

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

**SERMAYE PİYASASI HUKUKU'NDA
“HALKA ARZ” KAVRAMI ve
HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİ**

DOKTORA TEZİ

TOLGA AYOĞLU

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hamdi YASAMAN
(Galatasaray Üniversitesi)**

- Haziran 2006 -

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
i) Sermaye Piyasaları, İşlevleri ve Ülkemizdeki Hukukî Alt Yapısı.....	1
ii) Konunun Tanıtımı.....	6
iii) Yöntem ve Plan.....	8
iv) Terminoloji.....	9
BİRİNCİ BÖLÜM: İHRAÇ ve HALKA ARZ KAVRAMLARI	14
I. İHRAÇ	14
A. Genel Olarak	14
1. Tanımı ve Niteliği.....	14
2. Sonuçları.....	15
3. Tabi Olduğu Hukuki Rejim.....	16
a. Türk Hukuku'nda.....	16
b. ABD Hukuku'nda.....	16
c. Avrupa Birliği Hukuku'nda.....	17
B. İşlevi	21
C. İhraççı Kavramı	22
D. İhraç İşleminin Konusu: Sermaye Piyasası Araçları	25
1. Menkul Kıymetler.....	27
a. Tanım ve Unsurları.....	27
aa. Yasal Tanım.....	27
ab. Doktrinde Verilen Tanımlar.....	29
ac. Kıymet Hakkı Kavramı.....	31
ad. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda Benimsenen Tanım.....	32
b. Menkul Kıymet Niteliğinde Kabul Edilen Sermaye Piyasası Araçları.....	33
2. Diğer Sermaye Piyasası Araçları.....	36
E. Kayda Alma Sistemi	38
1. Kayda Alma ve İzin Sistemlerinin Karşılaştırması.....	38
2. Kayda Alma Başvurusu ve Değerlendirilmesi.....	41
3. Kayda Almadan Muafiyet.....	44
4. Raf Kayıt Sistemi.....	46
F. İhraç İşlemlerinde Kullanılan Satım Modelleri	48
1. Halka Arz Yolu ile Satış.....	49
2. Halka Arz Edilmeksizin Satış (Tahsisli Satış).....	49
a. Genel Olarak.....	49

b. Türk Hukukunda Öngörülen Düzenleme.....	51
ba. Genel Olarak.....	51
bb. Hisse Senetleri Bakımından.....	53
bc. Hisse Senetlerinin Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçları Bakımından.....	54
bd. Kişisel Değerlendirmemiz.....	56
c. Amerikan Hukukunda Halka Arz Edilmeksizin Satışlar Bakımından Öngörülen Düzenleme.....	59
II. HALKA ARZ.....	66
A. Tanımı.....	66
B. Hukuki Niteliği.....	72
C. İşlevleri.....	75
1. Mülkiyetin Küçük Yatırımcı ile Paylaşılması.....	75
2. Finansman Sağlama.....	76
3. Ortaklıktan Ayrılma Mekanizması Olarak Kullanılması.....	78
D. Konusu.....	79
E. Türleri.....	80
1. Birinci El Piyasasında Halka Arz (“Initial Public Offering”- “IPO”).....	80
a. Hisse Senetlerinin Birinci El Piyasasında Halka Arz Edilmesi.....	81
aa. Tedrici Kuruluş Esnasında Halka Arz.....	81
ab. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz.....	82
b. Hisse Senetleri Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçlarının Birinci El Piyasasında Halka Arz Edilmesi	84
2. İkinci El Piyasasında Halka Arz (“Secondary Offering”- “SPO”).....	85
a. Genel Olarak.....	85
b. Ortaklığın Onayı.....	86
3. Karma Halka Arzlar.....	88
F. Halka Arzın Olumlu ve Olumsuz Sonuçları.....	88
1. Halka Arzın Olumlu Sonuçları.....	88
a. Finansman Sağlanması.....	89
b. İhraççı Ortaklığın Kredibilitesinin Artması.....	89
c. Hisse Senetlerinin Likit Enstrüman Niteliği Kazanması.....	90
2. Halka Arzın Olumsuz Sonuçları.....	91
a. SPKn.’nun Öngördüğü Yükümlülüklerle Tabi Olma.....	91
b. Ortaklığın Kontrolünün El Değiştirmesi Riski.....	92
G. Halka Arz Süreci.....	93
1. Halka Arz Edilecek Sermaye Piyasası Araçlarının Kayda Alınması.....	93
a. Kayda Aldırma Zorunluluğu.....	93
aa. Türk Hukuku’nda.....	93
ab. ABD Hukuku’nda.....	93
ac. Kişisel Değerlendirmemiz.....	96
b. Başvuruya Eklenecek Belgeler.....	98
c. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Kayda Alma Koşulları.....	98
ca. Tebliğ’de Aranılan Koşullar.....	98
cb. Satılmayan Hisse Senetlerinin Satın Alınacağına Taahhüt Edilmesi.....	100
d. Kayda Alma Başvurusunda Bulunmamanın Sonuçları.....	104
da. Hukuki Sonuçları.....	104
db. Cezai Sonuçları.....	105
2. İzahname ve Sirküler.....	105

a. İzahname ve Sirkülerin Tanım ve İşlevleri.....	105
aa. İzahnamenin Tanım ve İşlevi.....	105
ab. Sirkülerin Tanım ve İşlevi.....	108
b. İzahname ve Sirkülerde Yer Alacak Bilgiler.....	109
ba. İzahnamenin İçeriği.....	109
bb. Sirkülerin İçeriği.....	113
c. İzahname ve Sirkülerin Hazırlanması.....	113
d. İzahname ve Sirkülerde Değişiklik Yapılması.....	114
e. İzahname ve Sirkülerde Yer Alan Bilgilerden Doğan Hukuki Sorumluluk.....	115
ea. Öngörülme Nedeni (<i>Ratio Legis</i>).....	115
eb. Mukayeseli Hukuktaki Görünüm.....	118
ec. Türk Hukuku'nda Benimsenen Sistem.....	126
eca. SPKn.'nda Yer Alan Düzenleme.....	126
ecb. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda Benimsenen Sistem.....	129
ed. İzahnameden Doğan Sorumluluğun Hukuki Niteliği.....	130
3. Satış.....	134
a. Satış Yöntemleri.....	135
aa. Talep Toplama Yöntemi.....	135
ab. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	136
ac. Borsada Satış Yöntemi.....	136
b. Ek Satış	137
c. Borsaya Kotasyon.....	139
ca. İhtiyari Niteliği.....	140
cb. Kotasyon Şartları.....	141
d. Tam ve Nakden Ödeme İlkesi.....	142
e. Sermaye Piyasası Araçlarının Teslimi.....	146
f. Satış Sonuçlarının Kurul'a Bildirilmesi.....	148
4. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik İşlemler.....	149
a. Tanımı, İşlevleri ve Hukukî Temeli.....	149
b. Türleri.....	152
c. Ek Alım Opsiyonu.....	154

İKİNCİ BÖLÜM:

HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİ.....	159
--	------------

I. GENEL OLARAK.....	159
A. Tanımı, Yasal Dayanağı ve Özellikleri.....	159
1. Tanımı.....	159
2. Yasal Dayanağı.....	161
3. Özellikleri.....	162
B. Konusu.....	163
C. İşlevleri.....	165
1. Riskin İhraçcının Üzerinden Alınması.....	165
2. Sürecin Konusunda Uzmanlaşmış Sektör Kurumları Tarafından Yürütülmesi.....	167
3. Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatlarının Gerçek Değerlerine Uygun Olarak Belirlenmesinin Sağlanması.....	168
D. Tarafları.....	168
1. Satıcı/Satıcılar.....	168

a. İhraççı.....	169
b. Pay Sahipleri.....	169
c. Kurucular.....	169
2. Aracı Kuruluşlar.....	170
a. Genel Olarak.....	170
b. Ticari Bankalar (Mevduat Kabul Eden Bankalar) Bakımından Türk Hukuku'nda Benimsenen Yaklaşım.....	172
ba. Türk Hukuku'ndaki Süreç.....	173
bb. Mukayeseli Hukuktaki Durum.....	175
bba. ABD Hukuku'ndaki Düzenleme.....	175
bbb. Diğer Ülkelerdeki Durum.....	180
bc. Türk Hukuku'nda Mevduat Kabul Eden Bankalar Bakımından Benimsenen Sisteme Yönelik Değerlendirmemiz.....	180
3. Aracılık Sözleşmesinden Doğan Hak ve Borçların Devri.....	183
E. Türleri.....	185
1. Genel Olarak.....	185
2. Yüklenimsiz Aracılık Sözleşmeleri (En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmeleri).....	188
a. Genel Olarak.....	188
b. Alt Türleri.....	190
3. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri.....	191
a. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri.....	191
b. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri.....	194
3. Karma Türler.....	197
a. Kısmen En İyi Gayret Kısmen Bakiyeyi Yüklenim.....	197
b. Kısmen En İyi Gayret Kısmen Tümünü Yüklenim.....	198
c. Kısmen Tümünü Kısmen Bakiyeyi Yüklenim.....	199
F. Kuruluşu ve Şekli.....	199
1. Kuruluşu.....	199
2. Şekli.....	202
G. Asgari İçeriği.....	204
H. İhtiyari Niteliği.....	207
1. Aktedilmesinin Zorunlu Olduğu Haller.....	208
a. Hisse Senetlerinin Halka Arzında.....	208
b. Hisse Senetlerinin Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında.....	211
2. Aktedilmesinin Mümkün Olmadığı Haller.....	213

II. HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ.....	214
A. Yüklenimsiz Aracılık Sözleşmeleri.....	215
1. Doktrinde İleri Sürülen Görüşler.....	216
2. Kişisel Görüşümüz.....	218
B. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri.....	225
1. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri.....	225
a. Doktrinde İleri Sürülen Görüşler.....	225
b. Kişisel Görüşümüz.....	227
2. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri.....	233
a. Doktrinde İleri Sürülen Görüşler.....	233
b. Kişisel Görüşümüz.....	234
C. Karma Aracılık Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği.....	236

III. HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİNDE	
TARAFLARIN BORÇLARI.....	237
A. İhraççı ya da Pay Sahibinin Borçları.....	237
1. İhraççı ya da Pay Sahibinin Asli Edim Yükümlülükleri.....	237
a. Aracılık Ücretinin Ödenmesi.....	237
b. Sermaye Piyasası Araçlarının Mülkiyetini Nakletme.....	242
2. İhraççı ya da Pay Sahibinin Yan Edim Yükümlülükleri.....	242
a. Aracılık Masraflarını Ödeme.....	242
b. Belirli Bir Süre Boyunca Yeni Bir Halka Arz Gerçekleştirmeme.....	243
B. Aracı Kuruluşun Borçları.....	245
1. Aracı Kuruluşun Asli Edim Yükümlülükleri.....	245
a. Danışmanlık Hizmeti Verme.....	246
aa. Genel Olarak.....	246
ab. Fiyatın Tespiti.....	247
b. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışına Aracılık Yapma.....	252
c. Sermaye Piyasası Araçlarının Bedellerini Ödeme.....	254
2. Aracı Kuruluşun Yan Borçları.....	257
a. Talimatlara Uygun Hareket Etme.....	257
b. İşi Bizzat Yapma.....	258
c. Sadakat ve Özenle İfa.....	260
d. Bilgi ve Hesap Verme Borcu.....	265
e. Satılmayan Sermaye Piyasası Araçlarını ve Aldıklarını Geri Verme.....	265
f. Sır Saklama Borcu.....	266
IV. ARACILIK KONSORSİYUMU.....	267
A. Genel Olarak.....	268
1. Aracılık Konsorsiyumlarının Oluşum Süreci ve İşlevleri.....	268
2. Aracılık Konsorsiyumunun Hukuki Niteliği.....	274
3. Konsorsiyum Sözleşmesinin İçeriği.....	279
4. Konsorsiyum Sözleşmesinin Şekli	281
5. Aracılık Konsorsiyumunun Türleri.....	282
a. Satış - Yüklenim Konsorsiyumları.....	282
b. Geçici - Sürekli Konsorsiyumlar.....	285
c. Sabit Fiyatla Satım Konsorsiyumları.....	287
d. Satış İşleminin Gerçekleştirilme Şekline İlişkin Ayırımalar.....	287
B. Konsorsiyum Üyeleri Arasındaki İç İlişki.....	288
1. Yönetim Yetkisi.....	288
2. Temsil Yetkisi.....	292
3. Ortakların Konsorsiyuma (Diğer Ortaklara) Karşı Borçları.....	293
a. Katılma Payını İfa Borcu.....	293
b. Sadakat ve Özen Borçları.....	294
4. Kârın ve Giderlerin Paylaşımı.....	295
C. Konsorsiyum Üyelerinin Üçüncü Kişilere Karşı Sorumlulukları.....	296
1. İhraççı Ortaklığa Karşı Sorumlulukları.....	296
2. Yatırımcılara Karşı Sorumlulukları.....	298
D. Konsorsiyum İlişkisinin Sona Ermesi.....	299

V. SONA ERME.....	301
A. Genel Sona Erme Nedenleri.....	301
B. İmkansızlık Nedeniyle Sona Erme.....	302
C. Haklı Nedenle Fesih.....	305
D. Sözleşmenin Hakim Tarafından Çözülmesi.....	307
E. Uygulanacak Zamanaşımı Süresi.....	312
SONUÇ.....	314

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADR	: American Depositary Receipt
ADS	: American Depositary Shares
age.	: Adı Geçen Eser
agm.	: Adı Geçen Makale
AMEX	: American Stock Exchange
aşa.	: Aşağıda
b.	: Bent
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BK	: Borçlar Kanunu
bkz.	: Bakınız
c.	: Cümle
C.	: Cilt
Co.	: Corporation
CO	: Code des Obligations (İsviçre Borçlar Kanunu)
E.	: Esas Sayısı
EASDAQ	: European Association of Securities Dealers Automated Quotations
EC/EEC	: European Community/ European Economic Community
Ed.	: Baskı (<i>ing.</i> “edition”, <i>fr.</i> “édition”)
EDGAR	: Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System
f.	: Fıkra
FSA	: Financial Services Authority
GAAP	: Generally Accepted Accounting Principals
GDR	: Global Depositary Receipt
HUMK	: Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
IDR	: International Depositary Receipt
Inc.	: Incorporation
IPMA	: International Primary Market Association
IPO	: Initial Public Offering
İBK	: İsviçre Borçlar Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JdT	: Journal des Tribunaux
K.	: Karar Sayısı
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu

OJ	: Official Journal of the European Union
md.	: Madde
Minn.	: Minnesota- ABD
MK	: Türk Medeni Kanunu
Mük.	: Mükerrer
NASD	: National Association of Securities Dealers
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
No.	: Numara
no. (§)	: Paragraf Numarası
NYSE	: New York Stock Exchange
PORTAL	: Private Offerings, Resales and Trading Through Automated Linkage
QIB	: Nitelikli Kurumsal Yatırımcı (“Qualified Institutional Buyer”)
RG.	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
sec.	: Section
SEC	: Securities and Exchange Commission
Seri : I No: 26 sayılı Tebliğ	: Seri: I No: 26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” (RG. 15.11.1998, S. 23524).
Seri : V No: 46 sayılı Tebliğ	: Seri:V No: 46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” (RG. 7.9.2000, S. 24163).
SMEs	: Küçük- Orta Boy İşletmeler (“Small and Medium Enterprises”)
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPO	: Secondary Public Offering
T.	: Tarih
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
US/USA	: United States/ United States of America
USD	: Amerikan Doları (“United States Dollar”)
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume
YTL	: Yeni Türk Lirası
yuk.	: Yukarıda

GİRİŞ

i) Sermaye Piyasaları, İşlevleri ve Ülkemizdeki Hukukî Alt Yapısı

Finansal piyasalar (“*financial markets*”), “bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasındaki fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukukî ve idari kurallardan oluşan organik doku” olarak tanımlanmakta¹ ve “para piyasaları”² (“*money markets*”) ile “sermaye piyasaları” (“*capital markets*”) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır³. Para ve sermaye piyasaları arasındaki temel fark, arz ve talep olunan fonların vadelerinde karşımıza çıkmaktadır. Para piyasaları, bir yıldan kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olarak tanımlanırken⁴; sermaye piyasaları bir yıl ya da daha uzun vadeli fon talebinin karşılanmasına hizmet ederler⁵. Bu noktadan hareketle, para piyasalarının kısa vadeli; sermaye piyasalarının ise orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin bulunduğu piyasalar olarak tanımlandığı görülmektedir⁶.

Orta ve uzun vadeli fon ihtiyacı içerisinde olan ortaklıklar, bu ihtiyaçlarını, ihraç ettikleri sermaye piyasası araçlarını fon sahiplerine satmak suretiyle sermaye piyasalarından karşılamaktadırlar. Belirtmek gerekir ki, sermaye piyasaları da kendi

¹ **Selahattin Tuncer**, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori- Uygulama), İstanbul 1985, s. 3.

² Para piyasaları da kendi içerisinde, “örgütlenmiş” ve “örgütlenmemiş” para piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadırlar (**Tuncer**, s. 9). Bankalar arası piyasa örgütlenmiş para piyasasını oluştururken, işletmelerin birbirleri ve müşterileriyle olan ilişkileri ile bankacılık sistemi dışında kalan diğer işlemlerin örgütlenmemiş para piyasasını oluşturdukları kabul edilir (**Mehmet Bolak**, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Bası, İstanbul 1994, s. 17; **Tuncer**, s. 9). Para piyasalarında; bir yıldan kısa vadeli kambyo senetleri, hazine bonusu niteliğindeki devlet iç borçlanma senetleri ve kredi kartları ile benzeri kısa vadeli finansman araçları vasıtasıyla kamunun, özel sektörün ve bireylerin finansman ihtiyaçları karşılanır (**Ali Sait Yüksel/ Gültekin Rodoplu**, Sermaye Piyasası, İstanbul 1980, s. 3; **Bolak**, s. 8).

³ **Tuncer**, s. 3; **Ümit Ataman/ Halil Kibar**, Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, İstanbul 1999, s. 4.

⁴ **Ataman/ Kibar**, s. 4.

⁵ **Ataman/ Kibar**, s. 4.

⁶ **Tuncer**, s. 10; **Erdoğan Moroğlu**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler I, 2. Baskı, İstanbul 2001, s. 279.

içlerinde “birinci” (“*primary market*”) ve “ikinci el piyasaları” (“*secondary market*” ya da “*aftermarket*”) olmak üzere ikiye ayrılırlar⁷. Birinci el piyasaları; yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları satın alan kimselere, bedelleri karşılığında teslim edildiği piyasalardır. Daha da açık bir biçimde ifade etmek gerekir ise, ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının ilk sahiplerine dağıtım süreci birinci el piyasasını oluşturmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının bu piyasalarda satışı sonucu toplanan fonlardan ihraççılar yararlanmaktadır. İkinci el piyasaları ise; daha önceden ihracı yapılarak tedavüle çıkartılan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından satışa sunulduğu piyasalardır. Bu piyasalarda gerçekleştirilen işlemler sonucunda oluşan fon transferi ihraççıyı ilgilendirmemektedir; sermaye piyasası araçlarının satımı karşılığında elde edilen gelirden, bu araçların satışını yapan kimseler yararlanmaktadır.

İkinci el piyasaları da kendi aralarında “teşkilatlanmış piyasalar” (bir diğer ifadeyle “organize piyasalar”) ve “teşkilatlanmamış piyasalar” (“tezgahüstü piyasalar”) olarak ikiye ayrılırlar. Teşkilatlanmış piyasalar, “menkul kıymet borsaları” ile “teşkilatlanmış diğer piyasalardan” oluşmaktadır⁸. Teşkilatlanmamış piyasalar ise “tezgahüstü piyasalardır” (“*over-the-counter markets*” ya da “*dealer markets*”). Bu piyasalar, “paralel piyasalar” ya da “alternatif piyasalar” adıyla da anılmaktadırlar. Bu tür piyasalar; genellikle hukukî bir alt yapısı ve operasyonel düzenlemesi olmayan⁹, işlem yapabilmek için piyasa üyesi olmanın zorunlu

⁷ Ataman/ Kibar, s. 5; Tuncer, s. 10.

⁸ Borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, SPKn.’nın 40. maddesinde düzenlenmektedir. Bu hükmün IV. fıkrası, Kurul’a; küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkân sağlayacak piyasalar ile sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı diğer teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeler yapma yetkisini vermektedir. Kurul, bu yetkisini, Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymet Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’i çıkararak kullanmıştır (RG. 18.3.2003, S. 25052). Bu piyasalar da, aynen menkul kıymet borsaları gibi, ancak piyasa üyelerinin faaliyet gösterebileceği piyasalardır. İşlemler piyasanın kurucusu olan anonim şirketin hazırladığı piyasa yönetmeliği çerçevesinde gerçekleştirildiğinden; bu tarz piyasalar, hukukî yapıları itibarıyla aşağıda açıklanacak olan tezgahüstü piyasalardan farklıdırlar (Ayrıntılı bilgi için bkz. **Veliye Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 83- 85).

⁹ **Yanlı**, s. 85- 86. Tezgahüstü piyasaları, hukukî alt yapıdan yoksun oldukları ve gözetim sistemleri bulunmadığı için teşkilatlanmış piyasalara oranla daha riskli piyasalardır (**Yanlı**, s. 86). Bu piyasalar, menkul kıymetler borsalarına kotasyon şartlarını yerine getirmekte zorlanabilecek olan küçük ve orta boy işletmeler tarafından, kotasyon şartlarının borsalara oranla daha hafif olması ve kotasyon maliyetinin daha düşük bulunması nedeniyle, özellikle hisse senetlerinin pazarlanması bakımından tercih edilmektedirler. En gelişmiş tezgahüstü piyasası olarak Amerika Birleşik Devletleri’ndeki NASDAQ (“National Association of Securities Dealers Automated Quotations”) örnek gösterilebilir. Bu piyasa, 1971 yılında kurulduğundan bu yana o denli gelişmiştir ki; bugün, New York Borsası’na

bulunmadığı¹⁰, fiyatın alıcı ve satıcı arasında piyasa fiyatından bağımsız olarak kararlaştırılabildiği, borsalardan farklı olarak alım- satım emirlerinin doğrudan karşılaştığı bir fiziki mekânı bulunmayan¹¹, işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiği aracilar arası piyasalardır¹².

Birinci ve ikinci el piyasalarının yanı sıra, “gri piyasa” adı verilen üçüncü bir piyasa türünden de bahsedilmektedir. Gri piyasa terimi; sermaye piyasası araçlarının, ihraçlarından, bir diğer ifadeyle hukuken ihdas olunmalarından önce, ihraç haberinin yayılması sonrasında profesyonel aracilar (“broker” ve “dealer”lar)¹³ arasında alınıp satıldıkları süreci ifade etmek üzere kullanılmaktadır¹⁴. Sermaye piyasası araçları bu dönemde henüz hukuken yaratılmamış olduklarından, gri piyasa; “*sermaye piyasası araçlarının ihraç gerçekleştikten sonra bedeli karşılığında teslim edileceğine dair taahhütlerin profesyonel aracilar arasında alınıp satıldığı piyasalar*” olarak da tanımlanmaktadır¹⁵. Ancak genel eğilimin sermaye piyasalarını birinci ve ikinci el piyasalar olmak üzere ikiye ayırmak yönünde olduğunu ve gri piyasa kavramının yalnızca ihraç öncesi yapılan işlemleri ifade etmek üzere kullanıldığını vurgulamak gerekir¹⁶. Ayrıca, birinci ve ikinci el piyasalarının da, bu piyasalarda işlem gören

(“New York Stock Exchange”) son derece ciddi bir alternatif oluşturmaktadır. NASDAQ’ın başarısı, Avrupa Birliği’ni de, kendi küçük ve orta boy işletmeleri için EASDAQ’ı (“European Association of Securities Dealers Automated Quotations”) kurmaya yöneltmiştir (**Yannis V. Augerinos**, Towards a Pan- European Securities Market for SMEs, European Business Law Review, January/February 2000, s. 16). EASDAQ kurulana değin Avrupa Birliği menşeli küçük ve orta boy işletmelerin kotasyon için Avrupa borsalarını değil de NASDAQ’ı tercih etmeleri, EASDAQ’ın kuruluşunda büyük rol oynamıştır. EASDAQ, 30 Eylül 1996’da Brüksel’de kurularak faaliyetine başlamıştır.

¹⁰ **Oğuz Kürşat Ünal**, Aracı Kurumlar, Ankara 1997, s. 41.

¹¹ **Charles R. Mc Guire**, The Legal Environment of Business, Commerce and Public Policy, Ohio 1986, s. 524.

¹² **John E. Moyer**, The Law of Business Organizations, 5th Ed., USA 1999, s. 240. “Aracilar arası piyasa” ifadesi ile kastedilen, alım-satım işlemlerinin aracı kuruluşlar arasında gerçekleştirilmesidir. Aracı kuruluşların piyasada kendi adlarına gerçekleştirdikleri bu işlemleri gerçekte bir müşteri emrini yerine getirmek üzere yapıyor olmaları hukukî durumu değiştirmez (**Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 41).

¹³ “Üye Temsilcisi” olarak da anılan “broker”lar, temsil ettikleri kuruluşun adına ve hesabına alım satım işlemleri yaparak müşteri emirlerini yerine getirirler (**Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 16. Basım, İstanbul 2001, s. 566). Dealer’lar ise kendi adlarına ve hesaplarına sermaye piyasası aracı alım satım işlemleri ile uğraşan aracılardır.

¹⁴ **Carlo Lombardini**, Droit Suisse Bancaire, Zurich 2002 s. 394; **Graham S. Mc Bain**, Butterworths Banking Law Handbook, 5th Ed., London 2000, s. 988; **Catherine Karyotis**, Circulation Internationale des Valeurs Mobilières, Paris 1994, s. 58.

¹⁵ **Peter Crosswell/ WJL Blair/ Hill/ Hooley/ Philips/ Wood**, Encyclopedia of Banking Law, Volume 3, 1982, s. 784.

