴⁸⁴. Ön izahname, bekleme müddeti içinde yatırımcıların bilgi edinmek için tercih ettikleri en güvenilir yoldur⁴⁸⁵.

Özet izahname ise, ön izahnamede yer alan bilgileri özetleyen bir belge niteliğindedir⁴⁸⁶. Bu belgeye dayanarak da satış işlemi gerçekleştirilememektedir. İhraç konusu sermaye piyasası araçlarının SEC nezdinde kayıt altına alınmasından ve gerçek izahnamenin kamuya paylaşılabılır kılınmasından sonra, ön izahname artık kullanılmıyor duruma gelecektir⁴⁸⁷. Bununla birlikte, özet izahname, kayda alma başvurusunun geçerlilik kazanmasından sonraki dönemde de, ön izahnameden farklı olarak kullanılmaya devam edilebilecektir⁴⁸⁸. Ancak, bu durum, en geç yatırımcının sermaye piyasası araçlarını teslim almasından önce gerçek izahnamenin kendisine ulaştırılması zorunluluğunu bertaraf etmemektedir⁴⁸⁹.

Bu devrede en çok belirsizlik taşıyan alan, şirket hakkındaki bilgilerin internet üzerinden yayınlanması halidir⁴⁹⁰. İnternet üzerinden yayınlanan açıklamaların sözlü bilgi niteliğinde mi, yoksa yazılı belge niteliğinde mi bulunduğu uygulamada ve doktrinde tartışmalıdır⁴⁹¹. Bu tartışmanın önemi, sözlü icabın serbest ve belli istisnalar dışında yazılı icabın yasak olduğu bu dönemde, internet üzerinden satış için icapta bulunulup bulunulmayacağına tespitidir. **Kütükçü**, internet üzerinden yayınlanan açıklamaların yazılı belge niteliğinde olduğu görüşünü taşımaktadır ki, bu görüşe biz de katılmaktayız⁴⁹².

Bekleme döneminde, piyasanın şartlandırılmasını (“*pre-conditioning of market*”) önlemek amacıyla, satış işlemine ilgi uyandırma ve kamuoyu yaratma maksatlı reklâm, tanıtım ve basın toplantıları yapılması da yasaktır⁴⁹³. Bu dönemde, Rule 134’ün belirlediği çerçeve içerisinde, yalnızca ihraççıyı, ihraç edilecek sermaye

⁴⁸⁴ **İhtiyar**, s. 30.

⁴⁸⁵ **İhtiyar**, s. 30, **Jennings / Marsch / Coffee / Seligman**, s. 138.

⁴⁸⁶ **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 90.

⁴⁸⁷ **Barber**, s. 35, No: 179.

⁴⁸⁸ **Barber**, s. 35, No: 182.

⁴⁸⁹ **Barber**, s. 35, No: 182.

⁴⁹⁰ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 467.

⁴⁹¹ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 467; **Brown**, Meredith M., Global Offerings of Securities, Access to World Equity Capital Markets, London, 1994, s. 35.

⁴⁹² **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 471.

⁴⁹³ Kayda alma başvurusunda yer alması zorunlu açıklamalar arasında şirkete ilişkin olumsuz noktalar da yer alabilir. Hâlbuki sürdürülen reklâm kampanyasında bu tür olumsuz açıklamalara yer verilmeyecek; yatırımcılar kendilerine aktarılan olumlu açıklamaların etkisi altında kalacak ve bir anlamda şartlandırılacaklardır. Hatta yatırımcılar, sonradan tescil beyanı ve izahname kendilerine ulaştırılsa dahi, bu olumlu izlenimlerle izahnameye gereken önemi vermeyebileceklerdir.

piyasası araçlarını ve ihraç miktarını belirten ve boyutları ile şekli nedeniyle “mezartaşı ilanı” (“*tombstone ad*”) olarak anılan ilanlar kullanılabilir⁴⁹⁴. Bununla birlikte, bu reklâm ve tanıtım yasağı sadece halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin reklâm yapılması durumunda söz konusudur. Ortaklık, normal ticari faaliyetleri çerçevesinde halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ile ilgisi bulunmayan hususlardaki kamuyu aydınlatma açıklamalarını yapmaya ve mali tablolarını yayınlamaya devam edebilecektir⁴⁹⁵. Ayrıca, şirketin normal faaliyetlerini sürdürürken ürünlerini tanıtmak üzere yürüttüğü olağan reklâm faaliyetleri de söz konusu reklâm ve tanıtım yasağı kapsamında değerlendirilmemelidir⁴⁹⁶. Bununla birlikte, şirketin kar ve gelirlerine ilişkin beklenti ve projeksiyonlarını yayınlaması, piyasayı şartlandırma olarak algılanabileceğinden, reklam ve tanıtım yasağı kapsamında değerlendirilmelidir⁴⁹⁷.

cc. Kayda Alma Başvurusunun Geçerlilik Kazanmasından Sonraki Dönem (“*Post-Effective Period*”)

Kayda alma başvurusunun geçerlilik kazanmasından sonraki bu dönemde, sermaye piyasası araçlarına ilişkin yazılı icap ve satış yasağı ortadan kalkmaktadır⁴⁹⁸. Bununla birlikte, bu dönemde, şirket veya aracı kuruluş mutlaka kesinleşmiş ve sermaye piyasası araçlarının satış fiyatı bilgisini içerir izahnameyi, yatırımcılarla olası bir irtibat halinde fakat en geç sermaye piyasası araçlarının kendilerine teslimi anında, kendilerine sunmalıdır⁴⁹⁹.

Bu dönemde, başkaca herhangi bir işlem ve izne gerek bulunmaksızın, izahnamenin de sermaye piyasası araçları ile birlikte teslim edilmesi şartıyla söz konusu sermaye piyasası araçlarının satışına başlanabilir.

2. Kayıt Başvurusu için Gereken Belgeler

SPKn’nun 5’inci maddesi 1’inci fıkrası hükmüne göre, kayıt başvurusu için gereken belgeler Kurul tarafından belirlenmektedir.

⁴⁹⁴ Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 90.

⁴⁹⁵ Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 81; Ratner / Hazen, s. 113.

⁴⁹⁶ Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 77; Ratner / Hazen, s. 113.

⁴⁹⁷ Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 85.

⁴⁹⁸ Barber, s. 37, No: 189.

⁴⁹⁹ Barber, s. 37, No: 191.

Kurul, kendisine SPKn. ile tanınan bu yetki çerçevesinde, ortaklık senetlerinin ve borçlanma senetlerinin kayda alınma başvurularına eklenecek belgeleri ayrı ayrı belirlemiş bulunmaktadır.

3. Payların Halka Arzında Kayıt

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ hükümleri çerçevesinde, payların halka arzında kayıt müessesesi, üç kapsamda incelenmiş bulunmaktadır. Bunlar; mevcut hisse senetlerinin halka arzında kayıt, halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımını yoluyla halka arzında kayıt ve halka açık ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arzında kayıttır.

a. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzında

Pay sahiplerinin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için, ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması ve paylarında rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması gerekmektedir.

Ayrıca, ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve Kanun'un amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 1 no'lu ekindeki belgelerle birlikte Kurul'a başvurması ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin Kurul onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekir.

b. Halka Açık Olmayan Ortaklıkların Paylarının Sermaye Artırımını Yoluyla Halka Arzında

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler. Bu ortaklıkların sermayelerinin tamamının ödenmiş olması zorunludur.

Bu ortaklıklar tarafından Kurul'a başvuru öncesinde, anılan ortaklığın yönetim kurulu esas sözleşmenin Kurul düzenlemelerine ve SPKn'nun amaç ve ilkelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 1 no'lu ekindeki belgelerle birlikte Kurul'a başvurur ve esas sözleşme değişikliği için Kurul

onayını alır. Ortaklık genel kurulunca TTK'nun ilgili hükümleri çerçevesinde sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Söz konusu işlemlerden sonra ise, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 3 no'lu ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için ortaklık veya aracı kuruluş tarafından Kurul'a başvurulur.

Payları GİP'te işlem görecektir ortaklıklar tarafından ise Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 4 no'lu ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için Kurul'a başvurulur.

c. Halka Açık Ortaklıkların Sermaye Artırımları Yoluyla Halka Arz

Halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında Kurul'a başvuru öncesinde kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu artırılabilecek sermaye miktarını ve satış esaslarını belirleyen bir karar alır. Esas sermaye sisteminde ise, ortaklık yönetim kurulunca, esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısı hazırlanır ve madde değişikliği için Kurul'un onayını takiben genel kurulca sermaye artırımı kararı alınır. Bu genel kurulda, yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen kısıtlanmasının toplantı gündemine alınmış olması halinde yönetim kurulu tarafından yeni pay alma haklarının kısıtlanma nedenlerinin ortakların bilgisine sunulması zorunludur.

Yeni pay alma haklarının tamamen veya kısmen kısıtlanmak istenmesi durumunda; bu hususun, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış yönetim kurulunun alacağı sermaye artırımı kararında, esas sermaye sisteminde ise genel kurulun alacağı sermaye artırımı kararında, açıkça belirtilmesi gerekir. Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulunun yeni pay alma haklarını kısıtlama kararı, Kurul'un kayıtlı sermaye sistemine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, alındığı tarihten itibaren beş iş günü içinde ticaret siciline tescil ve ticaret sicil gazetesinde ilan edilir. Bu işlemlerden sonra Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 3 no'lu ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile payların kayda alınması için Kurul'a başvurulur.

Payları GİP Listesi'nde bulunan şirketlerin bu kapsamda ihraç edeceği payların kayda alınması için ise Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 4 no'lu ekinde belirtilen belgelerin eklendiği bir dilekçe ile Kurul'a başvurulur.

d. Satılmayan Hisse Senetlerinin Satın Alınacağına Taahhüt Edilmesi

Bu hususun, birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arzlarda, esas sermaye sistemindeki anonim ortaklıklar ile kayıtlı sermayeye tabi anonim ortaklıklar açısından ayrı ayrı incelenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, belirtmek gerekir ki, satılmayan hisse senetlerinin taahhüt altına alınması hususu, sadece birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arzlar bakımından önem taşımaktadır. Nitekim, ikinci el piyasasında yapılan halka arz işlemlerinde, satılmayan paylara ait sermaye tutarının açıkta kalması gibi bir tehlike bulunmamaktadır.

SPKn'nun 7'nci maddesinin 1'inci fıkrasının 2'nci cümlesine göre, "*Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını; sermaye artırımlarında kullanılmayan rüçhan haklarına tekabül eden payların, piyasa değerinin nominal değerinin üzerinde olması halinde, bunların primli fiyattan satılmasını isteyebilir.*" **Ayoğlu**, satılmayan payların pay sahipleri, tedrici kuruluştaki kurucular ve aracı kuruluşlar tarafından satın alınacağını öngören taahhütname alınması sisteminin, sermaye piyasalarında güven ve istikrarın sağlanabilmesi bakımından "tam ve nakden ödeme ilkesi" ile birlikte büyük önem taşımakta olduğunu dile getirmektedir⁵⁰⁰. Anılan taahhüt, kurucuların kurulmakta olan şirkete yönelik mücerret bir borç ikrarı, ortaklık ile pay sahipleri arasında akdedilen ve şarta bağlı bir satın alma yükümlülüğü içeren bir sözleşme ya da aracı kuruluş ile ortaklık arasında akdedilen aracılık yüklenim sözleşmesi vasıtasıyla yapılacaktır⁵⁰¹. **Aytaç** ve **Ünal**'a göre, bu taahhüt, garanti sözleşmesi niteliği hükmündedir⁵⁰². **Ayoğlu**'na göre ise, taahhütte bulunanın yükümlendiği üçüncü kişinin fiili değil, kendi edimi olduğu cihetle, burada geciktirici şarta bağlı bir edim söz konusudur⁵⁰³.

aa. Esas Sermaye Sistemine Tabi Anonim Ortaklıklarda

⁵⁰⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 116–117.

⁵⁰¹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 117.

⁵⁰² **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 169; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 274–275.

⁵⁰³ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 117.

Esas sermayeli anonim ortaklıklarda, sermaye artırımı prosedürü uygulanarak yeni paylar yaratıldığında, sermaye azaltılması müessesesine başvurulmaksızın, anılan payların ve bu payları temsil eden hisse senetlerinin ortadan kaldırılması mümkün değildir. Dolayısıyla, bu sisteme tabi anonim ortaklıklarda, satılmayan payların temsil ettiği sermaye payının açıkta kalmaması bakımından, satılmayan payları temsil eden hisse senetlerinin bazı kişiler tarafından satın alınacağına taahhüt edilmesi hususu zorunluluk teşkil etmektedir. Bu noktadan hareketle, SPKn'nun 7'nci maddesinin 3'üncü fıkrası, Kurul'a halka arz edilen ancak satılmayan hisse senetlerinin satın alınacağı yönünde, kurucular⁵⁰⁴, pay sahipleri ya da yüklenimde bulunacak aracı kuruluş tarafından taahhütte bulunulmasını zorunlu tutabilme yetkisi tanınmıştır⁵⁰⁵. Bu taahhüt, satış süresi sonunda satılmayan payların kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesi hususunu da kapsamaktadır.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 22'nci maddesinin 2'nci fıkrasına göre, esas sermaye sistemindeki ortaklıkların; süresi içinde satılmayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren 3 iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat etmeleri gerekmektedir.

Bu taahhüt anlaşması, uygulamada çok çeşitli adlar altında anılmaktadır⁵⁰⁶. Bu taahhüt, kurucular veya pay sahipleri tarafından verildiğinde, satış taahhüdü adı altında anılırken, aracı kuruluş veya bankalar tarafından verildiğinde ise genellikle aracılık yüklenim sözleşmesi olarak anılmaktadır⁵⁰⁷. **Aytaç**, söz konusu taahhüdün aracı kuruluş veya bankalar tarafından verildiğinde aracılık yüklenim sözleşmesi olarak anılması hususunu haklı olarak eleştirmektedir. Yazara göre, aracılık yüklenim sözleşmesi, gerçekten de birinci ve ikinci el piyasasında yapılabileceği gibi, satın alma taahhüdünü içerecek veya içermeyecek şekilde de yapılabilir⁵⁰⁸. Biz

⁵⁰⁴ Kurucuların taahhüt istenecek şahıslar arasına dâhil edilmelerinin nedeni, tedrici kuruluş esnasında yapılan halka arzlarda henüz tüzel kişilik kazanmış bir ortaklık bulunmadığından pay sahibi statüsüne sahip kimsenin mevcut olmamasıdır. Bkz. **Ulusoy**, s. 36.

⁵⁰⁵ Bu taahhüt, yalnızca hisse senetlerinin satın alınamayan kısmı için söz konusudur. Zira, hükmün amacı, halka arz yolu ile yapılan ortaklık kuruluşlarının ve esas sermaye artırımlarının sürüncemede kalmasını önlemektir. Bkz. **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 25. Bu itibarla, hisse senetlerinin dışında kalan sermaye piyasası araçlarının halka arzında, satılmayan kısmın satın alınacağı yönünde taahhütte bulunması gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bkz. **Küçüksözen**, s. 101.

⁵⁰⁶ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 168.

⁵⁰⁷ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 168.

⁵⁰⁸ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 168.

de bu noktada **Aytaç**'in bu görüşüne, aynı gerekçelerle katılmakta olduğumuzu belirtmeliyiz.

Aytaç, satın alma taahhüdü verebilecekler arasında isimleri sayılan aracı kuruluşlar ve bankaların bu taahhüdü verebilmelerinin sermaye artırımlarının sonuçlandırılabilmesi ve hedeflenen amaç bakımından çok yerinde olduğunu dile getirmektedir⁵⁰⁹. Buna karşılık, kurucular ve pay sahipleri tarafından anılan taahhüdün verilmesi her zaman sermaye artırımının gerektiği gibi sonuçlandırılabilmesi sonucunu beraberinde getirmeyecektir⁵¹⁰.

Taahhüt, ortaklığa karşı yapılacaktır ve söz konusu taahhüt anlaşması, hukuki açıdan bir garanti sözleşmesi niteliğinde olduğu için her zaman takip konusu yapılabilecektir⁵¹¹. Bununla birlikte, her zaman için takibin sonuçsuz kalması riski de mevcut bulunmaktadır. **Aytaç**, bu nedenle, sistemin amacına ulaşabilmesi için mümkün olduğunca teminat alınması gerektiği kanısını taşımaktadır⁵¹².

bb. Kayıtlı Sermaye Sistemine Tabi Anonim Ortaklıklarda

Kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, SPKn'nun 7'nci maddesinin 4'üncü fıkrası hükmüne binaen, sermaye artırımının tescili, esas sermaye sisteminin aksine, hisse senetlerinin satış süresi tamamlandıktan sonra yapılabilmektedir. Bu sistemde, pay sahipliği hakkı, hisse senetlerinin, onları satın alan kişiye teslimi ile kazanılmakta ve dolayısıyla, TTK'nun tescilden önce çıkartılacak hisse senetlerinin hükümsüz olacağını ifade eden 395'inci maddesinin 3'üncü cümlesi ile 412'nci maddesinin I'inci fıkrası hükümleri bu sistemde uygulama alanı bulamamaktadır. Dolayısıyla, bu sistemde, satılmayan hisse senetlerinin, sermaye artırımının tescilinden önce imha edilebilmesi, sermaye azaltılması müessesesine başvurulmaksızın, imkân dâhilindedir. Bütün bu açıklamalar, bu sistemde, satılmayan hisse senetlerinin temsil ettiği sermaye payının açıkta kalması gibi bir tehlike bulunmadığını göstermektedir.

Yukarıdaki açıklamalarımıza binaen, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıkların ihraç ettikleri hisse senetlerinin satılmayan kısmının pay sahipleri, tedrici kuruluşta kurucular ve aracı kuruluşlar tarafından taahhüt edilmesine ihtiyaç

⁵⁰⁹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 168.

⁵¹⁰ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 168.

⁵¹¹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 169.

⁵¹² **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 170.

bulunmamaktadır⁵¹³. Bu görüş, öğretilerde, **Aytaç** ve **Bahtiyar** tarafından desteklenirken, **Günel**, **Küçüksözen** ve **Akbulak/Akbulak** aksi görüştedir⁵¹⁴. Kurul'un görüşünün de **Aytaç** ve **Bahtiyar** yönünde olduğu, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 22'nci maddesinden anlaşılmaktadır. Anılan hükme göre, kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıkların, satın alma taahhütnamesi bulunmaması halinde satış süresinin sona ermesini takiben satılmayan payları altı iş günü içinde iptal ettirmeleri; satın alma taahhütnamesi bulunması halinde, süresi içinde satılmayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren üç iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunanlara müracaat ederek satışı tamamlamaları gerekmektedir. Bu yönde bir düzenleme, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte bulunan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de de bulunmaktaydı. Anılan hükme göre, kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda satın alma taahhütnamesi bulunmaması halinde, satılmayan paylar, satış süresinin sona ermesinden itibaren altı iş günü içerisinde iptal edilecekti. Dolayısıyla, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ bu anlamda, var olan mevcut düzenlemeyi tekrar etmiş gözükmektedir.

4. Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kayıt

Borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınması, Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de düzenlenmiştir. İhraççıların ihraç edecekleri borçlanma araçlarını, söz konusu tebliğde belirtilen esaslara göre Kurul'a kaydettirmeleri zorunludur. Borçlanma aracı ihracı için ortaklık statüsündeki ihraççıların esas sözleşmelerinde buna yetki veren hüküm bulunması ve bu konuda genel kurulca ve/veya yönetim kurulunca karar alınmış olunması zorunludur. Kurul kaydına alınma başvurusunun, yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren bir yıl içinde yapılması gerekmektedir. İhraç başvurusu bir yıllık bir dönem içinde yapılacak borçlanma araçları ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde de yapılabilir. Bu dönem içerisinde borçlanma araçları, farklı vade yapısı veya faiz oranına sahip tertipler veya tertibe bağlı seriler halinde satılabilir. Kayda alınan borçlanma araçlarının satışından vazgeçilmesi halinde bu durum derhal Kurul'a bildirilir.

⁵¹³ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 170; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 109;

⁵¹⁴ **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 87; **Küçüksözen**, s. 101; **Akbulak/Akbulak**, s. 72–73.

Kayda alınan borçlanma araçlarının satışına ilişkin olarak bir kayıt belgesi düzenlenir. Kayıt belgesinin, Kurul'un kayda alma kararı tarihinden itibaren en geç 15 gün içinde ihraççı tarafından teslim alınması zorunlu olup, bu belge alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz. Ancak, Kurul gerekli hallerde bu süreyi uzatabilir.

Halka arz edilen borçlanma araçlarının satışının, bunlara ilişkin anapara, faiz ödemesi ve benzeri yükümlülüklerin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur. Borçlanma araçlarının halka arz yoluyla satışında, bu araçlara ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilme esaslarına düzenlenecek izahname ve sirkülerde yer verilir. Borçlanma araçlarının halka arz yoluyla satışında, bu araçlara ilişkin yükümlülükler, tasarruf sahiplerinin kolaylıkla yararlanabileceği şekilde yerine getirilir.

5. Kayda Alma Başvurusunda Bulunmamanın Sonuçları

a. Hukuki Yönden

SPKn'nun 46'ncı maddesinin 1'inci fıkrasının a bendi hükmüne göre, Kurul, sermaye piyasası araçlarını kayda aldırılmaksızın gerçekleştirilen ihraç, halka arz ve satış işlemleriyle izinsiz sermaye piyasası faaliyetlerinin durdurulması için gerekli her türlü tedbiri almaya, kayıt yükümlülüğüne uyulmaksızın yapılan halka arz ve satış sonucu satılan kısmın karşılığı ve satışı yapılacak senetler için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz istemeye, tedbir ve haciz tarihinden itibaren altı ay içinde dava açmaya veya takip yapmaya; her türlü hukuki ve cezai sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin doğurduğu sonuçların iptali için tespit tarihlerinden itibaren üç ay, vukuu tarihinden itibaren bir yıl içinde dava açmaya yetkili kılınmıştır.

Kayda aldırma yükümlülüğünü yerine getirmeyen ihraççı ile satışı yapılan sermaye piyasası araçlarından satın alan yatırımcılar arasındaki sözleşmelerin akıbeti de tartışmaya değer bir başka konudur. Bu bağlamda, anılan yatırımcıların söz konusu sözleşmeleri hata (BK. m. 23) ya da hile (BK. m. 28) gerekçesi ile iptal edebilmeleri, anılan sermaye piyasası araçlarını da ihraççılara iade ederek ödedikleri meblağları, faizi ile birlikte geri alabilmeleri gerekmektedir. Sermaye piyasası araçlarını ellerinden çıkarmış olan yatırımcılar ise, kayda alma işleminin yapılmamış olması nedeniyle uğradıkları zararı, BK. m. 96 vd. hükümleri gereğince, akde

aykırılığa dayanarak ihraççı ya da satıcı konumunda bulunan kişi ya da kuruluştan, haksız fiil hükümlerine dayanarak da ihraççı ya da satıcının yönetim kurulu üyelerinden talep edebilmelidirler.

b. Cezai Yönden

Kayda aldırma yükümlülüğünü yerine getirmeyen kişiler hakkında, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve adli para cezası uygulanacaktır.

B. İZAHNAME VE SİRKÜLER

1. İzahnamenin Tanımı ve İçeriği

a. Tanım

İzahname, sermaye piyasası araçlarının halka arzında ihraççı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkındaki bilgileri içeren ve halkı anılan sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden belgedir. Amacı, yatırımcıları, ihraç işlemi, ihraç konusu sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkında bilgilendirmek ve bu yönden, kamuyu aydınlatmaktır. Bir diğer ifadeyle, izahname, yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını satın alıp almama konusunda verecekleri kararı etkileyebilecek her türlü olumlu ve olumsuz finansal ve hukuki nitelikteki bilgiyi bünyesinde barındıran bir kamuyu aydınlatma aracıdır.

SPKn'nun 6'ncı maddesinin 1'inci fıkrası hükmünde, sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgilerin izahnamede yer alacağı belirtilmekte ancak izahnamenin belli bir tanımı verilmemektedir.

SPKn'nun 6'ncı maddesinin 1'inci fıkrası hükmüne göre, sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasından sonra, izahnamenin ticaret siciline tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir. **Kabaalioglu**, izahnamenin birçok kişi tarafından hiç okunmayan ticaret siciline tescil ve ilan edilmesi hususunun yeterli olmadığını, önemli olan hususun aynen kaynak ABD hukukunda olduğu gibi, izahnamenin muhakkak yatırımcıya en geç sermaye piyasası araçlarının teslimi sırasında ulaştırılması olduğunu dile getirmektedir⁵¹⁵.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin "İzahnamenin Tescili ve İlanı" başlıklı 17'nci maddesi,

⁵¹⁵ **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 156.

izahnamenin tescili ve ilanı ile ilgili yeni esaslar belirlemiş gözükmektedir. Söz konusu hükme göre, Kurul kaydına alınma başvurusu sırasında Kurul'a sunulan taslak izahname Kurul'un internet sitesinde ve Kurul'a başvuru yapıldığı günü izleyen iki iş günü içinde, varsa ortaklığın internet sitesinde ve payları borsada işlem gören ortaklıklar için KAP'ta ilan edilir. Taslak izahname ilan edilirken, Kurul'a yapılan kayda alma başvurusunun incelenmekte olduğu, izahnamenin Kurul tarafından henüz onaylanmadığı ve Kurul onayını takiben kesinleşen izahnamenin ayrıca ilan edileceği hususlarına izahnamenin giriş sayfasında yer verilmesi zorunludur. Raf kayıt sistemine ilişkin esaslar saklı kalmak üzere, payların Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurul'ca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren on beş gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu ticaret siciline tescil ve sicil gazetesinde ilan ettirilir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar ve payları borsada ilk defa işlem görecekten ortaklıklar için ayrıca ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta ortaklık tarafından ilan edilir. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar ise bu ilanı varsa kendi internet sitelerinde de yaparlar.

Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, izahnamenin tescil ve ilanı ile ilgili olarak Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile aynı doğrultuda hükümler sevk etmiş bulunmaktadır. Buna göre, halka arz yoluyla satılacak borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurul'ca onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren on beş gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu ticaret siciline tescil ve ticaret sicil gazetesinde ilan ettirilir. Ticaret siciline tescil ve ticaret sicil gazetesinde ilan ettirilen izahname, ihraççının internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilir. Bununla birlikte, Seri: II No: 22 sayılı Tebliğ'de, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'den farklı olarak, "taslak izahname"nin ilanı ile ilgili olarak herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Kanımca, borçlanma araçlarının halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahname ile payların halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahnamenin birbirlerinden farklı nitelikte hükümler içermesi, hem anlamlı değil, hem de hukuk metodolojisine uygun değildir. Kurul'ca yapılacak diğer düzenlemelerde, bu hususun göz önünde tutulmasının faydalı olacağı kanısındayım.

İzahnamenin ortaklık merkezinde ve başvuru yerlerinde bulundurulması gerekmekte olup, talep edilmesi durumunda basılı halinin bedelsiz olarak yatırımcılara verilmesi zorunludur.

b. İçerik

SPKn'nun 6'ncı maddesinin 1'inci fıkrası hükmünün 2'nci cümlesinde, izahnamede bulunması gereken bilgilerin Kurul tarafından belirleneceği hükme bağlanmıştır. Kurul, bu yetkisini, başta Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği ve Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ olmak üzere ayrı ayrı ilgili tebliğlerde düzenlemiş bulunmaktadır.

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği yürürlüğe girmeden önce yürürlükte bulunan Seri: I, No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 17'nci maddesinin 2'nci fıkrasına göre, raf kayıt sistemine ilişkin esaslar saklı kalmak kaydıyla, hisse senetlerine ilişkin izahnamelerde bulunması gereken asgari bilgiler şunlardı: İhraççı ortaklığı genel olarak tanıtacak bilgiler; mevcut ve satışı yapılacak sermaye ve paylarına ilişkin bilgiler ile satış esaslarına, ihraççının mali durumuna, faaliyetlerine ve izahnameyi imzalayan kişilere ilişkin bilgiler. Bununla birlikte, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde izahnamenin içeriği ile ilgili detaylı bilgilere yer verilmemiş olup, izahnamenin içeriği ile ilgili tek hükme söz konusu tebliğin "İzahnameden Yer Alacak Finansal Tablolar" başlıklı 33'üncü maddesinde yer verilmiş gözükmektedir. Anılan hükme göre, payların halka arzında düzenlenecek raf kayıt izahnamesi ve izahnamede Kurul'un muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan finansal tablolar ile bağımsız denetim raporlarına yer verilmelidir. Bununla birlikte, anılan tebliğin 17'nci maddesi, "*İzahname standartları, Kurul tarafından belirlenir.*" hükmünü havi olduğu cihetle, Kurul'un izahnamenin içeriğindeki asgari şartları belirlemeye yetkili olduğu aşikârdır.

Bununla birlikte, Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in "İzahname ve Sirküler Düzenleme Esasları" başlıklı 13'üncü maddesinde, izahnamenin içeriğinde bulunması gereken bilgilerle ilgili olarak Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'e göre daha fazla açıklama verilmiş bulunmaktadır. Anılan hükme göre, "*İzahname ve sirkülerin ihraççı, ihraççının mali durumu, riskleri, borçlanma araçlarının itfasına ilişkin temel varsayımları, faaliyet kapsam ve sonuçları ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurul'ca gerekli görülen bilgiler ile yatırımcıların yatırım*

kararlarına etki edebilecek diğer hususları açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurul tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurul’ca istenebilecek ek bilgileri içermesi ve izahname ve sirkülerde yer alan bilgi ve açıklamaların belgeye dayandırılması zorunludur. İhraç edilecek borçlanma araçlarına garanti verilmesi durumunda, garantöre ilişkin temel bilgilere de izahname ve sirkülerde yer verilir.” Kanımca, Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’de izahnamenin içeriğine ilişkin olarak yer verilmiş bu hüküm ve özellikle de hükmün lafzında ve ruhunda bulunan *“yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilecek diğer hususları açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi”* ifadesine Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’de de yer verilmesi son derece yerinde olur.

Öğretide, yukarıda değinilen bilgilerin yanı sıra, şirketin yıllık cirosu ve karlılık oranları, toplam personel sayısı, çalışanlarla akdedilen toplu sözleşmelerin sona erme tarihi, şirketin taraf olduğu tahkim davaları dâhil önemli uyuşmazlıklar ve ihtilaflar, brüt işletme sermayesi ile varlıklar arasındaki oran, son üç yıla ilişkin mali tablolar, geçmiş 3 yılda pay sahiplerine, kuruculara, yönetim kurulu üyelerine ve intifa hakkı sahiplerine ödenen kar payları ile birinci temettü ve toplam temettü olarak dağıtılan kar miktarları, şirketin kontrolünü ellerinde bulunduran pay sahipleri, ortaklıkta yabancı sermaye varsa miktarı ve ait olduğu gerçek ve tüzel kişiler, ortakların iştirakleri ve bunların adları ve/veya unvanları (faaliyet konuları, esas ve ödenmiş sermayeleri ile bunlardaki iştirak payları), ortaklığın kendi iştirakleri ve bu iştiraklerinden sağladığı gelir, ortaklığın ait olduğu şirketler grubunun genel holding stratejisi, vergi bakımından yararlanılan istisna, muafiyet ve teşvikler ile son üç yılda ödenen vergi ya da oluşan zarar miktarları gibi bilgilere de izahnamede yer verilmesi gerektiği ifade edilmektedir⁵¹⁶. İzahname, halka arz işlemine ilişkin olarak temel kamuyu aydınlatma aracıdır.

2. Sirkülerin Tanımı ve İçeriği

a. Tanım

SPKn’nun 6’ncı maddesinin 1’inci fıkrası hükmüne göre, *“halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti, sirküler ile yapılır.”* Sirküler, izahnamede

⁵¹⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 125; Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 161–165.

yer alan bilgileri özetleyen ve halkı, izahname konusu sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden bir belgedir.

Kurul'un Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte olan Seri: I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'de öngörülen sirkülerin yayınlanmasına ilişkin esasları değiştirmiş gözükmektedir. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 24'üncü maddesine göre, payları borsada işlem gören ortaklıklar ile paylarını ilk defa halka arz edecek ortaklıklara ilişkin sirkülerler ve pay bilgi notu, KAP'ta ve ortaklığın internet sitesinde ortaklık tarafından yayımlanır. Sirkülerlerin ve pay bilgi notunun ilanı ortaklığın internet sitesinin ve KAP'ın yanı sıra, ortaklık tarafından belirlenecek gazetelerde de yapılabilir. Kurul gerekli gördüğü durumlarda gazetede veya yurt dışında da ilan yapılmasını veya gazetelerin değiştirilmesini isteyebilir. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklara ilişkin sirkülerler ise mahallinde yayınlanan veya dağıtılan en az bir gazetede ve varsa ortaklığın internet sitesinde ilan ettirilir. Ortaklıklar mahalli gazetede ilan yükümlülüklerini ülke çapında dağıtılan gazetelerde ilan etmekle de yerine getirebilirler. Oysa ki, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 24'üncü maddesi, *"Sirkülerlerin ilan edileceği gazete, sermaye artırımında ortakların çoğunluğunun, halka arzda ise çok sayıda kişinin haberdar olmasını sağlayacak şekilde seçilir. Kurul, gerekli gördüğü durumlarda, birden fazla gazetede veya yurt dışında da ilan yapılmasını veya gazetelerin değiştirilmesini isteyebilir. Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklara ilişkin sirküler, bir gazetenin Türkiye baskısı ile ortaklık merkezinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde ilan edilir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen ortaklıklara ilişkin sirküler ise mahallinde yayınlanan veya dağıtılan en az iki gazetede ilan ettirilir. Ortaklıklar mahalli gazetede ilan yükümlülüklerini ülke çapında dağıtılan gazetelerde ilan etmekle de yerine getirebilirler."* hükmünü havi idi. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile getirilen internet ve KAP üzerinden yayınlanma düzenlemelerinin, teknolojik gelişmeler ile uyumlu oldukları ve artık gazetelerin daha çok internet üzerinden takip edildikleri cihetle, yerinde oldukları kanısındaydım.

Bununla birlikte, sirküler bir reklâm aracı değildir, bu bakımdan, ihraççı hakkında övgü dolu ifadelerin kullanılabilceği bir tanıtım malzemesi olarak düşünülmemelidir⁵¹⁷.

b. İçerik

SPKn'nun 6'ncı maddesinin 1'inci fıkrası hükmü, halkı sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet etmek üzere yayımlanacak sirküler ve diğer ilanların içeriğini belirleme yetkisini aynen izahnamede olduğu gibi Kurul'a bırakmaktadır. Öğretide, **Kabaaliolu**, sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesi gerektiğini dile getirmiştir⁵¹⁸. **Ayoğlu** ise, izahnamenin çoğunlukla hacimli bir belge olduğunu; sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesinin uygulamada pek de mümkün olmadığını; sirkülerin, ihraççı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve satış şartları hakkında temel bilgileri içermesi ve geniş bilgi için izahnameye atıfta bulunularak, izahnamenin temin edilebileceği yerlerin belirtilmesinin gerekli ve yeterli olacağını belirtmektedir⁵¹⁹.

3. İzahname ve Sirkülerin Hazırlanması ve Değişiklikler

SPKn'nun 7'nci maddesinin 2'nci fıkrası hükmü uyarınca, izahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ve ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu düzenlemenin öngörülmesindeki amaç, aracı kuruluşları, izahnameden doğan hukuki sorumluluğa ortak etmektir.

SPKn'nun 10'uncu maddesinin 1'inci fıkrası hükmüne göre, izahname ile kamuya açıklanan konulardaki değişikliklerin en geç 10 gün içerisinde ihraççılar tarafından Kurul'a bildirilmesi zorunludur. Buna karşılık, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 25'inci maddesinde, "*Raf kayıt sistemine ilişkin esaslar saklı kalmak üzere, izahname ve sirkülerle, halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan önemli değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık veya hissedar adına aracı kuruluş tarafından bunların öğrenildiği tarihte ve satış süresi içinde ise satış durdurularak derhal Kurul'a bildirilmesi zorunludur.*" hükmü öngörülmüş bulunmaktadır. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte

⁵¹⁷ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 28.

⁵¹⁸ **Kabaaliolu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 157, dnp. 22 ve s. 155.

⁵¹⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 128.

olan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de de benzeri yönde bir düzenlemeye yer verilmiş idi. Ayrıca, Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 14’üncü maddesinde de, “*İzahname ve sirkülerle halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde meydana gelen ve bildirilmemesi halinde yatırımcıların zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ihraççılar tarafından öğrenildiği tarihte her durumda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularak, ihraççı veya aracı kuruluş tarafından yazılı şekilde en seri haberleşme vasıtasıyla Kurul’a bildirilmesi zorunludur.*” hükmüne yer verilmiştir. Görüldüğü üzere, Kurul, kanunda öngörülen 10 günlük süreyi, yayımladığı genel düzenleyici idari işlemlerle kısaltmaya ve derhal bildirim esasını getirmeye çaba sarf etmektedir⁵²⁰. **Kütükçü**, bu düzenlemenin yerinde olduğunu, ancak Kanun’a aykırı olduğunu dile getirmektedir⁵²¹. Ayrıca, satışın durdurulması yetkisinin Kurul yerine ihraççıya verilmesi de doğru bir düzenleme teşkil etmemektedir⁵²². Kanımca, yeni Sermaye Piyasası Kanunu tasarısında tebliğler ile aynı yönde bir düzenlemeye yer verilmesi yerinde olacaktır.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’e göre, Kurul’dan onay alındıktan sonra izahnamedeki değişikliklerin ticaret siciline tescil ettirilmesi ve daha önce ilan edildiği şekilde kamuya duyurulması zorunludur. Ayrıca sirkülerlerdeki değişikliklerin de daha önce ilan edildiği şekilde kamuya duyurulması gerekmektedir. İzahname ve sirküler değişiklikleri ortaklık veya hissedar adına aracı kuruluş tarafından kamuya duyurulur. İzahname ve sirkülerdeki değişikliklerin ilan tarihinden sonraki iki işgünü içerisinde, önceden talepte bulunan yatırımcıların taleplerinden vazgeçme hakları bulunmaktadır. Kanımca, bu düzenleme, yatırımcıların haklarını korumak için getirilmiş çok yerinde bir düzenlemedir.

Seri: II No: 22 sayılı Tebliğ’e göre de, Kurul’dan onay alındıktan sonra izahnamedeki değişikliklerin ticaret siciline tescil ettirilmesi, ticaret sicil gazetesinde, KAP ve ihraççının internet sitesinde ilanı; sirkülerdeki değişikliklerin ise, varsa bu sirkülerlerin ilan edildiği gazetelerde veya ihraççının internet sitesinde ve KAP’ta ilan edilmesi zorunludur. Görüldüğü üzere, Seri: II No: 22 sayılı Tebliğ’de, izahname ve sirkülerdeki değişikliklerin ilan tarihinden sonraki iki işgünü içerisinde, önceden

⁵²⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 130.

⁵²¹ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 481.

⁵²² **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 481–482.

talepte bulunan yatırımcılara, taleplerinden vazgeçme hakkı tanınmamıştır. Her ne kadar anılan düzenlemenin amacı, ortaklık senetleri ile borçlanma senetlerinin niteliğinden kaynaklanan bir farklılığa dayanıyor gibi gözükse de, kanımca, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’de yer alan bu yönde bir düzenlemeye Seri: II No: 22 sayılı Tebliğ’de de yer verilmesi yerinde olacaktır. Bununla birlikte, daha önceki açıklamalarımızda da ifade edilmiş olduğu üzere, borçlanma araçlarının halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahname ile payların halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahnamenin birbirlerinden farklı nitelikte hükümler içermesi, hem anlamlı değil, hem de hukuk metodolojisine uygun değildir. Anılan izahnameye ilişkin hükümlerin farklı olması, sadece ortaklık senetleri ile borçlanma senetlerinin niteliğinden kaynaklanan bir farklılığa dayanıyor olmalıdır; bunun dışında her iki tip senedin niteliğinden kaynaklanmayan genel hususlarda her iki tebliğ birbiriyle uyumlu hale getirilmelidir. Kurul’ca yapılacak diğer düzenlemelerde, bu hususun göz önünde tutulmasının faydalı olacağı kanısındayım.

Kütükçü, sermaye piyasası araçlarının satışına ancak, düzeltilmiş veya güncellenmiş izahnamenin kayda alınması neticesinde başlanabileceğini belirtmektedir; çünkü halkı icaba davet ancak izahname ile yapılabilir⁵²³.

4. İzahname ve Sirkülerde Yer Alan Bilgilerden Doğan Hukuki Sorumluluk

SPKn’nun 7’nci maddesinin 2’nci fıkrasında, izahname ve sirkülerin, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından imzalanacağı, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından ihraççıların sorumlu olduğu, bununla birlikte, zararın, ihraççılardan tazmin ettirilemeyen kısmı için kendilerinden beklenen özeni göstermeyen, yani kusurlu aracı kuruluşlara müracaat edilebileceği ifade edilmektedir. İzahnamede yer alan bilgilerin, gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmaması ile anlaşılan, “bilgilerin yanlış ve yanıltıcı olması” ile birlikte aynı zamanda izahnamede “eksik bilgilerin” de bulunmasıdır⁵²⁴. Hükümde, ikinci el piyasalarında sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara satan pay sahiplerine ilişkin herhangi bir düzenleme öngörülmemiş olmasına karşı, bu kişilerin sorumluluğunun da ihraççılar gibi kusura dayalı olmadığı kabul edilmelidir⁵²⁵.

⁵²³ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 482.

⁵²⁴ **Yanlı**, s. 151.

⁵²⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 144.

Bu hükümde düzenlenen sorumluluk, aynı kaynak ABD hukukunda olduğu gibi, ihraççıların sorumluluğunun kusura dayanmaması ve aracı kuruluşların sorumluluğunun ise kusura dayalı olmasıdır. SPKn'nun ilgili maddesinde aracı kuruluşlar yönünden öngörülen sorumluluk, tali niteliktedir; çünkü aracı kuruluşlara ancak, ihraççılardan tazmin edilemeyen kısım için başvurulabilmektedir. Ünal'a göre, kaynak ABD hukukundan farklı olarak, yatırımcı nezdinde oluşan zarar ile aracı kuruluşun özen eksikliği arasındaki illiyet bağının kanıtlanması gerekmektedir⁵²⁶. Bu noktada Ünal'ın görüşüne şu gerekçelerle katılmadığımızı ifade etmeliyiz: Öncelikle, SPKn'nun üzerine kurulu bulunduğu temel ilkelerden biri, "yatırımcının korunması" ilkesidir ve illiyet bağının ispat edilmesi yükünün yatırımcının üzerine bırakılması, SPKn'nun amacı ile bağdaşmamaktadır. Dahası, yatırımcının teknik bilgi ve birikimi, kendisine göre çok daha uzman ve güçlü konumda bulunan aracı kuruluşun kusuru ile oluşan zarar arasındaki illiyet bağını kanıtlamaya yeterli değildir. Böyle bir hukuki yorum, yatırımcıyı çok zor ve savunmasız bir durumda bırakmaktadır.

İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin yanlış ve yanıltıcı olması sonucu yatırımcıların zarara uğramaları halinde, ihraççı, ikinci el piyasa işlemlerinde satışı gerçekleştiren pay sahibi, halka arzın bir aracı kuruluş aracılığıyla gerçekleşmesi halinde halka arza aracılık eden aracı kuruluşun sorumlu olduğunu yukarıdaki açıklamalarımız çerçevesinde belirtmiş bulunuyoruz. Bununla birlikte, SPKn'nun 7'nci maddesinin 2'nci fıkrasında, bağımsız denetim kuruluşlarının sorumlu olacağına ilişkin bir düzenleme yer almamaktadır. SPKn'nun 16'ncı maddesinin 4'üncü fıkrası hükmüne göre, "*bağımsız denetim kuruluşları, denetledikleri mali tablo ve finansal raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan sorumludurlar*"⁵²⁷. Yanlı, anılan hükmün, bağımsız denetim kuruluşlarının izahnameden doğan sorumlulukları bakımından temel oluşturduğu görüşünü taşımaktadır⁵²⁸. Kurul'un da aynı görüşte olduğu, Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 23'üncü maddesinin 2'nci fıkrasından anlaşılmaktadır. Anılan hükme göre, "*Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği*

⁵²⁶ Ünal, Aracı Kurumlar, s. 276.

⁵²⁷ AB hukukunda, ihraççının yönetim ve denetim organları da izahname içeriğinden sorumlu tutulurlar. Küçüksözen, Cemal / Arıkan, Özlem / Akgün, Fatma, İlk Halka Arzlarda (IPO) Yatırımcıların Bilgilendirilmesi, bkz. çevrimiçi: <http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/ILKHALKA.pdf>, s. 29.

⁵²⁸ Yanlı, s. 152.

dürüst bir şekilde yansıtmasından ihraççılar ve paylarını satışa sunan hissedarlar sorumludur. Ancak, aracı kuruluşlar ve piyasa danışmanı da bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler hariç, kendilerinden beklenen özeni göstermemeleri durumunda bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasından hukuken sorumludurlar.” Bu hüküm, izahnamedeki bağımsız denetleme kuruluşları tarafından denetlenen mali tablo ve finansal raporlardaki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumlu tutulacağını açık bir biçimde ortaya koymaktadır. Bağımsız denetleme kuruluşlarının da sorumluluğu, aynen aracı kurumlarda olduğu gibi, kusur esasına dayalı bir sorumluluktur. Bu hükümle getirilen bir diğer önemli değişiklik ise, “piyasa danışmanı”nın da aracı kuruluşlar ve bağımsız denetleme kuruluşları gibi sorumlu olduklarının, ancak kendilerinin sorumluluğunun da kusura dayalı sorumluluk olduğu yönündedir.

Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 13’üncü maddesinin 4’üncü bendinde de izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden kaynaklanan bir sorumluluk hükmü öngörülmüştür. Anılan hükme göre, *“izahname ve sirkülerin aracı kuruluşlar veya konsorsiyum oluşturulmuş olması durumunda konsorsiyum lideri veya liderleri tarafından da imzalanması gerekir. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir.”* Belirtmek gerekir ki, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’de yer verilen düzenleme, pay sahibinin asli sorumluluğunu ve bağımsız denetleme kuruluşu ile piyasa danışmanın da kusura dayalı sorumluluğunu öngördüğü cihetle, çok daha yerinde bir düzenleme teşkil etmektedir. Seri: II No: 22 sayılı Tebliğ’deki sorumluluk esaslarının bu yönde düzenlenmesi uygun olur.

İhraççı ve ikinci el piyasa işlemlerinde satışı gerçekleştiren pay sahibinin sorumlu olması, yatırımcı ile gerçekleştirdiği satım sözleşmesi gereğince anılan şahısların satıcı olmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim BK’nunun 194’üncü maddesinin 1’inci fıkrası hükmü uyarınca, satım akdinde satıcı, zikir ve vaad ettiği husus ve vasıfların doğru çıkmaması halinde ayıba karşı tekeffül hükümleri cihetiyle alıcıya karşı sorumludur. Ayrıca, şartlarının mevcut olması halinde, bu sözleşmeye hata ve hile hükümleri de uygulanabilir.

Halka arza aracılık eden aracı kuruluşun izahname ve sirkülerde yer alan hukuki bilgilerden doğan hukuki sorumluluğunun temelinde ise, bu kuruluşların tasdik (“*certification*”) fonksiyonu yatmaktadır. Gerçekten de, sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmının aracı kuruluşlar tarafından satın alınacağı öngörüldüğü bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri ile sermaye piyasası araçlarının en baştan tamamının aracı kuruluşlar tarafından satın alınacağı öngörüldüğü tümünü yüklenim sözleşmelerindeki aracı kuruluşların tasdik fonksiyonu, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerindeki tasdik fonksiyonuna göre daha üst seviyededir⁵²⁹. Aracı kuruluşlar, tasdik fonksiyonlarını ihraççıların hukuki ve finansal yapısı üzerinde gerçekleştirdikleri inceleme (“*due diligence*”) vasıtasıyla yerine getirirler. *Due diligence*, ihraççı ortaklığın finansal durumu, kurumsal yapısı, yönetim kurulu ve genel kurul kararları, varlık ve yükümlülükleri, taraf olduğu uyuşmazlık ve davalar, temel ticari anlaşma ve sözleşmeleri üzerinde yapılan kapsamlı bir inceleme anlamına gelmektedir⁵³⁰.

Bağımsız denetim kuruluşlarının izahname ve sirkülerde yer alan hukuki bilgilerden doğan hukuki sorumluluğunun temelinde de, aynen aracı kuruluşlarda olduğu gibi, tasdik fonksiyonu bulunmaktadır. Yalnız, bu kuruluşların sorumluluğu, sadece denetlenmiş oldukları finansal ve mali tablolar gibi bilgi ve belgelerle sınırlıdır.

İzahnameden ve sirkülerden doğan sorumluluğun hukuki niteliği öğretide tartışmalıdır. **Tekinalp** ve **Kütükçü**, bu sorumluluğun temelini haksız fiil esaslarına dayandığını ifade etmektedir⁵³¹. **Ayoğlu** ise, aracı kuruluşların sorumluluğunun haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabileceği kanundan doğan bir sorumluluk olduğunu dile getirmektedir⁵³². Yazara göre, eğer aracı kuruluşların sorumluluğu haksız fiil esaslarına dayanıyor olsa idi, söz konusu sorumluluğun tali nitelikte ve miktar yönünden sınırlı olmaması gerekirdi⁵³³. İzahnameden doğan sorumluluğun, haksız fiil esaslarına dayandığı kabul edilirse, bu durumda, kusurun ve illiyet bağının ispatı yükümlülüğü, yatırımcının üzerinde kalacaktır. Yatırımcının söz konusu

⁵²⁹ Aracılık faaliyetinin konsorsiyum olarak gerçekleştirildiği durumlarda, tasdik fonksiyonunun “*due diligence*” sürecini fiilen yürüten taraf olan konsorsiyum liderinin üzerinde bulunduğu kabul edilmektedir. Diğer üyelerin tasdik fonksiyonu bulunmamaktadır. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 132, dpn. 418.

⁵³⁰ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 132–133.

⁵³¹ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 245.

⁵³² **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 150.

⁵³³ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 150.

hususları ispatı ise oldukça zordur. O halde, bu sorumluluğu, haksız fiil esaslarına dayandırmak, SPKn'nun 1'inci maddesi hükmü uyarınca, asıl korunmak istene kitle durumunda bulunan yatırımcının aleyhine sonuçlanacağı için doğru bir yaklaşım teşkil etmeyecektir⁵³⁴. Bununla birlikte, bu sorumluluğun, en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, ihraççı açısından “*culpa in contrahendo*” sorumluluğu olabileceğini; aynı şekilde tümünü yüklenim sözleşmelerinde ise aracı kuruluş açısından “*culpa in contrahendo*” sorumluluk olabileceği ileri sürülebilir. Ancak, bu durumda da, sözleşmenin duruma göre tarafı olmayan ihraççı veya aracı kuruluşun sorumluluğunun esaslarını açıklamak mümkün olamamaktadır. Dolayısıyla, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak yatırımcının zarara uğramasına neden olan sorumluluk, hem birinci el piyasa işlemlerinde ihraççı, hem ikinci el piyasa işlemlerinde sermaye piyasası araçlarını satan pay sahibi, hem aracı kuruluş, hem bağımsız denetleme kuruluşu, hem de piyasa danışmanı bakımından “*ex lege*” yani kanundan doğan bir sorumluluktur⁵³⁵. Bununla birlikte, bu sorumluluk, en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, ihraççının “*culpa in contrahendo*”; aynı şekilde tümünü yüklenim sözleşmelerinde ise aracı kuruluşun “*culpa in contrahendo*” sorumluluğu ile yarışma halindedir. Eğer yatırımcı bu hallerde, “*culpa in contrahendo*” sorumluluğa dayanmak isterse, BK'nun hata ve hile hükümlerinden yararlanarak sözleşmeleri geçersiz kılabilir ya da BK'nun 96 vd. maddeleri gereğince, zararının tazminini talep edebilir. Önemle belirtmek gerekir ki, izahnameden doğan sorumluluk hükümlerinin amacı, yatırımcılara Borçlar Kanunu'nun sağladığı korumaya ek bir koruma sağlamak olup, Borçlar Kanunu'nun kendilerine sağladığı imkânları ellerinden almak değildir⁵³⁶. Bu ek koruma, yatırımcı ile akdi ilişki içerisinde bulunmayan kuruluşların da izahname içeriğinden sorumlu tutulmaları, diğer bir ifadeyle alternatif sorumlular yaratılması yoluyla sağlanmaktadır⁵³⁷.

İzahnamede yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından dolayı doğacak sorumluluğa ilişkin zamanaşımı süresine SPKn'nda yer verilmemiştir. Buna göre, SPKn'nun 2'nci maddesinin 2'nci fıkrasına göre, genel

⁵³⁴ Ayoğlu, Halka Arz, s. 151.

⁵³⁵ Ayoğlu, Halka Arz, s. 151–152.

⁵³⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 152.

⁵³⁷ Ayoğlu, Halka Arz, s. 152.

hükümlere gidilmeli ve haksız fiil zamanaşımına ilişkin BK.'nın 60'ncı maddesi hükmünde öngörülen 1 ve 10 yıllık zamanaşımı süreleri, kıyasen uygulanmalıdır⁵³⁸.

5. ABD Hukukunda İzahname ve Sirküler

a. İzahname ve Sirkülerin Tanımı, İçerikleri ve Fonksiyonları

ABD hukukunda, izahname, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nda tanımlanmıştır. Buna göre, izahname, “*bir sermaye piyasası aracının satımını teklif etmeye yönelik her türlü duyuru, ilan, sirküler, mektup veya yazılı olarak ya da radyo-televizyon aracılığıyla yapılan her türlü haberleşmedir*”⁵³⁹.

Ratner ve **Hazen**, izahnamenin başlıca iki fonksiyonu olduğunu dile getirmektedir⁵⁴⁰. Bunlardan ilki, izahnamenin bir satış dokümanı (“*selling document*”) olduğu, ikincisi ise, bir kamuyu aydınlatma aracı (“*disclosure document*”) olduğudur⁵⁴¹.

İzahnamenin içeriği, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 10 hükmünde belirlenmiştir. ABD hukukuna göre, halka arz işlemine aracılık eden aracı kuruluşlara ödenecek ücret tutarı ya da komisyon oranları; halka arza aracılık sözleşmesinde yer alan ve aracı kuruluşa sermaye piyasalarında olağandışı gelişmelerin yaşanması halinde halka arzı erteleme ya da iptal etme hakkı tanıyan (“*market out*”) klozlarının; ihraççının içinde bulunduğu sektördeki rekabet durumu ve fiyat istikrarına ilişkin işlemlere başvurulacaksa bu işlemlere başvurulacağı hususları izahnamede mutlaka gösterilmelidir⁵⁴².

ABD hukukunda, SEC uzun bir süre, ihraççıların geleceğe yönelik kar ve ciro gibi projeksiyon ve tahminlerinin izahnamelerde yer almasına uzak bakmış olup, son zamanlarda, anılan projeksiyon ve tahminlerin iyi niyet kurallarına aykırı nitelik taşımamaları, makul biçimde ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek diğer verilerle birlikte sunulmaları ve mantıklı bir temelden yoksun bulunmamaları şartıyla izahnamelerde yer almasına sıcak bakmaktadır⁵⁴³.

⁵³⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 153; **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 245.

⁵³⁹ **Whelan**, s. 35.

⁵⁴⁰ **Ratner/ Hazen**, s. 84.

⁵⁴¹ **Ratner/ Hazen**, s. 84–85.

⁵⁴² Bkz. 1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu Sec. 10; **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 167; **Küçüksozen / Arıkan / Akgün**, s. 26; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 126–127.

⁵⁴³ **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 122.

b. İzahname ve Sirkülerden Doğan Hukuki Sorumluluk

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 11 hükmü, izahnameden doğan hukuki sorumluluğu düzenlemektedir. Anılan hükme göre, izahname ve kayda alma başvurusunu imzalayan kişiler, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmamasından dolayı sorumludurlar⁵⁴⁴. Bu belgeleri imzalayacak kişiler ise, sec. 6 hükmünde belirtilmektedir. Söz konusu hükme göre, ihraççı, ihraççının yönetim kurulu üyeleri, finans müdürü, muhasebe müdürü ve icra yetkisine sahip müdürleri, bu belgelerin belirli bölümlerinin hazırlanmasına iştirak eden ve belgede isminin kullanılmasına rıza gösteren muhasebe ve diğer branşların uzmanları ve aracı kuruluşlar, izahname ve kayda alma başvurusunu imzalamak durumundadırlar. Bununla birlikte, yalnızca ihraççı, belgeyi imzalayan yönetim kurulu üyeleri ve aracı kuruluşlar söz konusu izahname ve kayda alma başvurusunda bulunan bilgilerin tamamından sorumlu kabul edilirler ve bu kişilerin dışında kalan, bağımsız denetim kuruluşları gibi diğer potansiyel davalılar, belgelerin sadece kendileri tarafından hazırlanan bölümlerinde yer alan bilgilerden dolayı sorumlu kabul edilirler⁵⁴⁵. İkinci el piyasa işlemlerinde ise, sermaye piyasası araçlarını satan pay sahibinin de, izahname ve kayda alma başvurusundaki bilgi ve belgelerden dolayı sorumluluğu söz konusudur. Bu durumda, pek tabiidir ki, ihraççılar ve yönetim kurulu üyeleri belgelerin tamamından sorumlu tutulamazlar; böyle bir durumda, anılan kişilerin sorumluluğu, belgelerin kendileri tarafından onaylanan içeriği ile sınırlı olacaktır⁵⁴⁶.

İhraççıların, izahnamede yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmamasından dolayı sorumluluğu, kusura dayalı bir sorumluluk değildir. Bununla birlikte, aracı kuruluşların da içinde bulunduğu diğer kişilerin sorumluluğu, kusura dayanmaktadır⁵⁴⁷. Bunun anlamı, söz konusu kişi ve kuruluşların, kendilerinden beklenen özen ve ihtimamı göstermiş olduklarının kanıtlanması halinde, anılan sorumluluktan kurtulabilmeleridir. Bu sorumluluktan kurtulma prensibi, “*due diligence defense*” adı altında anılmaktadır.

⁵⁴⁴ ABD hukukunda, tahsisli satışlar, kayda alma işlemine tabi bulunmadığından, sec. 11'in öngördüğü sorumluluk rejimi, sadece kayda alma işleminin öngörüldüğü halka arzlarında uygulama alanı bulacak, buna karşılık, tahsisli satışlarda uygulama alanı bulamayacaktır. Bkz. **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 122.

⁵⁴⁵ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, s. 135.

⁵⁴⁶ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, s. 135–136, dpn 432.

⁵⁴⁷ **Ayoğlu**, *Halka Arz*, s. 137.

Sec. 13 maddesi hükmüne göre, davalıların sorumluluğu, izahnamedeki gerçeğe aykırılığın öğrenilmesinden itibaren 1 yıl ve herhalde halka arzın gerçekleştirilmesinden itibaren 3 yıl sonra zamanaşımına uğrar.

Uygulamada, aracı kuruluş ile ihraççı arasında imzalanan aracılık sözleşmesine, aracı kuruluşların, izahnamede yer alan gerçeğe aykırı bilgilerden dolayı yatırımcıların zararını tazmin etmelerinin gerekmesi halinde, anılan aracı kuruluşların ihraççıya rücu edebileceği yönünde hükümler (“*indemnification clauses*”) koyulmaktadır. Bu hükümler hiç şüphesiz, aracı kuruluş ile ihraççı arasındaki sözleşmesel bir düzenleme olup, hiçbir şekilde yatırımcılara karşı ileri sürülemez. Bununla birlikte, aracı kuruluşlar tarafından ihraççılara karşı öne sürülen tazminat istemleri, ABD hukukundaki öğretinin önemli bir kısmı ile yerleşik içtihat tarafından “aracı kuruluşların izahnamedeki gerçeğe aykırılığı bilmelerine karşın sessiz kalmaları durumunun yatırımcının korunması merkezli kamu düzenine aykırılık” oluşturduğu gerekçesiyle kabul edilmemektedir⁵⁴⁸. Bunun üzerine, anılan halka arza aracılık sözleşmelerine, tarafların kusurları oranında sorumluluk üstleneceğini ve aracı kuruluşun, halka arzdan elde ettiği gelir nispetinde zarara iştirak edeceğini öngören “zarara katılım hükümlerine” (“*contribution clauses*”) yer vermeye başlanmıştır. Bu tür hükümler, *indemnification clauses*’ların aksine, ABD Mahkemeleri tarafından kabul edilmektedir⁵⁴⁹.

1933 Tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun sec. 11 hükmüne göre ikame edilecek sorumluluk davası, anılan sermaye piyasası araçlarını birinci el piyasasında ihraççıdan satın alan yatırımcılar ve ikinci el piyasasında pay sahiplerinden iktisap eden yatırımcılar tarafından açılabilir.

6. AB Hukukunda İzahname ve Sirküler

Avrupa Birliği’nin sermaye piyasası alanında izlediği politikanın temel taşı, “şeffaflık” teşkil etmektedir⁵⁵⁰. Bu ilke, yasaklamaktan ziyade, mümkün olduğunca açıklama yaparak şeffaflığın sağlanması anlamına gelmektedir⁵⁵¹. Aynı ilke, ABD hukuk ve uygulamasında da hâkim olduğu cihetle iki hukuk düzeni birbirine yakın hale gelmiştir.

⁵⁴⁸ Ayoğlu, Halka Arz, s. 140.

⁵⁴⁹ Ayoğlu, Halka Arz, s. 141.

⁵⁵⁰ Ferrarini, s. 24 vd.

⁵⁵¹ Yanlı, s. 179.

AB Hukukunda⁵⁵², kamuyu aydınlatma sistemini düzenleyen iki temel yönerge bulunmaktadır. Bunlardan ilki, 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34 EC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Yönerge” (“**2001/34 sayılı Yönerge**”)⁵⁵³, diğeri ise 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”dir (“**2003/71 sayılı Yönerge**”)⁵⁵⁴. Öyleyse, ihraç ve halka arz süreçlerine göre kamuyu aydınlatma belgeleri, halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının borsaya kote edilecek olup olmamasına göre, “kotasyon formu” ya da “izahname” biçiminde, bu iki yönergeden birinin hükümleri doğrultusunda hazırlanmaktadır⁵⁵⁵. 2003/71 sayılı Yönerge ile 2001/34 sayılı Yönerge, hem birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri bakımından, hem de ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri bakımından uygulama alanı bulmaktadır. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen tahsisli satışlar ise her iki düzenlemenin de kapsama alanı dışında bulunmaktadır.

AB hukukunun sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz sürecinde, devlet hukuklarına müdahalesi, yalnızca birer kamuyu aydınlatma belgesi niteliğini haiz olan izahname ve kotasyon formunun içeriği, formatı ve dağıtımını ile sınırlıdır. Anılan hususlar dışındaki konularda, üye devlet kanunları uygulanacaktır⁵⁵⁶. **Ferrarini**'ye göre, izahname mekanizması ve kamuyu aydınlatma sisteminin AB düzleminde düzenlenmesi, Avrupa sermaye piyasalarının entegrasyonu için mükemmel bir zemin oluşturmaktadır⁵⁵⁷. Müellife göre, söz konusu entegrasyon, hiç kuşkusuz sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılar ve/veya pay sahipleri açısından bir maliyet azalması ve ülkeler arası sermaye piyasası hareketleri

⁵⁵² AB Hukuku'nun üye devletler hukukları üzerindeki etkileri ve sonuçları hakkında detaylı bir araştırma için Bkz. **Enriques**, Luca, EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?, Mayıs, 2005, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730388; **Ferrarini**, A. Guido, Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses, 2002, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314576.

⁵⁵³ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, OJ 06.07.2001, L 184 / 1.

⁵⁵⁴ 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. 31.12.2003, L 345 / 64.

⁵⁵⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 19.

⁵⁵⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 20.

⁵⁵⁷ **Ferrarini**, s. 46.

hususundaki olası mevzuat çatışmalarının bulunmaması sonuçlarını da beraberinde getirecektir⁵⁵⁸.

a. 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34 EC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Yönerge” (“2001/34 sayılı Yönerge”)

2001/34 sayılı Yönerge hükümleri, ihraç ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının borsaya kote edilmesi söz konusu olduğunda uygulama alanı bulmakta ve kotasyon formu (“*listing particulars*”) ile kamuya açıklanacak bilgiler, bu Yönerge’nin hükümlerine göre belirlenmektedir⁵⁵⁹. 2001/34 sayılı Yönerge, üye devlet borsalarının menkul kıymetleri resmi kotlarına kabul etmek için arayacakları asgari şartları uyumlaştırmayı hedeflemektedir. Söz konusu yönerge, aynı zamanda ihraççıların kotasyon formu ile açıklamaları gereken bilgileri ve kotasyon sonrasındaki dönemde tabi olacakları kamuyu aydınlatma rejimini de düzenlemektedir.

2001/34 sayılı Yönerge, her bir üye devlette diğer bir üye devletteki kıymetli evrakın resmen kote edilmesine izin verilmesini ve aynı kıymetli evrakın Avrupa Birliği bünyesindeki birden fazla borsaya kote edilmesini kolaylaştırmak suretiyle, üye devletlerdeki pazarların birbirleri ile daha geniş bir biçimde bütünleşmesine ve gerçek bir Avrupa Birliği sermaye piyasasının oluşturulmasına olanak sağlamaktadır⁵⁶⁰.

2001/34 sayılı Yönerge’nin 20’nci maddesine göre, üye devletler, kendi topraklarında bulunan borsalara kote edilecek ihraç edilen ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının söz konusu borsalara kotasyonunun kabul edilebilmesi için ihraççıların “kotasyon formu” hazırlamalarını ve yayınlamalarını sağlayacaklardır. Anılan kotasyon formu, yatırımcıları ve yatırımcıların danışmanlarını ihraççının varlıkları ve yükümlülükleri, finansal durumu, karları ve zararları dâhil ancak bunlarla sınırlı kalmamak kaydıyla ihraççı ve sermaye piyasası araçları konusunda bilgilendirecek nitelikte bilgileri içermelidir. Kotasyon formlarının taşınması gereken özellikler ve formatları, ihraç edilen ve borsaya kote

⁵⁵⁸ **Ferrarini**, s. 46; **Schammo**, Pierre, The Prospectus Approval System, 2006, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930308.

⁵⁵⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 18–19.