¹⁶ Henüz tedavüle çıkarılmamış sermaye piyasası araçlarının gri piyasada alınıp satılması, doktrinde eleştirilen ve olumsuz sonuçlar yaratabileceğine dikkat çekilen, ancak son tahlilde hukuka aykırı

sermaye piyasası araçlarına göre; hisse senetleri birinci el piyasası, hisse senetleri ikinci el piyasası, tahvil- bono birinci el piyasası, tahvil- bono ikinci el piyasası gibi alt sınıflara ayrıldığı ifade edilmelidir. Çalışmamızda, sayılan tüm bu piyasaları birarada ifade etmek üzere, “sermaye piyasaları” terimi çoğul haliyle kullanılacaktır.

Bu noktaya kadarki açıklamalarımızdan da anlaşılacağı üzere, sermaye piyasaları; orta ve uzun vadeli fonların, tasarruf sahipleri ile kurumsal yatırımcılardan toplanarak üretime, yani reel sektöre aktarılmasında köprü görevi görürler. Bir diğer ifadeyle, sermaye piyasaları vasıtasıyla, halk ve özel sektör de kamunun yanı sıra kalkınmanın finansmanına iştirak ederler¹⁷. Söz konusu piyasalar, bu işlevleri itibariyle, kredi işlemleri vasıtasıyla aynı fonksiyonu üstlenen bankacılık sektörü ile birlikte halkın atıl duran tasarruflarının üretime aktarılmasına yönelik iki temel mekanizmadan birini oluşturmaktadırlar. Bu nedenle de, sermaye piyasaları ile bankacılık sisteminin derinlik, büyüklük ve verimlilikleri; makro iktisadi dengelerin sağlanması, istikrar ortamının oluşturulması ve büyüme hedeflerinin tutturulması bakımından büyük önem taşımaktadır.

Sermaye piyasaları, gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde yüz yılı aşkın bir geçmişe sahiptir. Günümüzün dev ekonomilerinin etkin ve hacimli bankacılık sektörü ve sermaye piyasaları sayesinde sürdürülebilir bir büyüme sürecini yakalayarak buldukları noktaya ulaştıkları bilinen bir gerçektir. Çarpıcı bir örnek vermek gerekirse; Amerika Birleşik Devletleri’nde, birinci el piyasalarında, 1980 yılının başlangıcından 1998 yılının sonuna değin gerçekleştirilen toplam halka arz sayısı 9.007’yi bulmaktadır¹⁸. Bu veri dahi, anılan ülkede tasarrufların üretime ne derece etkin bir biçimde aktarıldığını ve sermaye piyasalarının ne denli efektif şekilde kullanıldığını kanıtlamaya tek başına yeterlidir. Benzer şekilde, Kıta Avrupası ülkeleri ile Birleşik Krallık’ta da sermaye piyasalarının ekonomik gelişime büyük ivme kazandırdığı bilinmektedir.

görülmeven bir uygulamadır (**André Tunc**, *Le Droit Anglais des Sociétés Anonymes*, 3ème Edition, Paris 1987, s. 117).

¹⁷ **Suat Mirza**, *Sermaye Piyasası, Türkiye’deki Durumu ve Muhtemel Gelişmesi*, İstanbul 1965, s. 11.

¹⁸ **Randolph Beatty/ Padma Kadiyala**; *Impact of The Penny Stock Reform Act of 1990 on The Initial Public Offering Market*, *Journal of Law and Economics*, Vol: XLVI, October 2003, s. 519.

Ülkemizde ise, ne yazık ki iktisadi büyüme için sermaye piyasalarından uzun yıllar faydalanılmamış ve bu piyasaların oluşturulup yasal düzenlemeye bağlanması için seksenli yılların başlarına kadar beklemek gerekmiştir. Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından 28.7.1981 tarihinde kabul edilen ve halen yürürlükte bulunan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹⁹, 30.7.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş ve o tarihlerde henüz yeni yeni serpilmeye başlayan Türk Sermaye Piyasası'nın hukukî alt yapısını oluşturmuştur. Söz konusu Kanun'da, bugüne değin, piyasaların giderek gelişmesi nedeniyle duyulan ihtiyaç üzerine çok sayıda değişiklik yapılmıştır²⁰. Özellikle 3794 ve 4487 sayılı kanunlar ile yapılan değişikliklerin kapsamlı revizyonlar olduğu belirtilmelidir. 4487 Sayılı Kanun'un 6. maddesiyle SPKn.'nin 17. maddesinde yapılan değişiklik ile; tüm dünyaya hâkim olan sermaye piyasalarının düzenleme ve denetimini bağımsız idari otoritelere bırakma yönündeki eğilime paralel olarak, bu piyasaların düzenleme ve denetim yetkisi ülkemizde de bağımsız idari otorite statüsündeki Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakılmıştır²¹.

Ancak sözü geçen Kanun, her geçen gün daha da gelişmekte ve ilerlemekte olan sermaye piyasalarının ve finans dünyasının ihtiyaçlarını karşılama konusunda giderek yetersiz kalmaktadır. Avrupa Birliği'ne giriş süreci içerisinde Birlik Hukuku'na uyum sağlama zorunluluğu ve bu hukuk sisteminde son yıllarda gerçekleşen kapsamlı mevzuat değişiklikleri, Türk sisteminde de bir kanun değişikliği yapılmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Bu gereksinimin farkında olan Kurul da, gerekli çalışmaları yaparak 2005 yılının Ağustos ayında "Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı"nı hazırlamış ve resmi internet sitesinde yayımlayarak tartışmaya açmış bulunmaktadır²².

¹⁹ Bu aşamadan itibaren kısaca "SPKn." olarak anılacaktır.

²⁰ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda, bugüne değin; 3291 sayılı Kanun (RG. 3.6.1986, S. 19126), 311 sayılı KHK (RG. 29.2.1988, S. 19740), 3794 sayılı Kanun (RG. 13.5.1992, S. 21227), Anayasa Mahkemesi'nin 24.11.1995 tarih ve 22473 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 13.11.1995 gün ve E. 1995/45 K.1995/58 sayılı kararı ile iptal edilen 558 sayılı KHK (RG. 27.6.1995, S. 22326), 4487 sayılı Kanun (RG. 18.12.1999, S. 23910), 4629 sayılı Kanun (RG. 3.3.2001, S. 24335 Mük.) ve 4743 sayılı Kanun (RG. 31.01.2002, S. 24657 Mük.) ile 7 kez değişiklik yapılmıştır.

²¹ Bu aşamadan itibaren kısaca "Kurul" olarak anılacaktır. Kurul'un bağımsız idari otorite niteliğine ilişkin tartışma ve görüşler hakkında bkz. **Melikşah Yasin**, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara 2002, s. 170- 171. Yazar, Kurul'un, "*hizmet bakımından yerinden yönetim kuruluşu olarak nitelendirilmesinin mümkün olduğu*" sonucuna ulaşmaktadır (s. 171).

²² Taslak için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

ii) Konunun Tanıtımı

Yukarıda da belirtildiği üzere, sermaye piyasaları; orta ve uzun vadeli fonların, tasarruf sahipleri ile kurumsal yatırımcılardan toplanarak üretime, yani reel sektöre aktarılmasında köprü görevi görmektedirler. Anılan piyasalar, bu fonksiyonlarını, ihraç veya halka arz olunan sermaye piyasası araçlarının halka ve kurumsal yatırımcılara satılmaları suretiyle yerine getirmektedirler. Bu bakımdan, “ihraç” ve “halka arz” kavramlarının, Sermaye Piyasası Hukuku’nun üzerine kurulu olduğu temel kavramlar olduğu ifade edilebilir.

Sermaye piyasaları, işleyiş mekanizmaları itibariyle, özünde bir aracilar sistemi olarak tanımlanabilirler. Sistemin mantığı; hem birinci el, hem de ikinci el piyasalarında yapılacak işlemlerin, konusunda uzmanlaşmış aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirilmesi üzerine kuruludur²³.

İhraç veya halka arz olunan sermaye piyasası araçlarının halka satışı aşamasında aracı kuruluş kullanılmasının, piyasaların güven ve istikrar içerisinde çalışmasına dört yönden katkısı bulunmaktadır. Öncelikle, aracı kuruluş kullanılması, ihraç ve halka satış süreçlerinin sektörü, işleyişi ve mevzuatı bilen uzman kuruluşlarca organize edilmesini sağlamaktadır. Bu yöntemle, ihraç ve halka arz süreçleri ihraççının tekel ve insiyatifine bırakılmamış; yatırımcıları korumak bakımından, idari denetim otoritesinin yanısıra alternatif bir kontrol mekanizması yaratılmış olmaktadır. İkinci olarak, ihraç ve halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının fiyatlandırılması sürecine aracı kuruluşların aktif ve etkin bir biçimde katılımı sağlanarak; bu araçların gerçek değerlerinin uzman kuruluşlarca belirlenmesi ve yatırımcının, satışa sunulan sermaye piyasası araçları için, bu araçların ederinden fazla bir bedel ödemesinin önüne geçilmesi hedeflenmektedir. Burada, aracı kuruluşların fiyat tespit sürecine katılımı yoluyla sektörün fiyat üzerinde bir oto-kontrol gerçekleştirdiği de ifade edilebilir. Üçüncü olarak, aracı kuruluşların satışa

²³ Ancak birinci el piyasası işlemlerinin gerçekleştirilmesi bakımından aracı kuruluş kullanılması gibi bir hukukî zorunluluk yoktur. İkinci el piyasası işlemleri bakımından ise, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda gerçekleştirilecek işlemler yönünden borsa ya da piyasaya üye olan bir aracı kuruluşun kullanılması zorunlu bulunmaktadır. Fakat bu yönde bir hukukî zorunluluğun söz konusu olmadığı birinci el piyasası işlemlerinde dahi, sermaye piyasalarının komplike yapısı nedeniyle sektörde uzmanlaşmış bir aracı kuruluşun profesyonel yardımına (danışmanlık ve aracılığına) ihtiyaç duyulmakta ve hukukî değil, fiili bir gereksinim ortaya çıkmaktadır.

ilişkin izahname ve sirkülerin hazırlanma sürecine katılmaları sağlanarak, yatırımcıların kararlarını etkileyebilme olasılığı bulunan her türlü bilginin kamuya açıklanmasını sağlamak hedeflenmektedir. Aracı kuruluşların bu sürece iştiraki ile, yatırımcılar bakımından önem arz edebilecek verilerin neler olduğunun belirlenmesinde ihraççı kuruluşa teknik destek sağlanmış ve ihraççı kuruluş, bu verilere izahnamede yer vermeye zorlanmış olmaktadır. Dördüncü ve son olarak ise, aracı kuruluşların kurumsal ve bireysel yatırımcılardan oluşan geniş müşteri portföylerinden ihraççıların yararlanması imkânı yaratılarak, sermaye piyasası araçlarının satım ve dağıtımının etkin bir biçimde gerçekleştirilmesi sağlanmakta ve bu şekilde ihraççıların da menfaati gözetilmiş olmaktadır.

Görüldüğü üzere, aracı kuruluşların ihraç ve halka arz süreçlerine katılımı; ihraç ve satış işlemlerinin başarı ile tamamlanması, yatırımcıların haklarının korunması ve piyasalarda güven ve istikrarın sağlanması bakımından büyük önem arz etmektedir. SPKn.’un 30. maddesinin I. fıkrasının (b) bendinde, “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılığın*” aracı kuruluşlarca yürütülecek sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılması, bu kuruluşların ihraç ve halka arz süreçlerinde üstlendikleri rolün yasal temelini oluşturur. Aracı kuruluşların söz konusu süreçlere katılımı, ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kurumla²⁴ akdedecekleri “halka arza aracılık sözleşmesi” çerçevesinde gerçekleşmektedir.

Halka arza aracılık sözleşmelerinin üç temel türü bulunmaktadır. Meseleye ilişkin Seri:V No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar

²⁴ Halka arz, yalnızca birinci el piyasasında değil, ikinci el piyasasında da kullanılabilen bir sermaye piyasası aracı satım modelidir. Gerçekten, henüz yeni ihracı yapılan sermaye piyasası araçlarının ihraççıları tarafından halka arz edilmelerinin yanısıra; önceden ihraç edilmiş bulunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından halka satılmaları gibi bir olasılık da mevcuttur. Değinen ilk olasılıkta birinci el piyasasında, ardından gelen ihtimalde ise ikinci el piyasasında halka arz söz konusudur. Dolayısıyla, halka arz, bir birinci el piyasası işlemi olarak karşımıza çıkabileceği gibi, ikinci el piyasası işlemi niteliği de taşıyabilir (Ayrıntılı bilgi için bkz. I. Bölüm, II, A). Bu itibarla, bir anonim ortaklığın sermayesinin belirli bir oranını temsil eden hisse senetlerini elinde bulunduran gerçek kişi bir pay sahibinin portföyünde bulunan senetlerin bir kısmını halka satması örneğinde olduğu gibi, halka arz işleminin gerçek kişiler tarafından gerçekleştirilebilmesi mümkündür. Ancak sermaye piyasası araçlarının ihracı gerçek kişiler tarafından yapılamaz. Bu araçların ihracı, ancak SPKn. md. 3 f. I hükmünün (h) bendinde verilen “ihraççı” tanımına uyan kuruluşlar tarafından yapılabilir. Anılan hükümde verilen tanıma göre, ihraççı; “*Anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir*” (İhraççı kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. I. Bölüm, I, C).

Hakkında Tebliğ'in²⁵ 38. maddesinde; “en iyi gayret aracılığı”, “bakiyeyi yüklenim” ve “tümünü yüklenim” olarak isimlendirilen bu üç aracılık türünü konu alan sözleşmelerin hukukî niteliği konusunda öğretilerde çeşitli değerlendirmeler yapılmış, ancak fikir birliğine ulaşılamamıştır. Bu çalışmanın amacı; ihraç ve halka arz süreçlerinin mevzuatımızda, uygulamada ve mukayeseli hukuktaki görünümü ile halka arza aracılık sözleşmelerinin hukukî niteliğine yönelik olarak yerli ve yabancı doktrinde ortaya konulan görüşlerin ve kişisel değerlendirmelerimizin aktarılmasından ibarettir.

iii) Yöntem ve Plan

Çalışmada; Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Avustralya, Avrupa Birliği ve İsviçre başta olmak üzere, çeşitli hukuk sistemlerinden ve bunlarla ilgili literatürden faydalanılmıştır. Sermaye piyasalarının dünya ekonomisine hâkim globalleşme sürecinin etkisinin en çok hissedildiği alan olması, mukayeseli hukuka yönelik ayrıntılı açıklamaların yapılmasını çoğu zaman zorunlu kılmaktadır. Bu aşamada, Anglosakson hukuk ekolüne, bir diğer ifadeyle halka arza aracılık kurumunu dünyaya ihraç eden ABD ve İngiliz hukuk sistemlerine diğer sistemlere oranla ağırlık tanınmasının kaçınılmaz olduğu da vurgulanmalıdır. Çalışmada halen tartışılma süreci içerisinde bulunan Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda yer alan düzenlemelere de yer verilmiş ve bu düzenlemeler hakkındaki kişisel değerlendirme ve önerilerimiz aktarılmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde; “ihraç” ve “halka arz” kavramları ayrıntılı biçimde incelenecek ve halka arz edilmeksizin satışlar ile halka arz mekanizmalarının işleyişi, birbirlerinden farkları ve hukukî yapıları üzerinde geniş biçimde durulacaktır. Bu bölümde, izahnameden doğan sorumluluğun şartlarının ve bu sorumluluğun hukukî niteliğinin de ayrıntılı bir biçimde tartışıldığı görülecektir. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin de bu bölümde irdeleneceği belirtilmelidir. İkinci bölümde ise; halka arza aracılık sözleşmelerinin tanımı, özellikleri, işlevleri, tarafları, türleri, hukukî nitelikleri ve bu sözleşmelerin taraflara yüklediği borçlar incelenecektir. Bu bölümde, ayrıca; aracılık konsorsiyumunun tanımı, türleri, hukukî

²⁵ RG. 7.9.2000, S. 24163.

niteliği, konsorsiyum ortakları arasındaki ilişkiler ve konsorsiyum ortakları ile ihraççı arasındaki hukukî ilişki de açıklığa kavuşturulmaya çalışılacaktır.

iv) Terminoloji

Halka arza aracılık sözleşmelerinin üç temel türü bulunduğunu yukarıda belirtmiştik. Bu türlerden ilkinin oluşturduğu en iyi gayret aracılığında; aracı kuruluş yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunmayı taahhüt etmekte, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almak yönünde bir taahhüdün altına girmemektedir. İkinci türü oluşturduğu bakiyeyi yüklenimde; aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmenin yanı sıra, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almayı da taahhüt etmektedir. Üçüncü ve son tür olan tümünü yüklenim aracılığında ise, aracı kuruluş önce sermaye piyasası araçlarını ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almakta, daha sonra ise, kendi adına ve hesabına halka satmaktadır.

En iyi gayret aracılığı terimi, ilk olarak *Poroy* tarafından kullanılmış ve hem öğretilerde, hem de mevzuatta hiçbir itirazla karşılaşmaksızın aynen benimsenmiştir²⁶. Adı geçen yazar, bakiyeyi yüklenim türü için “tam aracılık”; tümünü yüklenim türü için ise “kesin bağlantı aracılığı” terimlerini kullanmaktadır²⁷. SPKn.’nin gerekçesinde de, “en iyi gayret aracılığı” terimi ile birlikte, “tam aracılık” ve “kesin bağlantı aracılığı” terimlerinin kullanıldığı görülmektedir²⁸. Değinen terimler, öğretilerde de birçok yazar tarafından aynen benimsenerek kullanılmıştır. Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 38. maddesinde halka arza aracılık faaliyeti düzenlenirken ise, “en iyi gayret aracılığı” ifadesi aynen kullanılmış; ancak “tam aracılık” ve “kesin bağlantı aracılığı” terimleri yerine, “bakiyeyi yüklenim” ve “tümünü yüklenim” terimleri tercih edilmiştir. Biz, çalışmamızda; “en iyi gayret aracılığı” teriminin yanında, ait oldukları aracılık türlerini daha net ve anlaşılır bir biçimde ifade ettikleri kanısında olduğumuzdan, “bakiyeyi yüklenim” ve “tümünü yüklenim” terimlerini kullanmayı yeğleyeceğiz ve Tebliğ’de benimsenen terminolojiye sadık kalmayı tercih edeceğiz.

²⁶ *Reha Poroy*, Sermaye Piyasasının Hukuki Sorunları ve Düzenleme Gerekleri, 1979, s. 24.

²⁷ *Poroy*, s. 23- 24.

²⁸ SPKn.’nin gerekçesi için bkz. www.spk.gov.tr.

Bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık faaliyetlerinde, aracı kuruluş, en iyi gayret aracılığının aksine; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmını ya da tamamını kendisi satın almak suretiyle ihraççı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmaması ihtimaline ilişkin riskini üzerine almaktadır. Bu nedenle, değinilen bu iki tür, doktrinde “aracılık yüklenim sözleşmesi” olarak anılmaktadır²⁹. En iyi gayret türü aracılık sözleşmeleri ise, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmaması ihtimaline ilişkin riski yüklenmemesi nedeniyle “aracılık yüklenimi” kavramı dışında bırakılmakta³⁰ ve bu tür sözleşmelerin “yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri” olarak isimlendirilmesi önerilmektedir³¹. Doktrinde *Manavgat* tarafından dile getirilen bu öneriye *Taşkın* da katılmaktadır³². Bu yaklaşımın Kurul tarafından da benimsenerek mevzuata yansıtıldığı ve Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 38. maddesinde, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türlerinin “aracılık yüklenimi” başlığı altında toplanıldığı görülmektedir. *Yasaman*, *Berzek* ve *Ünal* ise bu yaklaşımı eleştirmekte ve en iyi gayret aracılığının da aracılık yüklenimi kavramı içerisinde kabul edilmesi gerektiğini ifade etmektedirler³³. *Yasaman* ve *Berzek*, aracı kuruluşun sorumluluğunun aracılık türüne göre değiştiğini, bu durumun en iyi gayret aracılığının aracılık yüklenimi kavramı dışında bırakılmasını gerektirmediğini ifade ederek görüşlerini temellendirirken³⁴; *Ünal*, aracılık yükleniminin Amerikan Hukuku’nda “*underwriting*” olarak adlandırıldığını, bu kavramın en iyi gayret aracılığını da kapsadığını belirtmekte ve yüklenim kavramının genel bir kavram olup her türlü taahhüdü ihtiva edebileceğini vurgulamaktadır³⁵.

Aktarılan bu eleştirilerde haklılık payı bulunduğunu kabul etmek gerekir. Gerçekten, Anglosakson Hukuku’nda halka arza aracılığı ifade etmek üzere

²⁹ **Çağlar Manavgat**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s. 72 vd.

³⁰ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 81.

³¹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 83.

³² **Rana Deniz Taşkın**, Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyetleri, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara 2001, s. 55.

³³ **Hamdi Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s. 112; **Ayşe Nur Berzek**, Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s. 56; **Oğuz Kürşat Ünal**, Sermaye Piyasalarında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. I S. I, 1997, s. 99.

³⁴ **Yasaman**, s. 112; **Berzek**, s. 56.

³⁵ **Ünal**, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 86 ve 99.

kullanılan “*underwriting*” kavramının içerisinde en iyi gayret aracılığının da girdiği (“*best effort underwriting*”) doğrudur. “*Underwriting*” kavramı, çıkış yeri olan İngiltere’de, hukukî anlamı itibarıyla kökeni Sigorta Hukuku’na dayanan³⁶, “taahhüt etmek- sigorta etmek” anlamında kullanılan bir ifadedir. Halka arza aracılık faaliyeti esnasında sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmının ya da henüz satış başlamadan önce tamamının satın alınacağına aracı kuruluş tarafından taahhüt edilmesi; ihraççının, sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskine karşı aracı kuruluş tarafından sigorta edilmesine benzetildiğinden, bu faaliyeti tanımlamak üzere “*underwriting*” terimi kullanılmaktadır. Fakat, en iyi gayret aracılığında aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını satın alma yönünde bir yükümlülüğü bulunmayıp, yegâne yükümlülüğü bu araçların halka satışına aracılık etmek olduğundan; Anglosakson doktrinde bu tür aracılığın “*underwriting*” kavramı içerisinde kabul edilmesini eleştiren görüşler de mevcuttur³⁷.

Yüklenim kavramının genel bir kavram olduğu ve her türlü taahhüdü ihtiva edebileceği yönündeki eleştirinin de haklılık payı bulunmasına karşın; burada kastedilen hukukî anlamda “yüklenim değil”, finansal manada “mali açıdan risk altına girmektir”. Gerçekten, yüklenim kavramı hukuk biliminde “yapma” (“*facere*”), “yapmama” (“*non-facere*”) veya “verme” (“*dare*”) borçlarının konusunu oluşturduğu bir edimi yükümlenmeyi çağrıştırdığından; bu açıdan yaklaşıldığında **Ünal** tarafından dile getirilen eleştiriye katılmak kaçınılmaz olacaktır³⁸. Oysa ki, “aracılık yüklenimi” ifadesinde yer alan “yüklenim” ibaresi finansal kökenlidir ve “*bir kimseye uzun vadeli finansman sağlamak için doğan riskin alınması*” anlamına gelmektedir³⁹. Sermaye piyasası araçlarının bir bölümünün (satılmayan kısmının) ya da tamamının satın alınacağına aracı kuruluş tarafından taahhüt edildiği bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde, ihraççıya finansman sağlanması amacıyla

³⁶ **Richard W. Jennings/Harold Marsch JR/John C. Coffee/Joel Seligman**, Securities Regulation Cases and Materials, 8th Ed., New York 1998, s. 89; **William L. Cary/ Melvin Aron Eisenberg**, Corporations Cases and Materials, 5th Ed., New York 1980, s. 1173; **Ünal Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 79.

³⁷ **Louis Loss/ Joel Seligman**, Fundamentals of Securities Regulation, 5th Ed., New York 2004, s. 85; **Robert A. Prentice**, Law of Business Organizations and Securities Regulation, USA 1987, s. 439; **Mark R. Gillen**, Securities Regulation in Canada, Ontario 1992, s. 18.

³⁸ Bkz. yuk. dpn. 35.

³⁹ **Naile Üreten**, Halka Açılmada Yatırım Bankacılığı Aracılık Yüklenim İşlemleri ve Türkiye’deki Durum, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış doktora tezi, Ankara 2000, s. 40.

gerçekleştirilen sermaye piyasası aracı satım işleminden doğan riskin aracı kuruluşça üstlenildiği açıktır. Biz de, bu düşünceden hareketle, çalışmamızda; bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerini “yüklenimli aracılık sözleşmeleri” başlığı altında toplamayı, en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri için ise “yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri” terimini kullanmayı, bu suretle Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’de benimsenen terminolojiye sadık kalmayı tercih edeceğiz.

Bu noktada, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 38 vd. maddelerinde kullanılan “halka arza aracılık faaliyeti” ve 41. maddesinde kullanılan “halka arza aracılık sözleşmesi” terimlerinin öğretide haklı olarak eleştirildiğini vurgulamak gerekir⁴⁰. Zira, sözü edilen Tebliğ’in 38. maddesinin VI. fıkrasında; aracı kuruluşların, halka arz edilmeksizin satışlara (“*tahsisli satışlara*”) da aynı esaslar dâhilinde aracılık yapabilecekleri ifade edilmektedir⁴¹. Dolayısıyla, çalışmamızın konusunu oluşturan halka arza aracılık sözleşmeleri, halka arz edilmeksizin satış işlemlerine aracılık halinde de uygulama alanı bulabilmektedir. “Halka arza aracılık sözleşmesi” terimi ise, *prima facie* mutlaka bir halka satış olgununun bulunması gerektiği izlenimini yaratmakta olduğundan eleştiriye açıktır. Kurul’un “halka arz edilmeksizin satış” kavramını ve bu tür satışlara aracılık faaliyetini göz ardı etmekte olduğu izlenimini uyandıran bu terminoloji tercihi, halka arz edilmeksizin satış modelinin ülkemizde ne SPKn.’da ne de ikincil mevzuatta yeterli ölçüde düzenlenmemiş olması nedeniyle hukukî alt yapıdan yoksun bulunmasından ve uygulamada da gelişmiş ülkelere oranla daha sınırlı olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır⁴².