⁵⁶⁰ **Yanlı**, s. 184–185.

edilecek sermaye piyasası araçlarının pay senedi veya borç senedi olmasına göre, 2001/34 sayılı Yönerge'nin çeşitli maddelerinde ve eklerinde belirtilmiştir. Kotasyon formunun yayınlanması yükümlülüğünü kısmen veya tamamen ortadan kaldıran muafiyet halleri ise, Yönerge'nin 23 vd. maddelerinde detaylı olarak öngörülmüştür. Belirli özellikli durumlarda yayınlanacak kotasyon formlarının içeriklerinde bulunması gereken hususlar ise Yönerge'nin 25 vd. maddelerinde yer almaktadır. Yönerge'nin 35'inci maddesine göre, hiçbir kotasyon formu, üye devletlerin ilgili resmi ve yetkili makamlarınca onaylanmadan yayınlanamaz; ilgili yetkili makamlar ise, söz konusu kotasyon formlarını bu Yönerge'nin hükümleriyle birebir örtüşmediği sürece yayınlanmasına izin veremez. Yönerge'nin 38'inci maddesine göre, üye devletlerden birinin yetkili merci tarafından kabul edilen kotasyon formu, diğer üye devletlerin resmi makamlarınca da, bazı vergi ile ilgili ve finansal yükümlülüklerle ilişkin bilgiler saklı kalmak kaydıyla, otomatik olarak kabul edilecektir. Bu husus, "karşılıklı tanıma" ("*mutual recognition*") prensibi ile ifade edilmektedir⁵⁶¹. Yönerge'nin 45 vd. maddelerinde ise, pay senetlerinin ve borç senetlerinin üye devletlerin borsalarına kotasyonunun kabulü için, söz konusu senetlerin niteliklerine göre farklı özellikler öngörülmüş bulunmaktadır. İhraç ve halka arz edildikten sonra üye devletlerin borsalarına kotasyonu kabul edilen sermaye piyasası araçları ile ilgili olarak, ihraççılar, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri kapsamında, son bilânço ve ekleri ile durum raporları dâhil kar ve zarar hesabından oluşan yılsonu mali tablolarını; altı aylık ara dönemlere ilişkin ara dönem mali raporlarını ve faaliyet alanlarında ortaya çıkan ve geniş bir kesim tarafından bilinmeyen fakat şirketin malvarlığı ve finansal durumu ya da genel olarak işlerinin gidişatı üzerindeki etkileri dolayısıyla pay senetlerinin değerinin önemli ölçüde değişmesi sonucunu doğuran yeni gelişmeler anlamına gelen özel durum açıklamalarını 2001/34 sayılı Yönerge'de belirtilen zaman dilimlerinde kamuya bildirmekle yükümlüdürler. Söz konusu yükümlülükler, kotasyon sonrası ihraççıların yerine getirmesi gereken sorumlulukları ifade etmektedir. Bu bağlamda, ihraççılar, borsaya kote ettirdikleri sermaye piyasası araçlarının pay senetleri olması durumunda, eşit durumda bulunan tüm pay sahiplerine eşit şekilde davranmakla yükümlüdürler.

⁵⁶¹ **Ferrarini**, s. 34; **Ferran**, Eilis, Cross-border Offers of Securities in the EU: The Standard Life Flotation, Aralık, 2006, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=955252, s. 4.

Kotasyon formu ve ilgili ekleri, Yönerge'nin 98'inci maddesine göre, üye devletlerin ülke çapında yayın yapan birkaç büyük gazetesinde yayınlanmalı ya da borsaların ilgili ofislerinde bedelsiz olarak broşür formatında yatırımcılarla paylaşılmalıdır.

b. 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”dir (“2003/71 sayılı Yönerge”)

Bu Yönerge ile öngörülen temel amaç, katı bir kontrol mekanizması çerçevesinde yatırımcının korunmasının ve piyasa etkinliğinin sağlanmasının garanti altına alınmasıdır⁵⁶². Halka arz edilen veya teşkilatlanmış piyasalarda (“*regulated markets*”) işlem görmesine izin verilmiş, temettü imkânı sağlayan veya sağlamayan tüm kıymetli evrak bu Yönerge'ye tabi kılınmıştır.

Yönerge'nin 1'inci maddesine göre, bu Yönerge'nin amacı, sermaye piyasası araçlarının teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesi için izin verilmesi ya da halka arz edilmesi halinde, ihraççıların ilan etmeleri gereken izahnamenin hazırlanması, onaylanması ve dağıtımına ilişkin koşulların uyumlaştırılmasıdır. **Enriques / Gatti**'ye göre, bu Yönerge, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççılar ve/veya pay sahipleri için tüm ülkelerde geçerli bir “pasaport” niteliği taşımaktadır⁵⁶³. Yönerge'ye göre, “ihraççı” (“*issuer*”), sermaye piyasası araçlarını çıkaran ya da çıkarmayı teklif eden kişi, “halka arz eden” (“*offeror*”) ise, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden gerçek ya da tüzel kişiyi ifade etmektedir.

Yönerge'nin 3'üncü maddesinin ilk fıkrasına göre, üye devletler, önceden yayınlanmış bir izahname bulunmadığı sürece, ülke topraklarında hiçbir halka arza izin vermemekle yükümlü kılınmışlardır. Söz konusu hükmün istisnaları ise, aynı maddenin 2'nci fıkrası ile 4'üncü maddede yer almaktadır.

⁵⁶² **Yanlı**, s. 204; **Ragnarsson**, Birgir Mar, The Development of the EU Disclosure Regime and Regulatory Competition, Nisan, 2003, çevrimiçi: http://books.google.com.tr/books?id=x1rroN4tpucC&pg=PA283&lpg=PA283&dq=Ragnarsson,+The+Development+of+the+EU+Disclosure+Regime+and+Regulatory+Competition&source=bl&ots=P9Su-3zkm&sig=4ytL-UHIFxMkxo8zmOpjb_S48IQ&hl=tr&ei=ixn0S6njN56emwOZuN2ZDQ&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=1&ved=0CBQQ6AEwAA#v=onepage&q=Ragnarsson%2C%20The%20Development%20of%20the%20EU%20Disclosure%20Regime%20and%20Regulatory%20Competition'&f=false, s. 10.

⁵⁶³ **Enriques**, Luca / **Gatti**, Matteo, Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?, 2008, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=982282, s. 54.

2003/71 sayılı Yönerge, borsaya kotasyonu söz konusu olmayacak sermaye piyasası araçlarının halka arzı esnasında kullanılacak izahnamenin içeriği ve dağıtımına ilişkin hükümler sevk etmektedir. Anılan 2003/71 sayılı Yönerge'nin 5'inci maddesinin 1'inci fıkrasına göre, izahname, “yatırımcılara, ihraççı ortaklığın varlık ve yükümlülüklerine, finansal durumuna, karlılığına ve halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarına bağlı haklara ilişkin olarak sağlıklı bir değerlendirme yapma imkânı sunacak bilgileri içeren ve bu bilgileri kolay analiz edilebilir ve anlaşılır biçimde sunan belge”dir. Yönerge'nin 5'inci maddesine göre, izahnamede, ihraççının ve halka arz edilen ya da teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeleri kabul edilen sermaye piyasası araçlarının özelliklerine göre, yatırımcının ihraççı ve varsa garantörlerin malvarlığı, borçları, finansal durumu, karları, zararları, gelecekteki durumu ve sermaye piyasası araçlarının sağladığı haklar konusunda sağlam temellere dayalı bir karar verebilmesi açısından gerekli tüm veriler yer almalıdır.

2003/71 sayılı Yönerge hükümlerine göre hazırlanacak izahnamelerin format ve içeriğine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler getiren 29 Nisan 2004 tarih ve 2004/809 EC sayılı Tüzük, izahname hususunda detaylı düzenlemeler içermektedir⁵⁶⁴. 2003/71 sayılı Yönerge'nin 5'inci maddesinin 2'nci fıkrasına ve 2004/809 EC sayılı Tüzük'ün muhtelif maddelerine göre, ihraççı ve satışı yapılan sermaye piyasası aracına ilişkin önemli bilgileri, özellikleri ve riskleri içeren, anlaşılır bir dille kaleme alınmış bir izahname özeti hazırlanması öngörülmektedir⁵⁶⁵. Böylelikle, istatistiksel olarak ortalama 150 sayfadan oluşan ve yatırımcıların sadece % 29'u tarafından okunan izahnamenin hiç değilse özetinin ilgililerce incelenebilmesi sağlanmak istenmektedir⁵⁶⁶. Bu özette, kısa ve genel olarak anlaşılabilir ve de izahnamenin yazıldığı dilde kaleme alınmış olmak kaydıyla, ihraççıya, garantörlere ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin başlıca özellikle ve risklere yer verilmelidir⁵⁶⁷. Ferran'a göre, izahname özeti, yaklaşık 2500 kelimedenden oluşmalıdır⁵⁶⁸.

⁵⁶⁴Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, OJ 30.04.2004, L 149/1; Küçüksözen / Arıkan / Akgün, s. 26–27–41.

⁵⁶⁵Enriques / Gatti, s. 54.

⁵⁶⁶Küçüksözen / Arıkan / Akgün, s. 26–27–41.

⁵⁶⁷Enriques / Gatti, s. 55.

⁵⁶⁸Ferran, s. 9.

2003/71 sayılı Yönerge'nin 5'inci maddesinin 3'üncü fıkrası, düzenlenecek izahnameler açısından bazı alternatifler sunmaktadır. Buna göre, ihraççı, halka arz eden ya da sermaye piyasası aracının teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi için başvuruda bulunan kişi, izahnameyi tek bir belge halinde ya da ihraççıya dair bilgiler içeren kayıt formu, sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler içeren sermaye piyasası aracı tanım belgesi ve özetten oluşan münferit belgeler şeklinde düzenleyebilir⁵⁶⁹.

2003/71 sayılı Yönerge'nin 6'ncı maddesine göre, izahnamedeki bilgilerin içeriğindeki bilgilerden dolayı sorumlu tutulacak kişiler, somut olayın koşullarına göre, ihraççı veya onun idari, yönetim ile denetim organları; halka arz eden ya da sermaye piyasası aracının teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi için başvuruda bulunan kişi veya garantörlerdir. Yönerge'nin 13'üncü maddesine göre, bir izahnamenin yayınlanması, söz konusu izahnamenin üye devletlerin resmi ve yetkili kurumlarının anılan izahnameyi onaylamaları ön şartına bağlanmıştır.

Yönerge'nin 14'üncü maddesinin 2'nci fıkrasında, izahnamenin kamunun bilgisine sunulmuş olduğunun öngörülmesine ilişkin haller sıralanmıştır. Bunlar;

- i. İzahnamenin, sermaye piyasası araçlarının halka arz edildiği veya teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi için başvuruda bulunduğu üye devletlerde dağıtılan ya da yüksek tirajlı olarak basılan bir veya birden fazla gazetede yayımlanması hali,
- ii. İzahnamenin, basılı bir şekilde, sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaların yetkili kurumlarında, ihraççının ikametgâhında veya sermaye piyasası araçlarını halka arz edecek veya satacak olan aracı kuruluşların ofislerinde ücretsiz olarak halkın faydalanmasına sunulması,
- iii. İzahnamenin, ihraççının veya aracı kuruluşların web sitelerinde ilan edilmesi,
- iv. İzahnamenin, sermaye piyasası araçlarının işlem görmesi için başvuruda bulunulan bir teşkilatlanmış bir piyasanın web sitesinde ilan edilmesi,
- v. Söz konusu kurumun bu hizmeti vermeye karar vermiş olması halinde, izahnamenin, üye devletin yetkili kurumunun web sitesinde ilan edilmesi halidir.

⁵⁶⁹ **Ferrarini**, s. 38 vd; **Enriques / Gatti**, s. 55.

Bununla birlikte, üye devlet, ihraççıdan izahnameyi yukarıda sayılan i ve ii hallerinde elektronik formatta ilan etmesini de talep edebilir.

Yönerge'nin 14'üncü maddesinin 7'nci fıkrasına göre, eğer izahname, elektronik formatta ilan ediliyorsa, bu halde, ihraççı, halka arz eden, sermaye piyasası aracının teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmesi için başvuruda bulunan kişi ya da aracı kuruluş, talep halinde, izahnamenin yazılı metnini yatırımcıya ücretsiz olarak sunmakla yükümlüdürler.

Yönerge'nin 15'inci maddesine göre, yapılacak reklam ve ilanlarda, izahnamede yer alan bilgilerden farklı nitelikte bilgiler yer alamayacaktır.

Yönerge'nin 16'ncı maddesine göre, izahnamenin yayınlanması sonrasında ortaya çıkan veya tespit edilen ve sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar tarafından uygun bir şekilde değerlendirilmesini engelleyecek her yeni önemli durumun, her esaslı yanlışlığın veya her esaslı eksikliğin izahnameye sonradan bir ek olarak eklenmesi gerekmektedir.

Yönerge'nin 1'inci ekinde, özet de dâhil olmak üzere izahnamede bulunması gereken bilgi ve belgelerin detaylı bir açıklaması; 2'nci ekinde, kayıt belgesinde bulunması gereken bilgi ve belgelerin detaylı bir açıklaması; 3'üncü ekinde pay notlarında ("*securities notes*") bulunması gereken bilgi ve belgelerin detaylı bir açıklaması; 4'üncü ekinde de, özet izahnamede bulunması gereken bilgi ve belgelerin detaylı bir açıklaması yer almaktadır.

Bununla birlikte, önemle belirtmek gerekir ki, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı "Halka Arz İşlemleri Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge'nin bazı ilgili hükümlerinin değiştirilmesi amacıyla 23.09.2009 tarihli ve 2009/0132 sayılı Yönerge Teklifi hazırlanmış olup, anılan Yönerge Teklifi bugün itibariyle, Avrupa Birliği Parlamentosu'nun görüşüne ve onayına sunulmuş durumdadır⁵⁷⁰. Söz konusu Yönerge Teklifi ile getirilen esaslı değişiklik önerileri şu şekildedir: 2003/71 EC sayılı Yönerge'nin 9'uncu maddesine göre geçerli bir izahnamenin bulunması ve ihraççının ya da söz konusu izahnamenin içeriğinden

⁵⁷⁰ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.* Bkz. çevrimiçi <http://www.europarl.europa.eu/oeil/file.jsp?id=5804842>.

sorumlu bir başka kişinin anılan izahnamenin kullanılmasına rıza göstermesi halinde, üye devletler, sermaye piyasası araçlarının halka arzı takiben yeniden ikinci bir kez satışa sunulması halinde, bir başka izahnamenin hazırlanmasını ilgililerden talep etmeyeceklerdir. Yönerge Teklifi'nin 5'inci maddesine göre, 2003/71 EC sayılı Yönerge'nin 5'inci maddesinin 2'nci fıkrasına, özet izahnamenin teknik bir dilde kaleme alınmaması gerektiği; ihraççı, ihraç edilen sermaye piyasası araçları ve garantörler hakkında önemli hususları ve riskleri içermesi gerektiği ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek ve halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının diğer yatırım araçlarıyla kıyaslanmasına olanak verecek önemli nitelikteki “anahtar” bilgilerin yer alması gerektiği hususları eklenmelidir. Bu hükmün getirilmesinin istenmesindeki amaç, hiç kuşkusuz, yatırımcıların korunmasıdır. Yönerge Teklifi'nin 6'ncı maddesi, 2003/71 EC sayılı Yönerge'nin 6'ncı maddesinin 2'nci fıkrasına, özet izahnamenin yanlış, yanıltıcı ve birbiriyle tutarsız bilgiler içermesi ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek ve halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının diğer yatırım araçlarıyla kıyaslanmasına olanak verecek önemli nitelikteki “anahtar” bilgilerin yer almaması halleri saklı kalmak kaydıyla, özet izahnamenin içeriğinden dolayı, hiçbir şâhısa hukuki sorumluluk yüklenmemesi gerektiğini önermektedir. Yönerge Teklifi'nin 9'uncu maddesine göre, 2003/71 EC sayılı Yönerge'nin 9'uncu maddesine, izahnamenin ve/veya kayda alma belgesinin 2003/71 EC sayılı Yönerge'nin 16'ncı maddesinde öngörülen her türlü ek ile tamamlanması halinde, izahnamenin yayımlanmasından ve/veya kayda alma belgesinin kayıt altına alınmasından itibaren 24 ay boyunca geçerli ve yürürlükte olacağı maddesi eklenecektir. Bununla birlikte, Avrupa Birliği Parlamentosu, 23.03.2010 tarihinde yayınladığı Yönerge Teklifi hakkındaki görüşüne göre, izahnamenin ve kayıt altına alma belgesinin, mevcut 2003/71 EC sayılı Yönerge'de olduğu gibi, 12 ay bir süre boyunca yürürlükte kalmasının daha uygun olacağını belirtmiş bulunmaktadır⁵⁷¹. Parlamento'ya göre, izahnamenin ve kayıt altına alma belgesinin 12 aydan fazla bir süre yürürlükte kalması halinde, izahname ve kayıt altına alma belgesinin içeriğindeki bilgilerin bir kısmı güncelliğini yitirecek ve yatırımcılar, bir sürü ekin içeriğini takip edemeyecekleri için yeteri kadar aydınlanamayacaklardır. Kanımca, Parlamento'nun bu yaklaşımı, son derece doğru bir gerekçeyle, doğru olmuştur. Yine aynı hükme göre, pay notları, özet izahname ve kayıt altına alma belgesi birlikte

⁵⁷¹ Bkz. European Parliament, The Legislative Observatory, çevrimiçi: <http://www.europarl.europa.eu/oeil/file.jsp?id=5804842>

geçerli bir izahname gibi hüküm doğuracaktır. 2003/71 EC sayılı Yönerge'nin 14'üncü maddesinin 4'üncü fıkrasını değiştirmesi öngörülen Yönerge Teklifi'nin 13'üncü maddesine göre, üye devletlerin yetkili kurumları, yayımlanmış izahnameleri, 24 aylık bir süre boyunca kendi web siteleri üzerinde yayınlamakla yükümlü olacaklardır.

II. HALKA ARZ PROSEDÜRÜNDE SATIŞ

A. TEMEL İLKELER

1. Satış Süresi

Sermaye piyasası araçlarının halka satışı, SPKn'nun "*Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınması, İhracı, Halka Arz ve Satışı*" başlıklı 2'nci bölümünün 7'nci maddesi hükmünde düzenlenmiştir. Anılan hükme göre, sermaye piyasası araçlarının halka satışı, izahnamede gösterilen esaslar ve belirlenen satış süresi dâhilinde gerçekleştirilir. Uygulamada, satış süresi, izahnamelerde, belirli bir tarih aralığı olarak belirlenmektedir.

2. Yüklenimin Zorunlu Hale Getirilmesi

SPKn'nun 1'inci maddesine göre, yatırımcıların ve pay sahiplerinin haklarının korunması, SPKn'nun Kurul'a verdiği en önemli görevlerden biridir. SPKn'nun 7'nci maddesi de sermaye piyasası araçlarının halka satışında, ihraççıdan veya ihraççı ile ilgili olarak satışı gerçekleştiren kurum ve kuruluşlardan küçük tasarruf sahiplerinin bu araçları satın almalarını kolaylaştırıcı, haklarını ve yararlarını koruyucu önlemlerin alınmasının talep edilebileceğini hükme bağlamış bulunmaktadır.

Kurul, bu amaçla, satış süresi içinde satılamayan payların kendileri tarafından satın alınacağı hususunun kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini isteyebilir. Bu taahhüt, satılamayan payların bedellerinin ortaklığa "nakden ve tamamen" ödenmesi hususunu da kapsar.

3. Tam ve Nakden Ödeme İlkesi

Tam ve nakden ödeme ilkesi⁵⁷², SPKn'nun 7'nci maddesinin 3'üncü fıkrasının ilk cümlesinde zikredilmektedir. Anılan hükme göre, halka arz yolu ile satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak ve nakden ödenmesi şarttır. Bu hükmün öngörülmesinin amacı, halka arz yolu ile satılacak hisse senetlerinin bedelleri karşılığında, paradan başka bir sermaye taahhüdü konulması olasılığı ile sermaye taahhüdünden doğan borcun ifasının vadeye bağlanması imkânının ortadan kaldırılması yani, halka arz yolu ile satılan hisse senetlerinin satışından dolayı bakiye borç bırakılmaması ve aynı sermaye konulmasının yaratacağı güçlük ve tehlikelerden, ortaklığın, pay sahiplerinin ve alacaklıların korunmasıdır⁵⁷³. Anılan hüküm gereğince, halka arz edilecek hisse senedi bedelleri, tek seferde peşin olarak ve nakden ödenmek zorundadır. Hisse senedi bedellerinin tam ve nakden ödenmesi şartı, kayıtlı sermaye sistemine tabi olsun olmasın tüm halka açık şirketler için uygulanması zorunlu bir genel hüküm niteliğindedir⁵⁷⁴.

Ayoğlu'na göre, tam ve nakden ödeme ilkesi, başlıca dört temel hukuki menfaati korumaktadır. Bunlar; ihraççının ihraç ettiği hisse senetlerinin bedelini satış anında tahsil etmesine olanak sağladığı için ihraççının menfaati, yatırımcıların menfaati, sermaye piyasalarının kararlılık, açıklık ve güven ortamı içerisinde işlemesine yardım ettiği için kamunun menfaati ve ihraççının alacaklılarının menfaatidir⁵⁷⁵.

Halka arz edilen hisse senetleri bedellerinin tek seferde ve nakden ödenmesi yönünde öngörülen zorunluluk, pay bedellerinin, halka arz için tespit olunan satış süresi içerisinde birden fazla seferde, yani taksitle tahsil edilmesine engel oluşturmamaktadır; çünkü satış süresi teknik olarak bir bütündür ve bu sürede yapılacak tüm ödemeler tek bir ödeme gibi algılanacaktır⁵⁷⁶.

⁵⁷² Bu ilke hakkında detaylı bir araştırma için Bkz. **Ayoğlu**, Tolga, Sermaye Piyasası Hukuku'nda Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2004/1, Prof. Dr. Erden Kuntalp'e Armağan, s. 425-462.

⁵⁷³ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 29; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 164; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 102; **Somer**, s. 97.

⁵⁷⁴ **Akbulak/Akbulak**, s. 13; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 164; **Ayoğlu**, Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, s. 428.

⁵⁷⁵ **Ayoğlu**, Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, s. 430-431.

⁵⁷⁶ **Somer**, s. 107; **Ayoğlu**, Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, s. 427.

Tam ve nakden ödeme ilkesi, münhasıran halka arz yolu ile satışa sunulan hisse senetlerine dair bir ilkedir⁵⁷⁷. Dolayısıyla, kural olarak, hisse senetlerinin dışında kalan sermaye piyasası araçları yönünden anılan ilkenin uygulanması söz konusu olmayacaktır. SPKn'nun 7'nci maddesinin 3'üncü fıkrasının ilk cümlesi hükmünde, sadece hisse senetlerinde tam ve nakden ödeme ilkesinden bahsedilmesine karşın, Kurul, sermaye piyasası araçlarının ihraç, halka arz ve satış şartlarını düzenleme ve denetleme yetkisini kendisine tanıyan SPKn'nun 22'nci maddesinin 1'inci fıkrası a bendi hükmüne dayanarak, tam ve nakden ödeme ilkesinin alanını tebliğlerle genişletmiş bulunmaktadır⁵⁷⁸. Tam ve nakden ödeme ilkesi, Kurul'un çıkardığı Seri: VII No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁵⁷⁹ 36'ncı maddesinin 1'inci fıkrasına göre yatırım fonlarının, Seri: VII No: 23 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁵⁸⁰ 11'inci maddesine göre borsa yatırım fonlarının ve Seri: III No: 27 sayılı Kar Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in⁵⁸¹ 17'nci maddesinin 3'üncü fıkrasına göre kar-zarar ortaklığı belgelerinin halka arzında da uygulama alanı bulacaktır.

Belirtmek gerekir ki, tam ve nakden ödeme kuralı, sadece halka arz yolu ile yapılan sermaye piyasası araçlarının satışı için öngörölmüş bir ilkedir. Dolayısıyla, halka arz edilmeksizin yapılan satışlarda (tahsisli satışlarda) tam ve nakden ilkesi uygulama alanı bulmamaktadır⁵⁸². Bununla birlikte, öğretilerde, **Bahtiyar ve Aytacı**, bu görüşün aksini savunmaktadır⁵⁸³.

Tam ve nakden ödeme ilkesi, sadece birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde uygulama alanı bulacaktır. Gerçekten de, tam ve nakden ödeme ilkesinin amacı sermaye artırım sürecinin yarım kalmaması, sermaye taahhüdünün yerine getirilmesi olduğuna göre, ikinci el piyasasında bu ilkenin uygulanmasına gerek olmaması normaldir. Nitekim ikinci el piyasasında, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden pay sahibidir, halka arzdan sağlanacak tüm gelir,

⁵⁷⁷ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 31; **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 29; **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 452; **Aytacı**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 167; **Yanlı**, s. 65, dph. 243.

⁵⁷⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 164.

⁵⁷⁹ RG. 19.12.1996, S. 22852.

⁵⁸⁰ RG. 13.04.2004, S. 25432.

⁵⁸¹ RG. 20.03.2003, S. 25054.

⁵⁸² **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 30–31; **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, s. 452.

⁵⁸³ **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 103–104, **Aytacı**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 166.

pay sahibine ait olacaktır ve bu nedenle ihraççının mali ve/veya hukuki açıdan sıkıntı çekme tehlikesi bulunmayacaktır. Bu nedenle, pay sahibi, halka arz yolu ile satışa sunacağı sermaye piyasası araçlarının bedellerinin paradan başka bir ivaz karşılığında ifa edilmesini ve/veya anılan bedellerin vadeye bağlanarak kendisine ödenmesini kabul edebilir⁵⁸⁴. **Ayoğlu**, ister birinci el piyasası işlemi, ister ikinci el piyasası işlemi niteliğinde olsun, tümünü yüklenim yoluyla gerçekleştirilen tüm aracılık işlemlerinde; aracı kuruluşun ihraççıya bedellerini tam ve nakden ödeyerek satın aldığı hisse senetlerini halka vadeye bağlayarak satabileceği kanısını taşımaktadır⁵⁸⁵. Gerçekten de, böyle bir durumda, aracı kuruluş, halka arz konusu hisse senetlerinin bedellerini baştan ihraççıya ödemiş olduğu için, sermaye taahhüdünün karşılıksız kalması veya ihraççının mali sıkıntı içine düşmesi gibi bir tehlike bulunmamaktadır. Bu tür bir durum da kıyasen, ikinci el piyasası işlemlerinde pay sahibinin gerçekleştirdiği halka arz işlemlerine benzemektedir ve tam ve nakden ödeme ilkesinin uygulanmasını gerektirmez. Böyle bir yorum, tam ve nakden ödeme ilkesinin öngörülmesi amacına da uygundur.

Tedrici kuruluş halinde ise, tam ve nakden ödeme kuralı, sadece halka arz yolu ile satılan hisse senetleri açısından uygulama alanı bulacak, buna karşı, kurucular tarafından taahhüt edilen paylar bakımından ise uygulama alanı bulmayacaktır⁵⁸⁶.

4. Halka Arzda Aracı Kuruluşların Başlıca Yükümlülükleri

Halka arz esnasında, aracı kuruluşların başlıca üç temel yükümlülüğü bulunmaktadır. Bunlar; aracı kuruluşların halka arzı izahname ve sirkülerde belirlenen ve belirtilen şekilde gerçekleştirme zorunluluğu, özel durum yapma yükümlülüğü ve bildirim yükümlülüğüdür.

Çalışmamızın izahname ve sirküler ile ilgili kısımlarında da belirtildiği gibi, sermaye piyasası araçlarının satışı dolayısıyla düzenlenen izahname ve sirkülerin aracı kuruluş tarafından da imzalanması gerekmektedir.

Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin "Aracı Kuruluşların Yükümlülükleri" başlıklı 19'uncu maddesinin 1'inci fıkrasına göre, aracı kuruluşlar, sermaye piyasası

⁵⁸⁴ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 111; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 31; **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 29.

⁵⁸⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 165, dpn. 533.

⁵⁸⁶ **Somer**, s. 96 ve 101; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye Sistemi, s. 104–105.

araçlarının satışlarını izahname ve sirkülerde belirtilen satış koşullarına ve ilgili mevzuattaki diğer kurallara uygun olarak gerçekleştirmekle yükümlüdürler. Aynı yönde bir düzenlemeye Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte bulunan Seri VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'de de yer verilmiş idi.

Diğer yandan, konsorsiyum lideri ihracın nihai tutarını, çalışanlar, kurumsal, bireysel ve diğer yatırımcı grupları arasındaki dağılımı da içerecek şekilde dağıtım sonuçları ile ek satış hakkı ve tahsisatın kaydırılması ile ilgili sonuçları, dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden iş günü Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde açıklar. Söz konusu bildirim Seri: VIII, No: 54 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği hükümleri uyarınca yapılması gerekmektedir.

Bununla birlikte, konsorsiyum lideri yatırımcı grupları bazında dağıtım yapılan sermaye piyasası aracı tutarı, oranı ve yatırımcı sayısı hakkındaki bilgiler ile halka arzedilen payların nominal değerinin %5'inden fazlasını satın alan kişi ve kurumları, dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden işgünü Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklamak zorundadır. Ayrıca, halka arzda içsel bilgiye ulaşabilecek konumda olan kişilerin yaptıkları pay alımları da orana bağlı olmaksızın aracı kuruluşlar tarafından açıklanır.

5. Halka Arzda İşlem Sınırlamaları

Sermaye piyasası araçlarının halka arzına ilişkin genel esaslar, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in 4'üncü maddesinde belirtilmiş bulunmaktadır. Söz konusu düzenlemelere göre, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları, izahnamede nitelikleri tanımlanan herhangi bir yatırımcı grubuna satılmak üzere, her bir yatırımcı grubu için yapılacak tahsisat oranlarına izahnamede ayrıntılı olarak yer verilmesi suretiyle, tahsis edilebilir. Satış sırasında talep edilebilecek sermaye piyasası aracı miktarlarına ihraççının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından izahnamede belirtilmesi suretiyle asgari veya azami sınırlar konulabilir. Ancak getirilebilecek sınırlamalar ihraççı, hissedar, aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim ve benzeri şekillerde ilişkisi bulunan kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılamaz. Nitekim aksi durum, hakkın kötüye kullanılmasını teşkil edecektir⁵⁸⁷. Bu hükümde, ihraççı,

⁵⁸⁷ **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 51.

hissedar ve aracı kuruluşun menfaatleri yönünden bir sınırlama getirilmiş olup, kanımca, söz konusu düzenleme, “yatırımcının korunması” ilkesi yönünden son derece yerindedir.

Bu şekilde, ihraççının ortaklık yapısının belirli bir yatırımcı grubuna ait olarak kalması ve homojen bir yapı arz etmesi sağlanabilmektedir⁵⁸⁸. Bu durumda, yatırımcılar, grup olarak kısıtlanmış olur. Böyle bir durumda, yatırımcılar, başvuru için aranan nitelikleri haiz olduklarına dair olan izahname ve sirkülerde belirtilen belgeleri başvurularına eklerler. Örneğin, şirket çalışanları, şirketten aldıkları maaş bordrosu veya benzeri bir belgeyi, çalışanlara ait tahsisattan yararlanmak için, aracı kuruluşa ibraz etme zorunluluğundadırlar⁵⁸⁹. Burada söz konusu edilen husus, halka arz yolu ile satılan sermaye piyasası araçlarının belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi halidir. Bu durumu, daha önceki açıklamalarımızda detaylarıyla anlatılan halka arz edilmeksizin satış (tahsisli satış) yöntemi ile karıştırmamak gerekmektedir⁵⁹⁰. Buradaki halka arz yolu ile satılan sermaye piyasası araçlarının belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi hali, bir halka arz halidir. Oysa halka arz edilmeksizin satışlarda, önceden belirlenmiş, nitelikli yatırımcılara yapılan satışlar söz konusudur ve bu satışlarda, halka arz olgusu söz konusu değildir. Halka arz yolu ile satılan hisse senetlerinin belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi halinde dikkat edilecek olan ve yapılmaması gereken, söz konusu sınırlamalarla ihraççı/hissedar/aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim ve benzeri ilişkiler içinde olan kişilere çıkar sağlanmaması gerektiğidir⁵⁹¹.

Halka arz yolu ile satılan hisse senetlerinin belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi uygulamaları nedeniyle, akla gelebilecek önemli bir soru, bu konuda hangi inisiyatiflerin nereye kadar kullanılabilceği hususudur. Uygulamada, aracı kuruluşlar, alım gücü yüksek bazı müşterilerine daha fazla hisse senedi vermek gibi inisiyatifler kullanmaktadırlar⁵⁹². Halka arz edilecek hisse senetlerinin sadece bireysel yatırımcılara ya da yalnızca yabancı yatırımcılara ayrılabilceğine yönelik düzenlemeler de kural olarak geçerli

⁵⁸⁸ Çeker, s. 113–114.

⁵⁸⁹ Tanör, Halka Arz, s. 340.

⁵⁹⁰ Bkz. Bu çalışma bölüm 2.1. Türk Hukukunda Halka Arz Edilmeksizin Satış, s. 25 vd.

⁵⁹¹ Tanör, Halka Arz, s. 338.

⁵⁹² Tanör, Halka Arz, s. 340.

bulunmaktadır⁵⁹³. Ancak; anılan uygulamaların alıcı yönünden çok daraltılması durumunda, Kurul, küçük yatırımcının hak ve yararlarının gözetilmesini sağlamak amacıyla müdahalede bulunabilir ya da halka arz, tahsisli satış biçiminde gerçekleştirilebilir⁵⁹⁴.

Kısıtlama hallerinden sonuncusu ise, küçük bireysel yatırımcıların haklarının korunması bakımındandır. SPK'nın 1'inci maddesi hükmü gereğince, Kurul, menkul kıymetlerin etkin ve yaygın bir biçimde satın alınmasını sağlama görevini haizdir. Bu görevden dolayı, Kurul, küçük bireysel yatırımcılar için genel bir "tahsis" zorunluluğu getirmiş bulunmaktadır⁵⁹⁵. Bu bağlamda; borsada satış yöntemiyle gerçekleştirilen halka arzlarla ilişkin esaslar saklı kalmak kaydıyla, halka arz edilecek sermaye piyasası aracının ek satış hakkı hariç olmak üzere en az % 10'u yurtiçi bireysel yatırımcılara ve % 10'u ise yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmek zorundadır. Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in 3'üncü maddesine göre, "bireysel yatırımcı", "nitelikli yatırımcı tanımı dışında kalan gerçek ve tüzel kişileri", "kurumsal yatırımcı" ise, "yatırım fonları, özel emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile kamuya yararlı dernekleri" ifade etmektedir. Belirtmek gerekir ki, "kurumsal yatırımcı" ile "nitelikli yatırımcı" kavramları, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'deki tanımları göz önünde bulundurulduğunda, birbirine çok yakın olan iki kavramdır. Yurtiçi yatırımcı ise, yurt dışında işçi, serbest meslek ve müstakil iş sahipleri dâhil Türkiye'de ikametgâh sahibi gerçek ve tüzel kişiler ile yerleşmek niyetiyle bir takvim yılı içinde Türkiye'de devamlı olarak altı aydan fazla oturanları ifade etmektedir. Bu hükmün öngörülmesindeki amaç ise, nitelikli yatırımcılar ile yabancı yatırımcılardan çok daha korunmaya muhtaç olan yurtiçi yatırımcının korunmasıdır ve kanımca, çok yerinde bir düzenlemedir.

Bununla birlikte; belirtmek gerekir ki, anılan oranlar, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'de öngörülen oranlara göre daha düşük tutulmuştur. Nitekim Seri: VIII, No:

⁵⁹³ Tanör, Halka Arz, s. 341.

⁵⁹⁴ Tanör, Halka Arz, s. 341.

⁵⁹⁵ Yukarıda detaylarıyla belirtilmiş olduğu gibi, burada değinilen "tahsis" kavramı, "tahsisli satış" anlamındaki tahsis değildir. Buradaki "tahsis", halka arz yoluyla satılan sermaye piyasası araçlarının belli nitelikleri haiz bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesidir.

66 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'e göre, halka arzda belirli gruplara tahsisat yapmak isteyen ihraççılar, halka arz edilecek sermaye piyasası aracının satış tutarının 100 trilyon Türk lirası ve üzerinde olması halinde halka arz edilecek sermaye piyasası aracı miktarının en az %30 unu, 100 trilyon Türk lirasının altında olması durumunda ise en az %50 sini küçük bireysel yatırımcılara tahsis etmek zorunda idiler ve ancak bu gruplardan yeterli talep olmaması halinde artan kısım diğer gruplara tahsis edilebilirdi. Bu hükümde yapılan değişiklik de, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in, kendinden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'den daha liberal olduğunun bir göstergesini teşkil etmektedir.

Dahası, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'de yer verilen sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyelerinin, kanuni denetçilerinin, murahhas müdürlerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrî hısımlarının söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamayacaklarına ilişkin hükme, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'de yer verilmemiştir. Kurul, bu hükmün kaldırılmasına gerekçe olarak, aracı kuruluşların, anılan yasak kapsamında bulunan kişileri takip edemiyor olduklarını ve bu nedenle de aracı kuruluşların bu madde nedeniyle gereğinden fazla sorumluluk aldığını belirtmektedir. Kanımca, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ ile getirilen bu düzenleme de diğer tüm yeni düzenlemeler gibi son derece amaca uygun ve liberaldir.

6. Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Esaslar

İhraççı ve/veya hissedar halka arz süreci boyunca ihraca ilişkin yayımlanan tüm bilgilerin, tanıtım ve diğer toplantılarda yapılan açıklamaların gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından, izahnamenin kamuya açıklanmış veya kamuya açıklanacak hususları içermesinden ve anılan bilgilerin tüm yatırımcıların eşit olarak ulaşabileceği şekilde kamuya duyurulmasından sorumludurlar. Ayrıca kendinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlar da söz konusu hususlardan hukuken sorumludurlar.

İhraççı ve/veya hissedar ile aracı kuruluşlar sermaye piyasası aracının değerine ilişkin olarak yatırımcıların yanlış yönlendirilmesine neden olabilecek herhangi bir işlem yapılmaması ve yapay piyasa yaratılmaması için gereken önlemlerin alınmasından sorumludurlar.

Halka arz süreci boyunca görevleri nedeniyle içsel bilgiye ulaşabilecek durumda olan kişiler öğrendikleri içsel bilgilerin gizliliğinin sağlanmasından sorumludurlar. Payların halka arz yoluyla satışında; paylarını ihraç ve halka arzeden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların, payların değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticileri, ihraççıların % 5 ve üzerinde paya sahip ortakları ve halka arz nedeniyle hizmet aldığı diğer kişi/kurumların listesi, izahnamede açıklanmak suretiyle kamuya duyurulur.

Sadece nitelikli yatırımcılara yapılacak satışlarda ortaklık tarafından ilan ve reklam yapılmak istenmesi durumunda satışın halka arz niteliğinde olmadığı ve sadece nitelikli yatırımcıları kapsadığı hususu bu ilan ve reklamlarda açıkça yer alır.

Belirtmek gerekir ki, halka arzda kamuyu aydınlatmaya yönelik Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ getirilen bu düzenlemeler, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ’de yer almamaktaydı. Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ, yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden daha çok, ekonomi biliminin çatısı altında işlenmesi gereken dağıtım ilkelerini detaylarıyla düzenlemekteydi ve bu durum, doktrinde ciddi açıdan eleştiri konusu olmaktaydı.

Bu bağlamda; Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ’in yürürlükte olduğu dönemde, **Kütükçü**, halka arzda satış yöntemlerinin hukuk bilimine değil, iktisat ve finans disiplinlerine ait konular olduğunu dile getirmekteydi⁵⁹⁶. Müellif, bu konunun hukuki açıdan tamamen BK ve irade özgürlüğü anlamında değerlendirilmesi gerektiğini ve Kurul’un, maalesef söz konusu satış yöntemlerini hatalı bir şekilde kopya etmiş olduğunu belirtmekteydi⁵⁹⁷.

Gerçekten de, hukuk düzeninin sermaye piyasası hukukunda yapması gereken, sadece yatırımcıların gerektiği gibi bilgi sahibi olabilmesini sağlamak için sermaye piyasası araçlarının kayıt altına alınması esasları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini büyük bir özenle düzenlemek ve bu yükümlülüklerin yerine

⁵⁹⁶ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 443–444.

⁵⁹⁷ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 443–444.

getirilip getirilmediğini kontrol etmektir. Bu kapsamda; ABD'nin de dâhil olduğu gelişmiş sermaye piyasalarını haiz ülkelerin birçoğunda, halka arzda kullanılan satış yöntemleri, hiçbir yasal düzenlemeyle düzenlenmemişlerdir.

Bu açıklamalar çerçevesinde, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in getirdiği tüm değişikliklerin oldukça faydalı olduğunu belirtmeliyiz. Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ, "niteliği belirlenmiş ortaklıklar" dışındaki ortaklıklar için satış yöntemleri ve dağıtım ilkelerini tamamen söz konusu ortaklıkların ihtiyarına bırakmış; finansal açıdan hassas bir durumda bulunan, deyim yerindeyse büyük şirketlerin halka arzlarında kullanılacak satış yöntemlerini ve dağıtım ilkelerini ise, yatırımcıların korunması ve kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde düzenlemiştir. Kurul'un bu yaklaşımı, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'de düzenlenen tüm yeni hükümlerde hissedilmektedir.

7. Halka Arzda Uygulanacak Teşvikler

Halka arzda belirli yatırımcı gruplarına nakdi ve / veya gayrinakdi teşviklerin sağlanmasına, teşvik esaslarının tüm ayrıntılarının ve uygulama esaslarının tam ve doğru olarak ve abartılmış ve yanıltıcı bilgileri içermeyecek şekilde izahnamede yer alması ve söz konusu teşviklerin ihraççı, hissedar, aracı kuruluş ile sermaye, yönetim denetim ve benzeri şekillerde ilişkisi bulunan kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılmaması koşuluyla Kurul'ca izin verilebilir. Ancak söz konusu teşviklerin halka arzın önüne geçerek sağlıklı fiyat oluşumunu etkileyecek ve yatırımcıların yatırım kararlarını sağlıklı olarak ve serbestçe vermelerini engelleyecek nitelikte olmaması zorunludur.

Seri VIII, No: 66 sayılı Tebliğ kapsamında yatırımcı grubu, izahnamede nitelikleri açıkça tanımlanan ve halka arzlarda kendilerine belirli miktar ya da oranda sermaye piyasası aracı tahsis edilecek olan grubu ifade etmektedir.

B. HALKA ARZDA ÖN TALEP TOPLAMA

Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4'üncü maddesinde "ön talep toplama" müessesesinin tanımına yer verilmiş bulunmaktadır. Söz konusu tanıma göre, ön talep toplama, "*halka arz edilecek payların miktar ve fiyatının tespitinde kullanılmak üzere, tasarruf sahiplerinden herhangi bir bedel veya teminat alınmaksızın halka arza konu olacak*

paylara ilişkin olası taleplerin toplanması”nı ifade etmektedir. Ön talep toplama müessesesi, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte bulunan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de de çok benzer hüküm ve koşullarda düzenlenmişti. SPKn’nda yer almayan “ön talep toplama” müessesesinin, bir tebliğ ile ihdas edilmiş olması hususu, doktrinde **Ünal** tarafından eleştirilmiştir⁵⁹⁸. Müellife göre, söz konusu tebliğ, kanun hükümlerini değiştirici ve genişletici mahiyette hukuk sistemimizde bulunmayan “ön talep toplama” gibi bir kavramı ihdas etmiş bulunmaktadır. Kanımca, “ön talep toplama” müessesesinin tebliğ ile ihdas edilmiş olması, bir çerçeve kanun niteliğindeki SPKn. sistematüğinde son derece yerindedir. Nitekim SPKn mevzuatı gibi çok teknik ve çok detaylı hükümler içeren düzenlemelerin her birinin SPKn’nda yer alması, hem hukuken gerekli değil, hem de fiziken, pratikte imkânsız niteliktedir.

Ön talep toplamaya ilişkin esaslar, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in 14 ve 15’inci maddelerinde detaylarıyla açıklanmış bulunmaktadır. Anılan düzenlemelere göre, ön talep toplama müessesesi, payların Kurul kaydına alınmasından önce işletilen bir sistemdir. Buna göre, yatırımcıların olası talepleri, belirli bir fiyat aralığından, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, aracı kuruluşlar tarafından toplanabilir. Ön talep toplayabilmek için Kurul kaydına alınma başvurusunun yapılmış olması gerekir.

Ön talep toplama, duyuru ilanı ile veya ilansız olarak yapılabilir. Duyuru ilanı ile ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde; ihraççı ya da hissedar tarafından halka arza ilişkin ilanların yapılacağı yerlerde ilan edilecek olan ön talep toplama duyurusunun başında büyük harflerle dikkat çekecek şekilde; *“Bu paylar Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınmamış olup, kayıttan önce payların satışı mümkün değildir. Payların satışı izahnamenin yayınlanmasından sonra gerçekleşecek olup yatırım kararının söz konusu izahnamenin incelenmesinden sonra verilmesi gerekmektedir. Ön talep toplama, sadece satılabilecek pay miktarı ve fiyatının tespiti amacıyla uygulanan anket niteliğinde bir işlem olup, kesin talebin ve satışın aynı tutarda gerçekleşeceği anlamına gelmemektedir. Ayrıca, fiyat ve miktar kesin satış sırasında değiştirilebilir.”* ifadesine yer verilmesi gereklidir. Duyuru ilanı ile ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde; ön talepte

⁵⁹⁸ **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 84.

bulunanlara satışta öncelik ve / veya teşvik sağlanabilir. Buna ilişkin esaslara ön talep toplama duyurusunda ve izahnamede yer verilir.

Ön talep toplama süresi on beş günden fazla olamaz⁵⁹⁹. Ön talep toplama başlamadan en az bir iş günü önce ön talep toplama başlangıç ve bitiş tarihleri aracı kuruluş tarafından Kurul'a bildirilir. Ön talep toplama, Kurul'ca ön talep toplamaya onay verilmesinden sonra başlar.

Ön talebin toplanacağı yerlerde, ortaklığın esas sözleşmesi, son üç yıllık finansal tabloları, bunlara ilişkin bağımsız denetim raporları ve faaliyet raporlarının yeterli sayıda bulundurulması ve talep edenlere bedelsiz olarak verilmesi zorunludur.

Ön talep toplama duyurusunun ilanından sonra payların halka arzından vazgeçilmesi halinde, bu husus ön talep toplama duyurusu ile aynı şekilde ilan edilir. Ön talep toplama duyurusu ile ilan edildiği yerler ilanı izleyen iki iş günü içerisinde aracı kuruluş tarafından Kurul'a bildirilir.

Ön talep toplamadan elde edilen sonuçlar kamuya açıklanmaz ve reklam amacıyla kullanılamaz. Ön talep toplama sonuçları ön talep toplama süresinin bitimini takip eden iki iş günü içerisinde ve satışa başlanmadan önce aracı kuruluş tarafından tebliğde belirtilen şekilde Kurul'a iletilir.

III. SATIŞ ve SATIŞ YÖNTEMLERİ

A. SATIŞ YÖNTEMLERİ

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı sürecinde, ihraççı ortaklığın uyması gereken hukuki düzenlemeler, yerine getirmesi gereken iş ve işlemler, aracı kuruluşlarla ilişki kurulması, sermaye piyasası araçlarının Kurul nezdinde kayıt altına alınması gibi önemli adımlardan sonra sıraya satış aşaması gelmektedir. Satış aşamasında da en önemli ve ilk önce bakılması gereken konulardan biri, halka arzda kullanılacak satış yöntemleridir⁶⁰⁰.

⁵⁹⁹ Seri: 1 No: 40 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kalkan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ ile bu süre, otuz gün olarak belirlenmiş bulunmaktaydı.

⁶⁰⁰ Yöntem seçiminde halka arzın büyüklüğü birincil derecede önem taşır. Buna en elverişli yöntem olarak da sabit fiyatla talep toplanması uygulamada en fazla rağbet edilen yöntemi teşkil eder. Hisse senetleri halka arz edilecek olan ortaklığın iş ve dış kamuoyu önündeki tanınmışlığı ve saygınlığı da satış yönteminin belirlenmesinde etkili olan hususlardır. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 332.

Satış yönteminin seçiminde başarılı bir halka arz gerçekleştirmek için tasarlanan strateji rol oynar⁶⁰¹. Aracı kuruluş önderliğinde oluşturulmasında yarar bulunan bu strateji ile yurt içi ve yurt dışı satışlarda fiyat ve miktar olarak en başarılı noktaya ulaşılması hedeflenir⁶⁰². Yöntem seçiminde halkın arzın büyüklüğü birincil derecede önem taşımakla birlikte, hisse senetleri halka arz edilecek olan ortaklığın iç ve dış kamuoyu nezdindeki tanınmışlığı, saygınlığı gibi hususlar da satış yönteminin belirlenmesinde etkili olmaktadır⁶⁰³.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı sırasında talebin arzdan fazla olması durumunda, satış konusu sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasında nasıl dağıtılacağı önemli bir sorun yaratmış ve bu konuda yapılan farklı uygulamalar, yatırımcıların yakınmalarına neden olmuştur⁶⁰⁴. Bu sorunu çözmek amacıyla, Kurul, Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ni⁶⁰⁵ yayınlamış bulunmaktadır. Anılan Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ ise, 03.04.2010 tarihli ve 27541 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: VIII, No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ile yürürlükten kalkmış bulunmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında kullanılacak satış yöntemleri, Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirlenmiştir. Anılan tebliğe göre, sermaye piyasası araçlarının halka satışında uygulanabilecek üç ayrı satış yöntemi bulunmaktadır.

Bunlar; talep toplama yöntemi ile satış, talep toplamaksızın satış ve borsada satış yöntemleridir. Prensip olarak, her bir ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, bu üç satış yönteminden bir tanesini kendi ihtiyarına bağlı olarak seçebilir ya da dilerse hiçbirini seçmeyip kendi ihtiyarına bağlı olarak sermaye piyasası araçlarını halka arz edebilir. Ancak, söz konusu hususlara izahnamede ayrıntılı olarak yer verilmesi zorunludur. Bununla birlikte, bu seçim serbestisi, aşağıda değinilen bazı niteliği belirlenmiş ortaklıklar için kısıtlanmış bulunmaktadır.

⁶⁰¹ Tanör, Halka Arz, s. 331.

⁶⁰² Tanör, Halka Arz, s. 332.

⁶⁰³ Tanör, Halka Arz, s. 332.

⁶⁰⁴ Küçüksözen, s. 102.

⁶⁰⁵ RG. 27.10.1993 S. 21741.

Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ kapsamında “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ortaklıklar, kural olarak diledikleri satış yöntemini ve/veya dağıtım ilkelerini seçip bunları uygulamakta serbest olmakla birlikte, dağıtımına ilişkin olarak söz konusu tebliğin 7’nci maddesinde öngörülen genel esaslara uymakla yükümlüdürler. Bu bağlamda; dağıtım sırasında nitelikli yatırımcı kapsamına girmeyen diğer yatırımcı gruplarına kendi dâhil oldukları grup içerisinde eşit ve adil davranılması, taleplerin hangi aracı kuruluştan geldiğine bakılmaksızın aynı şekilde değerlendirilmesi esastır. Ayrıca, çalışanlara yapılacak tahsisatın dağıtım sırasında ayrı bir kategori olarak belirlenmesi ve bireysel yatırımcılarla aynı dağıtım yöntemine tabi tutulmaları gerekmektedir. Dağıtımın izahnamede yer alan esaslara uygun olarak yapılmasından ihraççı ve/veya hissedar ile konsorsiyum lideri sorumludur. Dağıtımına ilişkin kayıtların düzenli bir şekilde ve dağıtım işlemine ilişkin ihtiyaç duyulabilecek detayları içerecek şekilde tutulmasından konsorsiyuma katılan tüm aracı kuruluşlar sorumludur.

Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in getirdiği en büyük yenilik, tebliğin 12’nci maddesi anlamında “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ihraççı ya da pay sahibinin talep toplama yöntemi ile satış, talep toplamaksızın satış veya borsada satış yöntemlerinden birini seçmesi halinde, tebliğin 13, 14, 15 ve 16’nci maddelerinde belirtilen dağıtım yöntemlerine uymak zorunda bulunmayışlarıdır. Anılan “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ortaklıklar, bu üç satış yönteminden birini kendi takdirlerine bağlı olarak seçebilirler ve yine kendi takdirlerine bağlı olarak tebliğin 13, 14, 15 ve 16’nci maddelerinde belirtilen dağıtım yöntemlerine uyabilirler ya da tamamen kendi arzularına uygun bir şekilde halka arz konusu sermaye piyasası araçlarını halka dağıtabilirler. Bu serbesti, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ’e getirdiği en büyük yeniliktir.

1. Belirli Satış ve Dağıtım Yöntemleri ile Bunlara Uyuma Zorunluluğu Olan Ortaklıklar

Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ’in 12’nci maddesinde belirtilen niteliği belirlenmiş ortaklıklar için birtakım belirli satış ve dağıtım yöntemleri öngörülmüş bulunmaktadır. Anılan niteliği belirlenmiş ortaklıklar; payları borsada işlem gören ortaklıklar ile GİP’te ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketler ve payları borsada işlem görmeyen ve nitelikleri 12’nci maddenin 3’üncü fıkrasında belirtilen halka açık anonim ortaklıklardır.

Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ'in 12'nci maddesinin 1'inci fıkrasına göre, "payları borsada işlem gören ortaklıkların yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışı ile GİP'te ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketlerin pay satışlarında "borsada satış" yönteminin kullanılması zorunludur." Bunun sebebi, hisse senetleri borsada işlem görmekte olan bir ortaklığın sermaye artırımına gitmesi durumunda, pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanmalarının ardından geri kalan payların satışı aşamasında fiyat değerlendirme açısından ortada geçerli bir piyasa fiyatı bulunmasıdır⁶⁰⁶. Bununla birlikte, anılan ortaklıkların borsada hiç işlem görmemiş belirli bir gruba dâhil paylarının olması durumunda, bu gruptaki paylara ilişkin yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında borsada satış yönteminin uygulanması zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak, borsada satış yönteminin uygulanmaması durumunda, yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların en az, borsada işlem gören ortaklık paylarının, borsada halka arz süresinin sonundaki üç işlem gününde borsa birincil piyasasında gerçekleşen günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması üzerinden satılması zorunludur.

Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ'in 12'nci maddesinin 3'üncü fıkrasına göre ise, "*payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla paylarının satışında, Kurul'ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait bilançolarına göre, paylarının defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların; aynı bilanço üzerinden net dönem kârı elde etmiş olmaları ve bilanço aktif toplamının 10.000.000 TL'yi aşmış olmaları halinde, "talep toplama" yönteminin uygulanması zorunludur.*"

Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girmesinden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'de ise belli satış yöntemlerini uygulamak zorunda kalan ihraççı tipleri daha fazlaydı. Anılan düzenlemeye göre; hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların rüçhan haklarının kullandırılmasından sonra kalan payların satışında "borsada satış yöntemi" ; halka açık olmayan ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arz edilmesi ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırarak, artırılan sermayeyi temsil eden paylarını kısmen veya tamamen halka arz etmeleri durumunda, "talep toplama" veya "borsada satış" yöntemlerinden biri ve Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'in 3.1.3'üncü maddesinde

⁶⁰⁶ Tanör, Halka Arz, s. 332.

öngörülen şartları taşıyan halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla yapacakları halka arzlarda “talep toplama” ve “borsada satış” yöntemlerinden birini uygulamaları zorunlu idi. Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ’in 3.1.3’üncü maddesinde öngörülen şartları taşıyan halka açık anonim ortaklıklar ise, “Kurul’ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait bilançolarına göre, hisselerinin defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıklardan aynı bilanço üzerinden net dönem karı elde etmiş ve bilanço aktif toplamı 4.872 milyar Türk Lirasını aşmış olan “nitelikleri belirlenmiş halka açık ortaklıklar” idi.

Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ’in 12’nci maddesinde belirtilen niteliği belirlenmiş ortaklıkların “borsada satış” ve “talep toplama” yöntemlerini kullanmaları halinde, tebliğin 13, 14 ve 15’inci maddelerinde yer alan dağıtım ilkelerini uygulamaları zorunlu bulunmaktadır.

2. Talep Toplama Yöntemi

“Talep Toplama Yöntemi”, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in 3’üncü maddesinin (k) bendinde tanımlanmış bulunmaktadır. Anılan tanıma göre, talep toplama yöntemi, *“yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerinin toplanarak bu taleplerin önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde değerlendirilmesi yoluyla satışını”* ifade etmektedir.

Talep toplama yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan paylarına ilişkin talepleri toplanır ve bu taleplerin izahnamede yer alan usule göre değerlendirilmesi ile satışa sunulan paylar arasında dağıtım tabi tutulur. Bunun anlamı, halka arz edilen sermaye piyasası araçları için bireysel veya kurumsal, yerli veya yabancı her nevi isteklinin anılan sermaye piyasası araçlarının alımı yönündeki iradelerinin belirli kalıplarda bildirilmesidir⁶⁰⁷. Talepler, “talep formu” doldurularak bildirilmektedir. Bu formda; yatırımcının kimliği, talep ettiği sermaye piyasası aracının miktarı, kabul edeceği en az miktar, teklifini oluşturan birim fiyat, ödediği toplam bedel gibi bilgiler yer almaktadır. Talep formu doldurulmadan talep toplanması mevzuata aykırı bulunmaktadır⁶⁰⁸.

⁶⁰⁷ **Tanör**, Halka Arz, s. 336.

⁶⁰⁸ Bu nedenle, Kurul, “halka arz sırasında yatırımcıların sözlü taleplerini kabul ettiği” gerekçesiyle bir aracı kuruma idari para cezası vermiştir. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 336, dpn. 221.

Talep toplanması, bir halka arz süreci içerisinde, tasarruf sahiplerinin tam ve doğru bilgilendirilmelerini engelleyen yeni bir gelişmenin ortaya çıkması gibi durumlarda ertelenebilir⁶⁰⁹.

Talep toplama yöntemiyle satış; "sabit fiyat", "fiyat teklifi alma" ve "fiyat aralığı" yollarından ihraççılar tarafından belirlenmiş olan yöntemlere göre gerçekleştirilir.

a. Talep Toplama Yönteminin Çeşitleri

aa. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, satışa sunulan aracın pay olması durumunda ihraççı ve/veya hissedar tarafından sabit bir fiyat belirlenir.

Sabit fiyatla talep toplama yöntemi, uygulamada en fazla rağbet edilen ve tercih edilen halka arzda kullanılan satış yöntemini oluşturmaktadır⁶¹⁰. Bu yöntemde, satışa sunulan hisse senetleri için anılan hisse senetlerini ihraç eden ihraççı ya da anılan hisse senetlerini satışa sunan pay sahibi ile yetkili kılınan aracı kuruluş ya da – konsorsiyum bulunması durumunda- konsorsiyum lideri arasında yapılan değerlendirme çalışmaları sonucunda, mutabık kalınan tek bir fiyat belirlenir ve anılan fiyat, izahname ve sirküler vasıtasıyla yatırımcılara duyurulur⁶¹¹. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, ihraççı veya sermaye piyasası araçlarının pay sahibi⁶¹² tarafından, satışa sunulan sermaye piyasası aracının ortaklık senedi olması durumunda sabit bir fiyat, borçlanma senedi olması durumunda da sabit bir faiz oranı belirlenir ve talep, bu fiyat ya da faiz oranı üzerinden toplanır.

Bu yöntemde, talepte bulunan yatırımcıların miktara ilişkin taleplerini toplamak üzere Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in 1 no'lu ekindeki talep formu düzenlenir.

Sabit fiyatla talep toplama, ABD hukukunda, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzında kullanılan bir satış yöntemi değil, ekonomide uygulama alanı bulan bir fiyatlandırma yöntemi ("*pricing mechanism*") olarak anılmaktadır ve

⁶⁰⁹ Tanör, Halka Arz, s. 336, dpn. 222.

⁶¹⁰ Tanör, Halka Arz, s. 332.

⁶¹¹ Tanör, Halka Arz, s. 336.

⁶¹² Hisse senetlerinin ikinci el piyasasında pay sahibi tarafından yatırımcılara sunulması halinde, "portföy boşaltma" söz konusudur. Bkz. Günal, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, s. 51.

oldukça da eski bir yöntemdir⁶¹³. Bu fiyatlandırma yönteminin kullanıldığı halka arzlarda, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzı oldukça kolay olmaktadır: İzahnameler halka her türlü yoldan ulaştırılır, sermaye piyasası araçlarını satın almak isteyen yatırımcılar bir başvuru formu doldururlar ve satın almak istedikleri sermaye piyasası aracı miktarının tekabül ettiği miktarda parayı ilgili bankaya yatırırlar⁶¹⁴. Bununla birlikte, bu yöntemin fiyat nedeniyle ihraççı açısından düşük, dolayısıyla dezavantajlı olduğu söylenmektedir⁶¹⁵. Bu nedenle, sabit fiyatla talep toplama fiyatlandırma yöntemine göre daha modern bir fiyatlandırma yöntemi olan ihale yöntemi sıkça uygulanmaya başlanmıştır⁶¹⁶. İhale (“*tender*”) yönteminde, genellikle sabit fiyatla fiyatlandırma yöntemine oranla daha yüksek bir fiyata ulaşılmakta olduğu için bu yöntem ihraççılar tarafından gitgide daha çok tercih edilmeye başlanmıştır⁶¹⁷. İhalede, sermaye piyasası aracı satın almak isteyen yatırımcılar, satın almak istedikleri hisse senedi sayısı için özel fiyat teklif ederler ve ihalenin sonunda tüm sermaye piyasası araçlarının satılabildiği fiyat, söz konusu sermaye piyasası araçlarının satım fiyatı olur⁶¹⁸. Bununla birlikte, 1993 yılından bu yana, ABD’de, fiyat teklifi alma yoluyla fiyatlandırma yöntemi (“*bookbuilding*”), diğer iki yönteme göre açık ara farkla ihraççılar tarafından tercih edilmektedir⁶¹⁹. Bu fiyatlandırma yönteminde, pazarlama döneminde, ihraççı veya aracı kuruluş, potansiyel yatırımcılarla potansiyel satış fiyatını müzakere eder ve anılan müzakerelerin neticesinde söz konusu sermaye piyasası araçları için gerçekçi bir satış fiyatı belirler⁶²⁰. Bu fiyatlandırma yönteminin, ihale yöntemine göre avantajı, hem ihraççıyı, hem aracı kuruluşu, hem de yatırımcıları kapsamına aldığı için interaktif oluşu ve gerçekçi bir fiyat belirlemesidir⁶²¹. Bu fiyatlandırma yönteminin kullanıldığı halka arzlarda halka arzı yöneten aracı kuruluş, ihraç edilen ve halka arz edilen sermaye piyasası aracının sayısının az olduğunu ileri sürerek fiyatı artırmaya çalışarak pazarlama faaliyetlerinde bulunur⁶²².

bb. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

⁶¹³ Brown, Global Offerings of Securities, s. 7 vd.

⁶¹⁴ Brown, Global Offerings of Securities, s. 7.

⁶¹⁵ Brown, Global Offerings of Securities, s. 7.

⁶¹⁶ Brown, Global Offerings of Securities, s. 7.

⁶¹⁷ Brown, Global Offerings of Securities, s. 8.

⁶¹⁸ Brown, Global Offerings of Securities, s. 8.

⁶¹⁹ Brown, Global Offerings of Securities, s. 8.

⁶²⁰ Brown, Global Offerings of Securities, s. 8.

⁶²¹ Brown, Global Offerings of Securities, s. 9.

⁶²² Brown, Global Offerings of Securities, s. 9.

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde, sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak ihraççı ve/veya hissedar tarafından pay satışlarında asgari bir satış fiyatı belirlenir ve bunun üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Dolayısıyla, buradaki satış fiyatı, ihraççı veya hissedar ile yetkili aracı kuruluş arasında olabilecek en düşük miktar olarak saptanır ve yatırımcılardan anılan miktarın üzerinde teklif vermeleri istenir.

Borçlanma senedi satışlarında ise, “azami” bir faiz oranı belirlenir ve azami faiz ve bunun altındaki faiz oranı teklifleri toplanır.

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin kullanıldığı halka arzlarda ise, yatırımcıların belirlenen asgari fiyat üzerindeki fiyat teklifleri ve miktara ilişkin talepleri, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in 2 no’lu ekindeki talep formu düzenlenmesi suretiyle toplanır.

cc. Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemi

Paylar fiyat aralığı ile Kurul kaydına alınmışsa ve sirküler fiyat aralığı ile ilan edilmişse fiyat aralığı yoluyla talep toplanabilir. Fiyat aralığı uygulanması durumunda tavan fiyat, taban fiyatın %20’sini aşmayacak şekilde belirlenir.

Bu yöntemde, talepte bulunan yatırımcıların miktara ilişkin taleplerini toplamak üzere Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in 1 no’lu ekindeki talep formu düzenlenir.

b. Talep Formu ve Talep Toplama Süresi

Talep formunda, yatırımcının kimliği, talep ettiği sermaye piyasası aracının miktarı, kabul edeceği en az miktar, teklifini oluşturan birim fiyat, ödediği toplam bedel gibi bilgiler yer alır. Bu form doldurulmadan talep toplanması, özellikle de sözlü talep toplanması mevzuata aykırıdır. Bu nedenle, Kurul, “*halka arz sırasında yatırımcıların sözlü taleplerini kabul ettiği*” gerekçesiyle bir aracı kuruma idari para cezası vermiştir⁶²³.

Aracı kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Bu durum, talep toplama

⁶²³ Tanör, Halka Arz, s. 336’ya atfen SPK HB: 00/25.

neticesinde, yatırımcının payına belirlemiş olduğu alt sınırdan daha az sayıda bir miktar düşmesi halinde, yatırımcının anılan sermaye piyasası araçlarını satın almaktan vazgeçebileceği anlamına gelmektedir.

Talep toplama sonucunda sermaye piyasası araçlarının dağıtımı sırasında bir defadan fazla talepte bulunan yatırımcıların en yüksek miktarlı talep tutarları hesaplamada dikkate alınır ve diğer talepleri iptal edilir. Bununla birlikte; oransal dağıtım sisteminin uygulanması durumunda bir defadan fazla talepte bulunan yatırımcılar olup olmadığına ilişkin tespitin yapılması zorunlu bulunmamaktadır.

Talep toplama aşamasında başlıca izlenen 2 yol bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; önce yurt dışında, daha sonra yurt içinde talep toplanması hali; ikincisi ise, eş anlı olarak talep toplanması halidir. Yurt dışında talep toplanması aşamasında, genellikle “*roadshow*” adı verilen ve amacı, hisse senetleri halka arz edilecek olan ortaklık hakkında bilgi vermek ile hisse senetleri pazarlamak olan iş gezileri düzenlenir⁶²⁴.

Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in 8’inci maddesine göre, “talep toplama süresi, en erken sirküler ilanını izleyen ikinci işgünü başlayabilir. Talep toplama süresi en az iki işgünü, en fazla otuz gün olarak belirlenir.” Bununla birlikte, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ’e göre, talep toplama süresinin, sirküler ilanından itibaren en az üç, en çok beş iş günü geçtikten sonra başlaması ve talep toplama süresinin, en az iki iş günü olarak belirlenmesi gerekmekte idi.

Talep toplama yönteminde talep süresi sonunda belirli bir yatırımcı grubuna tahsis edilen tutarı karşılayacak miktarda talep gelmemiş ise o gruba ait tahsisatın karşılanamayan kısmı diğer gruplara aktarılabilir.

Talep toplama süresinin sonunda her bir yatırımcı grubuna tahsis edilen tutarı karşılayacak kadar talep gelmiş olsa dahi, izahnamede esasları açıklanmış olmak koşuluyla tahsisat oranları gruplar arasında yurtiçi bireysel ve yurtiçi kurumsal yatırımcıların asgari tahsisat oranlarını azaltmamak üzere kaydırılabilir. Ancak herhangi bir yatırımcı grubu için izahnamede açıklanan tutarın %20 sinden daha fazla azaltma yapılamaz.