Kanımızca, “aracılık sözleşmesi” teriminin; hem yüklenimli, hem de yüklenimsiz aracılık sözleşmelerini kapsayacak ve halka arza aracılık faaliyeti ile birlikte halka arz edilmeksizin satışlara aracılık faaliyetini de içine alacak biçimde bir üst kavram olarak kullanılması, en azından bu aşamadan sonra gündeme gelebilecek mevzuat değişiklikleri bakımından üzerinde düşünülmesi gereken bir konudur. Ancak bugün için yürürlükte olan mevzuatta kullanılan terim olması ve uygulamada yerleşmiş bulunması, tarafımızı da “halka arza aracılık sözleşmesi” terimine sadık

⁴⁰ Ünal, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 87; Taşkın, s. 51.

⁴¹ ABD Hukukunda da aracı kuruluşların tahsisli satışlara aracılık faaliyetinde bulunmaları mümkündür (Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 89).

⁴² Halka arz edilmeksizin satışlar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. I. Bölüm I, F, 2.

kalma zorunluluğu altında bırakmaktadır. Fakat bu terimin, halka arz edilmeksizin satışa aracılık sözleşmelerini de kapsayan bir üst kavram olarak düşünülmesi gerektiği bir kez daha vurgulanmalıdır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İHRAÇ ve HALKA ARZ KAVRAMLARI

I. İHRAÇ

A. Genel Olarak

1. Tanımı ve Niteliği

Sermaye piyasalarının birinci ve ikinci el piyasaları şeklinde ikiye ayrıldığını yukarıda belirtmiştik⁴³. Birinci el piyasalarının temelini oluşturan kavram konumunda bulunan “ihraç” kavramı (*ing. “issue”- “emission”, fr. “émission”*), sermaye piyasası araçlarının⁴⁴ yaratılma ve birinci el piyasalarında satışa sunulma sürecini ifade etmektedir. Bir diğer ifade ile, daha önceden mevcut olmayan sermaye piyasası araçları, ihraç işlemi ile yaratılmakta ve ilk sahiplerine teslim edilmektedir. Bu niteliği itibarıyla, ihraç işlemi, tümüyle birinci el piyasası işlemi niteliği taşımaktadır. Hatta, bu kavramın, birinci el piyasalarının üzerine kurulu olduğu temel süreci ve hukukî yapıyı oluşturduğunu söylemek yanlış bir tespit olmayacaktır.

İhraç, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3/I (c) hükmünde; “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*” olarak tanımlanmaktadır. “İhraççılar tarafından çıkarılma” ifadesi, satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının hukukî açıdan henüz yeni yaratılmakta olduklarını ortaya koymaktadır. Tanıma göre, ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının mutlaka halka arz edilmesi gibi bir zorunluluk da bulunmamaktadır. Bu araçların “halka arz edilmeksizin” satılmaları, bir diğer ifadeyle “tahsisli satış” yoluyla pazarlanmaları da mümkündür. Bu itibarla, “halka arz”

⁴³ Bkz. Giriş, s. 1-2.

⁴⁴ “Sermaye piyasası aracı” kavramı hakkında bkz. I, D.

(ing. “public offer”, fr. “offert public a l’épargne”), ihraç prosedüründe kullanılabilecek iki temel sermaye piyasası aracı satım modelinden birini teşkil etmektedir. Diğer satım modelini ise, “tahsisli satışlar” olarak da anılan “halka arz edilmeksizin satışlar” (ing. “private placement”- “private offering”, fr. “placement privé”) oluşturmaktadır⁴⁵. Bir ihraç işleminin, bu iki satım modelini birleştirecek bir biçimde, yani kısmen halka arz kısmen tahsisli satış yöntemiyle gerçekleştirilmesi de mümkün bulunmaktadır⁴⁶.

2. Sonuçları

İhraç işlemine, gelişmiş sermaye piyasası sistemlerinde iki önemli sonuç bağlanmaktadır. Bu sonuçlardan ilki, bu işlemin kamuyu aydınlatma mekanizmasını harekete geçirmesi, tabir yerinde ise tetiklemesidir. Kamuyu aydınlatma ihraç süreci ile başlamakta ve ihraç olunacak sermaye piyasası araçları ile ihraççı hakkında yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek her türlü bilginin izahname ve sirküler yoluyla kamuya açıklanması zorunluluğu doğmaktadır. Bu şekilde, yatırımcılara, yatırım kararlarında etkili olabilecek her türlü bilginin aktarılması sağlanarak olası hileli işlemler önlenmekte, ancak yatırım kararının nihai riski yatırımcı üzerinde bırakılmaktadır⁴⁷. İkincisi önemli sonuç ise, sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek “ihraççı” sıfatını kazanan ortaklık ya da kuruluş bakımından bazı yükümlülüklerinin ortaya çıkmasıdır. Bunların en önemlisi, ihraççı kuruluşun, ihraç işleminden sonra da, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü gelişmeyi (“price sensitive facts”) ve finansal tablolarını düzenli olarak kamuya açıklama yükümlülüğü altına girmesidir.

⁴⁵ “Halka arz” ve “halka arz edilmeksizin satış” kavramları, birinci el piyasasında olduğu gibi, ikinci el piyasasında kullanılabilen sermaye piyasası aracı satım modelleridir. Bu itibarla, birinci el piyasasına özgü satım modelleri olarak düşünülmemelidirler (bkz. I, F).

⁴⁶ Uluslararası nitelik taşıyan ihraçlarda (birden fazla ülkenin piyasasına yönelen ihraç işlemlerinde) bu yöneme sıkça başvurulmaktadır. Halka arzın genellikle talebin kuvvetli olacağını tahmin edildiği iç piyasada gerçekleştirilmesi tercih edilmekte, diğer ülkelerde ise eş zamanlı olarak tahsisli satış yöntemine başvurulmaktadır (John M. O’Hare, Coordinating Securities Law Compliance in International Equity Offerings: A Case Study, Singapore Coferences on International Business Law: Current Developments in International Securities Commodities and Financial Futures Markets, Edited by; Koh Kheng Lian/ Helena H. M. Chan/ Hs Peng Kee/Philip N. Pillai, 1987, s. 26-27).

⁴⁷ William A. Lovett, Banking and Financial Institutions Law, 5th Ed., St. Paul-Minn. 2001, s. 308.

3. Tabi Olduğu Hukukî Rejim

a. Türk Hukuku'nda

SPKn., hem sermaye piyasası araçlarının birinci ve ikinci el piyasalarında halka arz ve halka arz edilmeksizin satışlar yoluyla dağıtımını, hem de bu araçları ihraç eden ihraççıların ihraç sırası ve sonrasındaki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini düzenlemektedir. Söz konusu Kanun'un "*Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınması, İhracı, Halka Arz ve Satışı*" başlıklı II. Bölüm'ünün md. 4- 10 hükümleri, hem halka arz hem de halka arz edilmeksizin satış yolu ile yapılan ihraçlar hakkında hüküm getirmektedir. Kanun'un "*İhraççılara ve Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Hükümler*" başlıklı III. Bölüm'ünde yer alan 16. maddesi, ihraççıların finansal tablolarının dönemsel olarak kamuya açıklanmasını, md. 16/A hükmü ise ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin kamuya duyurulmasını düzenlemektedir. İngiliz Hukuku'nda benimsenen sistem de aynı doğrultudadır. Bu ülkede, 14.6.2000 tarihinde Kraliçe tarafından onaylanarak yürürlüğe giren Finansal Hizmetler ve Piyasalar Kanunu ("*The Financial Services and Markets Act 2000*"), birinci ve ikinci el piyasasındaki halka arz edilmeksizin satış ve halka arz işlemleri ile ihraççıların sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgileri kamuya açıklama yükümlülüğünü birarada düzenlemektedir⁴⁸.

b. ABD Hukuku'nda

ABD Hukuku'nda ise sermaye piyasalarını düzenleyen iki ayrı federal kanun bulunmaktadır. Bunlardan ilki olan 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ("*Securities Act*"), birinci ve ikinci el piyasalarında gerçekleştirilen halka arz

⁴⁸ İngiltere'de bu kanundan önce yürürlükte bulunan 1986 tarihli Finansal Hizmetler Kanunu ("*The Financial Services Act*"), idareye etkin bir denetim imkânı sağlayamadığı, yatırımcıları yeterli ölçüde koruyamadığı ve o dönemde yürürlükte bulunan Avrupa Birliği'nin 17 Nisan 1989 tarihli ve 89/298 EC sayılı Devredilebilir Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Kullanılacak İzahnamenin Düzenlenmesine, Onaylanmasına ve Dağıtımına İlişkin Şartların Koordinasyonu Hakkında Konsey Yönergesi'nin (OJ L 124, 5.5.1989, s. 8 vd.) hükümleri ile çelişen düzenlemeler içerdiği gerekçeleriyle eleştirilmekte ve bir kanun değişikliğinin kaçınılmaz olduğu belirtilmekteydi [Nicholas Ryder, Financial Services and Markets Act 2000, Business Law Review, November 2000, s. 253; Eilis Ferran, The Public Offers Directive and Problems of Implementation, EC Financial Market Regulation and Company Law (Edited by: Mads Adrenas/ Stephan Kenyon-Slade), London 1993, s. 103].

edilmeksizin satış ve halka arzlar yoluyla sermaye piyasası araçlarının “dağıtımını” (“*distribution*”) düzenlerken; bu alana ilişkin ikinci federal kanun olan 1934 tarihli Menkul Kıymet Borsaları Kanunu (“*Securities Exchange Act*”), menkul kıymet borsaları ile tezgahüstü piyasalarını ve sermaye piyasası araçları bu piyasalarda işlem gören ihraççıların bu araçların fiyatı üzerinde etkili olabilecek bilgileri kamuya açıklama yükümlülüklerini konu almaktadır⁴⁹. Dolayısıyla, anılan hukuk sisteminde, sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin hukukî düzenleme 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu içerisinde kendisine yer bulmaktadır. ABD Hukuku’nda, federe devletlerin sermaye piyasası mevzuatını Menkul Kıymetler Kanunu ve Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile paralel hale getirebilmek amacıyla Yeknesak Menkul Kıymetler Kanunu (“*Uniform Securities Act*”) adında bir model kanun da hazırlanmış ve bu model kanun birçok eyalet tarafından aynen ya da kısmen benimsenerek yasalaştırılmıştır⁵⁰.

c. Avrupa Birliği Hukuku’nda

Avrupa Birliği Hukuku’nda, sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz süreçlerini ilgilendiren iki ayrı 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’dir⁵¹. Söz konusu Yönerge, üye devlet borsalarının menkul kıymetleri resmi kotlarına kabul etmek için arayacağı şartları uyumlaştırmayı hedeflemekte⁵² ve kotasyon formu ile kamuya açıklanması gereken bilgilerle kotasyon sonrası düzenli olarak yapılması gereken bildirimleri düzenlemektedir. İkinci yönerge ise, 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında

⁴⁹ **O’Hare**, s. 22. Bu itibarla, ABD Hukuku’nda, Menkul Kıymetler Kanunu’nun sermaye piyasası araçlarının dağıtım sürecini, “Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun ise dağıtım sonrası işlem ve yükümlülükleri düzenlediği ifade edilmektedir (**Loss/ Seligman**, s. 92).

⁵⁰ **Mc Guire**, s. 528.

⁵¹ “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 L 184, 6.7.2001, s. 1 vd.).

⁵² Üye devlet borsalarına kotasyon için aranılacak şartlara Topluluk Hukuku’nun müdahale etmesi, öğretide, bizim de katıldığımız görüş tarafından anlamsız bulunmakta ve her borsanın kendi kotasyon şartlarını belirleme konusunda özgür olması gerektiği vurgulanmaktadır (**Guido Ferrarini**, *The European Regulation of Stock Exchanges: New Perspectives*, *Common Market Law Review*, Vol: 36, 1999, s. 570 ve 597).

Yönerge'dir⁵³. Bu Yönerge, borsaya kotasyonu söz konusu olmayan sermaye piyasası araçlarının halka arzı esnasında kullanılacak izahnamenin içeriği ve dağıtımına ilişkin hükümler sevk etmektedir. Söz konusu Yönerge ile, 2001/34 sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Yönerge'nin bazı hükümlerinde değişiklik yapıldığı da eklenmelidir.

Bu ikili yapı içerisinde, ihraç ve halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının aynı zamanda borsaya kote edilmesi de söz konusu ise 2001/34 sayılı Yönerge hükümleri uygulanmakta ve kotasyon formu ("*listing particulars*") ile kamuya açıklanacak bilgiler bu Yönerge'nin hükümlerine göre belirlenmektedir. Şayet ihraç ve halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının borsaya kote edilmesi söz konusu değilse, kullanılacak izahname ("*prospectus*") 2003/71 sayılı Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge hükümleri çerçevesinde düzenlenmekte ve dağıtılmaktadır. Bir diğer ifadeyle, ihraç ve halka arz süreçlerine ilişkin kamuyu aydınlatma belgeleri, işlem konusu menkul kıymetlerin borsaya kote ettirilecek olup olmamasına göre, "kotasyon formu" ya da "izahname" biçiminde, bu iki yönergeden birinin hükümleri doğrultusunda hazırlanmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki, her iki yönerge de, yalnızca birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arzlar bakımından değil, ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri açısından da uygulama alanı bulmaktadırlar. Buna karşılık, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satışların her iki yönergenin de kapsamı dışında kaldığı belirtilmelidir.

Avrupa Birliği Hukuku'nun sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz edilmesi sürecinde üye devlet hukuklarına müdahalesi, yalnızca kamuyu aydınlatma belgelerinin (izahname ya da kotasyon formunun) içeriği ve dağıtımını ile sınırlı kalmaktadır. Bunun dışındaki konularda üye devlet hukukları uygulama alanı bulacaktır.

⁵³ "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, 31.12.2003, s. 64 vd.).

Üye devlet sermaye piyasalarının entegre edilerek sermaye piyasalarında tek bir iç pazar yaratılması, uzun yıllar AB'nin ekonomik reform gündeminin en önemli konu başlıklarından birini oluşturmuştur⁵⁴. Üye devlet mevzuatlarının uyumlaştırılması yoluyla Topluluk boyutunda bir tek pazar yaratılmasının, sermaye piyasalarının daha etkin ve ayrımcılıktan uzak bir yapıda hizmet vermesini sağlayacağı ifade olunmuştur⁵⁵. Yatırımcılara sağlanan korumanın seviyesi yüksek olan sistemlerin daha derin, daha hacimli ve daha likit piyasaları sahip oldukları tezinden hareketle⁵⁶; üye ülkelerde yatırımcılara sağlanan korumanın seviyesinin yükseltilmesi ve eşit düzeye çekilmesi hedeflenmiştir. Konsey, bu amaçla, 15 Temmuz 2000 tarihinde, Topluluk sermaye piyasası mevzuatının bu hedef doğrultusunda değerlendirmesini yapmak üzere bir komite kurmuştur⁵⁷. Bu komite, 15 Şubat 2001 tarihinde sunduğu nihai raporunda⁵⁸; sermaye piyasalarının Topluluk çapında entegre edilemediğini, yasa yapım sürecinin ciddi ölçüde ağır işlediğini ve piyasaların hızla değişen ihtiyaçlarına cevap vermekten uzak bir görüntü arz ettiğini, mevzuatın detaylı ve zor anlaşılabilen bir yapıda olduğunu ifade etmiş, yeni ve süreci hızlandıracak bir yasa yapım tekniği önermiş ve önlem alınmadığı takdirde, AB'nin dış piyasalar ile rekabet gücünü yitireceğini vurgulamıştır⁵⁹. Ancak AB sermaye piyasası için tek bir düzenleyici ve denetleyici otorite oluşturulmasının gerekip gerekmediği uzun zamandır tartışılıyor olmasına karşın, raporda yalnızca yasamanın tek elden yapılmasından bahsedilmekte, Topluluk çapında tek elden denetime ilişkin herhangi bir öneri yer almamaktadır⁶⁰. Söz konusu rapor Mayıs 2001'de Konsey tarafından onaylanmıştır.

⁵⁴ **Niamh Moloney**, *New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market Construction to Market Regulation*, *Common Market Law Review*, Vol: 40, 2003, s. 809. Bu hedef, 2003/71 sayılı Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge'nin önsözünün 4. paragrafında da vurgulanmaktadır.

⁵⁵ **Augerinos**, s. 8.

⁵⁶ **Moloney**, *New Frontiers in EC Capital Markets Law*, s. 842.

⁵⁷ "Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets".

⁵⁸ Bu rapor, literatürde, komite başkanının ismi ile "Lamfalussy Raporu" ("Lamfalussy Report") şeklinde anılmaktadır.

⁵⁹ **Moloney**, *New Frontiers in EC Capital Markets Law*, s. 813.

⁶⁰ **Moloney**, *New Frontiers in EC Capital Markets Law*, s. 817. Konsey tarafından 1999 yılında kabul edilen Finansal Hizmetler Hareket Planı'nda ("Financial Services Action Plan") da tek elden denetime ilişkin herhangi bir ibare yer almamaktadır. Bu nedenle, Komisyon'un Topluluk çapında yetki sahibi olabilecek, ABD'ndeki SEC benzeri bir yapılanmadan yana olmadığı ifade edilmiştir (**J. H. Dalhuisen**, *Financial Liberalisation and Re-regulation*, *European Business Law Review*, September/October 2000, s. 377).

Konsey, Şubat ayında raporun kendisine sunulmasından sonra hız verdiği çalışmaları sonucunda, 28 Mayıs 2001 tarihinde 2001/34 EC sayılı Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabulü ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Yönerge'yi yayımlayarak; 5 Mart 1979 tarih ve 79/279 EEC sayılı Borsa Resmi Kotuna Alınacak Menkul Kıymetlerin Kotasyon Şartlarının Koordinasyonuna İlişkin Yönerge'nin⁶¹, 17 Mart 1980 tarih ve 80/390 EEC sayılı Menkul Kıymetlerin Borsa Resmi Kotuna Alınması İçin Yayımlanacak Kotasyon Formunun Hazırlanması, Onaylanması ve Dağıtılmasına İlişkin Koşulların Koordinasyonu Hakkında Yönerge'nin⁶², 15 Şubat 1982 tarih ve 82/121 EEC sayılı Hisse Senetleri Borsa Kotuna Kabul Edilen Ortaklıkların Düzenli Olarak Yayımlayacakları Bilgiler Hakkında Yönerge'nin⁶³ ve 12 Aralık 1988 tarih ve 88/627 EEC sayılı Kota Alınmış Ortaklıkların Çoğunluk Paylarındaki Değişim Durumunda Yayımlanacak Bilgilere İlişkin Yönerge'nin⁶⁴ düzenlemelerini tek bir metin içerisinde birleştirmiştir. Konsey, 4 Kasım 2003 tarihinde ise, 17 Nisan 1989 tarihli ve 89/298 EC sayılı Devredilebilir Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Kullanılacak İzahnamenin Düzenlenmesine, Onaylanmasına ve Dağıtımına İlişkin Şartların Koordinasyonu Hakkında Konsey Yönergesi'nin⁶⁵ yerine geçmek üzere 2003/71 EC sayılı Halka Arzlar Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge'yi yayımlamıştır. Bu şekilde, beş ayrı yönergenin hükümleri iki yönerge altında birleştirilerek mevzuat sadeleştirilmiş ve güncellenmiştir. Üye devlet piyasaları arasındaki entegrasyon ise “tek pasaport” (“*single passport*”) sistemi ile sağlanılmaya çalışılmış ve bir üye devlet makamı tarafından incelenerek onaylanan izahname ve kotasyon formlarının tüm üye devlet makamları nezdinde geçerli olarak kabul edilmesi sağlanmıştır. Ancak belirtmek gerekir ki, öğretilerde bu iki yönerge ile getirilen sistemin de ihtiyaçları karşılamaktan uzak olduğu ve üye ülke hukukları arasındaki farklılıkları gidermek ve entegre bir piyasa yaratmak üzere bir “Avrupa Menkul Kıymetler Kanunu” yapılması gerektiğini savunan görüşler de bulunmaktadır⁶⁶.

⁶¹ OJ L 66, 16.3.1979, s. 21 vd.

⁶² OJ L 100, 17.4.1980, s. 1 vd.

⁶³ OJ L 48, 20.2.1982, s. 26 vd.

⁶⁴ OJ L 348, 17.12.1988, s. 62 vd.

⁶⁵ OJ L 124, 5.5.1989, s. 8 vd.

⁶⁶ **Antonio Sáinz de Vicuña**, The Legal Integration of Financial Markets of the Euro Area, European Business Law Review, September/October 2001, s. 233.

B. İşlevi

Sermaye piyasalarının orta ve uzun vadeli fon arz ve talebi arasında bir köprü görevi gördüğünü, halkın tasarruflarının ekonomiye yeniden kazandırılarak üretime aktarılması amacına hizmet ettiğini, böylelikle ekonomik büyümenin finansmanının toplumun atıl kaynakları ile gerçekleştirildiğini yukarıda belirtmiştik⁶⁷. Sermaye piyasaları, bu temel fonksiyonlarını ihraç işlemleri vasıtasıyla ifa etmektedirler. Orta ve uzun vadeli fon ihtiyacı içerisinde bulunan kurumlar, ihraç ettikleri ortaklık ya da borçlanma senetlerini sermaye piyasalarında halka ya da kurumsal yatırımcılara satarak finansman sağlamaktadırlar. Dolayısıyla, ihraç süreci, iktisadi olarak bakıldığında, halkın ya da kurumsal yatırımcıların fonlarının ihraççılara yönlendirildiği süreci ifade etmektedir. Bu fon aktarımı ne derece etkin ve verimli ölçüde gerçekleştirilebilir ise, ekonomik büyüme de o derece desteklenmiş olmaktadır. Bu itibarla, sermaye piyasalarının temel işlevini birinci el piyasaları, yani ihraç işlemleri yerine getirmektedir.

İkinci el piyasası işlemlerinin ise ekonomiye doğrudan bir katkısı bulunmamaktadır. Zira, gerçekleştirilen ikinci el piyasası işlemleri sonucunda ihraççılara herhangi bir fon aktarımı söz konusu değildir. Ancak bu piyasalar da birinci el piyasalarını desteklemek suretiyle ekonomiye dolaylı yoldan katkı sağlamaktadırlar. Gerçekten, ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının aktif bir ikinci el piyasası bulunması, söz konusu araçlara likit enstrüman niteliği kazandırmakta ve bu araçları yatırımcıların gözünde daha cazip hale getirmektedir. Sermaye piyasası araçlarının ihtiyaç duyulduğu anda nakde çevrilebileceği bir ikinci el piyasasının varlığı, aktif ve hacimli bir birinci el piyasası yaratılabilmesinin en önemli ön koşuludur. Aksi takdirde, bu piyasaların cazip hale getirilebilmesi ve birikimlerin bu piyasalara yönlendirilebilmesi mümkün değildir. Bu itibarla, sermaye piyasalarının atıl duran kaynakları üretime yönlendirmek yönündeki temel fonksiyonunun ihraç işlemleri vasıtasıyla birinci el piyasasında gerçekleştirildiği bir kez daha belirtilirken; ikinci el piyasalarının da, birinci el piyasasının bu işlevine verdikleri destek nedeniyle büyük önem arz ettiklerinin altı çizilmelidir.

⁶⁷ Bkz. Giriş, s. 4.

C. İhraççı Kavramı

İhraççı kavramı, SPKn.'nun 3. maddesinin 3794 sayılı Kanun ile değişik (h) bendinde tanımlanmaktadır. Anılan hükme göre, “ihraççı”;

- i) Anonim Ortaklıklar,
- 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 olarak belirlenmiştir.

Şu halde, anılan hükme göre, ihraççı kavramına dâhil ilk kategori “anonim ortaklıklar” olmaktadır. Bu noktada, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların SPKn.anlamında “ihraççı” olarak kabul edilip edilemeyecekleri sorusu akla gelmektedir. Kanun’un 3794 sayılı Kanun ile değişik 4. maddesinin III. fıkrasında, söz konusu ortaklıkların hisse senetlerinin “halka arz yolu ile satılamayacağı” belirtilmektedir. Bu ifade, ilk bakışta; sermaye paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz edilemeyeceği, ancak halka arz edilmeksizin satış yolu ile satılabileceği şeklinde yorumlanabilir ise de, hükmün karşıt anlamına dayanan bu tarz bir yorum yanıltıcı olacaktır. Zira, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar md. 3 (h) bendinde verilen ihraççı tanımı içerisinde yer almadıklarından sermaye piyasası aracı ihraç edemezler; dolayısıyla da, bu tür ortaklıkların hisse senetleri sermaye piyasası aracı olarak kabul edilemezler. Benzer şekilde, md. 4/III hükmünün, sermayesi paylara bölünmüş ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz edilemeyeceği; ancak bu ortaklıkların hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının, örneğin borçlanma senetlerinin halka satılabileceği yönünde yorumlanabilmesi de mümkün değildir⁶⁸. Çünkü SPKn. md. 3 (h) hükmünde verilen ihraççı tanımı içerisine giren yegâne ticaret ortaklığı tipi anonim ortaklıklardır. Kanun koyucu, diğer ticaret ortaklığı tiplerine bilinçli olarak sermaye piyasalarının kapılarını kapatmış; sermaye piyasası aracı ihraç etme olanağını yalnızca anonim ortaklıklara bahşetmiştir. Dolayısıyla, sermayesi paylara

⁶⁸ **Oğuz Kürşat Ünal**, Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda Hisse Senetleri, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s. 696-697.

bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senedi dışında kalan sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilmeleri olasılığı da bulunmamaktadır.

SPKn.'nun gerekçesinde, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz edilemeyeceğini öngören md. 4/III hükmüne gerekçe olarak; bu ortaklıklara ihraççı statüsü tanınması halinde, ortaklığın hisse senetlerini satın alan yatırımcıların, TTK hükümleri gereğince sınırsız sorumlu olan ortağın yönetim hakkına müdahale edemeyecek ve yönetimde söz sahibi olamayacak olmaları gösterilmiştir. Bu haklı çekincenin bugün için de değerini koruduğu tartışmadan uzaktır. Ancak Kurul tarafından hazırlanan Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın 4. maddesinde, SPKn.'nun 4. maddesinin III. fıkrasında yer alan sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetlerinin halka arzını önlemeye yönelik düzenleme kaldırılmakta ve Taslağın 3. maddesinde, "ihraççı" kavramı içerisine bu tür ortaklıklar da dâhil edilmektedir. Biz, yukarıda açıklanan gerekçe ile, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklara ihraççı statüsü tanınmasının yerinde olmayacağı kanısındayız. Ayrıca, ülkemizde sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklara hemen hiç rastlanılmadığını, bu ortaklık türünün ticaret hayatında neredeyse hiç tercih edilmediğini de belirtmek gerekir. Bu itibarla, şayet Taslak bu haliyle yasalaşır ise, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklara tanınan bu imkânın teoride kalmaktan öteye geçemeyeceği düşüncesinde bulunmaktayız.

İhraççı kavramı tanımlanırken değinilen ikinci kategori kamu iktisadi teşebbüsleridir⁶⁹. Bunlar, hukukî yapıları ne olursa olsun, anonim şirket şeklinde örgütlenmiş olmalarına gerek bulunmaksızın borçlanma senedi ihraç edebilirler. Ancak bu kuruluşların hisse senetlerinin sermaye piyasalarında satılabilmesi için anonim ortaklık şeklinde örgütlenmiş olmaları zorunludur. Özelleştirme uygulamaları

⁶⁹ Kamu iktisadi teşebbüsleri, 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile düzenlenmişlerdir (RG. 18.6.1984 S. 18435 1. Mük.). Anılan KHK'nin 2. maddesinin 1. bendine göre, kamu iktisadi teşebbüsleri, "iktisadi devlet teşekkülleri" ile "kamu iktisadi kuruluşları"ndan oluşmaktadırlar. Aynı hükmün 2. bendinde, iktisadi devlet teşekkülleri; "*sermayesinin tamamı devlete ait, iktisadi alanda ticari esaslara göre faaliyet göstermek üzere kurulan kamu iktisadi teşebbüsleri*" olarak tanımlanmışlardır. Değinilen hükmün 3. bendine göre ise, kamu iktisadî kuruluşları; "*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 iktisadî teşebbüsleridir. Söz konusu KHK'nin 3. maddesinin III. fıkrasına göre ise; kamu iktisadi teşebbüslerinden iktisadî devlet teşekkülü olanlar, anonim şirket şeklinde de kurulabilirler.

kapsamında hisse senetleri halka arz edilen kamu iktisadi teşebbüsleri de anonim ortaklık şeklinde örgütlenmiş kurumlardır.

Kavrama dâhil üçüncü kategori, “mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler” olarak belirlenmiştir. Mahalli idarelerin ancak borçlanma senedi ihraç edebilmeleri mümkündür. Ancak mahalli idarelere bağlı olarak özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş ve işletmeler, anonim ortaklık şeklinde örgütlenmiş iseler, borçlanma senetlerinin yanı sıra hisse senedi (ya da başkaca ortaklık senetleri) de ihraç edebilirler.

SPKn.’nun 3794 sayılı Kanun’un 3. maddesi ile değişik 4. maddesinin II. fıkrasında, “*Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası’nca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul’a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurul’a bilgi verilir*” hükmü yer almaktadır. Genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası’nın da bu hüküm gereğince sermaye piyasası aracı ihraç etme yetkisine sahip bulunduğu vurgulanmalıdır. Benzer şekilde, 28.3.2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun⁷⁰ hükümleri uyarınca Hazine Müsteşarlığı’nın ve 19.10.2005 tarih ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun⁷¹ 131. maddesinin verdiği yetki çerçevesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nun devlet iç borçlanma senedi⁷² niteliğindeki sermaye piyasası araçlarını ihraç etme yetkisine sahip olduklarını belirtmek gerekir. Ancak bu kurumlar SPKn. md. 3 (h) hükmünde verilen “ihraççı” tanımına dâhil olmadıklarından, sermaye piyasası aracı ihraç yetkisine sahip olmalarına karşın, SPKn.’nun ihraççılar bakımından öngördüğü yükümlülüklerle tabi bulunmamaktadırlar.

Son olarak, “ihraççı” kavramı ile “halka açık anonim ortaklık” kavramları arasındaki farkı da belirtme ihtiyacını hissetmekteyiz. Halka açık anonim ortaklık,

⁷⁰ RG. 9.4.2002, S. 24721.

⁷¹ RG. 1.11.2005, S. 25983 Mük.

⁷² “Devlet İç Borçlanma Senetleri”, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun’un 3. maddesinde verilen tanıma göre; Hazine Müsteşarlığı tarafından yurt içinde ihraç edilen borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Bunlar, devlet tahvilleri ve hazine bonolardır.

3794 sayılı Kanun ile değişik md. 3 (g) hükmünde; “*hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklık*” olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, halka açık anonim ortaklık statüsünün kazanılabilmesi için “hisse senetleri” halka arz edilmiş olmalıdır; hisse senedi dışında kalan sermaye piyasası araçlarının halka satılmış olması (örneğin borçlanma senetlerinin halka satışı), bunları ihraç eden ortaklığa “halka açık anonim ortaklık” statüsünü kazandırmaz. Bir diğer ifade ile, halka açık anonim ortaklık statüsü, ortaklığın hisse senetlerinin halka arz edilip edilmediği ile bağlantılıdır. İhraççı statüsünün kazanılması için ise mutlaka hisse senetlerinin halka arz edilmiş olması gerekmez. Hisse senedi ya da hisse senetleri dışında kalan herhangi bir sermaye piyasası aracının ihraç olarak halka arz edilmeksizin ya da halka arz yolu ile satılması ihraççı statüsünün kazanılması için yeterlidir. Bu itibarla, her ihraççı bir halka açık anonim ortaklık değildir⁷³; ancak her halka açık anonim ortaklık aynı zamanda bir ihraççıdır. Zira, hisse senedi ihraç ederek halka satmak, ortaklığa, halka açık anonim ortaklık statüsünün yanı sıra ihraççı statüsünü de kazandırır. Hisse senetlerini halka arz etmeyen, ancak hisse senedi dışında kalan sermaye piyasası araçlarından birini ihraç ederek halka satan anonim ortaklıklar ise “halka açık anonim ortaklık” statüsünü değil, yalnızca “ihraççı” statüsünü iktisap etmiş olurlar⁷⁴. “İhraççı” ve “halka açık anonim ortaklık” statüleri arasındaki farkın arz ettiği önem şu noktadadır: SPKn.’nin öngördüğü yükümlülükler (örneğin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü), halka açık anonim ortaklıklar da dâhil olmak üzere tüm ihraççılar bakımından geçerlidir. Ancak SPKn.’nin tanıdığı temettü avansı dağıtımı ve kayıtlı sermaye sistemi gibi imkânlardan yalnızca halka açık anonim ortaklıklar faydalanır⁷⁵.

D. İhraç İşleminin Konusu: Sermaye Piyasası Araçları

İhraç işleminin konusunu “sermaye piyasası araçları” oluşturmaktadır. Orta ve uzun vadeli fonların finansman ihtiyacını karşılamak üzere ihraççıya aktarımı,

⁷³ **Reha Tanör**, Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası, İstanbul 2003, s. 117.

⁷⁴ **Ünal Tekinalp**, 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. 301.

⁷⁵ **Tekinalp**, Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar ile Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Ortaklık Farklılığı, s. 302- 304.

sermaye piyasası araçlarının satışı yoluyla gerçekleşmektedir. Fon sahipleri bedellerini ödeyerek sermaye piyasası araçlarını satın almakta, ihraççılar da bu araçların satışı sonunda elde ettikleri meblağ ile finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar.

“Sermaye piyasası aracı” kavramı, SPKn.’nun 3794 sayılı Kanun ile değişik 3. maddesinin (b) bendinde; “menkul kıymetler” ve “diğer sermaye piyasası araçları”nı kapsayan bir üst kavram olarak tanımlanmış bulunmaktadır. Sermaye piyasası araçlarını oluşturan bu iki kategori, yani menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları aşağıda ayrıntılı olarak incelenecektir. Anglosakson Hukuku’nda ise, “sermaye piyasası araçları” ifadesinin karşılığını oluşturan “*securities*” kavramı, hukukumuzdan farklı bir ayrıma tabi tutularak, temsil ettiği hakkın türüne göre; “ortaklık senetleri” (“*equity securities*”) ve “borç senetleri” (“*debt securities*”) olarak ikiye ayrılmaktadır⁷⁶. Hisse senetleri ile değiştirilebilir tahviller gibi her iki türün de özelliklerini bünyesinde birarada bulunduran senetler ise, “melez senetler” (“*hybrid securities*”) olarak anılırlar⁷⁷.

SPKn. md. 3 (b) hükmünde 3794 sayılı Kanun ile değişiklik yapılmadan önce; “menkul kıymetler”, “menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrak” ve “mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrak” şeklinde üçlü bir ayırım benimsenmişti. 3794 sayılı Kanun ile üst kavram olarak sermaye piyasası aracı kavramı getirilmiş ve bu kavram, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak kendi içerisinde ikiye ayrılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı’nın md. 3 (b) hükmünde ise sermaye piyasası aracı kavramı terk edilerek “finansal araç” kavramına geçilmektedir. Söz konusu hüküm, finansal araçları; menkul kıymetler, yatırım fonu katılma payları, türev araçlar ve para piyasası araçları olarak dörde ayırmaktadır. Dolayısıyla, bu hüküm ile, “diğer sermaye piyasası araçları” kavramı kaldırılmakta; bugünkü sistemde diğer sermaye piyasası araçları kategorisi içerisinde kabul edilen türev araçlar finansal araçlara dâhil ayrı bir kategori olarak zikredilmekte; yine mevcut sistemde menkul kıymet

⁷⁶ **English As a Legal Language**, London 1998, s. 130.

⁷⁷ **Black’s Law Dictionary**, 5th Ed., St Paul-Minn. 1979, s. 1217. İngiliz Hukuku’nda ise hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller 1985 tarihli Ortaklıklar Kanunu’nun (“Companies Act”) 94 (2) hükmü gereğince ortaklık senetleri arasında kabul edilmektedirler (**Palmer’s Company Law**, Volume I, 25th Ed., London 2003, no. 26-04).

nitelikleri tartışmalı bulunan yatırım fonu katılma belgeleri bağımsız bir alt kategori haline getirilmekte ve esas itibariyle para piyasası aracı niteliğinde bulunan bir yıldan kısa vadeli borçlanma senetleri (kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere kullanılmaları amacıyla sermaye piyasalarında işlem görmelerine olanak tanınması nedeniyle), para piyasası araçları adı altında ayrı bir alt sınıf olarak düzenlenmektedir. Taslakta “sermaye piyasası aracı” terimi yerine “finansal araç” kavramının tercih edilmesinin nedeni de, değinilen bu ikinci kavramın, sermaye piyasalarında işlem gören para piyasası araçlarını da kapsayacak genişlikte olmasıdır.

Aşağıda, halen yürürlükte bulunan SPKn. md. 3 (b) hükmünde sermaye piyasası araçlarını oluşturduğu belirtilen “menkul kıymetler” ve “diğer sermaye piyasası araçları” ayrı ayrı incelenecektir.

1. Menkul Kıymetler

a. Tanım ve Unsurları

aa. Yasal Tanım

Türk Ticaret Kanunu ve İsviçre Borçlar Kanunu’nda, menkul kıymet kavramının çeşitli hükümlerde kullanılmasına ve başlıca menkul kıymet türlerinden hisse senetleri, tahviller ve intifa senetlerine ilişkin olarak düzenlemeler öngörülmesine karşın genel bir menkul kıymet tanımı verilmemiştir.

“Menkul kıymet” kavramının tanımı SPKn.’nda yer almaktadır. 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3 (b) hükmünde, 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 Kurulca belirlenen kıymetli evrak*” olarak tanımlanmaktadır⁷⁸.

⁷⁸ **Turanboy**, burada bir tanımdan ziyade menkul kıymetlerin özelliklerinin sayılmasının söz konusu olduğunu ve bunun Alman Depo Kanunu’nda benimsenen yöntem olduğunu ifade etmektedir (**Asuman Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s. 71).

Bu tanıma göre, menkul kıymetlerin;

- i) Ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlamaları⁷⁹,
- ii) Belirli bir meblağı temsil etmeleri (bu meblağ bir alacak tutarı olabileceği gibi, ortaklık hakkını temsil eden nominal bir değer de olabilir),
- iii) Yatırım aracı olarak kullanılmalrı (bu özellik kısa vadeli para piyasası araçlarını kapsam dışında bırakma eğiliminin yansımadır⁸⁰),
- iv) Dönemsel gelir getirmeleri (burada kastedilen söz konusu araçların temettü ya da faiz şeklinde düzenli gelir sağlamalarıdır),
- v) Misli nitelikte olmaları (bu özellik, menkul kıymetlerin aynı ihraççı tarafından ihraç edilmeleri, aynı türde olmaları, sahiplerine aynı hakları bahşetmeleri⁸¹ ve bu nedenle de birbirleri ile değiştirilebilir nitelikte olmaları anlamına gelmektedir),
- vi) Seri halinde çıkarılmaları (bu unsur “misli nitelikte olma” unsurunun doğal bir sonucu olarak da değerlendirilebilir),
- vii) İbarelerinin aynı olması (bu özellik, aynı seri ve tertipteki menkul kıymetlerin üzerlerinde aynı ifadelerin bulunması gerektiği anlamına gelmektedir. Senet üzerinde yer alacak ibareler Kurul tarafından belirlenir),
- viii) Kıymetli evrak niteliği taşınmaları⁸² gerekmektedir.

⁷⁹ Değişik hukukî ilişkilerden kaynaklanan kıymetli evrakı “menkul kıymet” olarak kabul etmek mümkün değildir. Bu itibarla, belirli bir tertip ya da seriye dahil tüm menkul kıymet niteliği taşıyan senetlerin aynı hukukî ilişkiye dayanmaları gerekir (**Zühtü Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 47).

⁸⁰ **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 73.

⁸¹ **Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 74.

⁸² **Teoman** ve **Ünal**, SPKn. md. 3 (b) hükmünde 3794 sayılı Kanun ile değişiklik yapılmadan önce kaleme aldıkları eserlerinde, menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliği taşınmalarının her zaman şart olmadığı yönünde görüş bildirmekte iseler de (**Ömer Teoman**, Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul 1978, s. 171; **Oğuz Kürşat Ünal**, Menkul Kıymetler, Ankara 1988, s. 55); SPKn. md. 3 (b) hükmünün yürürlükteki metninde yer alan açık ifade karşısında, menkul kıymetlerin “kıymetli evrak” niteliği taşınmaları bugün için zorunlu bulunmaktadır. Gerçekten, menkul kıymetler, yürürlükteki sistemde kıymetli evrakın bir alt grubunu oluşturmaktadırlar. Bu itibarla, her menkul kıymetin aynı zamanda bir kıymetli evrak olmasına karşın, her kıymetli evrak bir menkul kıymet değildir (**Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 40). Menkul kıymetleri diğer kıymetli evraklardan ayıran karakteristik özellikleri misli eşya niteliğini haiz olmaları ve dönemsel gelir getiren yatırım aracı niteliğini taşınmalarıdır (**Turanboy**, Varakasız Kıymetli Evrak, s. 73). Belirtmek gerekir ki, SPKn. md. 3 (b) hükmünde 3794 sayılı Kanun ile değişiklik yapılarak menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliği taşıdığı tanımda açıkça belirtilmeden önceki dönemde de, öğretilerdeki hakim görüş, bir senedin menkul

Ancak bir senedin menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için, yasal tanımda yer verilen özelliklerin tamamının birarada bulunması aranmamaktadır. Örneğin, yatırım aracı olma unsurunun intifa senetleri bakımından kesin bir anlam taşımadığı **Teoman** tarafından ifade edilmektedir⁸³. Bir yıldan kısa vadeli olarak ihraç edilmeleri mümkün bulunan finansman bonoları, banka bonoları ve banka garantili bonoların da temelde birer para piyasası aracı olmaları nedeniyle “yatırım aracı olarak kullanılma” unsurunu karşılayamadıkları belirtilmelidir. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri ise, itibari değerden yoksun bulunmalarına karşın ilgili mevzuatta menkul kıymet olarak kabul edilmektedirler⁸⁴.

ab. Doktrinde Verilen Tanımlar

Öğretide, yasal tanımda sayılan bazı unsurların piyasa şartlarının ortaya çıkardığı gereksinimler nedeniyle aranmayabileceği; menkul kıymet kavramının statik ve sınırları kesin hatlarla çizilmiş bir kavram olmadığı; temel bazı özelliklerin bulunması şartıyla, menkul kıymet türlerinde farklılıklar görülebileceği ve asıl olanın menkul kıymetin tanımı değil, bu tanımın kapsamında kabul edilecek türler olduğu ifade edilmektedir⁸⁵. Menkul kıymet kavramının bu değişken niteliği, bu kavram üzerine öğretilerde farklı tanımlar verilmesine yol açmıştır. Bizim de benimsediğimiz tanımın sahibi olan **Aytaç**, menkul kıymetleri; “*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 evrak*” şeklinde tanımlamaktadır⁸⁶. Bu tanım, kanımızca menkul kıymetlerin temel özelliklerini ortaya koymak bakımından başarılıdır.

kıymet olarak nitelendirilebilmesi için kıymeti evrak niteliği taşıması gerektiğini kabul etmekteydi (**Yaşar Karayalçın**, Ticaret Hukuku Dersleri C. II, Ticari Senetler, 4. Bası, Ankara 1970, s. 37; **Turgut Kalpsüz**, Kıymetli Evrak- Kambiyo Senetleri- Ders Notları, Ankara 1976, s. 6; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 13).

⁸³ **Teoman**, Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, s. 170- 171.

⁸⁴ Bkz. Seri: VII No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 19.12.1996, S. 22852) md 35/II.

⁸⁵ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 50 ve 53.

⁸⁶ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 53. Doktrinde verilen diğer tanımlar için bkz. age., s. 52-53.

Menkul kıymet kavramının statik ve sınırları kesin hatlarla çizilmiş bir kavram olmayışı, öğretilerde Kurul'un yeni menkul kıymet yaratma yetkisine sahip olup olmadığının tartışmaya açılmasına neden olmuştur. **Aytaç**, Kurul'un piyasalar ve ekonomideki gelişmeleri dikkate alarak gerektiğinde menkul kıymet listesini değiştirebileceğini belirtmektedir⁸⁷. **Turanboy** ise; Kurul'un, SPKn.'nin 22. maddesinin I. fıkrasının 4487 sayılı Kanun md. 10 ile değişik (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 da mümkün olabileceğini ifade etmektedir⁸⁸.

Hemen belirtelim, **Turanboy**'un ileri sürdüğü görüşe katılmamız mümkün değildir. Zira, SPKn.'nin sözü edilen 22/I (n) hükmünün Kurul'a yeni menkul kıymet yaratma yetkisini vermediğini düşünmekteyiz. Anılan hüküm, Kurul'a, “*sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenleme ve denetleme*” yetkisi vermektedir. Bir diğer ifadeyle, bu hüküm ile Kurul'a tanınan yetki yeni menkul kıymet yaratma yetkisi değil; sermaye piyasası araçları için bir derecelendirme (“*rating*”) sistemi kurulması yönünde düzenleme yapma ve kuracağı sistemin işleyişini denetleme yetkisidir⁸⁹. Ayrıca, SPKn. md. 3 (b) hükmünde belirtilen tanımda yer alan özelliklere uygun senetlere ilişkin olarak Kurul tarafından düzenleme yapılması, kanımızca yeni menkul kıymet (ya da kıymetli evrak) yaratılması olarak değil, hali hazırda menkul kıymet niteliğinde olan bir senedin sermaye piyasalarında işlem görebilmesi amacıyla hukukî bir rejime bağlanması olarak yorumlanmalıdır.

⁸⁷ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 50.

⁸⁸ **Asuman Turanboy**, Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002, s. 33- 34. **Yasin** ise, “...*şartları Kurulca belirlenen*” ifadesinden hareketle Kurul'a yeni menkul kıymet yaratma imkânının tanındığı görüşünü savunmaktadır (s. 132).

⁸⁹ Bu husus 4487 sayılı Kanun'un gerekçesinde de belirtilmiş ve şu ifadelerle yer verilmiştir: “...*Ayrıca sermaye piyasası araçlarının yanı sıra kurumların derecelendirilmesini düzenleme hususunda Kurul'a yetki tanınarak, yatırımcıların yatırım kararlarını objektif ölçülerle kategorize edilmiş kurumlar arasında bilinçli biçimde kullanabilmeleri amaçlanmıştır.*”

ac. Kıymet Hakkı Kavramı

Menkul kıymetlerin, günümüzde evraktan (senetten) soyutlanarak “kıymet hakkı” haline geldikleri vurgulanmalıdır. Menkul kıymetlerin basım ve saklama masraf ve tehlikelerini ortadan kaldırmak amacıyla senetten soyutlanarak elektronik ortamda kayden izlenmesi, bugün tüm gelişmiş sermaye piyasalarında uygulanmakta olan bir sistemdir. İlk olarak 1984 yılında Fransa’da uygulanan bu sistem ile, kıymetli evrak kavramının iki unsurunu oluşturan senet ve senette mündemiç hak birbirinden ayrılmakta ve senedin temsil ettiği hak, senetten ayrılarak “kıymet hakkı” adı altında bağımsızlaşmaktadır⁹⁰.

Türk Hukuku’nda sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin ilk düzenleme, Kurul tarafından; 24.6.1995 tarih ve 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile SPKn. md. 22 f. I hükmüne eklenen (n) bendinin tanıdığı sermaye piyasası araçlarının kaydi değer haline getirilmesini düzenleme yetkisi çerçevesinde, Seri: IV No. 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydi Değer Haline Getirilmesine İlişkin Esaslar Tebliği ile yapılmıştır⁹¹. Bu tebliğin md. 4/I hükmü çerçevesinde, yatırım fonu katılma belgeleri ve borsada işlem gören hisse senetlerinin ihracında “toplu senet” (“tek senet”) uygulaması benimsenmiştir. Bu sistemde, ihraççı, ihraca konu tüm katılma belgeleri ve hisse senetlerini temsilen tek bir toplu saklama senedi düzenlemekte ve bu senet üzerinde hak sahibi olanlar kayden izlenmekteydi.

Yukarıda belirtilen düzenlemeyi yapma yetkisini Kurul’a veren 558 sayılı KHK’nin Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmesi üzerine⁹² açılan bir dava sonucunda, Danıştay, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydi Değer Haline Getirilmesine İlişkin Esaslar Tebliği’nin iptaline yönelik istemi iki temel gerekçeye dayanarak kabul etmiştir. Bu gerekçeler; söz konusu tebliğin hukukî dayanağını oluşturan KHK’nin Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmiş olması ve Tebliği ile öngörülen sistemin TTK’nun hisse senetlerine ilişkin düzenlemelerine aykırılık

⁹⁰ Ünal Tekinalp, Evraksız Kıymetli Evrak veya Kıymet Haklarına Doğru, Batider, C. XIV S. 3, 1988, s. 14; Turanboy, Varaksız Kıymetli Evrak, s. 43.

⁹¹ RG. 19.12.1996, S. 22852.

⁹² Any. Mah., T. 13.11.1995, E. 1995/45, K. 1995/58 (RG. 24.11.1995, S. 22473).

oluşturmasıdır. Bu düzenlemenin TTK'nun hisse senetlerine ilişkin hükümlerine aykırılık oluşturup oluşturmadığı ve dolayısıyla tebliğ ile yapılıp yapılamayacağı doktrinde tartışma konusu olmuş, ancak fikir birliğine ulaşamamıştır⁹³.

Değınilen iptal kararı üzerine, 4487 sayılı Kanun ile SPKn.'na “*Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*” başlığını taşıyan md. 10/A hükmü eklenmiştir. Bu hükümde benimsenen kaydileştirme sistemi, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydi Değer Haline Getirilmesine İlişkin Esaslar Tebliği'nde öngörülen sistemden iki bakımdan farklıdır. Bu farklardan ilki, md. 10/A hükmüne göre yapılacak kaydileştirmede toplu saklama senedi basılmasının söz konusu olmaması; yani sermaye piyasası araçlarının evraktan tümüyle soyutlanmasıdır. İkinci farklılık ise, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydi Değer Haline Getirilmesine İlişkin Esaslar Tebliği'nin kapsamına yalnızca yatırım fonu katılma belgeleri ile borsada işlem gören hisse senetlerinin girmesine karşın; md. 10/A hükmünün, tüm menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının, yani bütün sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilebilmesine olanak sağlamasıdır.

ad. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda Benimsenen Tanım

Son olarak, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda yer verilen menkul kıymet tanımına değınmekte yarar görmekteyiz. Bu Taslak, mevcut kanun hükmünde tercih edilen, menkul kıymetleri özelliklerini sayarak tanımlama yöntemini benimsememiş; bunun yerine sayma yöntemini kullanmıştır. Bu hükme göre; “*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,*

⁹³ **Turanboy** ve **Ünal** bu düzenlemenin kanun ile yapılması gerektiğini savunurlarken [**Asuman Turanboy**, Kağıtsız (Varakasız) Kıymetli Evrak, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s. 255 vd.; **Oğuz Kürşat Ünal**, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. V S. 1-2, Haziran-Aralık, 2001, s. 4 dph. 5]; **Manavgat** tebliğ ile düzenleme yapılmasını hukuka aykırı görmemektedir (**Çağlar Manavgat**, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 50 S. 2, 2001, s. 169). **Sevi** ise, düzenlemenin önemine binaen kanun ile yapılması gerektiği görüşündedir (**Ali Murat Sevi**, Anonim Ortaklıkta Payın Devri, Ankara 2004, s. 233).

- 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 Kurulca belirlenen diğer evrak veya haklar”*

menkul kıymet olarak kabul edilecektir. Kanımızca, yerleşmiş menkul kıymet tanımından vazgeçip yeni bir tanım yaratmaya ihtiyaç yoktur. Kaldı ki, Kurul tarafından önerilen bu tanım kolay anlaşılabilir nitelikte de değildir. Gerçekten, menkul kıymet tanımına dâhil finansal araçları sayarken, “*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*” şeklinde ifadeler kullanmak tanımı anlaşılır olmaktan ciddi ölçüde uzaklaştırmaktadır.

b. Menkul Kıymet Niteliğinde Kabul Edilen Sermaye Piyasası Araçları

Hisse senetleri ve bunlara bağlı kupon ve talonlar⁹⁴ ile 3794 sayılı Kanun md. 13 ile SPKn.’na eklenen md. 14/A hükmü uyarınca çıkarılan oydan yoksun hisse senetlerinin yanısıra; içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A Tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri⁹⁵, A tipi olmayanlar da dâhil olmak üzere borsa yatırım fonu katılma belgeleri⁹⁶, banka bonoları ile banka garantili bonolar⁹⁷, finansman bonoları⁹⁸, altın, gümüş ve platin bonoları⁹⁹,

⁹⁴ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 17 dnp. 18; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 54.