⁶²⁴ **Tanör**, Halka Arz, s. 350.

c. Senet Bedellerinin Yatırılması

Satışa sunulan sermaye piyasası araçlarından almak isteyen yatırımcılar almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri sirkülerde yer alan süre içinde, belirtilen banka hesabına aktarılmak üzere yatırırlar ve halka arzı yürüten aracı kuruluş tarafından düzenlenen talep formunu doldurup imzalarlar.

Ancak kurumsal yatırımcılar, ödenmeme riskinin aracı kuruluşlar tarafından üstlenilmesi kaydıyla, sermaye piyasası aracı bedellerini talep toplama süresinin bitimini takiben ödeyebilirler. Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in kendisinden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'den çok daha liberal ve amaca uygun bir tebliğ olduğunu kanıtlayan bu hüküm de Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in getirdiği yeniliklerden biri olup, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'de yer almamakta idi.

Pay bedellerinin ödenme şekline bağlı olarak ihraçcının halka arz gelirini azaltacak bir uygulamaya sebebiyet verilemez.

d. Dağıtım İlkeleri

Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in 13, 14, 15 ve 16'ncı maddelerinde öngörülen dağıtım ilkeleri, söz konusu tebliğin 12'nci maddesinde belirlenen "niteliği belirlenmiş ortaklıklar" dışında kalan ortaklıklar bakımından ihtiyari olup, niteliği belirlenmiş ortaklıklar bakımından ise uyulması zorunlu olan ilkeleri ifade etmektedir.

"Niteliği belirlenmiş ortaklıklar" ise, talep toplama yönteminin seçimi halinde, talep toplama yönteminin türleri olan sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığı yoluyla talep toplama veya fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminden hangisini seçmişler ise, anılan yöntemin dağıtım ilkelerine uymakla yükümlüdürler.

Sermaye piyasası araçlarının dağıtımında iki olasılık söz konusudur. Bunlardan ilki, anılan sermaye piyasası araçlarını satın almak için yatırımcılar tarafından ileri sürülen taleplerin, toplam sermaye piyasası aracı tutarından az olması, bir diğeri de, toplam taleplerin, toplam sermaye piyasası aracı miktarından fazla olması durumudur.

İlk olasılıkta, yani yatırımcılar tarafından ileri sürülen taleplerin, satışa sunulan sermaye piyasası aracının miktarından az olması halinde, tüm talepler pek tabii ki, karşılanır. İkinci olasılıkta, yani yatırımcılar tarafından ileri sürülen taleplerin, satışa sunulan sermaye piyasası aracının miktarından fazla olması halinde, aşağıda detayları ile belirtilen dağıtım ilkeleri uygulama alanı bulur.

aa. Sabit Fiyatla veya Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama Yöntemlerinde Dağıtım İlkeleri

Sabit fiyatla veya fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminin uygulandığı halka arzlarda, talep formlarını toplayan aracı kuruluş, talep toplama süresinin sona ermesinden sonra halka arzı yapılacak olan payların yatırımcılar arasında dağıtımını aşağıdaki esaslara göre gerçekleştirilmektedir.

Başvuru taleplerinin satışa sunulan pay tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Taleplerin satışa sunulan pay tutarından fazla olması durumunda dağıtım şu şekilde yapılır: Varsa belirli bir yatırımcı grubu için ayrılan kısım hariç olmak üzere, satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekildeki dağıtım işlemine satışa sunulan paylarının tamamı dağıtılıncaya kadar devam olunur. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınır altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtımına tabii tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda, küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında yönetim kurulunun veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.

Sabit fiyatla veya fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminin uygulandığı halka arzlarda istenmesi halinde, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam pay miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranı bulunduğu oransal dağıtım sistemi kullanılabilir. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında pay tahsis edilmesi suretiyle karşılanır.

bb. Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yönteminde Dağıtım İlkeleri

Talep formlarını toplayan aracı kuruluş, talep toplama süresinin sonunda payların yatırımcılar arasında dağıtımını şu esaslara göre yapar: Toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok payın satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Payların dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınır. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam pay miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır. Teşekkül eden fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarı ile orantılı olarak yapılır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altına kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtıma tabi tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında ihraççı veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.

Kütükçü, Kurul'un yukarıda detaylarıyla belirlenen düzenlemeleri yaparken, Hollanda açık artırma tekniğinden ("*Dutch Action*") esinlendiğini dile getirmektedir⁶²⁵. Hollanda açık artırma tekniği, özellikle hisse senetlerinin ilk halka icabında kullanılan bir yöntemdir⁶²⁶. ABD'de, Hazine Departmanı tarafından federal hükümetin ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarının pazarlanması için de kullanılmaktadır⁶²⁷. Hollanda açık artırma tekniğine göre, ihraççı kurumsal yatırımcılardan ve aracı kuruluşlardan ne kadar hisse senedini hangi fiyattan satın almak istediklerine dair fiyat talebinde bulunur. Yatırımcılar ve aracı kuruluşlar, satın almak istedikleri sermaye piyasası aracı miktarını ve bu miktar için ödemeye hazır oldukları meblağı bildirirler. Kapanışta, fiyatlar, en yüksekten en düşüğe doğru sıralanır. İhraççı önce, en yüksek fiyat verenin teklifini, talep ettiği miktar için kabul eder; diğer teklifler, kayda alınmış bütün sermaye piyasası araçları tahsis edilene kadar en yüksek fiyattan en düşük fiyata doğru ve verilen tekliflerde gösterilen miktarlar tam olarak karşılanacak şekilde kabul edilir⁶²⁸. Hollanda açık artırma tekniğinde icap sahipleri, teklifleri ile bağlı olmakla birlikte, yatırımcılar veya aracı

⁶²⁵ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 439.

⁶²⁶ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 439.

⁶²⁷ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 439.

⁶²⁸ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 438-439.

kuruluşlar tarafından ödeme, kesin fiyat tespitinden sonra yapılmaktadır⁶²⁹. Hollanda açık artırma tekniği yakın zamanda, ABD’de internetle tanışmış bulunmaktadır ve bu sayede ihraççılar tarafından aracı kuruluşlara ödenen komisyon oranları azalmış bulunmaktadır⁶³⁰.

2010 yılı Mayıs ayı başlarında Akfen Holding A.Ş. (“Akfen Holding”) tarafından gerçekleştirilen halka arzda, fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi seçilmiş bulunmaktadır. Belirtmek gerekir ki, kayıtlı sermaye sistemine tabi Akfen Holding’in sermaye piyasası araçlarının halka arzı, mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilmiştir. Halka arz edilen payların arz sonrasında çıkarılmış sermayeye oranının %29,2 olacağı ilk izahname ile kamuya açıklanmış olmasına karşın, daha sonra usulüne uygun olarak tescil ve ilan edilen izahname ile halka arz edilen payların arz sonrasında çıkarılmış sermayeye oranının %7,12 olacağı kararlaştırılmıştır. Söz konusu halka arzda, talep toplama süresi 3 iş günü olarak belirlenmiştir. Anılan halka arz, bir konsorsiyum vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir ve konsorsiyum lideri de, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’dir. Söz konusu halka arzda, ilk başta ek satış hakkı mekanizmasına başvurulacağı izahnameyle açıklanmış olmasına karşılık, daha sonra, halktan yeterli talep gelmemesi üzerine, halka arz oranı düşürülmüş ve ek satış hakkının da uygulanmamasına karar verilmiştir⁶³¹. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlere başvurulacağı ve anılan işlemlerin 30 gün süreyle uygulanmasının ihtimal dahilinde olduğu da izahname vasıtasıyla kamuya paylaşılmıştır. Söz konusu halka arzda, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının %32,50’lik kısmı yurtiçi bireysel yatırımcılara, %1,63’lük kısmı Akfen Holding çalışanlarına, %10’luk kısmı yurtiçi kurumsal yatırımcılara ve % 55.88’lik kısmı da yurtdışı kurumsal yatırımcılara ayrılmış bulunmaktadır. Söz konusu izahnamede yer alan tüm bilgilerin tamamından Akfen Holding ve konsorsiyum lideri sorumlu bulunmaktadır.

2010 yılı Mayıs içinde gerçekleştirilen bir diğer halka arz ise, Aksa Enerji Üretim A.Ş.’ye ait bulunmaktadır. Anılan halka arzda da, fiyat aralığı yoluyla talep toplanması yöntemine başvurulmuştur⁶³². Halka arz konusu sermaye piyasası

⁶²⁹ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 439.

⁶³⁰ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 439.

⁶³¹ Çevrimiçi: http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_Holding_Izahname_Tadil_Metni.pdf;
http://www.akfen.com.tr/doc/0_HalkaArz_Sirkuleri.pdf.

⁶³² Çevrimiçi: http://www.akmenkul.com.tr/aksa/aksa_popup.html;
http://www.akmenkul.com.tr/aksa/AKSEN_izahname.pdf.

araçlarının % 20'si yurtiçi bireysel yatırımcılara, % 10'u yurtiçi kurumsal yatırımcılara ve % 70'i yurtdışı kurumsal yatırımcılara ayrılmış bulunmaktadır. Söz konusu halka arzda da, aynen Afken Holding'in halka arzında söz konusu olduğu gibi ek satış hakkının kullanımına başvurulacağı açıklanmış ve anılan halka arz da bir konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Konsorsiyum lideri, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'dir. Belirtmek gerekir ki, bu halka arzda, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ'in 18'inci maddesindeki esaslara uygun şekilde, halka arzda içsel bilgiye ulaşabilecek konumdaki kişilerin bir listesi, izahname tadil metniyle kamuya paylaşılmıştır⁶³³.

e. Dağıtım Listesinin Kesinleşmesi, Karşılanamayan Talepler ve Teslim

Talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 işgünü içerisinde konsorsiyum lideri, bedelini ödeyerek sermaye piyasası aracı almak isteyen yatırımcıların adı/soyadını, T.C. Kimlik numaralarını, ticaret unvanlarını, vergi numaralarını, talep ettikleri sermaye piyasası aracı miktarını, teklif edilen fiyatı, miktar alt sınırlarını, talebin sisteme girildiği tarih ve saat ile sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasındaki dağıtımını gösterir bir liste düzenleyerek ihraççıya, mevcut payların halka arzında ise hissedarlara verir.

İhraççı ve/veya hissedar dağıtım listesinin teslimini izleyen iki işgünü içinde listeyi onaylayarak aracı kuruluşa teslim eder. Karşılanamayan taleplere ilişkin bedel iadeleri aracı kuruluşlar tarafından dağıtım listesinin teslim alınmasını izleyen iki işgünü içerisinde yerine getirilir.

Onaylanan dağıtım listesini alan aracı kuruluş ise karşılanan taleplere ilişkin sermaye piyasası araçlarının teslimini yerine getirir. İlke olarak, payların satış esnasında, alıcıya teslim edilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, hamiline yazılı hisse senetleri yatırımcılara sermaye artırımının tescilinden itibaren 30 gün sonra, nama yazılı hisse senetleri ise yatırımcılara sermaye artırımının tescilinden itibaren 90 gün sonra teslim edilecektir.

Bu bağlamda, tartışmaya açılması gereken bir husus, ihraççının ya da hissedarın dağıtım listesini onaylayıp onaylamama hakkının bulunup bulunmadığıdır. Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ'in yürürlükte bulunduğu dönemde, **Tanör** ve **Ayoğlu**, ortaklığın bu konudaki talebinin hakkın kötüye kullanılması niteliği

⁶³³ Çevrimiçi: <http://www.akmenkul.com.tr/aksa/Aksa%20İzahname%20Değişiklik.pdf>.

taşımadığı sürece yerine getirilmesinin düşünölebileceği, ancak bunun maddi hata gibi düzeltme gereksinimlerini kapsaması ve bunun dışına çıkmaması gerektiği, aksi takdirde mevzuatta belirlenmiş dağıtım ilkelerine uyulmamış olacağı hususlarını dile getirmekte idiler⁶³⁴. Kanımca da, Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ, açıkça listelerin “onaylanmasından” söz ettiği cihetle, söz konusu listelerin muhakkak ihraççı ya da hissedar tarafından onaylanması gerekir. Ancak, dağıtım ilkeleri mevzuatta sıkı şartlarla düzenlenmiş olduğu için, ihraççının ya da pay sahibinin bu “onaylama” yetkilerinin; izahname ve sirkülerde açıklanan esaslarla, menfaat yasağı sınırlamalarıyla ve MK’nun 2’nci maddesi anlamında hakkın kötüye kullanılması ilkesiyle sınırlı olması gerekir.

Talep toplama yöntemi ile gerçekleştirilen halka arzlarda talep sahiplerinin edinmeye hak kazandıkları sermaye piyasası araçlarının kendileri adına açılmış hesaplara aktarılması zorunludur.

3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplanmaksızın satış yöntemi, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklardan, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in 12’nci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan nitelikleri belirlenmiş ortaklıklar dışında kalan ortaklıkların paylarının kendileri ya da aracı kuruluşlar vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Dolayısıyla, bu yöntemde, sermaye piyasası araçları, ihraççı ya da aracı kuruluş tarafından, belirli bir fiyat ya da faiz oranı belirlenmek suretiyle talep toplanmaksızın satışa sunulur.

Bu yöntemin uygulanması halinde; tasarruf sahipleri, sirkülerde belirtilen süre içinde pay bedellerini bir bankada açılan özel hesaba yatırarak sermaye artırımına katılırlar.

Talep toplama yönteminin kullanılması durumunda, yeterli talepte bulunulmaması halinde, talep dışı kalan paylar için de talep toplanmaksızın satış yöntemi uygulanmaktadır.

4. Borsa’da Satış Yöntemi

Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği’nin 3/ç maddesine göre, borsada satış yöntemi,

⁶³⁴ Bkz. Ayoğlu, Halka Arz, s. 156, Tanör, Halka Arz, s. 272.

“sermaye piyasası araçlarının ilgili borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışa sunulması” yöntemini ifade etmektedir. Dolayısıyla, borsada satış yöntemi, Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ ile düzenlenmemiş, anılan tebliğde sadece bu satış yönteminin tanımı yapılmış ve anılan satış yönteminin uygulanması ile ilgili olarak borsa mevzuatına atıf yapılmakla yetinilmiştir. Belirtmek gerekir ki, borsa ve borsanın çalışma esaslarını belirleyen birçok farklı yönetmelik ve tebliğ bulunmaktadır⁶³⁵.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'nin⁶³⁶ 6'ncı maddesine göre, borsaya Kurul tarafından aracılık faaliyetinde bulunmak üzere yetki belgesi verilmiş olan aracı kuruluşlar (aracı kurumlar ve bankalar) üye olabilir. Borsada kurulan pazar ve piyasalarda işlem yapacak aracı kuruluşların borsadan borsa üyelik belgesi alması gerekmektedir. Öyleyse, borsa işlemlerinin tarafları, sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan yatırımcılar ile aracılık faaliyetinde bulunan kuruluşlardır⁶³⁷. Sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler ise, borsa işlemlerinin tarafı değildirler; çünkü borsalar birinci el piyasasında ihraç edilmiş olan yani hâlihazırda tedavülde bulunan sermaye piyasası araçlarının alım-satımının yapıldığı ikinci el piyasaları oldukları için ihraçta doğrudan bir rol oynamamaktadır⁶³⁸.

Bu yöntem taraflar açısından prosedür bakımından kolaylıklar sağlamakta; buna karşın, borsada hangi fiyatın oluşacağı hususu önceden kestirilemediği için tarafları fiyat açısından belirsiz bir durumda bırakmaktadır⁶³⁹. Gerçekten de, fiyatın belirsizliği, yüklenilecek riskin belirsizliği sonucunu da beraberinde getirmekte olduğundan, borsada satış yöntemleri ile gerçekleştirilen halka arzın aracı kuruluşlar ve/veya konsorsiyumlar tarafından üstlenilmesi hususu pratikte zorluk teşkil etmektedir⁶⁴⁰.

Bununla birlikte, belirtmek gerekir ki, 1992 yılında SPKn'nda değişiklik yapılmadan önce, SPKn'na tabi tüm ortaklıklar, ihraç ve halka arz ettikleri menkul kıymetlerin kote edilmesi isteğiyle borsaya başvurmakla yükümlüydüler. Bu yükümlülük, 1992 yılında kanun değişikliği ile ortadan kaldırılmıştır. Dolayısıyla, bugün için, bir şirketin paylarını halka arz etmesine karşın, onları borsaya kote

⁶³⁵ Bkz. d.pn. 644.

⁶³⁶ RG. T. 19.2.1996, S. 22559.

⁶³⁷ Aydın, s. 50.

⁶³⁸ Aydın, s. 49.

⁶³⁹ Tanör, Halka Arz, s. 361; Yanlı, s. 59 d.pn. 222.

⁶⁴⁰ Tanör, Halka Arz, s. 361.

ettirmemesi mümkündür⁶⁴¹. Dolayısıyla, bugün için belli istisnalar saklı kalmak kaydıyla, borsaya başvuru, yasal zorunluluk olmaktan çok ekonomik zorunluluktur, denilebilir⁶⁴².

Borsada gerçekleştirilen işlemlerin dört tane temel unsuru bulunmaktadır. Bunlar; borsa işlemlerinin, borsa üyeleri tarafından temsilcileri aracılığıyla borsada ve borsa yönetim kurulunca atanan borsa eksperleri huzurunda gerçekleşmesi, anılan işlemlerin menkul kıymet alım-satımına ilişkin olması, belli istisnalar saklı kalmak kaydıyla işlemlerin peşin işlem esasına göre gerçekleştirilmesi ve alım-satımın doğal rekabet koşulları altında oluşmasıdır⁶⁴³.

a. “Borsa” nın Tanımı

Borsa⁶⁴⁴, belirli kurallara göre düzenlenen menkul kıymetlerle ilgili arz ve taleplerin karşılaştığı ve sürekli müzayede sistemi ile fiyatların oluştuğu, alıcı ve satıcı ile alım ve satımların belirli kurallara göre karşılaştığı ve yapıldığı pazarlardır⁶⁴⁵. Öyleyse, borsa, genel anlamda, alıcı ve satıcıların çabucak ve belli bir zaman diliminde kendileri açısından en iyi şartları pazarlık konusu yapabilecekleri

⁶⁴¹ **Yasaman**, Sermaye Piyasası Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Üzerindeki Etkileri ve Sermaye Artırımı, s. 849.

⁶⁴² **Küçüksozen**, s. 104.

⁶⁴³ Daha detaylı bilgi için Bkz. **Aydın**, s. 30 vd.

⁶⁴⁴ İngilizcede borsa için “*securities exchanges*” terimi, tezgahüstü piyasalar için ise “*over-the-counter markets*” terimi kullanılmaktadır.

Menkul Kıymetler Borsaları ile ilgili çok daha detaylı bir araştırma için Bkz. **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 1 vd. Borsaları düzenleyen çok çeşitli sayıda mevzuat bulunmaktadır. Bkz. <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=5&pid=2>.

Bunların başlıcaları,

1. Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (KHK/91), RG. T. 06.10.1983, S. 18183.
2. Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, RG. T. 06.10.1984, S. 18537.
3. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği RG. T. 19/02/1996, S. 22559.
4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği RG. T. 24/6/2004, S. 25502.
5. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği RG. T. 19/2/1996 S. 22559.
6. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının Üyelerinin Tespitine İlişkin Tebliğ RG. T. 20/11/1984, S. 18581.
7. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği'dir, RG. T. 19/2/1996 S. 22559.

⁶⁴⁵ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 2.; **Aydın**, s. 12; Hollanda'daki en önemli 3 borsa, Amsterdam Borsası, Avrupa Opsiyon Borsası (“*European Options Exchange*”) ve Amsterdam Futures Borsası'dır (“*Amsterdam Financial Futures Market*”). Bkz. **Van de Vijver**, Niels R., Securities Regulation in the Netherlands, Boston, 1994, s. 1. Paris Borsası'na kabul için gereken kotasyon şartları hakkında Bkz. **Goldberg-Darmon**, s. 50 vd. İsviçre'deki Zürih, Cenova ve Bâle Borsaları hakkında bilgi edinmek için Bkz. **Renz**, Jean, La Bourse des Valeurs Mobilières à Bâle, Neuchatel, 1933, s. 29 vd. Londra Borsası'ndaki kotasyon şartları hakkında bilgi almak için Bkz. **Perry**, James, The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide, Sweet & Maxwell, Londra, 2001, s. 169 vd.

bir pazar organizasyonudur.⁶⁴⁶ Borsa teriminin kökü, Fransızca'daki “*bourse*” sözcüğüdür ve “*bourse*” sözcüğü Fransızca'da kese anlamına gelmektedir. 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin⁶⁴⁷ 3'üncü maddesine göre, “*menkul kıymetler borsaları, Kanun Hükmünde Kararname'de yazılı esaslar dairesinde menkul kıymetlerin alım ve satımı, fiyatlarının tespit ve ilanı işleriyle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kamu kurumlarıdır.*” Benzer bir tanım, Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik⁶⁴⁸ ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği'nde⁶⁴⁹ de yapılmıştır. Bir diğer ifadeyle, borsalar, tasarruf sahibi yatırımcıların, sermaye piyasası araçlarını satın alma ve satma yönündeki emirlerinin eşleştirildiği belirli merkezler olarak ifade edilmektedir⁶⁵⁰. Borsa emirlerinden, çoğu borsalardaki uygulamalara göre, müşterilerin bir menkul kıymetin alım ve satımı için aracı durumundaki borsa üyelerine verdikleri talimat anlaşılır⁶⁵¹. Borsa emri, hukuken vekâlet niteliği taşımaktadır⁶⁵².

Borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanırlar ve Kurul'un gözetim ve denetimi altında faaliyet gösterirler.

Menkul kıymetler borsaları, hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlerin alınıp satıldığı bir yer olduğu cihetle, bir sermaye piyasası sistemidir⁶⁵³. Borsa, ikinci el piyasa (“*secondary market*”) işlemlerinin yapıldığı bir yerdir⁶⁵⁴. Borsa, ikinci el piyasaya intikal etmiş menkul kıymetlerin arz ve taleplerinin karşılaştığı ve belirli kurallara göre sürekli alınıp satıldığı pazardır⁶⁵⁵. Borsalar genelde, ikincil piyasalar olarak nitelendirilmekle birlikte, pay senetlerinin ilk halka arzının da borsalarda yapılabilmesine olanak sağlamıştır⁶⁵⁶.

⁶⁴⁶ Aydın, s. 12.

⁶⁴⁷ Bu düzenleme, bir yetki veya çerçeve kanun niteliği taşımaktadır. Bkz. Aydın, s. 15.

⁶⁴⁸ RG. 06.10.1984 S. 18537.

⁶⁴⁹ RG. 19.02.1996 S. 22559.

⁶⁵⁰ Yanlı, s. 60.

⁶⁵¹ Ünal, Targan, Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1990, s. 24.

⁶⁵² Ünal, Targan, s. 24.

⁶⁵³ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 5.

⁶⁵⁴ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 6.

⁶⁵⁵ Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 6.

⁶⁵⁶ Yanlı, s. 58, dpn. 222.

Menkul kıymetler borsasının başlıca 4 tane fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar; devamlı bir pazarın oluşması, gerçek fiyatın belirlenmesi, ekonomiye kaynak yaratması⁶⁵⁷ ve düzenli bir pazar yaratarak piyasalara güven sağlamasıdır⁶⁵⁸.

Menkul kıymetler borsasında devamlı bir pazarın varlığı, piyasa koşullarında her an alım-satım yapılabilmesine olanak sağlar⁶⁵⁹. Borsanın kamu denetimine tabi olması ve bu pazarda, önceden belirlenmiş kurallara göre hareket edilmesi, belirli bir disiplin sağlar ve fiyatlar, ekonomik kurallara göre teşekkül eder⁶⁶⁰.

ABD’de en büyük iki organize borsa, *New York Stock Exchange* (“*NYSE*”) ve *American Stock Exchange*’dir (“*Amex*”) ve en büyük Amerikan şirketlerinin hisse senetleri bu iki borsaya kote edilmiş bulunmaktadır⁶⁶¹. Kaynak ABD Hukuku’nda da borsalara üye olmak zorunlu değil, ihraççıların ihtiyarına bırakılmış bir husustur⁶⁶². Bununla birlikte, pek tabii ki, hisse senetleri borsaya kote edilmiş ve borsada işlem gören şirketlerin itibarı yatırımcıların nezdinde oldukça prestijlidir⁶⁶³.

ABD Hukuku’nda da, ihraççı tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının herhangi bir borsada işlem görebilmesi için, söz konusu sermaye piyasası araçlarının ilgili borsada kote edilmiş olması gerekmektedir⁶⁶⁴. ABD’de *New York Stock Exchange* gibi herhangi bir milli borsada işlem görmekte olan sermaye piyasası araçlarının, mutlaka, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun 12’inci bölümü hükümleri dairesinde SEC nezdinde de kayıt altına aldırılmış olması gerekmektedir⁶⁶⁵.

Kaynak ABD Hukuku’nda da, her bir borsa kendi kurallarını, kote edilme şartlarını ve prosedürlerini kendi takdirine bağlı olarak belirleyebilir⁶⁶⁶. Bu bağlamda, *NYSE*, *Amex* gibi borsalar hisse senetleri borsaya kote edilecek şirketlerin belli finansal standartları, belli ortaklık yapısını haiz olmasını ve kurumsal yönetim

⁶⁵⁷ **Picon**, Olivier, *La Bourse*, Encyclopédie DELMAS, 14e Edition, Paris, 2000, s. 16.

⁶⁵⁸ **Yasaman**, *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, s. 6–9.

⁶⁵⁹ **Goldberg-Darmon**, Muriel, *Le Droit de l’Introduction en Bourse*, Revue Banque Edition, Paris, 2003, s. 16 vd.

⁶⁶⁰ **Goldberg-Darmon**, s. 8; **Picon**, s. 24 vd.

⁶⁶¹ **Sidley & Austin**, s. 576; **Kalaycı, Şeref**, *Intermediation in Capital Markets A Comparative Study: Turkey and U.S.A.*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın no: 137, Ekim, 2001, s. 15 vd.

⁶⁶² **Sidley & Austin**, s. 576.

⁶⁶³ **Sidley & Austin**, s. 576–577.

⁶⁶⁴ **Barber**, s. 263, No: 1284.

⁶⁶⁵ **Barber**, s. 263, No: 1285; **Greene ve Diğerleri**, Bölüm 2.04.

⁶⁶⁶ **Barber**, s. 267, No: 1308; **Greene ve Diğerleri**, Bölüm 2.03[2].

ilkeleri ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini benimsemiş olması gibi koşullara tabi olmasını aramaktadırlar⁶⁶⁷.

b. Borsa'ya Kote Edilebilen Menkul Kıymetler

Halka açık bir anonim ortaklığın pay senetlerinin borsada işlem görmesi gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Halka açık bir anonim ortaklığın pay senetlerinin borsada işlem görmesi ise, iki şekilde gerçekleşir: Pay senetleri borsa kotuna alınarak işlem görebilir ya da borsa kotuna alınmadan işlem görebilir. Kota alınmış pay senetleri, kot içi, kottan çıkarılmış ya da kota alınmamış pay senetleri ise kot dışı pazarlarda işlem görmektedir⁶⁶⁸.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği⁶⁶⁹, hem menkul kıymetleri borsa kotuna alınacak veya alınmış şirketler, hem de menkul kıymetleri kota alınmamakla birlikte, borsa pazarlarında işlem görecektir veya gören şirketleri kapsamaktadır. Borsa kotuna alınmamış pay senetleri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nde belirlenmiş olan esaslar çerçevesinde borsada işlem görürler⁶⁷⁰.

Kotasyon, menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen sermaye piyasası araçlarının, mevzuatta öngörülen şartları taşımaları durumunda, ilgili pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir⁶⁷¹. Genelde, herhangi bir anonim ortaklığın menkul kıymetlerinin borsa kotuna alınması, söz konusu anonim ortaklığın itibarını ve menkul kıymetlerin sağlamlığını göstermektedir; çünkü kotasyon ancak, söz konusu anonim ortaklığın belli bir başarı çizgisinin üzerinde bulunması halinde mümkündür⁶⁷².

Borsaya kote edilebilen menkul kıymetler ile ilgili başlıca hükümler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nde düzenlenmiş olup, hisse senetleri, tahviller ve bonolar gibi başlıca sermaye piyasası araçlarına ilişkin özel

⁶⁶⁷ **Sidley & Austin**, s. 577; **Greene ve Diğerleri**, Bölüm 2.03[2].

⁶⁶⁸ **Goldberg-Darmon**, s. 64.

⁶⁶⁹ RG. 24.06.2004 S. 25502.

⁶⁷⁰ Kot dışı pazarlarla ilgili ayrıntılı açıklama için Bkz. **Yanlı**, s. 78.

⁶⁷¹ **Yanlı**, s. 68.

⁶⁷² **Yanlı**, s. 68-69.

işlem şartları ise ayrıntılı olarak farklı yönetmeliklerde düzenlenmiş bulunmaktadır⁶⁷³.

Borsalarda hisse senetleri, tahviller ve diğer sermaye piyasası araçları gibi sermaye piyasası araçları işlem görür ve işlem görebilmesi için de öncelikle borsa kotuna alınır. Borsada işlem gören hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymet türlerine göre hisse senedi pazarı, tahvil pazarı, diğer menkul kıymetler pazarları gibi pazarlar oluşturulur⁶⁷⁴. Bunlara “kot içi pazarlar” da denilmektedir.

Bir menkul kıymetin ilgili borsa pazarında işlem görmesi, borsa yönetim kurulunun yetkisindedir. Yönetim kurulu, ilgili yönetmelikteki şartları haiz sermaye piyasası araçlarını, anılan sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ortaklığın talebi üzerine borsa kotuna alır. Borsaya kotasyon açısından, borsa yönetim kurulunun yetkisi dışında bulunan iki hal mevcuttur. Bunlar; kamu kuruluşlarına ait menkul kıymetler ile yabancı kuruluşlara ait menkul kıymetlerdir. Genel ve katma bütçeli daireler ile mahalli idareler ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları, Maliye Bakanlığı'nın yazılı isteği üzerine borsa kotuna alınmaktadır. Yabancı kuruluşların ihraç etmiş olduğu sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınması için ise, söz konusu sermaye piyasası araçlarının ihraç edilmiş oldukları ülkenin en az bir borsasının kotuna alınmış olmaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nde belirlenmiş olan kotasyon şartlarını haiz olmaları ve Maliye Bakanlığı'nın izin vermiş olması gerekmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'ne göre, borsada, ortaklık hakkı veya alacaklılık hakkı sağlayan ve Kurul tarafından menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçları kote edilebilir. Kotasyon başvurusu bir dilekçe ile yapılır ve anılan dilekçeye ilgili bilgi ve belgeler eklenir. Mevzuatta, kotasyon başvurusunun açıkça ihraççı kuruluş tarafından yapılması gerektiğine ilişkin bir düzenleme yer almadığına göre, söz konusu kotasyon başvurusunun ihraca aracılık eden aracı kuruluş tarafından da yapılabilir olması gerekmektedir⁶⁷⁵. Kotasyon başvuruları 60 gün içinde sonuçlandırılır. Borsa yönetimi, incelemesini kural olarak evrak üzerinden gerçekleştirecektir; bununla birlikte, borsa yönetiminin gerektiğinde, ortaklık nezdinde (yerinde) inceleme yapabilme yetkisini de haiz

⁶⁷³ Bkz. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği

⁶⁷⁴ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 141.

⁶⁷⁵ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 214.

olduğunun kabulü gerekmektedir⁶⁷⁶. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nde ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerin ilk kotasyonu, ilgili yönetmeliğin 13'üncü maddesinde, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin kotasyonu ise 16'ncı maddesinde düzenlenmiş bulunmaktadır. Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetlerin en tipik örneği, hisse senetleri, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin en tipik örneği ise, tahvillerdir.

aa. Ortaklık Haklarını Temsil Eden Menkul Kıymetlerin İlk Kotasyonu

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 13'üncü maddesinde ortaklık senetlerinin kotasyon şartları düzenlenirken, "ilk kotasyon" ile "ilave kotasyon"⁶⁷⁷ kavramları arasında bir ayırımı gidilmiş ve "ilk kotasyon" kavramı dikkate alınmıştır⁶⁷⁸.

Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler, ilk kotasyon şeklinde kote ediliyor ise; başvurunun, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması gerekmektedir. Diğer kotasyon şartları ise başlıca aşağıdaki gibidir:

- i.** Ortaklığın, son 3 yıl ve ilgili ara dönem dâhil olmak üzere mali tablolarının⁶⁷⁹ bağımsız denetimden geçmiş olması,
- ii.** Ortaklığın kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık döneme ilişkin mali tablolarının yayınlanması,

Bu şartın konulmasının sebebi, ortaklığın kurulduktan sonra, faaliyete geçerek kar elde etmesidir. Zira yeni kurulan ortaklığın kuruluş senelerinde kar elde etmesi zordur⁶⁸⁰. **Aytaç** ise, her ne kadar sürenin başlangıcı olarak kuruluş tarihi esas alınmış olsa da, borsa yönetiminin sağlıklı bir karar verebilmesi için, bu sürenin hiç olmazsa büyük bir bölümünün faaliyette bulunularak geçirilmesi gerektiği görüşünü

⁶⁷⁶ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 216.

⁶⁷⁷ İlave kotasyon, başvuru tarihinde borsa kotunda pay senetleri bulunan şirketin sermaye artırımını nedeniyle ihraç ettiği yeni pay senetlerinin kotasyon işlemi ifade etmektedir.

⁶⁷⁸ **Tanör**, Halka Arz, s. 467; **Yanlı**, s. 72.

⁶⁷⁹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 4'üncü maddesine göre, mali tablo, pay senetleri borsada işlem gören şirketler için geçerli olan SPKn'nun muhasebe düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan ayrıntılı bilanço, gelir tablosu ve diğer tabloları ifade etmektedir.