⁹⁵ Bkz. Seri: VII No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 19.12.1996, S. 22852) md 35/II. Bu hüküm gereğince, B Tipi yatırım fonlarına ait katılma belgeleri ile içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımına imkân tanınmayan A Tipi yatırım fonu katılma belgeleri, menkul kıymet niteliği taşımayıp “diğer sermaye piyasası araçları” kategorisine dahil bulunmaktadır (B tipi yatırım fonları hakkında aynı yönde değerlendirme için bkz. **Reha Tanör**, Sermaye Piyasası Hukuku, II. Cilt- Halka Arz, İstanbul 2000, s. 145). **Aytaç** ise, itibari değerden yoksun bulunmaları nedeniyle yatırım fonu katılma belgelerinin menkul kıymet olarak kabul edilemeyecekleri kanısındadır (**Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 47 dnp. 15 ve s. 55. Aynı yönde; **Taşkın**, s. 18 dnp. 39).

⁹⁶ Bkz. Seri: VII No: 23 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 13.4.2004, S. 25432) md. 5/IV.

⁹⁷ Bkz. Seri: III No: 12 sayılı Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mük.) md. 3. Bu senetlerin menkul kıymet niteliğinde olduğu öğretilde **Ünal** tarafından da ifade edilmektedir (**Oğuz Kürşat Ünal**, Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Haziran-Aralık 1998, C. II S. 1-2,

tahviller¹⁰⁰, katılma intifa senetleri¹⁰¹, gayrimenkul sertifikaları¹⁰² ve kar zarar ortaklığı belgelerinin¹⁰³ de menkul kıymet niteliğinde oldukları Kurul tarafından yapılan düzenlemelerde açıkça belirtilmiştir.

Sayılan bu sermaye piyasası araçlarının yanı sıra; varlığa dayalı menkul kıymetler¹⁰⁴, gelir ortaklığı senetleri¹⁰⁵, ipotekli borç ve irat senetleri¹⁰⁶ ile 4749 sayılı Kamu

Prof. Dr. İhsan Tarakçıoğlu'na Armağan, 1999, s. 29). **Aytaç** ise anılan senetlerin menkul kıymet olarak kabul edilemeyecekleri kanısındadır (**Zühtü Aytaç**, Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar, Batider, C. XIV S: 3, Haziran 1988, s. 40).

⁹⁸ Bkz. Seri: III No: 13 sayılı Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 31.7.1992, S. 21301 Mük.) md. 3. **Aytaç**, kısa vadeli finansman ihtiyaçlarının karşılanması için ihraç olunan finansman bonolarının temelde bir para piyasası aracı olduğu ifade etmekte ve bu senetlere menkul kıymet niteliği izafe etmemektedir (**Zühtü Aytaç**, Finansman Bonoları, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın'a 65'inci Yaş Armağanı, Ankara 1988, s. 254).

⁹⁹ Bkz. Seri: III No: 26 sayılı Altın, Gümüş ve Platin Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 26.12.2001, S. 24622) md. 4.

¹⁰⁰ Seri: II No: 15 sayılı Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği'nin (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mük.) md. 3 hükmünde, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin menkul kıymet niteliğinde olduğu açıkça belirtilmektedir. Buna karşılık, Seri: II No: 13 sayılı Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mük.) ile Seri: II No: 16 sayılı Kara İştirakli Tahvil İhraç Esasları Tebliği'nde (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mük.), anılan türdeki tahvillerin menkul kıymet niteliğinde olduğunu belirten açık bir düzenleme mevcut değildir. Ancak, tahvillerin, türleri ne olursa olsun menkul kıymet niteliğinde oldukları konusunda tereddüt duymamak gerekir (**Oğuz Kürşat Ünal**, SPK ve TK'da Tahviller, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. VII S. 1-2, Haziran- Aralık 2003, s. 3).

¹⁰¹ Bkz. Seri: III No: 10 sayılı Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mük.) md. 1. **Teoman** ve **Ünal** da katılma intifa senetlerini menkul kıymet olarak kabul etmektedirler (**Teoman**, Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, s. 170-171; **Oğuz Kürşat Ünal**, Katılma İntifa Senetleri, Batider, C. XIX S. 3, Haziran 1998, s. 92).

¹⁰² Bkz. Seri: III No: 19 sayılı Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 20.7.1995, S. 22349) md. 3.

¹⁰³ Bkz. Seri: III No: 27 sayılı Kar Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 20.3.2003, S. 25054) md. 4.

¹⁰⁴ Seri: III No: 14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği'nin (RG. 31.7.1992, S. 21301) md. 3 hükmü, söz konusu sermaye piyasası araçlarının kıymetli evrak niteliğinde olduğunu belirtmekle yetinmektedir. Ancak 3794 sayılı Kanun ile SPKn.'na eklenen md. 13/A hükmünde doğrudan "varlığa dayalı menkul kıymet" teriminin kullanılması nedeniyle; bu senetlerin menkul kıymet olarak kabul edilebilmeleri için, ayrıca bir de SPKn. md. 3 (b) hükmünde öngörülen menkul kıymet tanımında belirtilen özellikleri taşıyıp taşımadıklarının araştırılması gerekmektedir (**Süeda Kuru**, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Bursa 1996, s. 12). Varlığa dayalı menkul kıymetler ülkemizde yeterli uygulama hacmine ulaşamamıştır. Oysa ki, örneğin Avrupa borçlanma senetleri pazarında, temsil ettikleri alacağın teminatlı bulunması nedeniyle kamu borçlanma araçlarından sonra en çok tercih edilen borçlanma aracı konumundadırlar (**de Vicuña**, s. 234). Tüm dünyada yaygın olarak kullanılan ipotek teminatlı borç senetleri ("mortgage backed securities") de varlığa dayalı menkul kıymetlerin ("asset backed securities") özel bir türü olarak kabul edilmektedir (**de Vicuña**, s. 234).

¹⁰⁵ Gelir ortaklığı senetleri, kamu kurum ve kuruluşlarına ait altyapı tesislerinin gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olmasını sağlayan hamiline yazılı menkul kıymetlerdir (**Zühtü Aytaç**, Gelir Ortaklığı Senetlerinin Hukuki Statüsü, Batider, C. XIII S. 3-4, 1986, s. 213- 214).

Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 3. maddesine dayanılarak ihraç olunan "devlet iç borçlanma senedi" niteliğindeki devlet tahvilleri ve hazine bonolarının da menkul kıymet niteliğinde oldukları kabul edilmektedir¹⁰⁷.

Bu noktada, depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarının menkul kıymet niteliğinde kabul edilip edilemeyecekleri de tartışmaya açılmalıdır. Depo edilmiş menkul kıymet sertifikası ihraç imkânı SPKn. md 11/V hükmünde tanınmaktadır. Bu hükme göre; Kurulca belirlenecek esaslar dâhilinde, ulusal veya uluslararası piyasalarda tedavülü 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 birer menkul kıymettirler¹⁰⁸. Bu itibarla, temsil ettikleri menkul kıymetler gibi, depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarının da SPKn. md. 4/I hükmü gereğince Kurul kaydına alınmaları zorunludur. Bu sertifikalar, fonksiyonları itibarıyla, hem yabancı menkul kıymetlerin Türkiye'de pazarlanmasına, hem de Türk ihraççıların

¹⁰⁶ **Oğuz Kürşat Ünal**, İpotekli Borç Senetleri ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. VI S. 1-2, Haziran- Aralık 2002, s. 7; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 17; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 56; **Seza Reisoğlu**, Sermaye Piyasası Açısından İpotekli Borç Senetleri, Teori ve Uygulama Açısından İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 31. İpotekli borç senetleri hakkında ayrıntılı değerlendirme için **Kuntalp**'in anılan sempozyumda sunulan tebliğine bakınız (**Erden Kuntalp**, Medeni Kanun Hükümleri Açısından İpotekli Borç Senedi, s. 5 vd.).

¹⁰⁷ 4749 sayılı Kanun'un 3. maddesinde tanımlanan "devlet tahvili" ve "hazine bonusu" arasındaki temel fark bu senetlerin vadelerinde ortaya çıkmaktadır. Bu hükme göre, devlet tahvilleri, ihraç edildikleri tarih itibarıyla bir yıl (364 gün) veya daha uzun vadeli olan devlet iç borçlanma senetleridir. Hazine bonolarının ise, ihraç edildikleri tarih itibarıyla vadeleri bir yıldan kısadır (364 güne kadardır).

¹⁰⁸ Depo edilmiş menkul kıymet sertifikaları, özellikle ortaklık senetlerinin uluslararası piyasalarda halka arzında çok sık olarak kullanılmaktadır. Ortaklık senetlerini ABD piyasalarında halka arz etmeksizin satmak ya da halka arz etmek isteyen yabancı ihraççılar, hisse senetlerini bir bankaya depo ederek aldıkları menkul kıymet sertifikalarını ("American Depositary Receipt", kısaca "ADR") satışa sunarlar. Depo edilen hisse senetleri ise "American Depositary Shares" ("ADS") olarak anılır. Bir ADR, birden fazla hisse senedini ya da bir hisse senedinin kesirli bir bölümünü temsil edebilir (**Meredith M. Brown**, Global Offerings of Securities, Access to World Equity Capital Markets, London 1994, s. 47). ADR ve ADS'ler hukuken birbirlerinden bağımsız kabul edildiklerinden, kayda alma işleminin lüzumlu bulunduğu hallerde, hem ADR'ler hem ADS'ler ayrı ayrı kayda alınmak durumundadırlar (**Mark Vodicka**, International Securities Trading, Erskineville 1992, s. 15). Ancak kayda alma başvurusu hem ADR'leri hem de ADS'leri kapsayacak tek bir form ile yapılabilir. Satışın birden çok ülkenin piyasasında gerçekleştirileceği uluslararası halka arzlarda kullanılan depo edilmiş menkul kıymet sertifikaları, "GDR" ("Global Depositary Receipt") ya da "IDR" ("International Depositary Receipt") olarak da isimlendirilmektedirler [**Simon Sackman/Margaret Coltman**, Legal Aspects of a Global Securities Market, The Future of the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects (Edited by: Fidelis Oditah), Oxford 1996, s. 22]. İsimleri farklı olsa da, "GDR"ler ile "ADR"ler arasında hukukî nitelikleri açısından hiçbir fark bulunmamaktadır (**Brown**, Global Offerings of Securities, s. 46-47).

ihraç ettiği menkul kıymetlerin yabancı piyasalarda pazarlanmasına hizmet etmektedirler.

2. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

“Diğer sermaye piyasası araçları” kavramı, SPKn. md. 3 (b) hükmünde; “*menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evrak*” olarak tanımlanmış; fakat nükut ile çek, poliçe, bono ve mevduat sertifikalarının sermaye piyasası aracı olarak kabul edilemeyeceği açıkça hükme bağlanmıştır. Dikkat edilecek olursa, menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliği taşıması zorunlu iken, diğer sermaye piyasası araçlarının kıymetli evrak niteliğinde olmaları şart değildir. Bu araçların evrak niteliği taşımaları yeterlidir.

“Diğer sermaye piyasası araçları” terimi doktrinde eleştirilmektedir. **Tanör**, bu terimin menkul kıymet sayılamayacak olmasına rağmen sermaye piyasalarında işlem görmesi zorunlu bulunan araçları kapsamı içerisine almak üzere yasaya konulduğunu; ancak “sermaye piyasası araçları” kavramına yer verdikten sonra bunun alt başlıklarından biri olarak “diğer sermaye piyasası araçları” kavramının kullanılmasının yasa yazım tekniği bakımından hatalı olduğunu belirtmekte ve “menkul kıymetler”- “diğer sermaye piyasası araçları” ayrımının kaldırılarak her ikisini de kapsayacak tek bir kavrama yer verilmesinin daha doğru olacağını ifade etmektedir¹⁰⁹. Nitekim, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı’nın 3. maddesinin (b) bendinde “finansal araçlar” tanımlanırken “diğer sermaye piyasası araçları” kavramına yer verilmemektedir.

“Diğer sermaye piyasası araçları” kavramı içerisinde akla gelmesi gereken başlıca senetler, türev araçlardır (“*derivatives*”). Türev araçlar, gelişmiş piyasalarda üç ana gruba ayrılmaktadırlar. Bu gruplardan ilki, vadeli işlem (“*futures*”) ve opsiyon (“*options*”) sözleşmeleridir. İkinci grup, piyasada cari faiz oranlarının üzerinde bir faiz oranı üzerinden yapılan ve çoğu zaman opsiyon hakları ile desteklenen sözleşmelerdir (“*embedded derivatives*”). Üçüncü ve son grup ise, tezgahüstü türev

¹⁰⁹ **Tanör**, Halka Arz, s. 81-82.

aracı (“*over-the counter derivatives*”) olarak da anılan swap sözleşmeleridir¹¹⁰. Bu üç türden, yalnızca vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ülkemizde uygulama alanı bulmaktadır.

Opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinin hukukî niteliği öğretilerde tartışılmıştır. **Tekinalp, Yasaman, Aytaç** ve **Ünal**¹¹¹ bu sözleşmeleri menkul kıymet olarak kabul ederlerken; **Berzek, Öztan, Yanlı** ve **Kırca**, söz konusu sözleşmelerin diğer sermaye piyasası araçları sınıfı içerisinde yer alması gerektiği görüşündedirler¹¹².

Kanımızca, SPKn. md. 3 (b) hükmünde menkul kıymetlerin kıymetli evrak oldukları açıkça belirtildiğine göre, opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerini menkul kıymet olarak nitelendirebilmek mümkün değildir. Zira, opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri, TTK md. 557¹¹³ anlamında hak ile senedin iç içe geçtiği bir kıymetli evrak niteliğinde olmayıp, bir akdi hakkı tevsik ve temsil eden evrak niteliği arz etmektedirler¹¹⁴. Bu itibarla, anılan sözleşmeler menkul kıymet olarak

¹¹⁰ Bu üçlü ayırım için bkz. **Schuyler K. Henderson**, *Credit Derivatives Law, Regulation and Accounting Issues*, (Edited by: Dr. Alastair Hudson), London 1999, s. 2. Swap sözleşmeleri de, kendi içlerinde, konularına göre dörde ayrılmaktadırlar. Bir swap sözleşmesi; faiz, döviz, ortaklık senedi veya menkul kıymeti ya da menkul eşyayı konu alabilir (bkz. **Simon James**, *The Law of Derivatives*, London- Hong Kong 1999, s. 143). Swap sözleşmeleri, ABD Hukuku’nda, opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinin tersine, Menkul Kıymetler Kanunu’nun (“Securities Act”) 2A hükmünün açık ifadesi karşısında, ister bir ortaklık senedi veya menkul kıymeti ister bir başka değişkeni konu alsınlar, sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmezler.

¹¹¹ **Tekinalp**, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, s. 17; **Yasaman**, s. 78 vd.; **Aytaç**, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 56; **Ünal**, *Menkul Kıymetler*, s. 95.

¹¹² **Berzek**, s. 54; **Fırat Öztan**, *Kıymetli Evrak Hukuku*, 2. Baskı, Ankara 1997, s. 196; **Yanlı**, s. 11. **Kırca**; opsiyon sözleşmelerinin itibari değer taşımadıklarını, dönemselsel gelir getirmediklerini ve kıymetli evrak niteliğine de sahip olmadıklarını, bu nedenle SPKn. md. 3 (b) hükmünde yer alan menkul kıymet tanımı içerisinde kabul edilemeyeceklerini ifade etmekte ve bu sözleşmeleri “diğer sermaye piyasası araçları” kategorisi içerisinde değerlendirmektedir (**İsmail Kırca**, *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, Ankara 2000, s. 199-200). Yazar, 3794 sayılı Kanun ile SPKn. md. 3 (b) hükmünde yapılan değişiklikle getirilen diğer sermaye piyasası araçları kavramının, “türev araçlar” olarak isimlendirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini kapsamak üzere ihdas olduğunu ifade etmektedir (**Kırca**, s. 201).

¹¹³ TTK md. 557 hükmünün karşılığını, halen tartışılma sürecinde bulunan TTK Tasarısı’nda md. 645 hükmü oluşturmaktadır (Tasarı için bkz. çevrimiçi: www.adalet.gov.tr).

¹¹⁴ Opsiyon borsalarında işlem gören bizatihi opsiyon sözleşmeleridir; yoksa opsiyon sözleşmelerine konu olan kıymetler değildir (**Kırca**, s. 198). Aynı tespit, vadeli işlem sözleşmeleri bakımından da geçerlidir. Söz konusu sözleşmelerin sermaye piyasalarında alınıp satılması, bu sözleşmelerin bir bütün halinde üçüncü kişilere devredilmesine olanak bulunup bulunmadığı sorusunu akla getirmektedir. Belirtmek gerekir ki, Borçlar Kanunu’nda konuya yönelik herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Öğretilerde ise, esas itibariyle iki ayrı teori ortaya atılmıştır. Kombinasyon teorisine göre; sözleşme ilişkisi, alacağın temlik ve borcun yüklenilmesi işlemlerinin birlikte yapılması, yani kombine edilmesi suretiyle, ilişkiye yabancı üçüncü bir kişi tarafından yüklenilebilir [**Hasan Ayrancı**, *Sözleşmelerin Yüklenilmesi* (Devri), Ankara 2003, s. 39; teori hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. s. 41-50]. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin sermaye piyasalarında alınıp satılması bu teori ile

nitelendirilemezler; bu sözleşmelerin diğer sermaye piyasası araçları kavramı kapsamında kabul edilmeleri gerekir.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin yanı sıra, B tipi yatırım fonu katılma belgeleri ile içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımına olanak tanınmayan A tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri de “diğer sermaye piyasası araçları” başlığı altında mütalaa edilmek gerekir¹¹⁵. Ayrıca, Kurul’un, finansal piyasaların gelişimi sürecinde ortaya çıkabilecek olan ve menkul kıymet niteliği taşımayan yeni enstrümanları da diğer sermaye piyasası araçları kategorisi içerisine alarak düzenlemeye tabi tutabileceğinin altı çizilmelidir.

E. Kayda Alma Sistemi

1. Kayda Alma ve İzin Sistemlerinin Karşılaştırması

SPKn.’nun md. 4/I hükmünde 3794 sayılı Kanun’un 3. maddesi ile değişiklik yapılmadan önce, anılan hükümde menkul kıymetlerin halka arzı için Kurul’dan izin alınmasının zorunlu olduğu belirtilmekteydi. Bir halka arz işleminin söz konusu olmadığı “halka arz edilmeksizin satışlar” bakımından ise herhangi bir hüküm

açıklanamaz. Zira, bu teoride sözleşmeden doğan hakların devri alacağın temlik müessesesi ile açıklandığından, BK md. 163/I hükmünde yer alan temlik yazılı şekilde yapılması zorunluluğu gündeme gelecektir. Oysa ki, bu sözleşmelerin sermaye piyasalarında işlem görmesi ihtimalinde, yazılı temlik akdi yapılmasını öngören şekil şartının yerine getirilebilmesi mümkün değildir. Birlik teorisine göre ise, sözleşme ilişkisi unsurlarına ayrılmayan bir organizmadır; bu nedenle, alacağın temlik ve borcun yüklenilmesi işlemlerinin birlikte yapılması suretiyle sözleşmenin üçüncü kişi tarafından yüklenilebilmesi mümkün değildir; sözleşmenin, akit serbestisi ilkesi çerçevesinde tek bir hukukî işlemle yüklenilmesi gerekir (bkz. **Ayrancı**, s. 40; teori hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. age., s. 50-53). Bu teori, alacağın temlikinden farklı olarak, def’ilerin sözleşmenin yeni tarafına (devralana) karşı ileri sürülmesine de olanak tanımamaktadır (**Ayrancı**, s. 51). **Kırca**, opsiyon sözleşmelerinin devrini “birlik” (“bütünlük”) teorisi ile açıklamakta ve bir sözleşmenin devri için, bu sözleşmenin içerdiği alacak ve borçların tek tek devredilmesine gerek olmadığını; üç tarafın (sözleşmeden ayrılan, sözleşmede kalan ve sözleşmeye giren tarafların) anlaşmasıyla devir işleminin gerçekleştirilebileceğini vurgulamaktadır (**Kırca**, s. 232). Aynı yaklaşım, vadeli işlem sözleşmelerinin sermaye piyasalarında devrini açıklamak bakımından da geçerlidir. Halen tartışılma sürecinde bulunan Türk Borçlar Kanunu Tasarısı’nda da birlik teorisinin benimsendiği ve sözleşmenin bir bütün halinde üçüncü kişilere devrine olanak tanındığı görülmektedir [(md. 210/I) Tasarı için bkz. çevrimiçi: www.adalet.gov.tr].

¹¹⁵ Seri: VII No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 35. maddesinin II. fıkrasında, yalnızca içtüzüğünde aracı kuruluşlarca serbestçe alınıp satılabileceği öngörülen A tipi yatırım fonlarının katılma belgelerinin menkul kıymet niteliğinde oldukları ifade edilmektedir. Şu halde, bu hükmün karşıt anlamından, B Tipi yatırım fonlarına ait katılma 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 dahil buldukları sonucu çıkmaktadır (B tipi yatırım fonları hakkında aynı yönde değerlendirme için bkz. **Tanör**, Halka Arz, s. 145)

getirilmemişti. Bu durum, halka arz edilmeksizin satışlar bakımından izne ihtiyaç bulunmamasından değil; değişikliğin yapıldığı 1992 yılına kadar ülkemizde halka arz edilmeksizin satış işlemlerine hemen hiç rastlanılmaması nedeniyle bu kavramın fazlaca bilinmemesinden kaynaklanmaktaydı.

Değınilen hükümde öngörülen izin sisteminden 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik esnasında vazgeçilerek, tüm modern sermaye piyasası sistemlerinde olduğu gibi kayda alma sistemine geçilmiştir. Yapılan değişiklik ile, halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar da kapsam içerisine alınarak; “İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul’a kaydettirilmesi zorunludur” hükmüne yer verilmiştir.

“Kayda alma” ve “halka arz izni” kavramları birbirlerinden farklı kavramlardır¹¹⁶. Hükümün değişiklikten önceki halinde Kurul, halka arz için izin verme yetkisine sahip bir idari kurum olarak satışa sunulacak sermaye piyasası araçlarını mali analiz ve değerlendirmelerini yapmak suretiyle, bu araçları adeta sağlamlık ve güvenilirlik kontrolünden geçirmekteydi¹¹⁷. Bir diğer ifadeyle, Kurul, izin sisteminde, sermaye piyasası araçları hakkında mali analiz yapan bir derecelendirme kuruluşu gibi hareket etmekteydi¹¹⁸. Bu analiz sonucunda menkul kıymetlerin spekülâtif ve yatırımcı açısından risk taşıyan araçlar olduğu sonucuna ulaşılır ise, Kurul, yatırımcıların haklarını korumak gayesi ile bu araçların halka arzına izin vermekten imtina edebilme imkânına sahipti. Şüphesiz ki, bu analizin gereği gibi yapılamaması halinde bir hizmet kusuru söz konusu olacağından; Kurul’un, halka arz işlemlerinde, yatırımcılara karşı, tam yargı davalarına konu olabilecek potansiyel bir sorumluluğu da bulunmaktaydı. Kaldı ki, halka arz yoluyla satılacak tüm menkul kıymetlerin mali analiz ve değerlendirmesini sağlıklı bir biçimde yapabilmek, Kurul bakımından, altında bulunduğu iş yükü, personel ve imkân yetersizlikleri düşünıldüğünde neredeyse imkânsız gibiydi. Ayrıca, izin

¹¹⁶ **Mustafa Çeker**, Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul 1998, s. 107; **Hayrettin Çağlar**, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Hisse Senetleri, Hisse Senetlerinin İhraç ve Halka Arzı, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara 1998, s. 87.

¹¹⁷ **Çeker**, s. 107.

¹¹⁸ **Zekeriyya Arı**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’ne sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Sivas- Eylül 1996, s. 12.

sistemi, liberal ekonomi felsefesine aykırı bulunduğundan¹¹⁹ dünya üzerinde neredeyse hiç uygulaması kalmamış bir sistemdi. Bu bakımdan, kayda alma sistemine geçilmesi son derece isabetli olmuştur.

Kayda alma sistemi, izin sistemine oranla daha liberal bir sistemdir. Kurul, bu sistemde sermaye piyasası araçlarının mali analiz ve değerlendirmesini yapmak yükümlülüğü altında değildir. Kayda alma sisteminde önemli olan, yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını değerlendirmeleri bakımından önem arz edebilecek her türlü bilginin izahname ve sirküler vasıtasıyla kamuya açıklanmasının sağlanmasıdır. Kurul'un, açıklanması gereken tüm bilgilere izahnamede yer verilmesi koşuluyla, halka arz edilecek ya da halka arz edilmeksizin satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarını, yatırımcılar açısından taşıdıkları riski gerekçe göstererek kayda almaktan kaçınabilmesi mümkün değildir¹²⁰. Satışa sunulacak olan sermaye piyasası araçlarının taşıdıkları risk ve sağlayacakları getiri arasındaki dengeyi dikkate alarak kararı verecek olan yatırımcıdır. Bir diğer ifadeyle, kayda alma sisteminde risk yatırımcının üzerinde bırakılmaktadır¹²¹. Kurul'un sorumluluğu, yatırımcıların bu araçları satın alıp almama yönünde verecekleri karara etki edebilecek her türlü bilginin açıklanmasını sağlamaktan ibaret bulunmaktadır¹²².

¹¹⁹ Bu husus, İngiltere'de 1895 yılında yayımlanan Davey Komisyonu raporunda oldukça çarpıcı bir biçimde ifade edilmektedir: “Devletin menkul kıymetlerin sağlamlığını, güvenilirliğini tahkik edip izin vermesi usulünün kabulü şahsın kendi sorumluluğunu devletin omuzlarına yüklemektedir” (bkz. **Haluk A. Kabaalioglu**, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985, s. 24-25).

¹²⁰ **Çeker**, s. 107. SPKn. md. 5/III hükmü de Kurul'un bu yönde bir yetkisi olmadığını tereddütte yer bırakmayacak biçimde ortaya koymaktadır. Anılan hükme göre; “İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu sermaye piyasası aracının kayda alınmasından imtina edilebilir”. Görüldüğü üzere, Kurul'un başvuru konusu sermaye piyasası araçlarını kayda almaktan imtina edebilmesi, ancak izahnamede bu araçlar hakkında yeterli bilginin yer almaması ya da izahnamede yer verilen bilgilerin gerçeği yansıtmaması ihtimallerinde mümkün bulunmaktadır. Bu takdirde dahi, Kurul, kayda alma talebinin reddi yönündeki kararına, bu kararın idari yargı tarafından denetimini sağlayabilmek bakımından gerekçe göstermek durumundadır. Dolayısıyla, Kurul'un sermaye piyasası araçlarının risk analizine dayanarak kayda alma talebini reddedebilmesi mümkün değildir. Kayda alma sisteminin ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının risk analizini yapma yetkisini Kurul'a vermemesi nedeniyle; ihraççı tarafından yapılacak ilan ve açıklamalarda kayda alınmanın resmi bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifadeye yer verilemez (SPKn.md. 6/II).

¹²¹ **Lovett**, s. 308; **Arı**, s. 12.

¹²² Ancak izahnamede yatırımcı bakımından önem arz edebilecek bilgilerin yer almamasında hizmet kusuru söz konusu ise, ikame edilecek bir tam yargı davası ile İdare'nin sorumluluğuna gidilebilir (**François Guy Trébulle**, L'émission de valeurs mobilières, Paris 2002, s. 118).

ABD Hukukunda, 1933 tarihi Menkul Kıymetler Kanunu ile benimsenen sistem de kayda alma sistemidir. Bu hukuk sisteminde, kayda alma işlemini ifade etmek üzere “*registration*” ifadesi kullanılmaktadır. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ile benimsenen kayda alma sisteminde, ihraççılara kamuya açıklama (“*dislosure*”) yükümlülüğünün getirilmesi ile hileli işlemler önlenilmeye çalışılmakta, gerekli bilgilerin açıklanması sağlanarak risk değerlendirmesi yatırımcılara bırakılmaktadır¹²³. Doktrinde, ABD yasa koyucusunun, bu sistemi kabul etmekle; “*güneş ışığının en iyi dezenfektan olduğunu kabul eden İngiliz yasama felsefesini benimsediği; eyaletlerin, adil ve uygun görmedikleri satışları önlemeleri temeline dayanan Blue Sky mantalitesini reddettiği*” ifade olunmaktadır¹²⁴.

2. Kayda Alma Başvurusu ve Değerlendirilmesi

Kayda alma başvurusu dilekçe ile yapılır. SPKn. md 5/I hükmünde, kayda alma başvurusuna Kurul tarafından belirlenecek bilgi ve belgelerin ekleneceği belirtilmektedir. Bu bilgi ve belgeler, Kurul tarafından, her bir sermaye piyasası aracı bakımından ilgili tebliğlerde ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Anılan hükmün ikinci fıkrasına göre ise, belgeler ve açıklamalardaki eksikliklerin Kurul tarafından belirlenecek süre içerisinde tamamlanması zorunlu bulunmaktadır. Noksanlıkları bu süre içerisinde tamamlanmayan başvurular düşer.

ABD’nde sermaye piyasaların düzenlemek ve denetlemekle görevli bağımsız idari otorite SEC’dir (“*Securities and Exchange Commission*”). Kayda alma başvurusu da SEC’e yapılmaktadır¹²⁵. Kayda alma talebi (“*registration statement*”)

¹²³ **Lovett**, s. 308. Yatırımcılar açısından önem arz edebilecek bilgilerin kamuya açıklanmasını sağlaması ve risk değerlendirmesini yatırımcılara bırakması nedeniyle, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, “Çürük Yumurta Kanunu” (“*Rotten Egg Statute*”) olarak da anılmaktadır (**Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 67 dñn. 16). Bunun nedeni, sistemi özetleyen; “Çürük olduğunu söyledikten sonra, halka istediğiniz kadar çürük yumurta satabilirsiniz” şeklindeki benzetmedir.

¹²⁴ **Norman S. Poser**, *International Securities Regulation*, USA 1991, s. 304- 305. Federal düzlemede, yani birden çok eyaleti kapsayacak ve Menkul Kıymetler Kanunu’nun kapsamı içerisinde kalacak şekilde gerçekleştirilen halka arzlarda (“*interstate offerings*”) işlemin adil ve yatırımcı açısından riskli olup olmadığına ilişkin bir değerlendirme yapılamamasına rağmen; tek bir eyaletin sınırları içerisinde kalan halka arzlarda (“*intrastate offerings*”), işlemin yapılacağı eyaletin kanunları, ilgili idari otoriteye bu yönde bir inceleme yapma yetkisini verebilir (**Mc Guire**, s. 527).

¹²⁵ Menkul Kıymetler Kanunu’nun çıktığı 1933 yılından Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ile SEC’in kurulduğu 1934 yılına kadar, bu kurumun görevini Federal Ticaret Komisyonu (“*Federal Trade Commission*”) yerine getirmiştir (**Paul G. Mahoney**, *The Political Economy of the Securities Act of 1933*, *Journal of Legal Studies*, Vol: XXX, January 2001, s. 3 dñn. 7).

iki bölümden oluşur. Bu talebin ilk bölümünde izahname (“*prospectus*”), ikinci bölümünde ise ek bilgiler (“*supplementary information*”) yer alır¹²⁶. Ek bilgiler bölümünde, ihraççı ve işlemle ilgili olan, halka arza aracılık sözleşmesinin de aralarında bulunduğu bazı teknik dökümanlar yer almaktadır¹²⁷. Kayda alma talebi, Mayıs 1996 tarihinden itibaren kullanıma açılan bir elektronik veri iletim sistemi olan EDGAR (“*Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System*”) sistemi kullanılarak yapılmak durumundadır¹²⁸. Bu şekilde, internetten de faydalanılarak, kayda alma dökümanlarının daha geniş bir yatırımcı kitlesinin bilgisine ulaşması sağlanmaktadır¹²⁹. EDGAR’a benzer bir elektronik bildirim sistemi, Türkiye’de de “KAP” (“Kamuyu Aydınlatma Platformu”) adıyla isteğe bağlı olarak kullanılmak üzere hayata geçirilmiş, fakat henüz ihraççı kuruluşlar için bir zorunluluk haline getirilmemiştir. Bu projeye ilişkin olarak Kurul tarafından yayımlanan “*Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Gönderilmesine İlişkin Uygulama Esasları*”nda; dönemsel bildirim yükümlülüğüne ilişkin belgeler ve özel durum açıklamaları ile birlikte, hisse senetlerinin kayda alınmasında kullanılan izahname, sirküler ve diğer duyuru metinlerinin de elektronik ortamda gönderilebileceği belirtilmektedir (md. 2). Şu an için deneme sürecinde olan KAP sisteminin kullanımı, Kurul tarafından ileri bir tarihte zorunlu hale getirilecektir.

¹²⁶ **David H. Barber**, Gilbert Law Summaries: Securities Regulation, 4th Ed., USA 1987, s. 12; **Moye**, s. 241. ABD’nde, Menkul Kıymet Borsaları Kanunu hükümleri doğrultusunda sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olan ortaklıklar, SEC’in Mart 1982’de yayımladığı bir tebliğ ile verilen izin çerçevesinde, izahnamelerinde bu Kanun uyarınca yayımladıkları dönemsel finansal raporlara atıfta bulunabilmektedirler (“Integration Concept”, **Marc I. Steinberg**, Securities Regulation: Liabilities and Remedies, New York 1985, s. 5. 14-15). Bu sistemin sağladığı faydalar ise sürat ve maliyet yönünden ortaya çıkmaktadır (**Merritt B. Fox**, Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy, New York 1987, s. 351). İzahnamenin hazırlanma ve basım maliyeti metnin kısalması nedeniyle düşerken, normal şartlar altında SEC tarafından birkaç haftada incelenen kayda alma talepleri 48 saat içerisinde sonuçlandırılabilir (Fox, s. 351). Bu da ihraççılara büyük avantaj sağlamaktadır. Özellikle SEC’in kayda alma talebini inceleme süresinin kısalması, piyasa şartlarının olumsuz yönde değişmesi sonucunda ihracın tehlikeye girmesi riskini azalttığı için son derece önemlidir.

¹²⁷ **James M. Bartos**, United States Securities Law: A Practical Guide, 2nd Edition, Great Britain 2002, s. 10. ABD Hukukunda, izahnamenin, halka arz sırasında tüm yatırımcılara en geç sermaye piyasası araçları ile birlikte ulaştırılması zorunludur. Kayda alma talebinin ikinci bölümünde yer alan dökümanlar ise yalnızca SEC’e sunulur; fakat SEC bu belgeleri kamunun incelemesine açık bulundurmamak durumundadır (**Moye**, s. 241).

¹²⁸ **Daniel V. Davidson/Brenda E. Knowles/Lynn M. Forsythe**, Business Law, Principles and Cases in the Legal Environment, 7th Edition, USA 2001, s. 1010; **Joseph W. Bartlett**, Equity Finance, Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations, 2nd Ed., Vol: 1-3 Cumulative Supplement, USA 2002, s. 121.

¹²⁹ **Bartlett**, Vol:1-3 Cumulative Supplement, s. 121.

Kayda alma işlemi, başvurunun SEC'e iletildiği tarihten itibaren 20 gün içerisinde, bu kurum tarafından süreyi durdurmak üzere tesis edilmiş bir idari işlem ("stop order") söz konusu olmadıkça, yasa gereği (*ipso iure*) kendiliğinden gerçekleşir. SEC'in kayda alma yönünde ayrıca bir olumlu idari işlem tesis etmesi gerekmez. SPKn. md. 5/IV hükmünde benimsenen sistem ise bu derece liberal değildir. Anılan hükümde, başvuruların en çok otuz gün içerisinde sonuçlandırılacağı belirtilmesiyle yetinilmiştir. Kayda alma işleminin yasa gereği kendiliğinden gerçekleşmesi söz konusu değildir. Otuz günlük süre içerisinde başvuru sonuçlandırılmasa dahi, Kurul'un kayda alma yönünde karar alması ihraç veya halka arzı gerçekleştirebilmek bakımından zorunludur¹³⁰. Kayıttan imtina kararı verilmesi halinde, bu karar aleyhine, bir idari tasarruf söz konusu olduğu için idari yargıya başvurulabilir¹³¹.

Türk sisteminde, kayda alma işleminin konusunu, halka arz edilmeksizin satılacak ya da halka arz edilecek sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır (SPKn. md. 4/I). Fakat Kurul'un hisse senetleri bakımından benimsediği uygulama, yalnız halka arz edilmeksizin ya da halka arz yoluyla satışı yapılacak hisse senetlerinin değil, ortaklığın tüm sermayesinin kayda alınması yönündedir. Kurul, halka arz edilecek ya da halka arz edilmeksizin satılacak hisse senetlerini satış değeri üzerinden, bakiye sermayeyi ise nominal bedelinden kayda almakta ve 3794 sayılı Kanun'la değişik SPKn. md. 28/II hükmüne istinaden aldığı kayda alma ücretini buna göre tahsil etmektedir. Bu şekilde, halka arz edilmeksizin satılacak ya da halka arz olunacak hisse senetleri dışında kalan paylar da kayda alınmış olmaktadır. Bu paylar daha sonra pay sahipleri tarafından halka arz edilmek istenirse yeniden kayda alma işlemi yapılmamakta, ancak payların nominal bedeli ile satış bedeli arasındaki fiyat farkı baz alınarak hesaplanan ek bir kayda alma ücreti tahsil edilmektedir. Bu uygulamanın, Kanun'un yalnızca "*ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kayda alınacağı*" yönündeki ifadesi ile uyumlu olmadığı kanısındayız.

¹³⁰ Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda da, başvurunun değerlendirilmesi için tanınan sürenin kısaltılması dışında sistemin aynen korunduğu görülmektedir. Taslağın md. 5/II hükmünde; başvuruların 10 iş günü içinde sonuçlandırılacağı, halka açılma başvurularında bu sürenin 20 iş günü olduğu, bu süreler içinde başvurunun sonuçlandırılmamasının ise talebin kabul edildiği anlamına gelmeyeceği öngörülmektedir.

¹³¹ Ünal, Aracı Kurumlar, s. 25.

ABD Hukuku'nda ise, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu sec. 4 (2) hükmü ile, halka arz edilmeksizin satışı yapılacak olan sermaye piyasası araçları kayda alma işleminden muaf tutulmuştur¹³². Bu Kanun'a göre, kayda alma işlemi, yalnızca halka arz edilecek sermaye piyasası araçları bakımından söz konusudur¹³³. İngiliz sisteminde ise, sermaye piyasası araçlarının değil, bu araçlar üzerinde işlem yapan broker ve dealer'ların, yani aracılardan kayıt altına alınması esasını benimsenmiştir¹³⁴. Dolayısıyla, İngiliz Hukuku'nda benimsenen kayda alma kavramı ile, ABD ve Türk hukuklarında benimsenen kayda alma sistemleri birbirlerinden oldukça farklıdır.

Son olarak, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda benimsenen bir yeniliğe de burada değinmek faydalı olacaktır. Taslağın 4. maddesinin I. fıkrasının 2. cümlesine göre; “*Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının yayımlayacakları izahnamenin Kurum'a kaydı, payların kaydı hükmündedir*”. Bu hüküm ile, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları bakımından, payların değil, izahnamenin kayda alınması esasını benimsenmektedir. Dolayısıyla, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları, bir defa izahnamelerini Kurum'a kaydettirdikten sonra; kayıt işlemini takiben gerçekleştirecekleri ihraç işlemlerinde, ihraç edecekleri payları ya da katılma belgelerini kayda aldıkları için yeniden başvuruda bulunmak zorunda kalmayacaklardır.

3. Kayda Almadan Muafiyet

Kayda alma prosedüründen muaf olan ihraçlar SPKn. md. 4/II hükmünde sayılmaktadır. Bu hükme göre; “*Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez*

¹³² Bkz. a.ş. I, E, 3.

¹³³ ABD Hukuku'nda, 1934 tarihli Menkul Kıymet Borsaları Kanunu hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilen ikinci bir kayda alma işlemi daha söz konusudur. Bu Kanun çerçevesinde yapılan kayda alma işleminin konusunu ise ihraççılar oluşturmaktadır. Bu Kanun'a göre; menkul kıymetleri ABD'nde bir borsada işlem görmekte olan ihraççılar [sec. 12 (b)], ortaklık senetleri NASDAQ'da işlem gören ihraççılar [sec. 12 (g)] ve 10 milyon USD'den fazla bir malvarlığına sahip olup 500'den fazla pay sahibi bulunan (en az 300 tanesi ABD sınırları içerisinde ikamet etmek kaydıyla) ortaklıklar kayda alınırlar (**Allan B. Afterman**, US Securities Regulation of Foreign Issuers, Financial Reporting and Disclosure Manual, London 1997, s. 6). Sec. 12 (b) ve 12 (g) çerçevesinde kayda alınan ihraççılar, sec. 13 (a) hükmünde öngörülen sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi olurlar (**Afterman**, s. 8). Benzer bir kayda alma işlemi hukukumuzda da mevcuttur. SPKn. md. 11/II hükmü gereğince, Kurul ihraççıların da kaydını tutmaktadır.

¹³⁴ **English As a Legal Language**, s. 130.

Bankası'nca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurul'a bilgi verilir". Dikkat edilecek olursa, burada ihraççılar bazında bir muafiyetin söz konusu olduğu görülecektir. Kamu kurumu niteliğinde olan ihraççılar tarafından yapılan ihraçlar için kayda alma zorunluluğu kaldırılmakta, ancak bu ihraççılar hakkında Kurul'a bilgi verme yükümlülüğü getirilmektedir.

ABD Hukuku'nda ise, kayda alma prosedüründen; biri sermaye piyasası aracı bazında, diğeri işlem bazında iki tür muafiyet söz konusudur¹³⁵. Sermaye piyasası aracı bazında tanınan muafiyetler ("*exempt securities*") şunlardır: Federal hükümet, eyaletler ya da yerel yönetimler tarafından çıkarılan borçlanma senetleri [Menkul Kıymetler Kanunu sec. 3 (a) (2)]; vergiden muaf olan sermaye piyasası araçları [sec. (a) (2)]; kar amacı gütmeyen ihraççılar (örneğin hayır kuruluşları) tarafından çıkarılan sermaye piyasası araçları [sec. 3 (a) (4)]; bankalar tarafından ihraç olunan ya da bunların garantörü oldukları sermaye piyasası araçları [sec. 3 (a) (2)] ve kısa vadeli (keşide tarihi ile ödeme tarihi arasında dokuz aydan daha az bir süre bulunan) ticari senetler kayda alma prosedüründen muaf kabul edilmektedir. İşlem bazında tanınan başlıca muafiyet halleri ise şu şekildedir¹³⁶: ihraççı ve ihraca aracılık eden aracı kuruluş dışındaki kimselerce ikinci el piyasasında gerçekleştirilen işlemler¹³⁷ [sec. 4 (1)]; halka arz edilmeksizin satışlar ("*private placements*") [sec. 4 (2)]¹³⁸; tek bir eyaletin sınırları içerisinde kalan ihraç ve halka arzlar ("*intra-state offerings*"); düşük miktartlı (5 milyon USD tutarını aşmayan ve satışın yalnızca

¹³⁵ **Current Issues and Developments in the Duties and Liabilities of Underwriters and Securities Dealers**, The Business Lawyer, Vol: 33, November 1977, s. 336.

¹³⁶ Burada sayılanlar işlem bazında tanınan muafiyetlerin en önemlileri ve en yaygın olarak kullanılanlarıdır. Bunların dışında kalan muafiyet halleri de mevcuttur (burada sayılmayan muafiyet halleri için bkz. **Steven Mark Levy**, Regulation of Securities, SEC Compliance and Practice, 2nd Edition, New York 2003, Q 10:3).

¹³⁷ "İhraççı ve ihraca aracılık eden aracı kuruluş dışındaki kimseler tarafından gerçekleştirilen işlemler" ifadesi ile kastedilen, ihraçtan sonra ikinci el piyasasında gerçekleştirilen alım satım işlemleridir. Söz konusu işlemler birinci el piyasası işlemi niteliği taşımadıklarından, bunlar hakkında kayda alma prosedürünün işletilmesi zaten olanaksızdır. Ancak ABD yasa koyucusu, olası tereddütleri gidermek amacıyla, bu tür işlemler hakkında kayda alma prosedürünün işletilmeyeceğini Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 4 (1) hükmünde açıkça belirtmeyi tercih etmiştir.

¹³⁸ ABD Hukuku ile Türk Hukuku arasında kayda almadan muafiyet konusundaki en önemli fark bu noktada ortaya çıkmaktadır. ABD Hukuku'nda halka arz edilmeksizin yapılan satışlar kayda almadan muaf iken; Türk Hukuku'nda, SPKn. 4/I hükmünde "ihraç veya halka arz olunacak" sermaye piyasası araçları bakımından kayda alma zorunluluğu getirildiğinden, halka arz edilmeksizin satış işlemleri hakkında da kayda alma prosedürü uygulanmaktadır.

“nitelikli yatırımcılara”¹³⁹ yapıldığı) ihraç işlemleri (Regulation A); ve Regulation S çerçevesinde ABD sınırları dışında gerçekleşen halka arz işlemleri (“*off-shore offerings*”)¹⁴⁰ kayda alma prosedüründen muaf tutulmaktadır.

SPKn.’nda ihracın büyüklüğüne göre kayda alma işleminden muafiyet tanınmasına ilişkin bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı’nın 12. maddesinin IV. fıkrasında, kanımızca son derece yerinde olarak; “*Kurul, ihracın büyüklüğü, ihracın yönelik olduğu tasarruf sahipleri, verilen garantiler, ihraç ve ihraççı ile ilgili olarak sunulan bilgiler, ilgili menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi ya da kullanılacak satış yöntemi gibi Kurulca belirlenen nitelikleri haiz ihraçları kayda aldırma yükümlülüğü de dâhil Kanundan kaynaklanan yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muaf tutabilir*” hükmüne yer verilme suretiyle, Kurul’a, ihracın büyüklüğü ve işlemin diğer özelliklerini göz önüne alarak kayda almadan muafiyet tanıma yetkisi verilmektedir.

4. Raf Kayıt Sistemi

Raf kayıt sistemi (“*shelf registration*”), ABD’nde Mart 1982’de SEC tarafından çıkarılan 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 bu araçları, iki yıllık süreç içerisinde, yeniden kayda aldırma zorunluluğu bulunmaksızın istedikleri zaman ihraç edebilme imkânı tanınmaktadır¹⁴¹. Bu sisteme, ihraççıya “*rafta beklettiği sermaye piyasası araçlarını arzu ettiği zaman raftan indirerek satabilme*” imkânı tanıdığı şeklindeki benzetmeden hareketle “raf kayıt sistemi” adı verilmiştir. İhraççı, bu iki yıllık süreç içerisinde, içerdiği bilgilerde bir değişiklik söz konusu olmadığı sürece, kayda alma başvurusu ve izahnamede değişiklik yapmak durumunda değildir. Bu sistem, daha önceden kayıt altına alınan sermaye piyasası araçlarının istenildiği an satışa sunulabilmesine imkân

¹³⁹ Nitelikli yatırımcı kavramı için bkz. 1, F, 2.

¹⁴⁰ **Vodicka**, s. 18. Regulation S çerçevesinde ABD dışında gerçekleştirilen halka arz edilmeksizin satış ve halka arz işlemlerinde, izahnameye bir hüküm konularak, satılan sermaye piyasası araçlarının “flowback period” adı verilen bir süre boyunca ABD vatandaşlarına ve ABD’nde yerleşik kişi ve kurumlara satılmayacağı belirtilmektedir (“flowback restrictions”) [**O’Hare**, s. 33]. Bu uygulamanın amacı, yurt dışında gerçekleştirilecek göstermelik bir satış ile kayda almadan muafiyet sağlanmasını takiben sermaye piyasası araçlarının ABD’ne geri getirilmesine yönelik hileli uygulamaların önlenmesidir.

¹⁴¹ **J. Peter Williamson**, *The Investment Banking Handbook*, USA 1998, s. 87.

sağladığından; ihraççıya süratli şekilde hareket edebilme ve piyasada oluşan olumlu şartlardan yararlanma olanağı sağlamaktadır¹⁴².

Raf kayıt sistemi, hukukumuzda, Seri: I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde¹⁴³ Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ¹⁴⁴ ile yapılan değişiklik sonucunda girmiştir. Söz konusu Tebliğ ile Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin md. 3 hükmüne eklenen tanıma göre, raf kayıt sistemi; *“Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklardan Kurulca uygun görülenler hakkında temel bilgileri içeren ve düzenli olarak güncellenen dokümanın sürekli olarak yayımlanmasına dayalı kamuyu aydınlatma sistemini ifade eder”*. Söz konusu Tebliğ'e yine Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile eklenen md. 17/A hükmünde ise; hisse senetleri borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan Kurulca 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 yayınlanacağı ve yılda en az bir kere güncelleneceği ifade edilmektedir. Söz konusu hükümde, raf kayıt sisteminin uygulama esaslarını belirleme yetkisi Kurul'a bırakılmıştır.

Kurul bu sistemin uygulanma esaslarını 11.7.2003 tarih ve 36/849 sayılı İlke Kararı ile belirlemiştir. Bu kararda: raf kayıt sisteminin hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarca kullanımının isteğe bağlı olduğu; sistemde temel olarak raf belgesi ve izahnameden oluşan iki ayrı belge 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 sırasında kullanılacağı belirtilmiştir. Böylece, bu sistemde, izahnamenin içeriği yalnızca ihraca ilişkin

¹⁴² Loss/Seligman, s. 89.

¹⁴³ RG. 15.11.1998, S. 23524.

¹⁴⁴ Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, 18.2.2003 tarih ve 25024 sayılı RG.'de “Seri: I No: 28” numarası ile yayımlanmıştır. Bu Tebliğin numarası, 19.2.2003 tarih ve 25025 sayılı RG.'de yayımlanan düzeltme ile “Seri: I, No: 29” olarak düzeltilmiştir.

bilgiler ile sınırlanmış; ihraççıya ilişkin bilgilerin ise İMKB'nin web sitesinde sürekli olarak yayımlanacak olan “raf belgesi”ne yer alması öngörülmüş bulunmaktadır.

Raf kayıt sisteminin Türk Hukuku'nda hisse senetleri dışındaki sermaye piyasası araçları bakımından uygulanabilmesi mümkün değildir¹⁴⁵. Sistem, şu an için, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin md. 17/A hükmünün, hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklara tanıdığı bir imkân konumundadır. Kanımızca, raf kayıt sisteminin hisse senetleri dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihracında da uygulanabilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılmasında fayda bulunmaktadır. Bu sistemin ABD'nde özellikle borçlanma senedi ihracı işlemlerinde son derece etkin bir biçimde kullanıldığı unutulmamalı ve Türk Hukuku'nda da buna olanak tanıyan düzenlemeler yapılmalıdır.

Kütükçü, Türkiye'de sık aralıklarla sermaye piyasası aracı ihraç eden fazla ortaklık bulunmadığı gerekçesiyle, esasen raf kayıt sistemine gerek bulunmadığını ifade etmektedir¹⁴⁶. Bu görüşe katılamamaktayız. Sözü geçen sistem izahnamenin hazırlanma sürecini kısaltmakta ve ihraç işleminin, olumlu piyasa şartlarından yararlanılarak, bu şartlar olumsuz yönde değişmeden önce süratle gerçekleştirilebilmesine olanak sağlamaktadır. Bu nedenle, fikrimizce raf kayıt sistemi sermaye piyasalarımızın gelişimi bakımından yararlı bir uygulama niteliği taşımaktadır.

F. İhraç İşlemlerinde Kullanılan Satım Modelleri

İhraç kavramı, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3/I (c) hükmünde; “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*” olarak tanımlandığına göre, ihraç işlemlerinde kullanılabilecek iki ayrı satım modeli mevcuttur. Bunların ilki “halka arz yolu ile satış”; ikinci ise “halka arz edilmeksizin satış”, yani “tahsisli satış”tır. Şüphesiz ki, bu iki satım modelinin tek bir ihraç işleminde birarada kullanılması da imkân

¹⁴⁵ ABD'nde ise raf kayıt sisteminin ağırlıklı uygulama alanını borçlanma senedi ihraçları oluşturmaktadır (Williamson, s. 87).