⁶⁸⁰ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 148.

taşımaktadır⁶⁸¹. Gerçekten de, salt kuruluştan itibaren 3 senenin geçmiş olması, borsa yönetiminin olumlu bir görüşe varması için yeterli olmamalıdır.

iii. Son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 38.000.000 YTL veya halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının %35 olması halinde son 1 yılda) vergiden önce kâr etmiş olması,

Kar konusunda herhangi bir oran saptanmamıştır. Karın çok az olması halinde de bu şart gerçekleşmiş olur. Ancak, vi ve x'uncu bentlerde borsa yönetim kuruluna geniş takdir yetkisi verilmiş olduğundan, borsa yönetim kurulu, söz konusu kar oranı ile ortaklık senetlerinin borsada tedavül hacminin yetersiz olacağı kanaatine varırsa, anılan ortaklık senetlerini kotasyona almaz⁶⁸².

iv. Bağımsız denetimden geçmiş son bilânçosundaki öz sermayesinin en az 10 trilyon TL olması,

v. Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 15 trilyon TL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az % 25 olması (Bu oranın % 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 30 trilyon TL olması),

vi. Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,

Bu hükümlerle, borsa yönetimine kotasyon hususunda geniş takdir yetkisi verilmiş bulunmaktadır. Borsa yönetimi, ilgili yönetmelikteki şartların tümünü taşıyan bir anonim ortaklığın ortaklık senetlerini, objektif ölçüler ve bilimsel veriler ışığında, genel ekonomik konjonktürü ve ortaklığın genel ekonomik durumunu gözeterik kotasyona kabul etmeyebilir⁶⁸³. Borsa yönetiminin bu yetkisini kullanırken, başvuru sahibi ortaklığın içinde bulunduğu sektörün özelliklerini, öz kaynaklarının ortaklığı gelecekte nasıl yönlendireceğini dikkate alarak karar vermesi gerekir⁶⁸⁴.

⁶⁸¹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 213.

⁶⁸² **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 148.

⁶⁸³ **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s. 149, **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 214.

⁶⁸⁴ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 214.

vii. Esas sözleşmenin borsada işlem görecek menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,

viii. Ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların bulunmaması,

ix. Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,

x. Menkul kıymetlerin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,

xi. Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,

Gerekmektedir.

Yukarıda sıralanan kotasyon şartları, bazı şirketler açısından kısmen veya tamamen uygulanmayacağı gibi, bazı şirketler açısından da farklı şartların varlığı aranmaktadır. Örneğin, şirket birleşmelerinde ve kamu kuruluşlarına ait menkul kıymetlerde kotasyon şartları aranmamaktadır.

İlave kotasyona gelince, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 11'inci maddesinde, pay senetleri borsa kotunda bulunan şirketlerin bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımları nedeniyle ihraç edecekleri pay senetlerinin dağıtım tarihinin borsaya bildirilmesinin, anılan yönetmeliğin uygulanması bakımından ilave kotasyon başvurusu olarak kabul edileceği ve bu durumda kotasyon şartlarının aranmayacağı ifade edilmiştir. Pay senetleri borsa kotunda bulunan şirketlerin sermaye artırımını nedeniyle ihraç edecekleri pay senetlerinin borsa kotuna alınması açısından, sermaye artırımının tamamlandığına dair belgeler ile bilgi formunun borsaya verilmesi yeterli görülmüştür⁶⁸⁵.

bb. Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymetlerin Kotasyonu

⁶⁸⁵ Yanlı, s. 78.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 16'ncı maddesine göre ise, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin kotasyonu için ise aşağıdaki şartların gerçekleşmiş olması gerekmektedir:

- i. Başvurunun tertibin tamamı için yapılmış olması,
- ii. İhracın nominal tutarının en az 500 Milyar TL olması,
- iii. İhracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulmuş olması,
- iv. Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı (halka açık ortaklıklarda halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranı en az % 25 ise 2 yıl) geçmiş olması,
- v. En son döneme ait mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,
- vi. Başvuru tarihinden önceki art arda 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre vergiden önce kâr etmiş olması, (halka açık ortaklıklarda halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranı en az % 25 ise, en son yılda kâr etmiş olması),
- vii. Bağımsız denetimden geçmiş son bilânçosundaki öz sermaye toplamının en az 1 trilyon TL olması,
- viii. Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
- ix. Menkul kıymetlerinin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,
- x. Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
- xi. Esas sözleşmenin borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması.

5. Karşılaştırmalı Hukuklarda Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri

a. AB Hukuku'nda

Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği, kendinden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre, çok daha fazla AB Hukuku'ndan ilham alınarak hazırlanmış olan bir tebliğdir. Söz konusu Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ'i hazırlayan uzmanlar da, bu hususu şifahi olarak dile getirmektedir.

Belirtmek gerekir ki, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı "Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge" halka arzda kullanılacak satış yöntemlerine ilişkin olarak hiçbir hüküm içermemektedir. Bununla birlikte; 2003/71 sayılı Yönerge hükümlerine göre hazırlanacak izahnamelerin format ve içeriğine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler getiren 29 Nisan 2004 tarih ve 2004/809 EC sayılı Tüzük⁶⁸⁶, izahname hususunda detaylı düzenlemeler içermekle birlikte, halka arzda kullanılacak satış yöntemlerine ilişkin birkaç esas da belirlemektedir.

2004/809 EC sayılı Tüzük'ün "Pay Senetleri Notları için Minimum Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri" ("*Minimum Disclosure Requirements for the Share Securities Notes*") başlıklı Ek-3'ünün "Halka Arzın Hüküm ve Koşulları" ("*Terms and Conditions of the Offer*") 5'inci maddesinde halka arzda uyulması gerekli esaslar ile ilgili birkaç prensip bulmak mümkündür. Söz konusu tüzüğün 5.1 maddesine göre; halka arzın koşullarını, gerçekleştirileceği zaman dilimini, başvuru yapmak için yatırımcıların minimum ve maksimum taleplerinin ne kadar olması gerektiğini, halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının satın ve teslim alınması için gereken süreç ile zaman dilimlerini, halka arzın sonuçlarının ne zaman ve ne şekilde kamuoyuna sunulacağı gibi hususları belirleme yetkisi ihraççıya ve/veya pay sahibine ait olup, önemli olan bu söz konusu hususların izahname vasıtasıyla kamunun bilgisine sunulmasıdır. Halka arzda kullanılacak dağıtım ve tahsis esasları ise tüzüğün 5.2'nci maddesinde, fiyatlandırmayla ilgili esaslar ise 5.3'üncü maddesinde yer almaktadır.

2004/809 EC sayılı Tüzük'ün "Dağıtım ve Tahsis Planı" ("*Plan of Distribution and Allotment*") başlıklı 5.2'nci maddesine göre, potansiyel yatırımcı grupları bulunması halinde, anılan potansiyel yatırımcı gruplarının; sermaye piyasası araçlarının belli ve önceden belirlenmiş bir yatırımcı grubuna tahsisi halinde söz

⁶⁸⁶ Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, OJ 30.04.2004, L 149/1

konusu yatırımcı grubunun izahnamede belirtilmesi gerekmektedir. Ayrıca, ihraççının çoğunluk pay sahiplerinin, ihraççının yönetim ve/veya denetim organları üyelerinin halka arz konusu sermaye piyasası araçlarını satın almak istemesi ve/veya ihraççı ile organik ve/veya ticari bir bağı olsun olmasın halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının % 5'inden fazlasını satın almak isteyen yatırımcıların bulunması halinde, anılan hususlar da izahname vasıtasıyla kamuya duyurulmalıdır. Tabii bu hususların kamuya duyurulması, ihraççının ve/veya pay sahibinin bu hususlardan haberdar olması şartına bağlanmıştır. Halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının bir kısmının kurumsal yatırımcılara, bir kısmının bireysel yatırımcılara, bir kısmının ise ihraççının işçilerine veya başka bir yatırımcı grubuna ayrılmış olması halinde, bu hususlar ve anılan yatırımcı gruplarına yapılacak dağıtım ve tahsis yöntemleri belirlenmişse, söz konusu dağıtım ve tahsis yöntemleri de izahname vasıtasıyla kamuya paylaşılmalıdır. Ek satış ve/veya ek alım hakları kullanılacaksa, bu hususların kullanım şartları; ek alım hakkı ve/veya ek satış hakkının halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının ne kadarlık bir yüzdesi için yapılacağı ve ne kadarlık bir süre içerisinde gerçekleştirileceği gibi esaslara da izahnamede yer verilir.

2004/809 EC sayılı Tüzük'ün "Fiyatlandırma" ("*Pricing*") başlıklı 5.3'üncü maddesine göre ise, sermaye piyasası araçlarının hangi fiyat üzerinden halka arz edileceği belli ise, bu fiyatın; fiyatın belli olmaması halinde ise, fiyatın nasıl belirleneceği ve bu belirleme yetkisinden kimin sorumlu olacağı; halka arz fiyatının kamuya açıklanmasında hangi usullerden yararlanılacağı; halka arz fiyatı ile ihraççının iştirakleri, yönetim ve/veya denetim organları tarafından halka arzın yapıldığı yıl öncesinde satın alınan sermaye piyasası araçlarının fiyatları arasında bir uyumsuzluk olması halinde bu uyumsuzluğun nedenleri gibi hususlar izahname vasıtasıyla kamuya paylaşılmalıdır.

2004/809 EC sayılı Tüzük'ün hükümlerinden anlaşıldığı kadarıyla, AB Hukuku'nda halka arz, halka arza ilişkin satış yöntemleri ve dağıtım ilkelerine hâkim olan ilkeler, tüm ilgili esasların kamuyu aydınlatma esasları çerçevesinde izahname vasıtasıyla kamuya açıklanması kaydıyla, serbestlik, liberallik üzerine kuruludur. AB mevzuatına uyum çerçevesinde ülkemizde çıkarılan Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde de Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'den farklı olarak, ihraççı ve/veya pay sahibine; tüm hususların izahnamede kamuya paylaşılması ve yatırımcıların korunması prensibine

hâkim olan birkaç emredici esasa saygı gösterilmesi kaydıyla, halka arzda kullanılan satış yöntemlerinde ve dağıtım ilkelerinde serbestlik tanınmış bulunmaktadır. Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'in yürürlükte olduğu dönemde, tüm satış yöntemlerinin ve dağıtım ilkelerinin çok sıkı esaslarla belirlenmiş olmasının çok ciddi eleştirilerle karşılaşmış olması hususu göz önünde bulundurulduğunda, Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'in getirdiği esasların çok yerinde ve AB Hukuku ile uyum içinde bulunduğu söylenebilir.

AB Hukuku'ndaki kamuyu aydınlatma ve yatırımcının korunması ilkeleri ile sınırlı olan halka arzda kullanılan satış yöntemleri ve dağıtım ilkeleri konusundaki serbesti, *Committee of European Securities Regulators ("CESR")* ve *The Forum of European Securities Commission'ın ("FESCO")* yorumlayıcı niteliği haiz kararlarından da anlaşılmaktadır.

Nitekim FESCO'nun 1999 Aralık ayında yayınlamış olduğu Halka Arza Katılanların Uymak Zorunda Oldukları Piyasa Davranış Standartları'nda⁶⁸⁷ ("*Market Conduct Standards for Participants in an Offering*") da aynı serbesti hissedilmektedir. Anılan belgenin giriş bölümünün 9'uncu maddesinde ve piyasa davranışları standartları bölümünün 20'nci maddesinde, "ihraççının tahsis politikasından" bahsedilmektedir. Bu açıklamanın anlamı, mevzuattaki kamuyu aydınlatma ve yatırımcının korunması ilkelerine sadık kalınması kaydıyla, ihraççının sermaye piyasası araçları tahsis ve dağıtım ilkelerini serbestçe belirleyebilmesidir. Aynı şekilde, piyasa davranışları standartları bölümünün 23'üncü maddesinde de, yatırımcıların dağıtım esasları hakkında bilgilendirilmesi ve halka arz sonrası, halka arzın hangi tahsisi yöntemleri seçilerek halka arz edildiği hususlarının kamuyla paylaşılması gerektiğinden bahsedilmektedir. Tüm bu hükümler, halka arzda kullanılan satış yöntemlerinin ve dağıtım ilkelerinin ihraççı ve/veya halka arza iştirak eden kimseler tarafından serbestçe seçilebildiği sonucuna varmamızı sağlamaktadır.

CESR tarafından Nisan 2002'de yayınlanmış "Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik İşlemler ve Tahsis Esasları" ("*Stabilization and Allotment*") isimli "tavsiye"

⁶⁸⁷ The Forum of European Securities Commission, Market Conduct Standards for Participants in an Offering, 99-FESCO-B, Aralık, 1999, çevrimiçi: <http://www.cnmv.es/Delfos/autoridades/fesco/fesco4.pdf>.

(“*consultation*”) nitelikli belgede⁶⁸⁸ yer alan ifadelerden de aynı sonuca ulaşmamız mümkündür. Anılan belgeye göre, yatırımcılar açısından kamuyu aydınlatma esaslarına uyulması ve tahsis ve stabilizasyon işlemlerinde şeffaflığın sağlanması çok önemlidir. Bu hükümden anlaşılan, tahsis ve stabilizasyon işlemleri açısından esas önem taşıyan unsurun, söz konusu işlemlere ilişkin esasların izahname vasıtasıyla kamuyla paylaşılmasıdır.

b. ABD Hukuku’nda

ABD Hukuku’nda da aynı AB Hukuku’nda olduğu gibi, halka arzda kullanılan satış yöntemleri ve dağıtım ilkeleri konusunda, anılan hususların kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde izahname vasıtasıyla yatırımcılarla paylaşılması ve yatırımcının korunması ilkesinin gözetilmesi şartıyla, bir serbestlik hâkimdir.

ABD Hukuku’nda sermaye piyasası araçlarının dağıtımının (“*distribution*”) tanımı 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun Sec. 2/a/11 maddesi altında çıkarılan Rule 140’ta verilmiş bulunmaktadır⁶⁸⁹. Halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının miktarına ilişkin birtakım limitler de Rule 144’te yer almaktadır. Bununla birlikte; ABD hukukunda, “halka arzda kullanılan satış yöntemleri” adıyla anılmakta olan hiçbir yasal düzenleme mevcut olmayıp, “satış için icap yöntemleri” söz konusudur⁶⁹⁰. Bunlar da çalışmamızın daha önceki bölümlerinde detaylı olarak açıkladığımız, bekleme dönemindeki sözlü icaplar ile mezartaşı ilanları, ön izahname, özet izahname gibi yazılı icap yöntemleridir⁶⁹¹.

Ayrıca, Türk Hukuku’nda, Seri: I No: 66 sayılı Tebliğ’in hükümleri incelenirken de tarafımızca tespit edilmiş olduğu gibi “dağıtım ilkeleri”, sabit fiyatla talep toplama, fiyat aralığı yoluyla talep toplama vb. gibi satış yöntemleri uygulanırken sermaye piyasası araçlarının ne şekilde halka dağıtılacağını tespit etmeye yarayan yöntemlerdir. Oysa ki, ABD Hukuku’nda, “dağıtım teknikleri” (“*distribution techniques*”) ana başlığı altında, Türk Hukuku’nda “aracılık yüklenimi” ana başlığı altında incelenmekte olan en iyi gayret aracılığı, bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, ihale (“*competitive bidding*”) ve raf kayıt sistemi gibi

⁶⁸⁸ The Committee of European Securities Regulators, Summary of Responses to The Second Consultation of The CESR/FESCO Document: “Stabilization and Allotment”, A European Supervisory Approach, Nisan, 2002, çevrimiçi: http://www.cesr-eu.org/data/document/02_060.pdf.

⁶⁸⁹ Hazen, Selected Statutes, Rules and Forms, s. 68.

⁶⁹⁰ Barber, s. 34, No: 172 vd.

⁶⁹¹ Bkz. bu çalışma s. 94 vd.

mekanizmalar ve sistemler incelenmektedir⁶⁹². Dolayısıyla, ABD Hukuku'nda bizim Türk Hukuku'nda anladığımız anlamda “dağıtım ilkeleri / teknikleri” bulunmayıp, anılan ilkeler, aracılık yüklenimi ile ilgili hususları ifade etmektedir.

Bununla birlikte, ABD Hukuku'nda “halka arzda kullanılan satış yöntemleri” adıyla değil de “halka arzın çeşitleri” (“*varieties of offerings*”) başlığı altında anılan çeşitli yöntemler mevcuttur⁶⁹³. Halka arz, doğrudan pay sahibi tarafından veya bir aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilebilir. Aracı kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilen halka arzlar çalışmamızın daha önceki bölümlerinde değinmiş bulunuyoruz⁶⁹⁴. Doğrudan pay sahibinin bizzat kendisi tarafından gerçekleştirilen halka arzlar söz konusu olabilecek beş çeşit bulunmaktadır: Bunlardan ilki; doğrudan halka arz (“*direct public offering*”); ikincisi, mevcut pay sahiplerine yapılan halka arz (“*rights offerings*”); üçüncüsü, Hollanda açık artırma tekniği (“*Dutch Action*”); dördüncüsü “ya hep ya hiç halka arz” (“*all or none offering*”) ve beşincisi de, halka arz edilmeksizin satış (tahsisli satış)⁶⁹⁵. Doğrudan halka arzda, ihraççı ve/veya pay sahibi sermaye piyasası araçlarını doğrudan halka arz etmekte; mevcut pay sahiplerine yapılan halka arzda ise, ihraççı ve/veya pay sahibi sermaye piyasası araçlarını sadece mevcut pay sahiplerine arz etmektedir. “Ya hep ya hiç halka arzda” ise, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççı ve/veya pay sahibi, “belli bir amaçla” sermaye piyasası araçlarını halka arz etmektedir ve belirlenen belli bir miktardaki sermaye piyasası araçlarının satılmaması durumunda, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççı ve/veya pay sahibi halka arzdan vazgeçebilecektir. Beşinci yöntem olan tahsisli satış ise esas itibariyle bir halka arz yöntemi olmayıp, halka arz edilmeksizin satış yöntemini teşkil etmektedir. Hollanda açık artırma tekniği ise, bir çeşit açık artırma yöntemi olup, Türk Hukuku'ndaki halka arzda kullanılan satış yöntemlerinin esinlendiği sistemi ifade etmektedir⁶⁹⁶. Anılan hiçbir çeşitte, Türk Hukuku'nda olduğu gibi, halka arzda kullanılan satış yöntemleri ve dağıtım ilkelerinden ise bahsedilmemektedir. Bu doğrultuda, Türk Hukuku'nda düzenlenen halka arzda kullanılan satış yöntemlerinin, uluslararası yasal düzenlemelerin bir tekrarı değil de, uygulamanın yasal düzenlemeye getirilmiş hali olduğunu söylemek mümkündür.

⁶⁹² Loss, Louis / Seligman, Joel, Securities Regulation, Volume I, New York, 2005, s. 319 vd.

⁶⁹³ Coffee, John C. / Seligman, Joel, Securities Regulation, Cases and Materials, 2003, New York, s. 82 vd.

⁶⁹⁴ Bkz. Bu çalışma s. 59 vd.

⁶⁹⁵ Coffee / Seligman, Securities Regulation, Cases and Materials, s. 82 vd.

⁶⁹⁶ Bkz. Bu çalışma s. 163 vd.

İhraç edilen sermaye piyasası araçlarının satış fiyatı ise, ihraççı şirket veya pay sahibi ile aracı kuruluş arasında serbestçe kararlaştırılmaktadır⁶⁹⁷. Söz konusu fiyatlandırma ise, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu altında çıkarılmış *Rule 430A* hükümleri çerçevesinde -sermaye piyasalarında fiyatların saniyeden saniyeye oldukça hızlı bir şekilde değiştiği gerçeği göz önünde bulundurulduğunda- ya kayıt işleminin SEC tarafından kabulünden çok kısa bir süre önce, ya da hemen çok kısa bir süre sonra belirlenmektedir⁶⁹⁸. *Rule 430A*, taraflara sermaye piyasası araçlarının fiyatlandırması ve satışların başlama zamanı konusunda oldukça büyük bir esneklik tanımaktadır⁶⁹⁹. Türk hukukunda yer alan sabit fiyatla talep toplama vb. gibi satış yöntemleri, ABD hukukunda, “fiyatlandırma mekanizmaları” (“*pricing mechanisms*”) başlığı altında ekonomi biliminin çatısı altında işlenmektedir⁷⁰⁰. Gerçekten de, sermaye piyasası hukukunun yapması gereken, yatırımcıların korunması ve gerektiği gibi aydınlatılmalarının sağlanmasıdır.

B. EK SATIŞ

1. Tanımı ve Uygulaması

Ek satış hakkı, Seri: 1 No: 40 sayılı Tebliğ’in 4/c maddesinde tanımlanan, 20’nci maddesinde uygulama esasları belirtilen ve sadece talep toplama yöntemiyle gerçekleştirilen satışlarda uygulama imkânı bulan bir yöntemdir. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte olan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de ise ek satış hakkı tanımlanmamış, sadece uygulama esasları belirtilmişti. Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’in yürürlükte bulunduğu bu dönemde, düzenlemedeki bu boşluğu doldurmak amacıyla öğretilerde ek satış hakkının tanımı verilmiş bulunmaktadır. Buna göre; ek satış hakkı, bir halka arzda, yatırımcının ilgisinin ve buna bağlı olarak gelen taleplerin çok olması durumunda, planlanmış olandan fazla hisse senedi satılabilmesine olanak tanıyan bir haktır⁷⁰¹. Dolayısıyla, ek satış hakkının işlevi,

⁶⁹⁷ **Sidley & Austin**, s. 554.

⁶⁹⁸ **Sidley & Austin**, s. 554; **Jennings / Marsch / Coffee**, s. 112.

⁶⁹⁹ **Sidley & Austin**, s. 554.

⁷⁰⁰ **Brown**, *Global Offerings of Securities*, s. 7 vd.; **Cornelli**, Francesca / **Goldreich**, David, *Bookbuilding: How informative is the Order Book?*, s. 1 vd., Bkz. çevrimiçi http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275328; **Pukthuanthong**, Kuntara / **Varaiya**, Nikhil P. / **Walker**, Thomas H., *Book Building versus Auction Selling Methods: A Study of U.S. IPOs*, s. 1 vd Bkz. çevrimiçi http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326785; **Barondes**, Royce de Rohan, *Correcting the Empirical Foundations of Ipo-Pricing Regulation*, s. 1 vd Bkz. çevrimiçi http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=712942.

⁷⁰¹ **Tanör**, *Halka Arz*, s. 342.

halka arzlarda talebin çok olmasından faydalanarak piyasaya bir miktar daha satış yapılmasını sağlamaktır⁷⁰².

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 4/c maddesine göre ise, ek satış, "*talep toplama sonucunda toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde fazla talebin karşılanması amacıyla azami miktarı daha önce belirlenen ve kamuya duyurulan payların dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına ilave edilmesi*" mekanizmasını ifade etmektedir. Ek satış hakkı, halka arz edilen hisse senetlerinin arz ve talep dengesini koruyan bir mekanizmadır. Bu mekanizma, hem yatırımcıların hak ve yararlarını korur, hem ihraççının amacının gerçekleştirilmesine hizmet eder, hem de aracı kuruluşa mali risk yüklemeyi⁷⁰³.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 20'nci maddesinin ilk fıkrasına göre, mevcut payların halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımını yoluyla halka arzında, toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebilir. Paylarını GİP'te işlem görmek üzere halka arz edecek ortaklıklar ek satış hakkını kullanamazlar. Anılan düzenlemeye göre, ek satış hakkı sadece, talep toplama yönteminin uygulanması halinde uygulanmakta ve halka açık ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arzlarında uygulanmamaktadır.

Ek satışa konu paylar, ortaklar tarafından satılabileceği gibi, halka arza aracılık eden aracı kurumlardan biri tarafından ortaklardan ödünç alınarak ödünç alımlı satış yoluyla da satılabilir. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 4/o maddesine göre, ödünç alımlı satış; sahip olunmayan payların Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'de yer alan ek satış kapsamında ödünç alınmak suretiyle satışını ifade etmektedir.

Ek satışa konu payların halka arza aracılık edecek aracı kurumlardan biri tarafından ödünç alımlı satış yoluyla satılacak olması halinde, aracı kurumla ortaklar arasında imzalanacak ödünç sözleşmesi çerçevesinde, paylar, satışı gerçekleştiren aracı kurum tarafından mevcut ortaklardan ödünç alınarak tasarruf sahiplerine teslim edilir. Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştiren aracı kurumun ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan esaslar çerçevesinde,

⁷⁰² Tanör, Halka Arz, s. 344.

⁷⁰³ Tanör, Halka Arz, s. 348.

payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 30 gün içerisinde kapatması zorunludur. Ödünç sözleşmesinin ödünç alınan payların aracı kurum tarafından paylarını ödünç veren ortaklardan halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkını içermesi zorunludur. Bu sözleşmede alım hakkını kullanma süresi en çok 30 gün olarak belirlenir. Bu sürenin başlangıcı payların borsada işlem görmeye başladığı tarihtir. Sözleşmeyi imzalayan aracı kurum, ödünç aldığı payları, ilgili paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra alım hakkı kullanım süresi içinde borsadan satın alarak ortaklara teslim edebileceği gibi, bu süre içinde söz konusu sözleşme çerçevesinde alım hakkını kullanmak suretiyle ortaklara ilgili payların bedellerini ödemek yoluyla da yükümlülüğünü kapatabilir. Aracı kurumun ödünç sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüğünü kapatmak için borsada gerçekleştirebileceği alımlarda fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde uygulanan emir ve fiyat kurallarına uyması zorunludur. Bu madde kapsamında gerçekleştirilecek ödünç alımlı satış işlemlerinde Kurul'un 14.07.2003 tarihli ve 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: V, No: 65 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkındaki Tebliğ"i hükümleri uygulanmaz.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'de düzenlenen ödünç alımlı satış işlemine ilişkin kayıtlar, işlemi gerçekleştiren aracı kurum tarafından tutulur ve işlemlerin sona ermesinden itibaren en az beş yıl süreyle ihraççı veya paylarını halka arz eden ortağın incelemesine açık tutulur. Anılan işlemlerin usulüne uygun olarak yürütülmesinden işlemleri gerçekleştiren aracı kurum sorumlu bulunmaktadır.

Belirtmek gerekir ki, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in ek satış hakkı konusundaki Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'e göre en büyük farklılıklarından biri, ödünç alımlı satışa ilişkin detaylı düzenlemeler öngörmesidir.

Ek satış hakkının kullanılıp kullanılmadığı, kullanıldıysa sonuçları hakkında bilgi aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla kamuya açıklanır.

Öğretide, ek satış hakkı kullanımının sadece mevcut payların halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımı yoluyla halka arzında kullanılabileceğinin öngörülmüş olması hususu eleştirilmektedir. Gerçekten de hem yatırımcılar, hem ihraççılar, hem de aracı kuruluşlar açısından bu kadar faydalı olan bir mekanizmanın halka açık anonim ortaklıkların yaptıkları sermaye artırımları

nedeniyle ikincil halka arzı yapılacak hisse senetlerinin satışında da uygulanabilir kılmak yerinde olur⁷⁰⁴.

Bununla birlikte, ek satış hakkına konu oluşturan hisse senetlerinin kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ihraççılar tarafından da kullanılabilmesinin sağlanması gerekmektedir; çünkü kayıtlı sermaye sistemi, sermaye artırım sisteminde sağladığı esneklik ve sürat nedeniyle, ek satış imkânından yararlanmaya son derece uygun bir sistemdir⁷⁰⁵.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'e göre de, aynen Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de öngörüldüğü gibi, ek satışa konu payların halka arz edilecek paylar ile aynı hakları taşınması zorunludur. Ek satışa konu toplam paylar, ek satış öncesi halka arz edilen pay miktarının %15'ini aşamaz.

Tanör, ek satış imkânını halka arz oranının belirli bir yüzdesi ile sınırlamanın doğru olmadığını; önemli olan hususun, yatırımcıların emrivaki karşısında bırakılmaması ve ilave olarak satılacak miktarın en fazla ne olabileceğinin önceden açıklanması olduğunu belirterek bu sınırlamayı, haklı olarak, eleştirmektedir⁷⁰⁶. Gerçekten de, burada öncelikli olarak önem taşıyan husus, “kamuyu aydınlatma” prensibi çerçevesinde, yatırımcının en fazla ne kadarlık bir sermaye piyasası aracı miktarının ek olarak satılabileceğini önceden izahname ve sirküler vasıtasıyla bilebilmesinin sağlanmasıdır. Bu doğrultuda yapılması gereken, söz konusu oranı belirleme hak ve yetkisinin ihraççıya ya da pay sahibine bırakılması; ancak ne olursa olsun söz konusu oranının izahname ve sirkülerde yayınlanmasının sağlanmasıdır. Ekonominin ve piyasanın kendi içindeki dengelerin bu kadar katı hukuku kurallarıyla düzenlenmesi, SPKn'nun 1'inci maddesi hükmünün lafzı ve ruhuyla bağdaşmamaktadır.

2. Ek Satış Hakkının Ek Alım Hakkından Farkı

a. Ek Alım Hakkının Tanımı ve Uygulaması (“*Gren Shoe Option*”, “*Green Shoe Clause*” veya “*Overallotment Option*”)

⁷⁰⁴ **Tanör**, Halka Arz, s. 348–349. **Ayoğlu** da, **Tanör** ile aynı doğrultuda, halka açık anonim ortaklıklar ile bu ortaklıkların pay sahiplerinin böyle bir olanaktan mahrum bırakılmaları için geçerli neden bulunmadığı kanısındadır. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 158.

⁷⁰⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 158.

⁷⁰⁶ Ancak halka açılmaların artması ve bunlara halkın ilgisinin çekilmesi, SPKn'nun ruhunun ve birinci maddesinin lafzının gereğidir. Bu genel tercih doğrultusunda, söz konusu oranlar içinde tarafların karşılıklı ilişkilerinde onların arz-talep eğilimlerini de göz önünde bulundurmamak ve daha esnek hukuksal kalıplar koymak gerekmektedir. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 343.

Ek alım hakkı⁷⁰⁷ ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik diğer işlemler, Seri: 1 No: 40 sayılı Tebliğ'in 21'inci maddesi hükmünde düzenlenmiş bulunmaktadır. Ek alım hakkı,⁷⁰⁸ uluslararası literatürde, genellikle, halka arzlarda fazla talep gelmesi durumunda kullanılmak üzere, ihraççı ile aracı kuruluşların oluşturduğu konsorsiyum arasında yapılan ve konsorsiyuma dilediği takdirde ihraççıdan fazladan hisse senedi alabilmesi doğrultusunda tercih hakkı veren bir yüklenim sözleşmesidir⁷⁰⁹. Bir diğer ifadeyle, ek alım hakkı, halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluş ya da konsorsiyuma, ihraççı ile anlaşarak, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemleri gerçekleştirmek amacıyla, gerektiğinde bir miktar daha hisse senedini ihraç fiyatından alma hakkını kullanıp kullanmama yetkisi vermektedir⁷¹⁰. Dolayısıyla, ek alım hakkının işlevi, halka arz yapıldıktan sonraki aşamada hisse senetlerinin ikinci el piyasasındaki fiyat istikrarının korunmasını sağlamaktır. Bu bağlamda, ek alım hakkının, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerden biri olduğu söylenebilir. Ancak, bu mekanizma işletilirken, anılan mekanizmanın piyasaya bir miktar daha hisse senedi sunulması işlevini sağladığı gerçeği göz ardı edilmemelidir.

Öğretide, ek alım hakkının fiyat istikrarı sağlama fonksiyonunun, SPKn'nun yapay piyasa oluşturulmasına yönelik davranışları suç sayan 47'nci maddesinin birinci fıkrasının A/2 bendi hükmüyle tehlikeli bir yaklaşma sergilediğine dair görüşler mevcuttur. Anılan hükme göre, “*yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak suçtur.*” Gerçekten de anılan madde hükmü incelendiğinde, ek alım hakkı adı ile anılan bir hakkın bir başka yerde suç olarak tanımlanan bir uygulama ise benzerlik arz etmesi durumu söz konusudur. Ancak, ek alım hakkı ile yapılacak uygulama ve işlemlerin sınırlarının çizilmiş ve “kamuyu aydınlatma mekanizması” çerçevesinde

⁷⁰⁷ Ek alım hakkı, uluslararası literatürde, “*green shoe option*”, “*green shoe clause*” ya da “*overallotment option*” ibareleri altında anılmaktadır. **Boden**, Neslihan, “Ek Satış Hakkının Kullanımı, Piyasa Yapıcılığı İşlevi Açısından Değerlendirilmesi, Çeşitli Ülke Uygulamaları (*Overallotment Option*)”, Sermaye Piyasası Kurulu, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Ankara, 2001; “ek alım hakkı” kavramını “fazla tahsis hakkı” veya “fazla tahsis opsiyonu” ibareleri altında anmaktadır.

Ek Alım hakkı uygulaması, piyasamızdaki büyük halka arzlardan İş Bankası ve Tüpraş örneklerinde uygulanmıştır. Söz konusu halka arzlarda, aracı kuruluşlar, ek alım haklarını kullanmışlardır. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 347.

⁷⁰⁸ Bu uygulama genellikle, büyük halka arzlarda uygulama alanı bulan bir mekanizmadır. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 345.

⁷⁰⁹ **Tanör**, Halka Arz, s. 344.

⁷¹⁰ **Boden**, s. 4.

izahname ve sirküler aracılığıyla kamuoyuna önceden duyurulmuş olması, anılan mekanizmada suç işleme kastını ortadan kaldırmaktadır⁷¹¹.

İhraççı tarafından aracı kuruluşa ya da aracı kuruluşlara ek alım hakkı tanındığı takdirde, söz konusu hakkın varlığına muhakkak izahname ve sirkülerde yer verilmelidir.