¹⁴⁶ Doğan Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku- Birinci Cilt, İstanbul 2004, s. 479.

dâhilindedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, söz konusu iki satım modeli birinci el piyasası işlemlerine özgü nitelik taşımamakta, aynı zamanda ikinci el piyasası işlemlerinde de uygulama alanı bulabilmektedirler. Bu itibarla, halka arz ve halka arz edilmeksizin satış kavramlarını, “sermaye piyasası aracı satım modelleri” başlığı altında toplamak yerinde olacaktır.

1. Halka Arz Yolu ile Satış

Halka arz, hem birinci el piyasası işlemi niteliği taşıyan ihraç işlemlerinde, hem de ikinci el piyasası işlemlerinde uygulama alanı bulabilen bir sermaye piyasası aracı satım modelidir. Ülkemizde, halka arz edilmeksizin satışa oranla daha fazla tercih edilen bir satış yöntemidir. Niteliği itibariyle, halkın atıl duran tasarruflarının ekonomiye kazandırılmasını sağlayan satım modelini oluşturmaktadır. Bu nedenle, halkın, yani küçük yatırımcının korunması anlamında da büyük önem arz etmektedir.

Halka arz işleminin tanımı, hukukî niteliği, işlevleri, türleri ve halka arz prosedürüne ilişkin olarak aşağıda II no’lu başlık altında ayrıntılı olarak açıklama yapılacağından, burada anılan başlık altındaki açıklamalarımıza atıfta bulunmakla yetinmekteyiz.

2. Halka Arz Edilmeksizin Satış (Tahsisli Satış)

a. Genel Olarak

3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3/I (c) hükmünde “halka arz edilmeksizin satış” şeklinde ifade edilen satış türünün uygulamada kullanılan karşılığını “tahsisli satış” ifadesi oluşturmaktadır. Bu satış türünün halka arz yolu ile satıştan farkını; sermaye piyasası araçlarının halka satılmayıp, doğrudan belirli bireysel ya da kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi oluşturmaktadır. Bu itibarla, tahsisli satışlarda teknik anlamda bir halka satış durumu söz konusu değildir. Dolayısıyla da, halka arz edilmeksizin satışa konu sermaye piyasası araçlarının alıcıları, yani bu araçların kendilerine tahsis edildiği kimseler, halka arz yolu ile satıştan farklı olarak, genellikle sermaye piyasası araçların satış için kayda alınmalarından önce belirlidir. Bu tür satışa konu sermaye piyasası araçlarının

alıcıları, belirli özelliklere sahip olan, kurumsal yatırımcıların da aralarına dâhil bulunduğu nitelikli yatırımcılardır.

“Halka arz edilmeksizin satış” ifadesinin karşılığını; İngilizce’de “*private placement*”, “*private offering*” ya da “*non-public offering*” ifadeleri oluşturmaktadır. Fransızca’da ise, bu satış türünü ifade etmek üzere “*placement privé*” ya da “*placement sous la main*”¹⁴⁷ terimleri kullanılmaktadır. Kurul’un ise, bu satış türünü ifade etmek üzere, bazı tebliğlerinde “tahsisli satış”, bazı tebliğlerinde ise SPKn. md. 3/I (c) hükmünde yer verilen “halka arz edilmeksizin satış” kavramını kullandığı görülmektedir¹⁴⁸.

Bu satış türü de, aynen halka arz yolu ile satış gibi, hem birinci el piyasasında, hem de ikinci el piyasasında uygulama alanı bulabilmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, gelişmiş sermaye piyasalarındaki eğilimin aksine, halka arz edilmeksizin satış yöntemi ülkemizde gerektiği ölçüde uygulama alanı bulamamaktadır. Oysa ki, bu satış yöntemi; sağladığı gizlilik, sürat ve maliyet avantajları¹⁴⁹ nedeniyle ABD ve İngiltere’de halka arz yolu ile satışa oranla daha fazla tercih edilmektedir. Gerçekten, ABD’nde, orta büyüklükte bir ihraç bakımından, halka arz işleminin maliyeti tahsisli satışın maliyetinin iki ya da üç katına ulaşabilmektedir¹⁵⁰. Halka arz edilmeksizin satışlar, ABD Hukuku’nda Türk Hukuku’ndan farklı olarak kayda alma prosedüründen de muaf olduğundan [Menkul Kıymetler Kanunu sec. 4 (2)]; bu satış yöntemi ile, kayda alma ücreti ve izahname basım ve dağıtım masraflarından ciddi oranda tasarruf sağlanmaktadır¹⁵¹. Bu nedenle, özellikle maliyet kaygısı güden küçük

¹⁴⁷ **Ida Hardegger**, Les notions de droit en usage dans la banque, Bâle 1991, s. 111.

¹⁴⁸ Bu düzenlemeler hakkında aşağıda (“b”) başlığı altında sunulan açıklamalarımıza bakınız. Hem “halka arz edilmeksizin satış” hem de “tahsisli satış” terimleri, çalışmamızda herhangi bir ayırım gözetilmeksizin eş anlamlı olarak kullanılacaktır. “Halka arz edilmeksizin satış” ifadesinin yasal terim olması, “tahsisli satış” teriminin ise uygulamada yerleşmiş bulunması ve Kurul tarafından yapılan yakın tarihli düzenlemelerde tercih edilmesi nedeniyle bu yöntem benimsenmiştir (Kurul’un bu iki terimi birarada kullandığı düzenlemeleri de mevcuttur. Örneğin Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in md. 38/VI hükmünde, “halka arz edilmeksizin satış” teriminin yanında, parantez içerisinde “tahsisli satış” ifadesine de yer verilmiştir). Doktrinde, bu satış türünü ifade etmek üzere “özel icap” deyimini de önerilmektedir (bkz. **Kütükçü**, s. 451).

¹⁴⁹ **Jennings/Marsh/Coffee/Seligman**, s. 88; **Prentice**, s. 440; **Meredith M. Brown**, Mechanics of Global Equity Offerings, Structuring the Offering and Negotiating the Underwriting Agreement, Great Britain 1995, s. 138-139.

¹⁵⁰ **Harry G. Henn/John R. Alexander**, Laws of Corporations and Other Business Enterprises, 3rd Ed., St. Paul-Minn. 1983, s. 788.

¹⁵¹ **Jennings/Marsh/Coffee/Seligman**, s. 88.

ve orta boy ihraççılar halka arz edilmeksizin satış yöntemini tercih etmektedirler¹⁵². Bu tür satış işlemlerinin sağladıkları zaman avantajı da son derece önemlidir. Bir halka arz işlemi için, ortalama olarak, halka arza karar verildiği andan kayda alma başvurusuna kadar yapılan hazırlıklar için 4 ay, başvurudan sonraki işlemler için ise 2-3 aylık bir zaman dilimini gözden çıkarmak gerekir iken¹⁵³; halka arz edilmeksizin satışlar çok daha kısa bir süre (yaklaşık 2 ay) içerisinde gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca, halka arz edilmeksizin satış yöntemi, uzun vadeli finansman ihtiyacı içerisinde olan ve bankacılık sisteminden yararlanmak için kredi notu yetersiz bulunan ihraççıların kurumsal yatırımcılardan fon toplamakta kullandığı temel mekanizma konumundadır¹⁵⁴. Bu itibarla, borçlanma senedi ihraçlarında sıkça uygulama alanı bulmaktadır¹⁵⁵. Bu satış yönteminde izahname kullanılmaması da, ihraççının durumu kamuya yansıtmadan borçlanabilmesini sağlamaktadır.

b. Türk Hukukunda Öngörülen Düzenleme

ba. Genel Olarak

Türk Hukukunda, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3/I (c) hükmünde, ihraç işlemi tanımlanırken halka arz kavramının tanımlanmasına karşın, “halka arz edilmeksizin satış” kavramından sadece bahsedildiği fakat bu kavramın tanımlanmadığı görülmektedir. 3794 sayılı Kanun md. 3 hükmü ile değişik SPKn. md. 4/I hükmünde ise, “*İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul’a kaydettirilmesi zorunludur*” ifadesine yer verilerek, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satışların da kayda alınması gerektiği, bu kavram zikredilmeksizin dolaylı yoldan belirtilmiştir. Ancak halka arz edilmeksizin satış kavramının tanımına yer verilmemiş olduğundan, bu tür satışın özellikleri ve unsurlarının SPKn. hükümlerinden çıkarılabilmesi mümkün olamamaktadır. SPKn., bu satış türünün varlığına işaret etmekle ve kayda alma prosedürünün kapsamına dâhil olduğunu

¹⁵² **Hse-Yu Chiu**, “Not a Public Offer”- Where Does The European Commission’s Draft Prospectus Proposal Leave Small Issuers?, *Business Law Review*, August/September 2003, s. 196.

¹⁵³ **Prentice**, s. 441.

¹⁵⁴ **Williamson**, s. 115.

¹⁵⁵ **Gillen**, s. 17.

vurgulamakla yetinmekte, bunun dışında ise herhangi bir düzenleme öngörmemektedir¹⁵⁶.

Hangi tür ve hangi özellikleri taşıyan sermaye piyasası aracı satım işlemlerinin halka arz edilmeksizin satış olarak kabul edileceğinin yasada açıkça belirtilmemiş olması ciddi bir eksiklik. Bu satış türüne Türk öğretisinin de fazlaca ilgi göstermemesi¹⁵⁷, halka arz edilmeksizin satış işlemlerinin hukuk sistemimizde alt yapıdan yoksun kalmasına yol açmıştır.

Mukayeseli Hukukta ise anılan satış türü üzerinde ciddi şekilde durulduğu ve hangi hallerde bir halka arz edilmeksizin satışın bulunduğunu belirlemek üzere; satım işleminde alıcı konumunda bulunan yatırımcıların nitelikleri ya da sayılarının esas alındığı görülmektedir. Örneğin İngiliz Hukuku'nda, bir sermaye piyasası aracı satım işlemini halka arz edilmeksizin satış olarak nitelendirebilmek için, alıcı konumunda bulunan yatırımcıların tamamının “nitelikli yatırımcı”¹⁵⁸ (“*sophisticated investor*”) statüsünde olması gerekmekte¹⁵⁹, bu nitelikteki yatırımcıların toplam sayısı ise önem arz etmemektedir. Japon Hukuku'nda ise “nitelikli kurumsal yatırımcıların”¹⁶⁰ (“*qualified institutional buyers*” ya da “QIBs”) da aralarında bulunduğu toplama

¹⁵⁶ Doktrinde, SPKn. sistematüğinde tahsisli satış olgusunun bulunmadığı ve bu kavramın Kurul tarafından ihdas edildiği ifade edilmektedir (Ünal, Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda Hisse Senetleri, s. 720). Biz ise, SPKn.'nin bu kavrama yer verdiği, ancak düzenlemeyi ihmal ettiği düşüncesindeyiz. Bu durumun muhtemel gerekçesini ise, tahsisli satışların, ülkemiz piyasasında, gelişmiş sermaye piyasası sistemlerine oranla çok daha sınırlı olarak kullanılmasının oluşturduğunu düşünmekteyiz.

¹⁵⁷ Fransız Hukuku'nda da aynı durum söz konusudur. **Trébulle**, bu duruma gerekçe olarak, öğretinin tüm ilgisinin halka arz kavramı üzerinde yoğunlaşmasını göstermektedir (s. 83).

¹⁵⁸ “Nitelikli yatırımcı” kavramı, her hukuk sisteminde farklı şekilde tanımlanabilmektedir. ABD Hukuku'nda geçerli olan nitelikli yatırımcı tanımı aşağıda (c) başlığı altında ayrıntılı olarak incelenecektir. Ancak “nitelikli yatırımcı” kavramı ile kastedilen, temelde; bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve ortaklıkları, işçi ve emekli sandıkları benzeri kurumsal yatırımcılar ile faaliyet konuları itibarıyla düzenli olarak sermaye piyasası aracı alım satımı ile iştigal eden gerçek ve tüzel kişilerdir. Nitelikli yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarının alım satımını yapmak ve sahip oldukları fonları bu araçlara yatırım yaparak değerlendirmek faaliyetlerinin esasını ya da önemli bir bölümünü oluşturmakta olduğundan; tabir yerinde ise uzmanlaşmış yatırımcı olarak kabul edilmekte ve bu kimselerin, küçük yatırımcılardan farklı olarak, kamunun aydınlatılması mekanizması ile korunmaya muhtaç olmadıkları varsayılmaktadır.

¹⁵⁹ O'Hare, s. 27.

¹⁶⁰ Bu noktada, “nitelikli yatırımcı” kavramı ile “nitelikli kurumsal yatırımcı” kavramları arasındaki farka da dikkat çekmek gerekir. Kurumsal yatırımcılar, yukarıda da belirtildiği üzere “nitelikli yatırımcılar” kavramına dahil bir alt grubu oluşturmaktadırlar. “Nitelikli kurumsal yatırımcılar” ise, sahip oldukları malvarlığı ya da örgütlenme türleri bakımından belirli özellikleri taşıyan kurumsal yatırımcılardır. Bu itibarla, “kurumsal yatırımcılar” grubuna dahil bir alt küme teşkil etmektedirler. Ancak ilgili düzenlemede aranılan şartları karşılayan kurumsal yatırımcılar “nitelikli kurumsal yatırımcı” statüsünde kabul edilirler.

49 kişiden az alıcıdan oluşan gruplara yapılan satışlar halka arz edilmeksizin satış olarak kabul edilmektedir¹⁶¹. Dolayısıyla, Japon Hukuku'nda ön plana çıkan kriter, alıcıların niteliği değil toplam sayıları olmaktadır. ABD Hukuku'nda ise halka arz edilmeksizin satışlar Regulation D ile düzenlenmekte ve karma bir yöntem izlenerek hem yatırımcıların niteliklerine hem de sayılarına önem atfedilmektedir¹⁶². Bu düzenleme ile, belirli nitelikleri taşıyan yatırımcılar (“*accredited investors*”, bu yatırımcıların toplam sayılarının ne olduğu önem arz etmemektedir) ile bu nitelikleri taşımayan kişilerden oluşan toplam sayıları 35'i geçmeyen yatırımcı gruplarına yapılan satışlar tahsisli satış olarak kabul edilmektedir. Fransız Hukuku'nda ise, halka arz edilmeksizin satış işlemleri, nitelikli yatırımcılara ya da sınırlı sayıda yatırımcıya yapılan satış işlemi olarak tanımlanmakta, ancak yatırımcı sayısı bakımından bir üst sınır öngörülmemektedir¹⁶³. İsviçre Hukuku'nda da bu tür satışlar sınırlı sayıda yatırımcıya yönelik bir satış modeli olarak algılanmakta ve bu şekilde tanımlanmaktadır¹⁶⁴.

Türk Hukuku'nda ise SPKn.'nun halka arz edilmeksizin satış kavramına değinmekle yetindiği ve bu kurum hakkında başkaca herhangi bir düzenleme öngörmediği yukarıda belirtilmişti. Bu eksiklik Kurul tarafından giderilmeye çalışılmış ve belirli sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak yayımlanan tebliğlerde, bu araçların halka arz edilmeksizin satışına yönelik olarak düzenlemeler öngörülmüştür. Burada, bu düzenlemelere kısaca değinmekte fayda görmekteyiz.

bb. Hisse Senetleri Bakımından

Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de “tahsisli satış” terimi kullanılmış ve bu tebliğin md. 3 hükmünde, bu kavramın; “*Sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile mevcut hisselerin hissedarlarınca, halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere, kayıt öncesi belirlenmiş yurt içinde yerleşik*

¹⁶¹ **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 24; **O'Hare**, s. 27.

¹⁶² **O'Hare**, s. 28.

¹⁶³ **Trébulle**, s. 83. Fransız Hukuku'nda, gerçek kişiler hiçbir zaman nitelikli yatırımcı kavramı içerisinde kabul edilmezler. Ancak ABD Hukuku'nda, “belirli nitelikleri haiz yatırımcı” (“*accredited investor*”) kavramı içerisinde yıllık gelirleri ya da toplam malvarlıkları belirli miktarı aşan gerçek kişiler de girmektedir. Ayrıntılı bilgi için aşağıda (“c”) başlığı altında sunulan açıklamalarımıza bakınız.

¹⁶⁴ **Ralph Malscrido/Rolf Watter**, *Swiss Corporate Finance and Capital Markets- Legal Aspects* (Swiss Commercial Law Series Vol. 12, Edited by: Nedim Peter Vagt), Basle- Switzerland 2001, s. 71.

kişilere tahsisli olarak veya Borsa'nın ilgili pazarında toptan satışını" ifade ettiği belirtilmiştir. Tebliğ'in Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik "Tahsisli Satışlar" başlığını taşıyan 10. maddesinde ise; yeni pay alma hakları kısıtlanarak tahsisli satış yapılabilmesi için, tahsisli satış esaslarının, esas sermaye sisteminde genel kurulca, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış ise yönetim kurulunca karara bağlanması gerektiği; yurt içinde tahsisli satış durumunda, satışa kayda alınma tarihinden itibaren 15 gün içinde başlanması ve satışa başlandıktan sonra bir hafta içinde satışın tamamlanmasının zorunlu olduğu; hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların tahsisli olarak gerçekleştirecekleri hisse senedi satış işleminin ise, borsanın ilgili pazarında gerçekleştirilmesinin mecburi bulunduğu belirtilmekle yetinilmiştir. Bunun dışında herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

bc. Hisse Senetlerinin Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçları Bakımından

Seri: III No: 27 sayılı Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 8. maddesinin III. fıkrasında ise, halka arz edilmeksizin ihraç edilecek kar ve zarar ortaklığı belgeleri ile ilgili başvurulara, bu belgelerin hangi gerçek ve tüzel kişilerce satın alınacağına dair bilgi ve varsa bunlara ilişkin sözleşme metinlerinin ekleneceği belirtilmekte; md. 29 hükmünde ise, halka arz edilmeksizin satılmak üzere Kurul kaydına alınan kar ve zarar ortaklığı belgelerinin, Tebliğ'in izahname ve sirküler yayımlama dışındaki tüm yükümlülüklerine tabi olduğu belirtilmektedir.

Seri:III No: 20 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin md. 3/I (d) hükmünde ise, yabancı sermaye piyasası araçları ve depo sertifikalarının tahsisli satışının Tebliğ'in kapsamı içerisinde olduğu belirtilmiş ve "Tahsisli Satış İşlemleri" başlığını taşıyan md. 19 hükmünde; yabancı sermaye piyasası araçlarının ve depo sertifikalarının halka arz edilmeksizin, önceden belirlenmiş kişilere tahsisli olarak satışının Kurul kaydına tabi olduğu (f. I), kayda alınmayı takiben 15 gün içerisinde satış işlemlerinin sonuçlandırılması gerektiği ifade edilmiştir.

Seri: II No: 13 sayılı Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin md. 4/I (b) hükmünde ise, halka arz edilmeksizin tahvil ihracı için yapılacak kayıt başvurularının, Kurulca istenen bilgilerin tam ve doğru olarak verilip verilmediği yönünden inceleneceği ve ihraç olunacak tahvillerin kayda alınacağı belirtilmiş ve "Halka Arz Edilmeksizin Satılan Tahvillere İlişkin Özel Hükümler" başlıklı III. Bölümde yer alan md. 26-29 hükümlerinde; bu şekilde satılacak tahvillerin nama yazılı olarak çıkarılmaları gerektiği (md. 26) belirtildikten sonra, kayda alma dilekçesi ve ekleri (md. 27), satış süresi (md. 28) ve satış sonuçlarının Kurul'a bildirilmesi (md. 29) hakkında hüküm sevk edilmiştir. Aynı düzenleme yöntemi, Seri:III No. 13 sayılı Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nde de benimsenmiş ve bu Tebliğ'in Halka Arz edilmeksizin Satılan Finansman Bonolarına İlişkin Özel Hükümler" başlığını taşıyan III. Bölüm'ünü oluşturan md. 23-26 hükümlerinde; bu şekilde satılacak finansman bonolarının emre yazılı olarak çıkarılması gerektiği belirtildikten sonra (md. 23), kayda alma dilekçesi ve ekleri (md. 24), satış süresi (md. 25) ve satış sonuçları hakkında Kurul'a bilgi verilmesi konularında (md. 26) düzenlemeler getirilmiştir.

Seri:III No: 26 sayılı Altın, Gümüş ve Platin Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin "Halka Arz edilmeksizin Satılan Bonolara İlişkin Özel Hükümler" başlıklı IV. Bölüm'ünü oluşturan md. 20-24 hükümleri de, yukarıdaki iki tebliğde anılan hükümlerle aynı sistematik içerisinde ve aynı doğrultuda düzenleme öngörmektedir. Seri:III No:12 sayılı Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5. maddesinin son fıkrasında ise, halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek bonolar hakkında izahname ve sirküler düzenlemeyeceği belirtilmekle yetinilmiştir.

Kanımızca, Kurul'un halka arz edilmeksizin satışlar bakımından yaptığı en önemli düzenleme, Seri: VII No: 14 sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde¹⁶⁵ yer alan düzenlemedir. Bu Tebliğ'in 4. maddesinin I. fıkrasında, yabancı yatırım fonu paylarının Türkiye'de halka arz edilmeksizin satışının Tebliğ hükümlerine tabi olduğu belirtildikten sonra, "Tahsisli Satışlar" başlığını taşıyan 15. madde hükmü ile mevzuatımızda halka arz

¹⁶⁵ RG. 6.11.1998, S. 23515.

edilmeksizin satışa konu sermaye piyasası araçlarının alıcısı konumunda bulunabilecek yatırımcıların niteliklerine dair yegâne düzenleme sevk edilmiştir. Bu hükmün ilk fıkrasında; “*Tahsisli olarak satış yapılacak yatırımcılar, yapısı ve mali imkânları çerçevesinde doğru karar verebilmek için istediği bilgilere ulaşabilecek ve yeterli bilgiye sahip olabilecek kişi ve kuruluşlardır*” denildikten sonra, bunlar;

- a) Bankalar,
- b) Sigorta şirketleri,
- c) Aracı kurumlar,
- d) Emekli ve yardım sandıkları,
- e) Özel finans kurumları,
- f) Yatırım fonları,
- g) Yatırım ortaklıkları,
- h) Portföy yönetim şirketleri,
- i) Pay satın alım tarihi itibarıyla en az 250.000.000.000 (İkiyüzellimilyar) Türk Lirası tutarında Türk ve/veya yabancı sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler olarak belirlenmiştir¹⁶⁶. Hükmün II. fıkrasında tahsisli satışlar hakkında izahname ve sirküler düzenleme yükümlülüğünün uygulanmayacağı; III. fıkrasında ise, bu tür satışlarda, satış yapılan kişilerin (j) bendindeki yatırım tutarına sahip olduğunu tevsik eden belgelerin aranacağı ve bu belgelerin düzenli olarak tutulacağı belirtilmiştir.

bd. Kişisel Değerlendirmemiz

Görüldüğü üzere, SPKn.’da halka arz edilmeksizin satış kavramına ilişkin olarak herhangi bir tanım verilmemesi nedeniyle ortaya çıkan boşluk, Kurul tarafından, çeşitli sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak çıkarılan tebliğlerde

¹⁶⁶ Bu hükümde verilen “nitelikli yatırımcı” tanımı, Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği’nin (RG. 27.10.1993, S. 21741) 2. maddesine Seri:VIII No: 37 sayılı Tebliğ (RG. 18.2.2003, S. 25024) ile eklenen “kurumsal yatırımcı” tanımından farklıdır. Söz konusu tanıma göre, kurumsal yatırımcı kavramı: “*Yatırım fonları, özel emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile kamuya yararlı dernekleri*” kapsamına almaktadır. Derhal farkına varılacağı üzere, Seri: VII No: 14 sayılı Tebliğ’in 15. maddesinde belirtilen “nitelikli yatırımcı” tanımının aksine, Seri: VIII No: 22 sayılı Tebliğ’in 2. maddesinde öngörülen “kurumsal yatırımcı” tanımının içerisinde gerçek kişiler yer almamaktadır. İki kavram arasındaki temel fark da bu noktada karşımıza çıkmaktadır.

öngörülen düzenlemeler ile giderilmeye çalışılmaktadır. Ancak bu sağlıklı bir düzenleme yöntemi değildir. Her şeyden önce, yukarıda sayılan tebliğ hükümlerinde yer alan düzenlemeler arasında yeknesaklık bulunmamaktadır. Ayrıca, yukarıda sayılanlar dışında kalan sermaye piyasası araçlarına ilişkin tebliğlerde (örneğin yatırım fonları, katılma intifa senetleri ve varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin tebliğlerde) halka arz edilmeksizin satışa ilişkin olarak herhangi bir düzenleme öngörülmemiş olması, bu sermaye piyasası araçlarının tahsisli olarak satılmalarının mümkün olup olmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Oysa, bu araçların halka arz edilmeksizin satılmalarını engelleyecek herhangi bir gerekçe düşünülemez. Kaldı ki; tahsisli olarak satışı yapılacak yabancı yatırım fonlarının katılma paylarını alacak yatırımcıların niteliklerini belirleyen ilgili Tebliğ'in 15. maddesinde öngörülen kriterlerin, yabancı yatırım fonları dışında kalan sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışı esnasında da aranıp aranmayacağı tartışma konusu yapılabilir. Oysa ki, halka arz edilmeksizin satışlarda yatırımcılar bakımından aranılacak niteliklerin sermaye piyasası araçlarının türüne göre değişmemesi, yeknesak olması gerektiği açıktır. Esasen Kurul'un Seri: VII No: 14 sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 15. maddesi ile getirdiği "nitelikli yatırımcı" tanımını, bugüne değin niçin değişiklik tebliğleri ile diğer sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelerine yansıtmadığını anlayabilmek de mümkün değildir.