Ek alım hakkının sahibi, aracı kuruluş veya konsorsiyumdur⁷¹². Bununla birlikte, belirtmek gerekir ki, ek alım hakkı, aracı kuruluş veya konsorsiyuma tanınan bir hak niteliğinde olup, bir yükümlülük değildir. Aracı kuruluş ya da konsorsiyum bu hakkı kullanıp kullanmamak konusunda bir seçim yapabilmektedir. Yetkili aracı kuruluşun seçimi ise ya bu hakkı kullanmak ya da kullanmamak yönünde kendisini gösterecektir.

aa. Ek Alım Hakkının Kullanılması

Aracı kuruluş tarafından ek alım hakkının kullanılması, dolaşıma çıkan hisse senetlerinin ikinci el piyasasındaki alım satım fiyatının ihraç fiyatına göre yükselmesi durumunda söz konusu olur. Böyle bir durumda, hisse senetlerinin bedelleri, ihraç fiyatının üzerinde olduğu için, aracı kuruluş tarafından gösterilecek herhangi bir desteğe ihtiyaç bulunmamaktadır. Aracı kuruluş, bu takdirde, kendisine tanınmış olan sürenin sonunda ek alım hakkını kullandığını ihraççıya bildirir ve bunun üzerine satışı daha önce yapılmış olan ancak bedelleri geçici olarak aracı kuruluşun elinde bulunan ek alım konusu hisse senedi tutarını da ihraççıya verir. Böyle bir durumda, halka arz edilen hisse senedi sayısı piyasada artmış olur. İzahname ve sirkülerde de “kamuyu aydınlatma prensibi” açısından öncesinden bu durum yatırımcıya izahname ve sirküler vasıtasıyla açıklanmış olduğu için, ek alım hakkının kullanılması hukuka uygun olarak gerçekleşmiş olur.

bb. Ek Alım Hakkının Kullanılmaması

⁷¹¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 350.

⁷¹² Bir aracı kuruluşun başarısı, sadece işlemlerinin güvenilirliği, ekiplerinin kalitesi, araştırmalarının ve yayınlarının zenginliği gibi hususlarla ölçülmez. Aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını dağıtım yeteneği ile hisse senetlerinin ikinci el piyasasındaki fiyat dengesini sağlaması da ihraççı açısından önemlidir. Bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 344–345.

Aracı kuruluşun ek alım hakkını kullanmaması, dolaşımdaki hisse senedi fiyatlarının anılan hisse senetlerinin ihraç fiyatına göre gerilemesi durumunda söz konusu olur. Böyle bir durumda, yani hisse senetlerinin fiyatlarının ihraç fiyatının altına gerilemesi ve bu durumun süreklilik arz etmesi halinde, hisse senedi fiyatının dengeye gelmesi için aracı kuruluş tarafından destekte bulunulması gerekir. Nitekim aracı kuruluş vasıtasıyla halka arzda bulunmanın en önemli sebeplerinden biri de budur. Böyle bir durumda, aracı kuruluş, en başta fazladan satın aldığı hisse senetlerinin bedellerini, ihraççıya geri vermez ve anılan bedelleri, piyasadan hisse senedi toplamak üzere kullanır. Piyasadan hisse senedi toplanması, genellikle fiyatı yükseltici bir etmen olduğundan, aracı kuruluştan istenilen ve beklenen destek büyük oranda sağlanmış olur⁷¹³. Piyasadan toplanan hisse senetleri ise aracı kuruluş tarafından ihraççıya iade edilir ve aracı kuruluş, ek alım hakkını kullanmadığını ihraççıya bu yolla bildirmiş olur. Bu durumda, piyasada daha az sayıda hisse senedi kalmış olur. Ancak, bu durum da izahname ve sirküler ile kamuya aktarılan durumlardan biri olduğu için hukuka uygundur.

Bununla birlikte, öğretilerde tartışmaya açılan hususlardan biri, bu durumun TTK'nun 329'uncu maddesi anlamında ortaklığın kendi hisse senetlerini edinmesini yasaklayan hükmün kapsamında değerlendirilip değerlendirilmemesi gerektiğidir⁷¹⁴. **Tanör** ve **Ayoğlu**, bu durumda, piyasadan toplanan hisse senetlerinin geri alımının ortaklar tarafından taahhüt edilebileceğini hususunun benimsenmesini çözüm olarak öngörmektedirler⁷¹⁵. Zira aksi takdirde, TTK'nun 329'uncu maddesinin öngördüğü yasağın kapsamında bulunmak kaçınılmaz olacaktır⁷¹⁶. Gerçekten de, TTK'nun 329'uncu maddesi hükmünün emredici niteliği ve SPKn'nda ve/veya TTK'nunda TTK'nun 329'uncu maddesinin uygulanmayacağına ilişkin istisnai bir hükmün yer almadığı hususları göz önünde bulundurulduğunda, **Tanör** ve **Ayoğlu**'nun ulaştığı sonuçlara ulaşmamak imkânsız olacaktır.

Bununla birlikte, belirtmek gerekir ki, Kurul tarafından geri çekilen Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı'nda halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını

⁷¹³ **Tanör**, Halka Arz, s. 347.

⁷¹⁴ **Boden**, s. 24.

⁷¹⁵ **Tanör**, Halka Arz, s. 344; **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 180.

⁷¹⁶ Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda, şirketin kendi paylarını iktisap etmesine ve kendi hisse senetleri üzerinde piyasa yapıcı ("*market maker*") rolü oynamasını imkân tanımış bulunmaktadır. Bu yaklaşım, sermaye piyasalarında ortaya çıkan gereksinimler ile de uyumlu bulunmaktadır. Bkz. **Yasaman**, Sermaye Piyasası Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Üzerindeki Etkileri ve Sermaye Artırımı, s. 856–857.

iktisabına imkân tanınmıştır⁷¹⁷. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın 26'ncı maddesinin 23'üncü bendi ile Kurul'un görev ve yetkilerine şu hüküm eklenmektedir: “*Halka açık anonim ortaklıkların, bu Kanun'un uygulanması bakımından, çalışanlara pay satışını da kapsayacak şekilde ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya diğer bir şekilde edinmesini düzenlemek ve denetlemek.*” Bu düzenlemeye göre, Kurul, çıkaracağı bir tebliğ ile bu konuyu düzenleyebilecektir. Gerçekten de, uluslararası uygulama, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin genişlemesi yönünde ortaya çıkmaktadır⁷¹⁸. Anonim ortaklıkların kendi paylarını alması işlemi, Anglo-Amerikan Hukuku'nda büyük hacimlerde yapılmaktadır⁷¹⁹. Kanımca, bu hükmün, aynen AB mevzuatına uyum kapsamında çıkarılacak yeni Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı'nda da aynen bu şekilde korunması, ek satış hakkının uygulanması bakımından da son derece yararlı olur.

b. Ek Alım Hakkının Ek Satış Hakkından Farkları

Uygulamada, ek satış hakkı ile ek alım hakkı birbiriyle oldukça karıştırılan iki terimdir. Öncelikle, belirtmek gerekir ki, bu iki terimin tanımı ve işlevleri birbirlerinden oldukça farklıdır.

Ek satış hakkı, halka arzda, talep toplama yöntemi ile satışı yapılan sermaye piyasası araçları için alım talebinin çok olması halinde, piyasaya bir miktar daha satış yapılmasını sağlayan bir imkân, bir mekanizmadır. İşlevi, piyasaya daha çok sermaye piyasası aracı satılabilmesini sağlamaktır⁷²⁰.

Ek alım hakkı ise, halka arzdan sonra, hisse senetlerinin ikinci el piyasasındaki fiyatlarını korumaya yönelik olarak aracı kuruluşlara tanınmış bir imkân niteliğindedir. Bu hak çerçevesinde, aracı kuruluşlar, ihraççıdan fazladan hisse senedi alabilmekte ve anılan hisse senetlerinin fiyatlarını ikinci el piyasasında dengede tutabilmektedir. Dolayısıyla, bu hak, fiyat istikrarını korumaya yönelik bir işlem niteliğindedir.

c. ABD Hukukunda Ek Alım Hakkı

⁷¹⁷ Çelikkaya / Çeliktas, s. 2444 vd.

⁷¹⁸ Çelikkaya / Çeliktas, s. 2447–2448.

⁷¹⁹ Çelikkaya / Çeliktas, s. 2447–2448.

⁷²⁰ Boden, s. 13.

Ek alım hakkı, ilk olarak, Amerika Birleşik Devletleri'nde *Gren Shoe Company*'nin halka arzı sırasında ortaya çıktığı için literatürde “*overallotment option*” ya da “*greenshoe option*” ifadeleriyle anılmaktadır⁷²¹.

ABD Hukuku'nda da, ek alım hakkı, aracı kuruluşa halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihini takip eden 30 gün içerisinde söz konusu sermaye piyasası araçlarının % 15'ine kadar ek sermaye piyasası aracını ihraççıdan halka arz fiyatı üzerinden satın alma hakkı vermektedir⁷²². Bu sayede, aracı kuruluş, fazla risk üstlenmeden halka arz sonrası dönemde destek alımlarında bulunabilmektedir. Böylelikle, bu hak kapsamında, halka arz edilmesi planlanan tutardan daha fazla hisse senedi satışına izin verilmiş bulunmaktadır⁷²³.

ABD'nde gerçekleştirilen halka arzların hemen hemen tamamında, ihraççı ile aracı kuruluş arasında akdedilen aracılık sözleşmesinde ek alım hakkı bulunmaktadır. Nitekim, bu hakkın bulunması, aracı kuruluşun daha esnek davranabilmesine ve üstleneceği riskin düşürülmesine yardımcı olmaktadır⁷²⁴.

C. SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ TESLİMİ VE SATIŞ SONUÇLARININ KURUL'A BİLDİRİLMESİ

1. Sermaye Piyasası Araçlarının Teslimi

SPKn'nun 7'nci maddesinin 4'üncü fıkrası hükmüne göre, hisse senetleri ile diğer sermaye piyasası araçları açısından ve esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklar ile kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklar bakımından farklı teslim süreleri öngörülmüştür. Buna göre, esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, hamiline yazılı hisse senetleri, sermaye artırımının tescilinden itibaren 30 gün içinde; nama yazılı hisse senetleri ise, sermaye artırımının tescilinden itibaren 90 gün içinde yatırımcılara teslim edilmelidir. Kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda ise hisse senetlerinin satış esnasında alıcılara teslim edilmesi gerekmektedir. Aynı şekilde, hisse senedi dışında kalan diğer sermaye piyasası araçlarının da, satış esnasında alıcılara teslim edilmesi gerekmektedir.

⁷²¹ **Boden**, s. 4–5.

⁷²² **Boden**, s. 5.

⁷²³ **Boden**, s. 5.

⁷²⁴ **Boden**, s. 6.

Görüldüğü gibi, esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklarda, artırılan sermayeye ilişkin bedellerin tamamı toplanmadan, artırılan sermayeyi tescil ve ilan etmek olanağı bulunmamaktadır. Bu nedenle, yatırımcı, satın aldığı hisse senetlerinin bedellerini ödemiş olsa bile, hisse senetlerini derhal teslim alamamakta olup, kendisine hisse senetleri teslim edilinceye kadar geçici bir makbuz verilmektedir. Bu durum da, borsada satış yapmak isteyen yatırımcıları, anılan satış makbuzla gerçekleştirilemediği için, fiyatların saniye ile yarıştığı sermaye piyasalarında oldukça zor ve sakıncalı bir durumda bırakmaktadır⁷²⁵. Bu bağlamda, esas sermaye sisteminin öngördüğü kuralların sermaye piyasasının kendine özgü gerçekleri ile örtüşmediği saptamasından hareketle, **Tanör**, çözüm olarak, hisse senetlerini halka arz edecek olan ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemine geçmelerinin halka arzın bir ön koşulu biçiminde kurallaştırılmasını önermektedir⁷²⁶. **Tanör**'ün anılan sorunun çözümü için önerdiği bir diğer yol ise, talep toplama aşamasının başlangıcında, aracı kuruluş ya da konsorsiyum lideri tarafından ihraççıya, artırılan sermayenin bedelinin bankada mevcut bulunduğunu belgeleyen bir teminat mektubu verilmesi, bu teminat bedeline dayanılarak sermaye artırımı tescil ve ilan işlemlerinin gerçekleştirilmesi, satış süreci tamamlanana kadar hukuki gerekliliklerin yerine getirilerek hisse senetlerinin, bedellerini yatıran yatırımcılara derhal teslim edilmesinin sağlanmasıdır.

Hisse senetlerinin yatırımcılara teslimine ilişkin olarak öngörülmüş olan bir başka düzenleme ise, Seri: 1 No: 40 sayılı Tebliğ'in 28'inci maddesinde yer almaktadır. Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kalkan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de de yer alan anılan hükme göre, "*Hisse senetleri, kaydi sistem esasları saklı kalmak şartıyla, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ve kayıtlı sermayeli ortaklıkların nakit sermaye artırımlarında satış anında, iç kaynaklardan sermaye artırımında ise kayda alma belgesinin verilmesinden itibaren 15 gün içinde teslim edilir. Esas sermayeli ortaklıklarda ise sermaye artırımının Ticaret Siciline tescilinden itibaren, hamiline yazılı hisse senetleri 30 gün, nama yazılı hisse senetleri ise 90 gün içinde teslim edilir.*" Bu hüküm, SPKn'nun 7'nci maddesinin 4'üncü fıkrası hükmüne aşağıdaki hususları eklemektedir:

⁷²⁵ **Tanör**, Halka Arz, s. 357.

⁷²⁶ **Tanör**, Halka Arz, s. 357.

- i. Tebliğ'deki düzenleme, pay sahipleri tarafından yapılacak halka arzlarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya teslim edileceğini hüküm altına almış bulunmaktadır.
- ii. İç kaynaklardan sermaye artırımını sonucu yaratılan payların teslimi için kayda alma belgesinin verilmesinden itibaren 15 günlük bir süre tanınmaktadır.
- iii. Kaydi sistem esasları saklı tutulmaktadır⁷²⁷.

Ayoğlu, Kurul'un yukarıda yer verilen düzenlemelerini, özellikle de kaydi sisteme ilişkin olan düzenlemeyi son derece yerine görmektedir⁷²⁸. Nitekim kaydi sistemde, fiziken teslim değil, hesaben teslim söz konusu olduğu için, bu araçların satışın gerçekleştiği anda yatırımcıların hesabına geçirilmesi mümkündür. Sermaye piyasası araçlarının mümkün olduğu kadar hızlı bir şekilde yatırımcılara teslim edilmesi, bu araçları satın alan yatırımcıların olası fiyat dalgalanmaları karşısında pozisyon değiştirebilmeleri ve gerektiğinde bu araçları derhal elden çıkarabilmeleri bakımından son derece önemlidir⁷²⁹. Kaydi sistemde de, hisse senetleri satış anında hemen yatırımcının hesabına geçirilebildiği için, yatırımcıların olası bir teslim dönemine kadar fiyat dalgalanmalarından etkilenmeleri riski, ortadan kaldırılmıştır.

Ayrıca, belirtmek gerekir ki, Seri: I No: 40 sayılı terminoloji olarak "hisse senedi" terimi yerine "pay" terimini benimsemiş olmasına rağmen, sadece tebliğin 28'inci maddesinde "hisse senedi" terimini kullanmış bulunmaktadır.

2. Satış Sonuçlarının Kurul'a Bildirilmesi

SPKn'nun 9'uncu maddesinin 1'inci fıkrası hükmü uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını yapan ihraççı ve aracı kuruluşlar, satış süresinin bitiminden itibaren altı iş günü içerisinde satışın sonucu hakkında Kurul'a bilgi vermekle yükümlüdürler. Bu düzenlemenin amacı, piyasanın izlenmesi ve yatırımcıların korunması bakımından Kurul'a kolaylık sağlanmasıdır⁷³⁰.

Bununla birlikte, Seri: 1 No: 40 sayılı Tebliğ gereğince, süresi içinde satılamayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren 3 iş günü içinde satın alma

⁷²⁷ Kaydi sistem uygulamasına, 28.11.2005 tarihinden itibaren borsada işlem gören hisse senetleri bakımından başlanmıştır. Bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 167, dph. 541.

⁷²⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 167.

⁷²⁹ **Küçüksözen**, s. 101.

⁷³⁰ **Tanör**, Halka Arz, s. 267 vd.

taahhüdünde bulunan kimselere müracaat edilmesi gerekmektedir. Bu son ihtimalde, 6 günlük süre, taahhüt sahiplerine başvurulması için öngörülen 3 günlük sürenin bitiminden itibaren başlayacaktır.

D. FİYAT İSTİKRARI SAĞLANMASI (“Price Stabilisation” veya “Market Stabilisation”)

1. Tanımı

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler (“stabilizasyon”), hukukumuzda, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in “Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler” başlıklı 21’inci maddesinde düzenlenmiştir. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, sermaye piyasası araçlarının halka arz sonrası fiyatlarındaki düşüşü önlemek ya da geciktirmek amacıyla piyasa fiyatının belirli bir seviyede sabit tutulmaya çalışılması anlamına gelmektedir.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin temel amacı, sermaye piyasası araçlarının fiyatında halka arz işlemleri sonrasında çeşitli sebeplere bağlı olarak oluşabilecek düşüşler nedeniyle yatırımcılar nezdinde piyasalara güvensizlik oluşmasının engellenmesi ve halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının düşmesinin önlenmesi ya da önlenemeyen düşüşlerin etkisinin azaltılarak anılan sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının desteklenmesidir⁷³¹.

İhraççı tarafından halka arzı gerçekleştirecek aracı kuruluşun seçimi aşamasında, ihraççı, söz konusu aracı kuruluşun halka arzı başarıyla gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceğine ve hisse senetlerinin ikinci el piyasasında işlem görmesinden sonra fiyatının gerileyerek yatırımcısını mağdur etmeyecek bir istikrarda seyrine olanak veren bir satış ve destek politikası izlemeye yetecek gücünün bulunup bulunmadığına bakmakta ve aracı kuruluşu söz konusu kriterlere göre belirlemektedir⁷³². Gerçekten de ihraççı, halka arz ettiği hisse senetlerinin ikinci el piyasalarında prim yapmasını ve bunu sağlamak için de gerektiğinde kullanılabilir destekleme mekanizmalarının bulunmasını ve söz konusu mekanizmaların aracı kuruluşlar tarafından uygulanmasını ister. Aracı kuruluş da, dağıtım ve satış sonrası destek politikalarını finansal yük altına girmeden başarıya ulaştırarak kendi saygınlığını artırmayı hedefler. Yatırımcılar ise, pek tabiidir ki,

⁷³¹ Ayoğlu, s. 170.

⁷³² Boden, s. 3.

satın almış oldukları hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının ikinci el piyasasında düşmesini istemezler. Dolayısıyla, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik düzenlemeler; tarafların karşılıklı konum ve menfaatlerinin orta noktada, ortak amaca dönük olarak kesişmesini sağlar⁷³³.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 21'inci maddesine göre, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, aynen ek satış hakkının kullanılmasında olduğu gibi, mevcut payların halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımı yoluyla halka arzında, paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra halka arza aracılık eden aracı kuruluş tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kullanılan işlemlerdir. Dolayısıyla, anılan işlemler, mevcut düzenlemeye göre, halka açık ortaklıkların sermaye artırımları yoluyla halka arzlarında ise uygulama alanı bulmamaktadır.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, izahnamede öngörülen belirli bir süre için ve aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerde bulunulabileceği, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde, mutlaka izahname vasıtasıyla yatırımcıların ve Kurul'un bilgisi dâhiline sunulmalıdır⁷³⁴. Bununla birlikte, izahnamede yer verilen bu husus, yatırımcılar bakımından aracı kuruluşlara karşı ifası talep ve dava edilebilecek bir hak teşkil etmez⁷³⁵. Zira fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin gerçekleştirilebileceği yönündeki taahhüt, sadece aracı kuruluşlar tarafından ihraççılara yönelik olarak verilmiş bir taahhüttür. Aracı kuruluşların, piyasa şartlarına göre, söz konusu taahhütlerini yerine getirmemesi nedeniyle, ihraççılar nezdinde BK. m. 96 anlamında bir tazminat talebi ile karşı karşıya kalmaları her zaman mümkündür⁷³⁶. Ancak, pek tabiidir ki, ihraççılar ile aracı kuruluşlar nezdinde imzalanacak halka arza aracılık sözleşmeleri ile bu durumun aksi de kararlaştırılabilir.

Sermaye piyasası araçlarının fiyatında halka arz sonrasında düşüş gerçekleşmesi, birden fazla faktöre bağlı olarak meydana gelebilmektedir. Bu faktörlerden bir tanesi de, sermaye piyasası araçlarını satın alan kişilerin, kısa vadede

⁷³³ Boden, s. 3.

⁷³⁴ Manavgat, Çağlar, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara, 2008, s. 53–54.

⁷³⁵ Ayoğlu, Halka Arz, s. 172.

⁷³⁶ Ayoğlu, Halka Arz, s. 173.

kar sağlamak amacıyla söz konusu sermaye piyasası araçlarını derhal elden çıkartmaları neticesinde yüksek arzın aynı oranda taleple karşılaşmaması halidir⁷³⁷.

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler, ilgili payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok 30 gün süreyle gerçekleştirilebilir.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir verilemez. Belirlenen işlem süresi içerisinde, işlem fiyatı halka arz fiyatının altına düştüğünde, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından alımda bulunulabilir. Söz konusu işlemlerde uygulanacak emir ve fiyat kuralları borsa düzenlemeleriyle belirlenir.

Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in ilgili maddelerine göre ödünç alımlı satışın gerçekleştirilmesi halinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ile ödünç alımlı satışın aynı aracı kurum tarafından gerçekleştirilmesi zorunludur.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin sürenin sona ermesini takip eden iş günü, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ'in 9 no'lu ekinde yer alan bilgiler, işlemi gerçekleştiren aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla kamuya bildirilir. Aynı şekilde, fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerin izahnamede öngörülen işlem süresi tamamlanmadan sona erdirilmesi kararlaştırılırsa, anılan durum yine ilgili bilgiler ve gerekçeleriyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri gerçekleştiren aracı kurum tarafından özel durum açıklamasıyla kamuya bildirilir.

Aracı kurum, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı payların satışında piyasanın olağan işleyişinin etkilenmemesi için azami özen ve dikkati gösterir ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı payları izahnamede ilan edilen istikrar sağlayıcı işlemlere ilişkin süre boyunca halka arz fiyatının altında bir bedelle satamaz.

Halka arz sonrasında fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin kayıtların tümü işlemleri gerçekleştiren aracı kurum tarafından tutulur ve işlemlerin sona ermesinden itibaren en az beş yıl süreyle ihraççı veya paylarını halka arz eden ortağın incelemesine açık bırakılır.

⁷³⁷ Ayoğlu, Halka Arz, s. 170.

Halka arz sonrasında fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin gerektiği gibi ve usulüne uygun olarak yürütülmesinden işlemi gerçekleştiren aracı kurum sorumludur.

ABD Hukuku'nda, fiyat istikrarının sağlamaya yönelik işlemler, *Regulation M* bağlamında çıkarılan *Rule 100–104* arasında düzenlenmektedir. *Regulation M Rule 100*'e göre, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, “sermaye piyasası araçlarının fiyatının sabitlenmesi veya aynı seviyede tutulması amacıyla alım yapılması ya da alım emri verilmesi” olarak tanımlanmaktadır.

AB Hukuku'nda, CESR tarafından Nisan 2002'de yayınlanmış “Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik İşlemler ve Tahsis Esasları” (“*Stabilisation and Allotment*”) isimli “tavsiye” (“*consultation*”) nitelikli belgede⁷³⁸ de fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlere ilişkin olarak sermaye piyasasında faaliyet gösteren aktörlerin anılan işlemlere ilişkin bazı yorumlarına yer verilmiştir. Söz konusu belgeye göre, sermaye piyasasında faaliyet gösteren aktörler, AB Hukuku'nda, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlere kuşkuyla yaklaşmaktadır ve bu işlemlerin süresinin kısa tutulmasına çalışılmaktadır. Piyasa yapıcılığı ile fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler birbirlerinden ayrı tutulmalı ve birbiriyle karıştırılmamalıdır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, genellikle sermaye piyasası araçlarının fiyatlandırılması ve dağıtım işlemleri yapılırken başlatılmalıdır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, makul bir sürede sona ermeli ve fiyatlandırma ve tahsis işlemleri başlamadan önce kamuya paylaşılmalıdır. 2003/71 EC sayılı Yönerge kapsamında çıkarılan 809/2004 EC sayılı Tüzük'te de önemli olan husus, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlere başvurulacağı hususunun ve söz konusu işlemlerin başlama ve bitiş tarihlerinin izahname vasıtasıyla kamuya paylaşılmasıdır.

Öğretide tartışmaya açılan bir konu, bu işlemlerin piyasa fiyatının yapay olarak oluşturulması anlamına gelip gelmediği yani manipülasyon oluşturup oluşturmadıklarıdır. Gerçekten de bu işlemler, sermaye piyasası araçlarının fiyatını piyasada doğal yollarla oluşan arz ve talep dengesine aykırı olarak yapay olarak belli bir seviyede tutma amacına yöneliktir. Ancak, bu işlemlere bizzat hukuk sistemleri tarafından izin verildiğinden, bu işlemleri, cezai sorumluluğu gündeme getiren

⁷³⁸ The Committee of European Securities Regulators, Summary of Responses to The Second Consultation of The CESR/FESCO Document: “Stabilization and Allotment”, A European Supervisory Approach, Nisan, 2002, çevrimiçi: http://www.cesr-eu.org/data/document/02_060.pdf.

manipülasyon işlemleri ile aynı kefeye koymamak gerekir⁷³⁹. Gerçekten de bu işlemler, piyasaları, yatırımcıları ve ihraççıları koruma amacıyla belirli sınırlar dâhilinde gerçekleştirilmelerine yasakoyucu tarafından izin verilen işlemlerdir⁷⁴⁰. Bu işlemlerin mevzuatta tanınan bir imkâna dayalı olarak gerçekleştirilebilmesi karşısında, hukuka aykırı eylemden, suç işleme kastından ve cezai sorumluluktan bahsetme olanağı bulunmamaktadır⁷⁴¹.

Nitekim ABD Hukuku'nda da, **Cox / Hillman / Langevoort**, her ne kadar fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin tanımları göz önünde bulundurulduğunda, anılan işlemlerin “tanım” bazında “manipülasyon” a benzediklerini öne sürse de, bu işlemlerin, sermaye piyasası araçlarının dağıtımını ve tahsisini fazlalaştırdıkları cihetle, yararlı olduğu kanısını taşımaktadır⁷⁴².

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, borçlanma senetlerinin halka arzından daha çok ortaklık senetlerinin halka arzında uygulama alanı bulmaktadır⁷⁴³.

2. Türleri

Fiyat istikrarının sağlamaya yönelik işlemlerin 3 türü bulunmaktadır. Bunlar; alım emri ile müdahale, cezai teklif ve açığı kapatma amaçlı alımdır.

i. Alım Emri ile Müdahale (“Pure Stabilisation” veya “Stabilising Bid”): Bu yöntemde, aracı kuruluş, verdiği alım emirleri ile sermaye piyasası araçlarının fiyatını destekler. Bu yöntemde önemli olan husus, bu alım emirlerinin sermaye piyasası araçlarının halka arz fiyatını aşmayacak şekilde verilmesidir⁷⁴⁴.

ii. Cezai Teklif (“Penalty Bid”): Bu yöntemde ise, lider aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarını kısa sürede elden çıkaran satış grubu üyelerinin satış komisyonlarından, aralarındaki sözleşme uyarınca, kesinti uygular. Bu şekilde, sermaye piyasası araçlarını kısa vadede elden çıkartma ve fiyat düşüşüne neden olma potansiyeli bulunan yatırımcılara satış yapılması önlenmeye çalışılır⁷⁴⁵.

⁷³⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 171.

⁷⁴⁰ **Manavgat**, Manipülasyon, s. 46.

⁷⁴¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 350.

⁷⁴² **Cox**, James D. / **Hillman**, Robert W. / **Langevoort**, Donald C., Securities Regulation, Cases and Materials, New York, 2004, s. 214 vd.

⁷⁴³ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 172; **Kütükçü**, Sermaye Piyasası Hukuku C. I, s. 432–433.

⁷⁴⁴ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 173.

⁷⁴⁵ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 174.

iii. Açığı Kapatma Amaçlı Alım (“Short Covering”): Bu yöntemde, aracı kuruluş, talebin başlangıçta arza oranla fazla olmasından faydalanarak izahnamede öngörülen sermaye piyasası aracı sayısının üzerinde, yani açığa satış yapar ve daha sonra ikinci el piyasasından bu açığı kapatmak üzere alım yaparak, piyasada oluşan fazlalığı toplamak suretiyle fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olur⁷⁴⁶.

Uygulamada en fazla kullanılan yöntemler, alım emri ile müdahale yöntemi ile açığı kapatma amaçlı alım yöntemidir. Nitekim hukukumuzdaki Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in “Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler” başlıklı 21’inci maddesi de söz konusu iki yöntemi göz önüne alarak kaleme alınmış bulunmaktadır. Gerçekten de anılan hükmün ilk fıkrası, mevcut payların halka arzında ve halka açık olmayan ortaklıkların paylarının sermaye artırımı yoluyla halka arzında, paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla, halka arza aracılık eden ve izahnamede belirtilen aracı kurum tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alımda bulunulabilir. Bu hüküm, alım emri ile müdahale yönteminin tanımını teşkil etmektedir⁷⁴⁷. **Ayoğlu**, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerle sağlanan imkânın halka açık ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla yapacakları halka arzlarda ve pay sahiplerinin portföyden satış işlemlerinde de tanınması gerektiği görüşünü taşımaktadır⁷⁴⁸. Hükmün “açığı kapatma amaçlı alım” yöntemine ilişkin düzenlemesi ise, yukarıda incelenen “ek alım hakkı”nda kendini göstermiştir⁷⁴⁹.

⁷⁴⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 174.

⁷⁴⁷ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 175.

⁷⁴⁸ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 175.

⁷⁴⁹ **Ayoğlu**, Halka Arz, s. 175.

SONUÇ

İhraççı kavramı, SPKn'nun 3'üncü maddesinin h bendinde tanımlanmaktadır. Anılan hükme göre, anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil olmak üzere kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler ihraççıdır. Söz konusu yasal tanıma göre, ancak tüzel kişiler ihraççı olabilir, gerçek kişiler ise ihraççı statüsünü haiz olamaz. Halka açık anonim ortaklık ise, pay senetleri halka arz edilmiş olan veya pay sahibi sayısı 250'den fazla olduğu için pay senetleri arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar olarak tanımlanmıştır. Şirket çoğunluğunun aksi yöndeki iradesine rağmen, pay sahiplerinden sadece birinin pay senetlerini 250'den fazla kişiye satarak şirketi halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi kılıp kılamayacağı hususu hukukumuzda tartışma alanı bulmaktadır. Kanımca da, TTK'nunda, SPKn'nda ve ilgili mevzuatlarda aksi yönde bir hüküm olmadığı cihetle, şirket çoğunluğunun aksi yöndeki iradesine rağmen, pay sahiplerinden sadece birinin pay senetlerini 250'den fazla kişiye satarak şirketi halka açık anonim ortaklık statüsüne tabi kılabileceği aşikârdır. Gerçekten de, ortaklıklar hukukunda, gerek nama yazılı gerekse hamiline yazılı hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesi hususu esas olup, bu kuralın tek istisnası, nama yazılı hisse senetlerinin TTK'nun 418'inci maddesi anlamında bağlı nama yazılı hale getirilmiş olmasıdır. Ortaklıklar hukukunda öngörülmemiş bir düzenlemenin getirilmesi mümkün olmamakla birlikte, kuşkusuz bu "serbestçe devredebilme" hakkının da her hakkın kötüye kullanılmasında olduğu gibi MK'nun 2'nci maddesi anlamında "hakkın kötüye kullanılması" ilkesi çerçevesinde, somut olayın koşullarına göre, engellenmesi yerinde olur. Bu yorumumuz, SPKn'nun 1'inci maddesinde yer verilen SPKn'nun konusu ve amacı ile uyumlu bulunmaktadır. Nitekim, SPKn'nun amacı, mülkiyetin olabildiğince büyük bir tabana yayılarak "*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak...*"tır.

İhraç işlemi, sermaye piyasası araçlarının ihraççı tarafından yaratılması ve tasarruf sahiplerine, belirlenen bir bedel karşılığında satışa sunulması sürecini ifade etmektedir. Dolayısıyla, ihraç işlemi, sermaye piyasası hukukunun üzerine kurulu bulunduğu temel kavramların en önemlilerinden bir tanesini teşkil etmektedir. İhraç, SPKn md. 3/I (c) hükmünde, “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*” olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, ihraççılar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin (tahsisli satış) yöntemlerinden bir tanesiyle halka ve/veya nitelikli yatırımcılara satılmak üzere sunulabilmektedir.

Mevcut Sermaye Piyasası Kanunu’muz halka arz edilmeksizin satış yönteminden bahsetmekle birlikte, bu satış yöntemine ilişkin herhangi bir düzenleme getirmemekte ve Türk sermaye piyasası sisteminde, bu satış yöntemi, halka arza oranla çok daha seyrek olarak uygulanmaktadır. Oysa karşılaştırmalı hukuk sistemlerinde, özellikle de ABD sermaye piyasası hukuk sisteminde, bu satış yöntemi, halka arz ile satış yöntemine göre çok daha kısa zaman aldığı ve çok daha az bir maliyetle gerçekleştirilebildiği için çok yaygın olarak uygulama alanı bulmaktadır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı’nda tahsisli satış kavramının tanımı ile uygulama esaslarına yer verilmesi ve ayrıca tahsisli satış yöntemiyle satılacak sermaye piyasası araçlarının kayıt işleminden muaf tutulması kanımızca bu satış yönteminin uygulama alanını çok daha fazla genişletecektir. Bununla birlikte, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ’in 13’üncü maddesinin 1’inci fıkrasında “*payların tahsisli satışında izahname ve sirküler düzenlenmez*” hükmüne yer verilmesi son derece isabetli olmuştur. Zira bu düzenleme ile ihraççılar ve/veya pay sahiplerinin çok daha az bir maliyetle ve daha az zaman harcayarak bu yöntemi kullanabilmeleri sağlanmıştır. Oysa Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ yürürlüğe girmeden önce yürürlükte olan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de, böyle bir düzenleme açıkça yürürlükte bulunmadığı için, SPKn’nun 6’ncı maddesinin izahname ve sirküleri halka arz ihtimaline münhasır olarak görmüş bulunması hükmünden hareketle yorum yoluyla aynı sonuca ulaşılmakta idi. Bu yorumun düzenleme haline getirilmesi faydalı olmuştur.

Ülkemiz sermaye piyasası hukukunda ve işleyişinde oldukça geniş bir uygulama alanı bulan halka arz yöntemi ise halkın bir ortaklığa katılmaya ya da pay sahibi olmaya davet edilmesi anlamına gelmektedir. Halka arzın hukuki niteliği öğretide tartışmalı olmakla birlikte, kanımızca, halka arzın hukuki niteliğini icaba davet olarak kabul etmek gerekecektir. Nitekim sözleşmenin kurulması için gereken birçok unsurun yer aldığı izahname ve izahname vasıtasıyla gerçekleştirilen halka arzı hukuki açıdan “icaba davet”, anılan izahnameyi okuyarak ihraççı ve ihraç edilen sermaye piyasası araçları hakkında gerekli bilgileri edinen ve söz konusu sermaye piyasası araçlarını ortaklıktan satın almak için talepte bulunan yatırımcının bu talebini “icap” ve ortaklığın da anılan talepleri kabul etmesini “kabul” olarak değerlendirmek uygun olacaktır. Aksi takdirde, halka arzın icap niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, alım talebinin, yani kabulün, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması halinde, anonim ortaklığın hangi gerekçeyle söz konusu alım taleplerini reddedeceğini açıklamak mümkün bulunmayacaktır.

İhraççılar, ihraç edecekleri yeni sermaye piyasası araçlarını kendileri halka arz edebilirler ya da söz konusu sermaye piyasası araçlarının halka arzı konusunda bir aracı kuruluşla birlikte çalışabilirler. İhraççıların ihraç etmiş oldukları sermaye piyasası araçlarını bir aracı kuruluş vasıtasıyla halka arz etmeleri halinde, ihraççı ile aracı kuruluş arasında, taahhüt veya taahhütlerin mahiyetine göre, halka arza ilişkin sözleşmeler, başlıca üç tip halinde imzalanabilir. Bunlar; yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri (en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri), bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri ve tümünü yüklenim sözleşmeleridir. En iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde, aracı kuruluş, yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunmakta, buna karşılık, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almak yönünde bir taahhüt altına girmemektedir. Bu nedenle bu tip aracılıkta, esas itibarıyla aracılık yüklenimi değil, basit anlamıyla pazarlama hizmeti sunulması söz konusu olduğu öne sürülmüştür. Kanımızca, böyle bir görüşüne katılmak mümkün değildir. Şöyle ki; aracılık yükleniminin sadece mali risk üstlenildiği haller ile sınırlı olduğunu kabul etmek doğru olmaz, nitekim en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde de, aracı kuruluş, söz konusu sermaye piyasası araçlarının satışı için elinden gelen en iyi çabayı gösterecek ve bu konudaki yükümlülüklerini yerine getirmede hiç şüphesiz anılan aracı kuruluşun sorumluluğuna başvurulabilecektir. Kaldı ki, menkul kıymetlerin, diğer her türlü kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın ticari amaçla, başkası

nam ve hesabına, başkası hesabına kendi namına, kendi nam ve hesabına alım satımı anlamına gelen “aracılık” tanımı göz önünde bulundurulduğunda, bu tanımda bahsedilen “ticari amaç”ın, “mesleki fonksiyon” kavramı ile bağlantılı olduğu aşikârdır. En iyi gayret aracılığının da bir “aracı kuruluş” vasıtasıyla yerine getirildiği ve söz konusu faaliyetin herhangi bir “pazarlama şirketi” tarafından yerine getirilmesinin mümkün olmadığı düşünüldüğünde, burada bir pazarlama faaliyetinden değil, bir aracılık faaliyetinden bahsedilmesi gerektiği tam olarak açıklığa kavuşturulmuş olur.

İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul’a kaydettirilmesi zorunludur. Bununla birlikte, genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası’nca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul’a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Dolayısıyla, kayda alınma işlemi, halka arzda oldukça önemli, temel bir aşamayı teşkil etmektedir. Türk hukukunda, ABD hukukunda olduğu gibi satışın ve yazılı icabın yasak olduğu, buna karşılık sözlü icabın ve ön izahname ve özet izahname yoluyla talep toplamanın serbest olduğu bekleme dönemine benzer bir dönem bulunmamaktadır. ABD hukuku ile Türk hukuku arasındaki temel fark, bu noktada kendini göstermektedir. Gerçekten de, Türk hukukunda, kayda alma tarihinden önce halka icap ve satış tamamen yasaktır; buna karşılık, ABD hukukunda SEC nezdinde kayda alma başvurusu yapılmasından sonraki dönem içerisinde sözlü icapta bulunmak ve ön izahname ve özet izahname yoluyla talep toplamak serbesttir. Kurul, böyle bir bekleme sürecinin bulunmamasından kaynaklanan eksikliği gidermek için, Seri: I No: 40 sayılı Tebliğ ile “ön talep toplama” yönteminin kullanılmasını mümkün kılan bir düzenleme yapmıştır.

İzahname, sermaye piyasası araçlarının halka arzında ihraççı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkındaki bilgileri içeren ve halkı anılan sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden belgedir. Amacı, yatırımcıları, ihraç işlemi, ihraç konusu sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkında bilgilendirmek ve bu yönden, kamuyu aydınlatmaktır. Sirküler ise izahnamede yer alan bilgileri özetleyen ve halkı, izahname konusu sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden bir belgedir. SPKn’nun 7’nci maddesinin 2’nci fıkrasında, izahname ve sirkülerin, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından imzalanacağı, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde

yansıtmasından ihraççıların sorumlu olduğu, bununla birlikte, zararın, ihraççılardan tazmin ettirilemeyen kısmı için kendilerinden beklenen özeni göstermeyen, yani kusurlu aracı kuruluşlara müracaat edilebileceği ifade edilmektedir. Bu hükümde düzenlenen sorumluluğun özelliği, aynı kaynak ABD hukukunda olduğu gibi, ihraççıların sorumluluğunun kusura dayanmaması ve aracı kuruluşların sorumluluğunun ise kusura dayalı olmasıdır. Bağımsız denetim kuruluşları da, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin kendileri tarafından hazırlanmış kısımlarından sorumludurlar. Bağımsız denetleme kuruluşlarının da sorumluluğu, aynen aracı kurumlarda olduğu gibi, kusur esasına dayalı bir sorumluluktur. İzahnameden ve sirkülerden doğan sorumluluğun hukuki niteliği öğretide tartışmalıdır. Kanımızca, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak yatırımcının zarara uğramasına neden olan sorumluluk, hem birinci el piyasa işlemlerinde ihraççı, hem ikinci el piyasa işlemlerinde sermaye piyasası araçlarını satan pay sahibi, hem aracı kuruluş, hem de bağımsız denetleme kuruluşu bakımından “*ex lege*” yani kanundan doğan bir sorumluluktur. Bununla birlikte, bu sorumluluk, en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, ihraççının “*culpa in contrahendo*”; aynı şekilde tümünü yüklenim sözleşmelerinde ise aracı kuruluşun “*culpa in contrahendo*” sorumluluğu ile yarışma halindedir. Eğer yatırımcı bu hallerde, “*culpa in contrahendo*” sorumluluğa dayanmak isterse, BK’nun hata ve hile hükümlerinden yararlanarak sözleşmeleri geçersiz kılabilir ya da BK’nun 96 vd. maddeleri gereğince, zararının tazminini talep edebilir. Önemle belirtmek gerekir ki, izahnameden doğan sorumluluk hükümlerinin amacı, yatırımcılara Borçlar Kanunu’nun sağladığı korumaya ek bir koruma sağlamak olup, Borçlar Kanunu’nun kendilerine sağladığı imkânları ellerinden almak değildir. Bu ek koruma, yatırımcı ile akdi ilişki içerisinde bulunmayan kuruluşların da izahname içeriğinden sorumlu tutulmaları, diğer bir ifadeyle alternatif sorumlular yaratılması yoluyla sağlanmaktadır.

Belirtmek gerekir ki, Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, özellikle izahnamenin tescili ve ilanı ile reklam ve ilanlar gibi konularda birbirlerinden farklı hükümler içermektedir. Anılan farklılıklar, ortaklık senetleri ile borçlanma senetlerinin niteliklerinin birbirinden farklı oluşundan kaynaklanmamaktadır. Dolayısıyla, mevcut tebliğlerdeki düzenlemeler, hem anlamlı değil, hem de hukuk

metodolojisine ve sistematığına uygun değildir. Kurul’ca yapılacak diğer düzenlemelerde, bu hususun göz önünde tutulmasının faydalı olacağı kanısını taşımaktayız.

AB Hukukunda, kamuyu aydınlatma sistemini düzenleyen iki temel yönerge bulunmaktadır. Bunlardan ilki, 28 Mayıs 2001 tarih ve 2001/34 EC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Yönerge” (“**2001/34 sayılı Yönerge**”), diğeri ise 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”dir (“**2003/71 sayılı Yönerge**”). Öyleyse, ihraç ve halka arz süreçlerine göre kamuyu aydınlatma belgeleri, halka arz konusu sermaye piyasası araçlarının borsaya kote edilecek olup olmamasına göre, “kotasyon formu” ya da “izahname” biçiminde, bu iki yönergeden birinin hükümleri doğrultusunda hazırlanmaktadır. 2003/71 sayılı Yönerge ile 2001/34 sayılı Yönerge, hem birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri bakımından, hem de ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri bakımından uygulama alanı bulmaktadır. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen tahsisli satışlar ise her iki düzenlemenin de kapsama alanı dışında bulunmaktadır. Bununla birlikte, önemle belirtmek gerekir ki, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “Halka Arz İşlemleri Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge”nin bazı ilgili hükümlerinin değiştirilmesi amacıyla 23.09.2009 tarihli ve 2009/0132 sayılı Yönerge Teklifi hazırlanmış olup, anılan Yönerge Teklifi bugün itibariyle, Avrupa Birliği Parlamentosu’nun görüşüne ve onayına sunulmuş durumdadır. Söz konusu Yönerge Teklifi de, 2001/34 EC sayılı Yönerge ve 2003/71 sayılı Yönerge gibi, yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma temel ilkeleri hedeflenerek akdedilmiştir. Yönerge Teklifi’nin 9’uncu maddesine göre, 2003/71 EC sayılı Yönerge’nin 9’uncu maddesine, izahnamenin ve/veya kayda alma belgesinin 2003/71 EC sayılı Yönerge’nin 16’ncı maddesinde öngörülen her türlü ek ile tamamlanması halinde, izahnamenin yayımlanmasından ve/veya kayda alma belgesinin kayıt altına alınmasından itibaren 24 ay boyunca geçerli ve yürürlükte olacağı maddesi eklenecektir. Bununla birlikte, Avrupa Birliği Parlamentosu, 23.03.2010 tarihinde yayınladığı Yönerge Teklifi hakkındaki görüşüne göre, izahnamenin ve kayıt altına alma belgesinin, mevcut 2003/71 EC sayılı Yönerge’de olduğu gibi, 12 ay bir süre boyunca yürürlükte kalmasının daha uygun olacağını belirtmiş bulunmaktadır. Parlamento’ya göre, izahnamenin ve kayıt altına alma belgesinin 12 aydan fazla bir

süre yürürlükte kalması halinde, izahname ve kayıt altına alma belgesinin içeriğindeki bilgilerin bir kısmı güncelliğini yitirecek ve yatırımcılar, bir sürü ekin içeriğini takip edemeyecekleri için yeteri kadar aydınlanamayacaklardır. Kanımca, Parlamento'nun bu yaklaşımı, son derece doğru bir gerekçeyle, doğru olmuştur.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı sürecinde, ihraççı ortaklığın uyması gereken hukuki düzenlemeler, yerine getirmesi gereken iş ve işlemler, aracı kuruluşlarla ilişki kurulması, sermaye piyasası araçlarının Kurul nezdinde kayıt altına alınması gibi önemli adımlardan sonra sıraya satış aşaması gelmektedir. Satış aşamasında da en önemli ve ilk önce bakılması gereken konulardan biri, halka arzda kullanılacak satış yöntemleridir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında kullanılacak satış yöntemleri, Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirlenmiş olup, söz konusu tebliğ, Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ni yürürlükten kaldırmış bulunmaktadır. Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği, kendinden önce yürürlükte bulunan Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre, çok daha fazla AB Hukuku'ndan ilham alınarak hazırlanmış olan bir tebliğ olup, söz konusu husus, bu tebliği hazırlayan Kurul uzmanları tarafından da şifahi olarak dile getirilmektedir.

Nitekim AB Hukuku'nda halka arz, halka arza ilişkin satış yöntemleri ve dağıtım ilkelerine hâkim olan ilkeler, tüm ilgili esasların kamuyu aydınlatma esasları çerçevesinde izahname vasıtasıyla kamuya açıklanması ve yatırımcının korunması prensibine saygı gösterilmesi kaydıyla, serbestlik ve liberallik üzerine kuruludur. AB mevzuatına uyum çerçevesinde ülkemizde çıkarılan Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde de Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ'den farklı olarak, ihraççı ve/veya pay sahibine; tüm hususların izahnamede kamuyla paylaşılması ve yatırımcıların korunması prensibine hâkim olan birkaç emredici esasa saygı gösterilmesi kaydıyla, halka arzda kullanılan satış yöntemlerinde ve dağıtım ilkelerinde serbestlik tanınmış bulunmaktadır. Gerçekten de, Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ hükümleri gereğince, Tebliğ kapsamında “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ortaklıklar, kural olarak diledikleri satış yöntemini ve/veya dağıtım ilkelerini seçip bunları

uygulamakta serbesttirler. Anılan “niteliği belirlenmiş ortaklık” sıfatını haiz olmayan ortaklıklar, bu üç satış yönteminden birini kendi takdirlerine bağlı olarak seçebilirler ve yine kendi takdirlerine bağlı olarak tebliğin 13, 14, 15 ve 16’ncı maddelerinde belirtilen dağıtım yöntemlerine uyabilirler ya da tamamen kendi arzularına uygun bir şekilde halka arz konusu sermaye piyasası araçlarını halka dağıtabilirler. Bu serbesti, Seri: VIII, No: 66 sayılı Tebliğ’in, Seri: VIII, No: 22 sayılı Tebliğ’e getirdiği en büyük yeniliktir. Bununla birlikte, niteliği belirlenmiş ortaklıklardan olan payları borsada işlem gören ortaklıklar ile GİP’te ilk defa işlem görmek üzere başvuruda bulunan şirketler, borsada satış yöntemini; payları borsada işlem görmeyen ve nitelikleri tebliğin ilgili maddesinde belirtilmiş “büyük” halka açık anonim ortaklıklar ise, talep toplama yöntemini uygulamakla yükümlü olup, söz konusu niteliği belirlenmiş ortaklıklar, Seri: VIII No: 66 sayılı Tebliğ’de belirtilen dağıtım ilkelerine de uymak zorundadırlar. Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ’in yürürlükte olduğu dönemde, tüm satış yöntemlerinin ve dağıtım ilkelerinin çok sıkı esaslarla belirlenmiş olmasının çok ciddi eleştirilerle karşılaşmış olması hususu göz önünde bulundurulduğunda, Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ’in getirdiği esasların çok yerinde ve AB Hukuku ile uyum içinde bulunduğu söylenebilir.

Sermaye piyasası hukukunda ve halka arzda asıl önemli olan, ihraççı tarafından ihraç edilen ve/veya pay sahibi tarafından satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının Kurul nezdinde kayıt altına alınması, izahname ve sirküler gibi kamuyu aydınlatma araçlarına gereken önemin verilmesi ve yatırımcının korunması ilkesinin temel alınmasıdır. Tabii burada söz konusu olan, yatırımcının sosyal ve ekonomik yönden korunması değil, sadece sermaye piyasasında faaliyet gösteren aktörlerin hile ve aldatmacasından korunmasıdır. Henüz daha çok genç ve nispeten gelişmemiş durumda bulunan sermaye piyasalarımız, her geçen gün yürürlüğe giren yeni düzenlemelerle daha da ilerlemekte, gelişmekte ve AB mevzuatı ile uyumlu hale gelmektedir. Bu anlamda, daha önce onlarca tebliğ altında farklı esaslarla düzenlenen tebliğ karmaşasını kaldırarak bütün borçlanma araçlarının kayıt altına alınması ve satışına ilişkin esaslarını bir tek düzenleme bünyesinde birleştiren Seri: II No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’inin yürürlüğe girmesi, keza Seri: I No: 40 sayılı Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin yenilenmesi ve nihayet birçok tartışmaya yol açan ve hukuki bir düzenleme olmaktan çok “uygulamanın taklidi” niteliğindeki Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka

Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ni yürürlükten kaldıran Seri: VIII No: 66 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin Kurul tarafından kabul edilerek yürürlüğe girmesi çok olumlu olmuştur. Böylece, sermaye piyasası mevzuatımız, gün geçtikçe, gelişmiş sermaye piyasalarının haiz olduğu hukuki düzene yaklaşmakta ve ilerlemektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- **AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz;** Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, 2004.
- **AKTAŞ, Murat;** Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Yetkin Yayınları, Ankara, 2006.
- **ARKAN, Sabih;** Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976.
- **AYDIN, Sema;** Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar, Vedat Kitapçılık, 2. Bası, İstanbul, 2009.
- **AYOĞLU, Tolga;** Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul, 2008 (Anılış; “*Halka Arz*”).
- **AYTAÇ, Zühtü;** Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, 1988 (Anılış “*Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*”).
- **BAHTİYAR, Mehmet;** Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul, 1996 (Anılış “*Kayıtlı Sermaye Sistemi*”).
- **BARBER; David H.;** Gilbert Law Summaries: Securities Regulation, 4th Edition, USA, 1987.
- **BROWN, Meredith M.;** Mechanics of Global Equity Offerings, Structuring the Offering and Negotiating the Underwriting Agreement, Great Britain, 1995 (Anılış “*Mechanics of Global Equity Offerings*”).
- **BROWN, Meredith M.;** Global Offerings of Securities, Access to World Equity Capital Markets, London, 1994. (Anılış “*Global Offerings of Securities*”).
- **COFFEE, John C. / SELIGMAN, Joel / SALE, Hillary A.,** Federal Securities Laws, Selected Statutes, Rules and Forms, New York, 2005 (Anılış “*Federal Securities Laws*”).
- **COFFEE, John C. / SELIGMAN, Joel,** Securities Regulation, Cases and Materials, 2003, New York (Anılış “*Securities Regulation, Cases and Materials*”).

- **COX, James D. / HILLMAN, Robert W. / LANGEVOORT, Donald C.**, Securities Regulation, Cases and Materials, New York, 2004.
- **DOMANIÇ, Hayri**; Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi-II, İstanbul, 1988.
- **GOLDBERG-DARMON, Muriel**; Le Droit de l'Introduction en Bourse, Revue Banque Edition, Paris, 2003.
- **GÖZÜBÜYÜK, A. Şeref**; Yönetim Hukuku, 14. Bası, Ankara, 2000.
- **GREENE, Edward F./BELLER, Alan L./ROSEN, Edward J./SILVERMAN, Leslie N./BRAVERMAN, Daniel A./SPERBER, Sebastian R.**, U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, 6. Bası, New York, 2001 (Anılış "*Greene ve Diğerleri*")
- **GÜNAL, Vural**; Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul, 1997 (Anılış; "*Araçlar-Kurumlar*").
- **GÜNAL, Vural**; Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Ankara, 1987 (Anılış; "*Sermaye Piyasası Hukuku*").
- **GÜNAL, Vural**; Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul, 2007 (Anılış; "*Sermaye Piyasası Hukuku Esasları*").
- **HAZEN, Thomas Lee**, Principles of Securities Regulation, Chapel Hill, North Carolina, Haziran, 2005 (Anılış; "*Principles of Securities Regulation*").
- **HAZEN, Thomas Lee / Securities Regulation, Selected Statutes, Rules and Forms**, Minnesota, 2006 (Anılış; "*Selected Statutes, Rules and Forms*").
- **İHTİYAR, Mustafa**; Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 2006.
- **İMREGÜN, Oğuz**; Anonim Ortaklıklar, İstanbul, 1989.
- **JENNINGS, Richard W./MARSCH, JR, Harold/COFFEE, John C./SELIGMAN, Joel**; Securities Regulation Cases and Materials, 8th Ed., New York, 1998, s. 88.
- **JENNINGS, Richard W./MARSCH, JR, Harold/COFFEE, John C.**; Securities Regulation, Cases and Materials, New York, 1992.
- **KABAALIOĞLU, Haluk A.**; Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985 (Anılış "*Kamuyu Aydınlatma İlkesi*").
- **KALAYCI, Şeref**; Intermediation in Capital Markets A Comparative Study: Turkey and U.S.A., Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayım no: 137, Ekim, 2001.
- **KARA, Şinasi**; Sermaye Piyasası, İstanbul, 1990.

- **KÜÇÜKSÖZEN, Cemal;** Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Yayın no: 131, Ankara, 1999.
- **KÜTÜKÇÜ, Doğan;** Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, İstanbul, 2004 (Anılış “*Sermaye Piyasası Hukuku, C. I*”).
- **LOSS, Louis/SELIGMAN, Joel,** Fundamentals of Securities Regulation, 2004, New York.
- **LOSS, Louis / SELIGMAN, Joel,** Securities Regulation, Volume I, , 2005, New York (Anılış, “*Securities Regulation, Volume I*”).
- **MANAVGAT Çağlar;** Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara, 1991 (Anılış “*Aracı Kurumlar*”).
- **MANAVGAT Çağlar;** Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 64 (Anılış “*Aleni Pay Alım Teklifi*”).
- **MANAVGAT Çağlar;** Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Ankara, 2008 (“*Manipülasyon*”).
- **MOROĞLU, Erdoğan;** Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, 2. Baskı, İstanbul, 2003, (Anılış “*Sermaye Artırımı*”).
- **NAGY, Donna M. / PAINTER, Richard, W / SACHS, Margaret, V.,** Securities Litigation and Enforcement, Cases and Materials, Minnesota, 2003.
- **OĞUZMAN, M. Kemal/ÖZ, M. Turgut,** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 3. Bası, İstanbul, 2000.
- **ÖZTAN, Fırat;** Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara, 1997.
- **PERRY, James;** The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide, Sweet & Maxwell, Londra, 2001.
- **PICON, Olivier;** La Bourse, Encyclopédie DELMAS, 14e Edition, Paris, 2000.
- **POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin,** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 9. Bası, İstanbul, 2003.
- **RATNER, David L./HAZEN, Thomas Lee;** Securities Regulation Cases and Materials, 5. Baskı, St. Paul, Minnesota, 1996.
- **RATNER, David L;** Securities Regulation, St. Paul, Minnesota, 1992.

- **REİSOĞLU, Safa**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul, 2004, Beta Yayınevi, 16. Bası.
- **RENZ, Jean**; La Bourse des Valeurs Mobilières à Bâle, Neuchatel, 1933.
- **SODERQUIST, Larry D. / GABALDON, Theresa A.**, Securities Law, New York, 2007.
- **SOMER, Mehmet**; Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul, 1990.
- **ŞENGÜL, Selami**; Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları, Ankara, 2002.
- **TANÖR, Reha**; Türk Sermaye Piyasası, C. I, Taraflar, İstanbul, 1999 (Anılış “*Taraflar*”).
- **TANÖR, Reha**; Sermaye Piyasası Hukuku, C. II, Halka Arz, İstanbul, 2000 (Anılış “*Halka Arz*”).
- **TEKİL, Fahiman**; Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul, 1998
- **TEKİNALP, Ünal**; Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982 (Anılış “*Sermaye Piyasası*”).
- **TUNCER, Selahattin**; Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), İstanbul, 1985.
- **TURANBOY, Asuman**; Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998 (Anılış “*Varakasız Kıymetli Evrak*”).
- **TURANBOY, Asuman**; Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, Ankara, 2002 (Anılış “*Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması*”).
- **TURANBOY, Asuman**; Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü (Anılış “*Insider Muameleleri*”).
- **ULUSOY, Yılmaz**; Sermaye Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması, Ankara, 1981.
- **ÜNAL, Oğuz Kürşat**; Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara, 2005 (Anılış; “*Sermaye Piyasası Hukuku*”).
- **ÜNAL, Oğuz Kürşat**; Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, Ankara, 1997 (Anılış “*Aracı Kurumlar*”).
- **ÜNAL, Oğuz Kürşat**; Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara, 1999 (Anılış “*Halka Açık*”).

- **ÜNAL, Oğuz Kürşat;** Menkul Kıymetler, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988 (Anılış “*Türk ve ABD Hukukunda Menkul Kıymetler*”).
- **ÜNAL, Targan;** Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1990.
- **VIJVER, Niels R. Van de;** Securities Regulation in the Netherlands, Boston, 1994.
- **WHELAN, William J.; III,** Securities Offerings 2007 Operating Under the New Rules, New York, 2007.
- **WOOD, Philip R.;** International Loans, Bonds and Securities Regulation, London, 1995.
- **YANLI, Veliye;** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul, 2005.
- **YASAMAN, Hamdi;** Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, 1992 (Anılış; “*Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*”).

MAKALELER

- **AYOĞLU, Tolga;** Sermaye Piyasası Hukuku’nda Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2004/1, Prof. Dr. Erden Kuntalp’e Armağan, s. 425–462 (Anılış “*Tam ve Nakden Ödeme İlkesi*”).
- **AYOĞLU, Tolga;** “Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Katılımı ile Alınan Genel Kurul Kararlarının Akıbeti (TTK. m. 361/3’ün Uygulama Alanı)”, Prof. Dr. Kemal Oğuzman’a Armağan, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 1/2002, s. 734–746 (Anılış “*Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Katılımı ile Alınan Genel Kurul Kararlarının Akıbeti*”).
- **AYTAÇ, Zühtü;** Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi, C. XL S. 1–4, 1985, s. 229–253 (Anılış “*Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler*”).
- **BARCASKEY, Matthew J.;** Do SEC Regulations Constrain Offer Price Revisions of IPOs?, Williamsburg, 2005.
- **BARONDES, Royce de Rohan;** Correcting the Empirical Foundations of Ipo-Pricing Regulation, 2005, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=712942.
- **BODEN, Neslihan;** “Ek Satış Hakkının Kullanımı, Piyasa Yapıcılığı İşlevi Açısından Değerlendirilmesi, Çeşitli Ülke Uygulamaları (*Overallotment Option*)”, Sermaye Piyasası Kurulu, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Ankara, 2001.

- **CORNELLI, Francesca/GOLDREICH, David;** Bookbuilding: How informative is the Order Book?, 2003, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275328.
- **ÇEKER, Mustafa;** “Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul, 1998.
- **ÇELİKKAYA, Ali/ÇELİKTAŞ, İlyas;** “Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı ile Getirilen Düzenlemeler”, Legal Mali Hukuk Dergisi, 2008, No: 22–23, s.2441–2459.
- **ENRIQUES, Luca,** EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?, Mayıs, 2005, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730388.
- **ENRIQUES, Luca / GATTI, Matteo,** Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?, 2008, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=982282.
- **ERDEM, Ercüment;** Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2/2002.
- **FERRAN, Eilis,** Cross-border Offers of Securities in the EU: The Standard Life Flotation, Aralık, 2006, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=955252.
- **FERRARİNİ, A. Guido,** Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses, 2002, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314576.
- **GÜNAL, Vural;** “Sermaye Piyasasında Halka Arz”, Prof. Dr. Erden Kuntalp’e Armağan, Cilt I Özel Hukuk, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 1/2004 (Anılış; “*Sermaye Piyasasında Halka Arz*”).
- **HELVACI, Mehmet;** “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1995–96, Vol. 18 No: 1–4, s. 162 vd.
- **KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray/ALAGÖZ, Ayşegül,** İMKB’de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi, 2006, çevrimiçi: <http://iibf.baskent.edu.tr/bilimsel/yayinlar.php?yil=2006>.
- **KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray;** Underpricing in Turkey: A Comparison of the IPO Methods, 2006, çevrimiçi: <http://iibf.baskent.edu.tr/bilimsel/yayinlar.php?yil=2006>.

- **KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, ARIKAN, Özlem, AKGÜN, Fatma**, İlk Halka Arzlarda (IPO) Yatırımcıların Bilgilendirilmesi, 2006, çevrimiçi: <http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/ILKHALKA.pdf>.
- **MOROĞLU, Erdoğan**; Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler I, 2. Baskı, İstanbul, 2001, s. 279–289 (Anılış “*Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu*”).
- **PASLI, Ali**; “Türk Hukuku’nda Menkul Kıymet Kavramı”, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul, 2007, s. 1513–1579.
- **PUKTHUANTHONG, Kuntara/VARAIYA, Nikhil P./WALKER, Thomas H.**, Book Building versus Auction Selling Methods: A Study of U.S. IPOs, 2005, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326785.
- **RAGNARSSON, Birgir Mar**, The Development of the EU Disclosure Regime and Regulatory Competition, Nisan, 2003, çevrimiçi: http://books.google.com.tr/books?id=x1rroN4tpucC&pg=PA283&lpg=PA283&dq=Ragnarsson,+The+Development+of+the+EU+Disclosure+Regime+and+Regulatory+Competition'&source=bl&ots=P9Su-3zkm&sig=4ytL-UHIFxMkxo8zmOpjb_S48lQ&hl=tr&ei=ixn0S6njN56emwOZuN2ZDQ&sa=X&oi=book_result&ct=result&resnum=1&ved=0CBQQ6AEwAA#v=onepage&q=Ragnarsson%2C%20The%20Development%20of%20the%20EU%20Disclosure%20Regime%20and%20Regulatory%20Competition'&f=false.
- **SCHAMMO, Pierre**, The Prospectus Approval System, 2006, çevrimiçi: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930308.
- **TANÖR, Reha**; “Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Denetim Mekanizmalarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Model Önerisi”, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2/2005 (Anılış “*Denetim Mekanizmaları*”).
- **TEKİNALP, Ünal**; “Sermaye Piyasası Kanununa Göre Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar ile Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Ortaklık Farklılığı”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. 28, 1981, s. 300 vd. (Anılış “*Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar ile Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Ortaklık Farklılığı*”).
- **TEKİNALP, Ünal**; “İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği”, Batider C. XVII, S. 2, Aralık, 1993, s. 33 vd. (Anılış “*AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme*”).
- **TEOMAN, Ömer**; “Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1994, Vol. 17 No: 3–4, s. 39 vd. (Anılış “*Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzolanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi*”).

- **TEOMAN, Ömer;** “Kayıtlı Sermaye Sistemini Kabul Eden Anonim Ortaklıklarda TTK. m. 324 Denetimi”, Ticaret Hukukunun Güncel Sorunları II, Prof. Dr. Selim Kaneti’ye Armağan (Anılış “*TTK. m. 324 Denetimi*”).
- **YASAMAN, Hamdi;** “Sermaye Piyasası Hukuku’nun Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Üzerindeki Etkileri ve Sermaye Artırımı”, Erdoğan Teziç’e Armağan, İstanbul, 2007.

DİĞER KAYNAKLAR

- **DELOÏTTE;** Regulatory Radar, Newsletter on Banking and Financial Regulation, 2010, çevrimiçi: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Belgium/Local%20Assets/Documents/EN/Insights/Newsletters/Regulatory%20radar/Issue%2022%20-%20March%202010/be-ers-regulatoryradar-22-march2010.pdf>.
- **SERMAYE PİYASASI KURULU,** Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007, çevrimiçi: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=77&fn=77.pdf>.
- **SIDLEY & AUSTIN,** International Securities Law, London, 1992.
- http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_Holding_Izahname_Tadil_Metni.pdf;
- http://www.akfen.com.tr/doc/0_HalkaArz_Sirkuleri.pdf.
- <http://www.akmenkul.com.tr/aksa/Aksa%20İzahname%20Değişiklik.pdf>.
- http://www.akmenkul.com.tr/aksa/aksa_popup.html.
- http://www.akmenkul.com.tr/aksa/AKSEN_izahname.pdf.
- http://www.cesr-eu.org/data/document/02_060.pdf.
- <http://www.cnmv.es/Delfos/autoridades/fesco/fesco4.pdf>.
- <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/rule505.html>.
- <http://www.law.uc.edu/CCL/33ActRIs/rule506.html>.
- <http://www.sec.gov/answers/rule505.htm>.
- <http://www.sec.gov/investor/pubs/rule144.htm>.
- <http://www.vob.org.tr/vob/turkish/egitim/piyasa/faq.rtf>.

ÖZGEÇMİŞ

Senem MUTLU UŞAKLI; 1982 yılında İstanbul'da doğdu.

Lise eğitimini Galatasaray Lisesi'nde; lisans eğitimini Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde tamamladı.

Yüksek lisans eğitimine; Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bölümü'nde devam etmektedir.

2007 yılından bu yana İstanbul Barosu'na kayıtlı olarak avukatlık yapmaktadır.

Fransızca ve İngilizce bilmektedir.

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite	Galatasaray Üniversitesi
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı Soyadı	Senem Mutlu Uşaklı
Tez Başlığı	“Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri”
Savunma Tarihi	
Danışmanı	Prof. Dr. Hamdi Yasaman

JÜRİ ÜYELERİ

Prof. Dr. Hamdi Yasaman

Prof. Dr. Ercüment Erdem

Yrd. Doç. Dr. Ferna İpekeli