Dolayısıyla, yürürlükteki sistemin halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek satışlar bakımından sağlam ve tutarlı bir hukukî alt yapı oluşturduğunu söyleyebilmek imkânsızdır. Mevcut düzenleme, dağınık, yeknesaklıktan uzak ve yetersiz bir görünüm arz etmektedir. Bu itibarla, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı bu konuda ciddi bir fırsat oluşturmaktadır. Fakat anılan Taslak hazırlanırken halka arz edilmeksizin satışların yine göz ardı edildiği ve düzenlenmediği gözlemlenmektedir. Kanımızca, söz konusu Taslak'ta mutlaka halka arz edilmeksizin satış ve nitelikli yatırımcı tanımlarına yer verilmeli ve bu tür satışlar için sağlıklı bir hukukî altyapı oluşturulmalıdır. Yukarıda belirtilen Seri: VII No: 14 sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 15. maddesindeki düzenleme, nitelikli yatırımcı tanımını karşılamak üzere Taslak'ın metnine dâhil edilebilir. Bu düzenleme, ABD Hukuku'ndaki nitelikli yatırımcı ("*accredited investor*") kavramı ile büyük oranda paralellik göstermekte ve kurumsal

yatırımcılar ile birlikte, belirli miktarda malvarlığına sahip gerçek kişileri de kapsamı içerisine almaktadır.

Kurul'un yukarıda değinilen tebliğlerine hâkim genel yaklaşımı, halka arz edilmeksizin satış halinde izahname ve sirküler düzenleme yükümlülüğü bulunmadığı yönündedir. Bunun temel nedeni, 3794 sayılı Kanun md. 5 ile değişik SPKn. md. 6 hükmünün izahname ve sirküleri halka arz ihtimaline münhasır olarak öngörmüş olmasıdır. Gerçekten, anılan hükme göre; *“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”*. Görüldüğü üzere, yasal sistem, izahname ve sirküler vasıtasıyla kamuyu aydınlatma zorunluluğunu, “halka arz” olasılığına özgülemektedir.

Halka arz edilmeksizin satış işlemlerinde alıcı konumunda bulunan nitelikli yatırımcılar, halka arz ihtimalinde alıcı konumunda bulunan küçük yatırımcılardan farklı olarak, izahname vasıtasıyla sağlanan hukukî korumaya muhtaç bulunmamaktadırlar¹⁶⁷. Zira bu tür yatırımcılar, sermaye piyasası araçlarının alımına yönelik kararları bakımından önem arz ettiğini düşündükleri her türlü bilgi ve belgeyi ihraççıdan talep edebilme ve bu durumu pazarlık konusu yapabilme imkânına (gücüne) sahiptirler. Oysa halka arz işlemlerinde alıcı konumunda bulunan küçük yatırımcıların böyle bir şansları yoktur. Ancak bu durum, halka arz edilmeksizin satış işlemlerinde, işlemi tanıtmak ve açıklamak üzere herhangi bir döküman düzenlenmeyeceği anlamına gelmemektedir. Zira, en azından satışın temel unsurlarını içeren bir döküman hazırlanarak nitelikli yatırımcılara iletilmelidir ki; onlar da kendi fizibilite çalışmalarını ve değerlendirmelerini yaparak bir karara varabilsinler¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Niamh Moloney, EC Securities Regulation, New York 2002, s. 181; Sackman/Coltman, s. 21; O'Hare, s. 27.

¹⁶⁸ Nitekim, ABD Hukuku'nda, alıcıların ihraç işlemi ve ihraççı hakkında yeterli bilgiye ulaşmasının mümkün olmadığı satış işlemleri halka arz edilmeksizin satışlara tanınan kayda almadan muafiyet imkânından yararlandırılmamaktadır. Bu noktada, Ralston Purina davasına değinmek faydalı olacaktır. Söz konusu davanın konusunu oluşturan olayda, Ralston Purina Co. şirketi; aralarında üst düzey yönetici ve çalışanlarının da bulunduğu bir grup personeline, 2 milyon USD tutarında hisse senedi satmış ve bu hisse senetlerini kayda aldırılmamıştır. Şirket, çalışanlarının yalnızca bir kısmına hisse

Bu nedenle, halka arz edilmeksizin satışlarda; halka arz esnasında kullanılan izahnameye oranla daha kısıtlı bir içeriğe sahip olan, yalnızca ihraççı ve satış konusu sermaye piyasası araçları hakkında bilgi içeren; Amerikan Hukuku'nda “*offering circular*” ya da “*offering memorandum*”, İngiliz Hukuku'nda ise “*pathfinder prospectus*” olarak adlandırılan¹⁶⁹ izahname benzeri dökümanlar kullanılmaktadır. Amerikan Hukuku'nda, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 12 hükmü (aynen sec. 11 hükmünün halka arz halinde kullanılan izahnameler için öngördüğü sorumluluğa benzer şekilde); tahsisli satışlar için kullanılan izahname benzeri dökümanlarda yanıltıcı ya da gerçeğe aykırı bilgi bulunması halinde, satıcının, bu nedenle zarara uğrayan alıcıya karşı sorumlu olacağını öngörmektedir. Kanımızca, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda da, halka arz edilmeksizin satış işlemlerinde bu tür izahname benzeri dökümanların kullanılması halinde, bu dökümanlarda yer alan yanıltıcı ve gerçeğe aykırı bilgiler nedeniyle alıcıların uğradıkları zarardan satışı yapan ihraççının sorumlu bulunacağına dair bir düzenleme getirilmesi yerinde olacaktır.

Sirküler ise, halkı sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet etmek üzere kullanılan bir araç olması nedeniyle, nitelikli yatırımcılardan oluşan kısıtlı bir alıcı kitlesine hitap eden tahsisli satışlarda kullanım alanı bulamayacaktır.

c. Amerikan Hukuku'nda Halka Arz Edilmeksizin Satışlar Bakımından Öngörülen Düzenleme

Halka arz edilmeksizin satış modeli, ABD sermaye piyasalarında, diğer ülke piyasalarına oranla çok daha yoğun olarak kullanılan bir satış yöntemidir. Bu nedenle, anılan hukuk sisteminin söz konusu satış türüne ilişkin düzenlemelerinin aktarılmasında fayda bulunduğu kanısındayız.

senedi sattığını ileri sürerek tahsisli satışlara tanınan muafiyetten yararlanmak istemiştir. Ancak Menkul Kıymetler Kanunu'nun temel amacının yatırımcılara yatırım kararları bakımından önemli olabilecek her türlü bilginin sağlanması olduğunu ifade eden Yüksek Mahkeme, Ralston Purina'nın satış yaptığı tüm çalışanlarının Şirketle ilgili önemli olabilecek bilgilere ulaşma imkânı bulunduğunun ispat edilmesini aramıştır. Mahkeme, bu husus ispatlanamadığı için tahsisli satışlara ilişkin kayda alma muafiyetinden yararlanılamayacağına karar vermiştir (bkz. **Davidson/Knowles/Forsythe**, s. 1011).

¹⁶⁹ **Sackman/Coltman**, s. 21. İsviçre Hukuku'nda ise, halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar için izahname ya da izahname benzeri herhangi bir dökümanın kullanılmasına ihtiyaç bulunmamaktadır (**Malscrido/Watter**, s. 71).

Halka arz edilmeksizin satışlar bakımından ABD Hukuku ile Türk Hukuku arasında iki önemli fark bulunduğu söylenebilir.

Bunlardan ilki; ABD Hukuku'nda, Türk Hukuku'ndan farklı olarak, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 4 (2) hükmü ile, tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarının kayda alma işleminden muaf tutulmuş olmasıdır. İkinci fark ise; ABD Hukuku'nda, kayda alma işleminden muaf tutulmuş bulunan tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarının sonradan halka satışının sınırlandırılmış olmasıdır¹⁷⁰. Aslında bu durum, tahsisli olarak satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının kayda alma işleminden muaf tutulmalarının doğal bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Kayda alınmamış olan tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarının halka satış imkânı sınırlandırılarak, söz konusu araçları satın alan kimselerin, bu araçları piyasaya dağıtmaları olasılığının önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Bir diğer ifadeyle, kayda almadan muafiyet şeklinde tanınan imkânın kötüye kullanılması ihtimali ortadan kaldırılmak istenmektedir¹⁷¹. Bu nedenle, tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarını satın alan kimselerin yatırım amaçlı olarak değil de, dağıtım amaçlı olarak alım yapmaları halinde söz konusu muafiyetin uygulanmayacağı kabul edilir¹⁷². Ancak tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarını satın alan kimselerin bu araçları kayda aldirmaları halinde, kayda alma işlemini takiben bunları halka satmalarına herhangi bir engel yoktur¹⁷³. Bir başka anlatımla, devir kısıtlaması, sadece tahsisli satışa konu araçların kayda alınmadan halka satılmak istenmesi ihtimali bakımından söz konusudur.

Halka arz edilmeksizin satışlar, ABD Hukuku'nda Regulation D ile düzenlenmiştir. Aslında, Regulation D üç ayrı kayda almadan muafiyet türü yaratmaktadır¹⁷⁴. Bunlar; Rule 504, Rule 505 ve Rule 506 muafiyetleridir. Bunlardan

¹⁷⁰ **Dennis Campbell/Robert A. Solomon**, International Securities Law and Regulation, USA 2000, s. 20; **Levy**, No: Q 10:1.

¹⁷¹ **Afterman**, s. 49.

¹⁷² **Campbell/Solomon**, s. 166. Bu gerekçe ile, ABD ve İngiltere'de, tahsisli satışlardan alım yapan alıcılardan; alımın yatırım amaçlı olarak yapıldığına ve sermaye piyasası araçlarının dağıtımına aracılık amacı taşımadığına yönelik bir beyan alınması konusunda yerleşik bir uygulama mevcuttur (**O'Hare**, s. 27 ve 29).

¹⁷³ Bu ihtimalde, gerçekleştirilen kayda alma işlemi, "yeniden satış için kayda alma" ("registration for resale") olarak anılır.

¹⁷⁴ **Afterman**, s. 46.

yalnızca ikisi, Rule 505 ve Rule 506 halka arz edilmeksizin satış işlemlerini ilgilendirmekte; Rule 504 ise, 1 milyon USD'nin altında kalan satış işlemlerine, halka satış olgusunun söz konusu olup olmadığını dikkate almaksızın, hem halka arzlar hem de halka arz edilmeksizin satışları kapsayacak şekilde muafiyet tanımaktadır. Halka arz edilmeksizin satışları ilgilendiren düzenlemelerden Rule 505; 5 milyon USD üst sınırına kadar yapılan satış işlemlerine, nitelikli yatırımcılara (“*accredited investors*”) ve/veya bu niteliği taşımayan 35 ya da daha az sayıda kişiye yapılmaları şartıyla kayda almadan muafiyet imkânı tanımaktadır¹⁷⁵. Rule 506'da ise satışın nominal büyüklüğü bakımından bir sınırlama öngörülmemekte; ancak nitelikli yatırımcılara ve/veya bu niteliği taşımayan 35 ya da daha az sayıda kişiye satış sınırlaması varlığını aynen korumaktadır¹⁷⁶. Buna karşılık, Rule 506'ya göre yapılan satış işlemlerinde, Rule 505'e göre yapılan satışlardan farklı olarak; nitelikli yatırımcı statüsünde bulunmayan alıcıların da, “*yatırımlarının riskini algılayabilmelerini sağlayacak tecrübe ve finansal bilgiye sahip olduklarının*” kanıtlanması aranmaktadır¹⁷⁷.

Bu noktada, Rule 505 ve Rule 506'da yer verilen “nitelikli yatırımcı” (“*accredited investor*”) terimini içeriğini açıklamak gerekir. Bu kavrama; bankalar, diğer kredi kuruluşları, emekli ve tasarruf sandıkları, aracı kuruluşlar, kolektif yatırım kuruluşları ve yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, işçi sandıkları, sigorta şirketleri¹⁷⁸, finansal danışmanlık hizmeti veren şirketler, bireysel olarak ya da eşyle birlikte 1 milyon USD sınırının üzerinde malvarlığına sahip olan ya da bireysel olarak 200.000 USD, eşyle birlikte 300.000 USD sınırının üzerinde yıllık geliri olan gerçek kişiler dâhil bulunmaktadır¹⁷⁹. Dolayısıyla, gerçek kişilerin de

¹⁷⁵ Nitelikli yatırımcıların sayısı bakımından ise bir üst sınır mevcut değildir.

¹⁷⁶ Rule 506'ya göre yapılan satış işlemlerinde de alıcı konumundaki nitelikli yatırımcıların toplam sayısı bakımından bir üst sınır mevcut değildir. Nitelikli yatırımcıların toplam sayısı 35'ten daha fazla olabilir. Hem Rule 505, hem de Rule 506 düzenlemelerinde önemli olan, nitelikli yatırımcı statüsünde bulunmayan alıcıların toplam sayısının 35'i geçmemesidir.

¹⁷⁷ **Alexander F. Cohen/Gay Bronson/Bryant Edwards/Mark Stegemoeller**, Key Exemptions From Securities Act Registration, *International Financial Law Review: Securities Offering and Listing in the US: An Overview for non-US Issuers- Special Issue*, s. 21; **Afterman**, s. 47-48. Uygulama, alıcılardan bu niteliklere sahip olduklarını tevsik eden bir beyan alınması yönündedir.

¹⁷⁸ ABD'nde, sigorta şirketleri, özel emeklilik fonları ile birlikte tahsisli satış pazarının en aktif alıcıları konumundadırlar (**Williamson**, s. 116 ve 118).

¹⁷⁹ Burada yapılan sayım, Regulation D'deki “nitelikli yatırımcı” tanımının kısa bir özeti oluşturmuştur. Bu kavrama dahil kuruluşların bazılarının malvarlığının belirli tutarların üzerinde olması, bazılarının ise başkaca özelliklere sahip bulunmaları zorunlu tutulmaktadır. Ayrıca, ayrıntıya girmek için zikretmediğimiz, tanıma dahil başkaca bazı kuruluşlar da mevcuttur. Anılan kavram hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Campbell/Solomon**, s. 170- 171.

yukarıda belirtilen meblağların üzerinde malvarlığı ya da yıllık gelire sahip olmaları halinde nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmelerinin mümkün bulunduğu altı çizilmelidir¹⁸⁰. Bu itibarla, nitelikli yatırımcı kavramı, doktrinde; “yatırımın risk ve getirilerini değerlendirebilecek bilgi ve tecrübeye sahip, kayda alma işleminin sağlayacağı korumaya ihtiyacı bulunmayan gerçek kişiler ile tüzel kişi kurumsal yatırımcılar” şeklinde tanımlanmaktadır¹⁸¹.

Rule 505 ve Rule 506’ya göre yapılan tahsisli satış işleminin konusunu oluşturan sermaye piyasası araçlarının halka satışı, yukarıda da belirttiğimiz üzere, kayda alma prosedürüne ilişkin olarak tanınan muafiyetin kötüye kullanılmasını engellemek üzere sınırlandırılmıştır. Bu nedenle, Rule 505 ve Rule 506’ya göre satışı yapılan sermaye piyasası araçları, “devri sınırlandırılmış sermaye piyasası araçları” (“*restricted securities*”) olarak anılırlar¹⁸² ve bu araçların üzerinde, devirlerinin kısıtlanmış olduğuna dair bir ibareye yer verilir¹⁸³. Bu araçları satın alan kimseler yatırım amaçlı olarak değil de dağıtım amaçlı olarak hareket eder ve bu araçları kayda aldırılmaksızın satışa sunarak üçüncü kişilere devreder iseler; dağıtım işleminde “aracı” (“*underwriter*”) statüsünde kabul edilirler ve Menkul Kıymetler Kanunu sec. 10 hükmünün öngördüğü içerikte bir izahname hazırlanmamış olması nedeniyle üçüncü kişilerin uğradığı zarardan sorumlu konuma gelirler¹⁸⁴.

Ancak halka arz edilmeksizin satışa konu sermaye piyasası araçlarının, alıcıları tarafından, 1972 yılında SEC tarafından çıkarılan Rule 144’de öngörülen şartlar dâhilinde devredilmesi halinde dağıtım amacının bulunmadığı kabul edilir ve

¹⁸⁰ Belirtilen malvarlığı ya da yıllık gelir düzeyine sahip gerçek kişilerin yeterli bilgi ve tecrübeye sahip oldukları ve yatırımlarının finansal riskini karşılayacak maddi varlığa sahip oldukları varsayılır (**Campbell/Solomon**, s. 171).

¹⁸¹ **Afterman**, s. 47.

¹⁸² **Afterman**, s. 49; **Thomas Lee Hazen**, *Treatise on the Law of Securities Regulation* Volume: 1, 2nd Ed., St. Paul-Minn. 1990, s. 216; **Campbell/Solomon**, s. 20; **Levy**, No: Q 10: 2; **O’Hare**, s. 29. Benzer şekilde, daha önceden kayıt altına alınmamış olan ve ihraççının kontrolünü eline tutan pay sahiplerinin portföyünde bulunan sermaye piyasası araçları da “devri sınırlandırılmış sermaye piyasası araçları” olarak kabul edilirler (**Campbell/Solomon**, s. 21).

¹⁸³ **Afterman**, s. 49; **O’Hare**, s. 29; **Campbell/Solomon**, s. 20.

¹⁸⁴ Bu sonuç, Menkul Kıymetler Kanunu’nda [sec. 2 (a) 11], sermaye piyasası araçlarının dağıtımına iştirak eden herkesi kapsayacak genişlikte bir “aracı” tanımı benimsemesinden kaynaklanmaktadır. Bu tanım uyarınca, sermaye piyasası araçlarını halka dağıtmak amacıyla hareket eden herkes “aracı” olarak kabul edilmekte ve bu sıfatı nedeniyle yasanın araçlar için öngördüğü sorumluluk rejimine tabi olmaktadır. Bu nedenle, ABD Hukuku’nda gerçek kişilerin dahi aracı olarak kabul edilerek sorumlu tutulabilmeleri olasılığı mevcuttur (**Levy**, No:Q 10:3).

satışı gerçekleştiren kimse aracı sıfatıyla sorumluluk altına girmez¹⁸⁵. Bu düzenleme, tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarının alıcılar tarafından halka satışına, belirli şartlar altında, sınırlı biçimde izin vermektedir¹⁸⁶. Bu şartlar yerine getirilmiş ise, tahsisli satış çerçevesinde satın alınan sermaye piyasası araçları, kayda alma işleminden muaf olarak satılabilir. Bu düzenleme çerçevesinde aranan şartlar kısaca şu şekildedir; ilk olarak, alıcıların ihraççı hakkında yeterli bilgiye ulaşabilecek konumda olmaları ya da bu bilginin onlara satıcı tarafından sağlanması gerekir. İkinci olarak, satıcının devri sınırlandırılmış olan sermaye piyasası araçlarını en az bir yıllık bir süre boyunca elinde tutmuş olması gerekmektedir. Bu sürenin sona ermesini takiben satılabilecek olan sermaye piyasası aracı miktarı ise sınırlandırılmıştır. Her üç aylık dönem içerisinde yapılacak satış miktarı, ihraççının dolaşımında bulunan hisselerinin % 1'ini ya da işlemden önceki dört hafta baz alınarak hesaplanan haftalık işlem ortalamasını geçmemelidir [Rule 144 (e)]. Satışa ilişkin miktar kısıtlamaları nedeniyle, Rule 144'ün öngördüğü bu düzenleme “*dribbling out*” (“parça parça satım”) olarak da isimlendirilmektedir¹⁸⁷. Satış işlemlerinin ise bir broker aracılığı ile yapılması ya da satışın doğrudan bir piyasa yapıcı kuruluşa gerçekleştirilmesi gerekmektedir¹⁸⁸. Söz konusu sermaye piyasası araçlarının elde tutulma süresi iki yılı geçtiği takdirde, bu araçların üzerindeki devir kısıtlaması ortadan kalkmakta ve tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçları serbestçe devredilebilir hale gelmektedirler [Rule 144 (k)]¹⁸⁹.

Rule 144'ün yürürlüğe konulmasından önceki dönemde, tahsisli satış yoluyla sermaye piyasası aracı satın alan kişiler, mahkemelerin huzurunda yatırıma yönelik

¹⁸⁵ **Campbell/Solomon**, s. 21; **Levy**, No. Q 10:3.

¹⁸⁶ Rule 144, yalnızca tahsisli satışlardan alınan sermaye piyasası araçlarının halka satılması ihtimaline münhasır olarak öngörülmüştür. Halka yönelik olmayan satış işlemleri, bu düzenlemedeki kısıtlamaların dışında kalmaktadır (**Campbell/Solomon**, s. 22). Ayrıca, Rule 144'de öngörülen sınırlamalar, daha önceden herhangi bir nedenle kayıt altına alınmış sermaye piyasası araçları hakkında uygulanamazlar; zira, bu araçlar daha önce kayıt altına alınmış olduklarından, devri kısıtlanmış sermaye piyasası aracı niteliği taşımazlar ve bu nedenle de serbestçe halka satılabilirler (**Campbell/Solomon**, s. 20).

¹⁸⁷ **Joseph W. Bartlett**, *Equity Finance, Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, 2nd Ed., Vol: I, USA 1995, s. 348.

¹⁸⁸ Bu şartlara uygun olarak satışı yapılan sermaye piyasası araçları üzerindeki devir kısıtlaması ortadan kalkar. Dolayısıyla, alıcı, satın aldığı araçları istediği an başkalarına satabilir (**Campbell/Solomon**, s. 20; **Levy**, No: Q 10:5).

¹⁸⁹ Tahsisli satış yoluyla edinimden Rule 144'e göre gerçekleştirilecek satım işlemine kadar geçecek sürede edinilen bedelsiz paylar da, elde tutma sürelerinin hesaplanması bakımından tahsisli satış tarihinde edinilmiş gibi kabul edilirler (**Hazen**, 2nd. Ed., s. 218).

niyetlerinin sonradan gelişen koşullar nedeniyle satım yönünde değiştiğini savunmakta ve aracı statüsünde kabul edilmemeleri yönünde talepte bulunmaktaydılar (“*change in circumstances exception*”)¹⁹⁰. Mahkemelerin bu talepleri değerlendirme eğilimi göstermesi üzerine SEC, Rule 144’ü çıkararak bu yolu tıkamak istemiştir. Ancak SEC’in bu yaklaşımı doktrinde eleştirilmiştir. **Hazen**, SEC’in böyle bir düzenleme yapmaya yetkili olmadığını belirtmekte ve Rule 144’ün ancak Menkul Kıymetler Kanunu’nun tahsisli satışlara ilişkin olarak tanıdığı muafiyetin [sec. 4 (2)] SEC tarafından nasıl yorumlandığını gösterebileceğini, onun ötesinde bir değer taşımadığını ifade etmektedir¹⁹¹. Bugün için öğretiyeye hâkim olan görüş de, Rule 144’ün öngördüğü koşullara uyulmamış olması halinde dahi, satım işleminin sermaye piyasası araçlarının dağıtımını amacıyla yapılmadığının ve bu nedenle kayda almadan muafiyet kapsamında kaldığının iddia ve ispat olunabileceği yönündedir¹⁹².

Devir kısıtlamalarının tahsisli satış modeli üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak; bu yolla satılan sermaye piyasası araçlarına, bu araçlar için oluşturulan bir ikinci el piyasasının yardımıyla likit enstrüman özelliği kazandırmak ve bu yöntemle ABD piyasasını yabancı ihraççılar bakımından daha çekici kılmak amacıyla, 30 Nisan 1990 tarihinde Rule 144A yürürlüğe konulmuştur¹⁹³. Bu düzenleme, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satışlar kapsamında satın alınan sermaye piyasası araçlarının, alıcıları tarafından; kayda alma prosedüründen muaf kabul edilecek şekilde, herhangi bir zaman ve miktar sınırlamasına tabi olmaksızın, “nitelikli kurumsal yatırımcılara” (“*qualified institutional buyers*” ya da “QIBs”) satılmasına imkân tanımaktadır¹⁹⁴. Dikkat edilecek olursa, Rule 144A’ya göre yapılacak satış işlemlerinde yegâne sınırlama alıcı yönünden öngörülmüş bulunmaktadır.

¹⁹⁰ **Hazen**, 2nd. Ed., s. 208.

¹⁹¹ **Hazen**, 2nd. Ed., s. 217.

¹⁹² **Levy**, No: Q 10:3; **Robert W. Hamilton**, Corporations Including Partnerships and Limited Partnerships, Cases and Materials, 5th Ed., St. Paul-Minn. 1994, s. 376.

¹⁹³ **Vodicka**, s. 17.

¹⁹⁴ Rule 144A yürürlüğe konulmadan önce de, tahsisli satış yoluyla satın alınan sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasasında kurumsal yatırımcılara satışına ilişkin işlemler, genişletici yorum yoluyla Menkul Kıymetler Kanunu’nun sec. 4 (2) hükmünün tahsisli satış yapan ihraççılar bakımından öngördüğü muafiyetin kapsamı içerisinde algılanmaktaydı (**Hazen**, 2nd., s. 221 vd.). O dönemde, bu yönde bir muafiyetin tanınmasının yasanın amacı göz önüne alındığında zorunlu bulunduğu SEC tarafından da kabul edilmekteydi (**Hazen**, 2nd. Ed., s. 222 dpn 9) Bu muafiyetin yasada açıkça belirtilmediğini anlatabilmek amacıyla ise, aslında yasada yer almayan bir bölümün numarası kullanılarak, anılan muafiyete “sec. 4 (1 ½) exception” adı verilmekteydi.

Bu düzenlemeye göre yapılacak satışlarda, alıcının mutlaka bir nitelikli kurumsal yatırımcı olması gerekmektedir¹⁹⁵. Kısaca ifade etmek gerekirse, Rule 144A’da tanımlanan nitelikli kurumsal yatırımcı kavramının kapsamına; “*en az 100 milyon USD tutarında malvarlığı bulunan ya da bu meblağı yatırımlarında kullanan*¹⁹⁶ 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 yatırımında kullanan aracı kuruluşlar” girmektedir¹⁹⁷. Dikkat çekilmesi gereken nokta, Regulation D’de öngörülen “nitelikli yatırımcı” (“*accredited investor*”) kavramı ile Rule 144A’da öngörülen “nitelikli kurumsal yatırımcı” (“*qualified institutional buyer*”) kavramlarının birbirinden farklı olduğudur. Bu kavramlar arasındaki temel farklılık, nitelikli yatırımcı tanımının aksine, nitelikli kurumsal yatırımcı tanımının kapsamına gerçek kişilerin hiçbir şekilde dâhil olmamasıdır¹⁹⁸.

Rule 144A’da imkân tanınan satış işlemlerinin yapılmasını kolaylaştırmak amacıyla, Amerikan Aracı Kuruluşlar Birliği (“*National Association of Securities Dealers*” ya da kısaca “NASD”), elektronik ortamda hizmet verecek bir ikinci el piyasası oluşturma önerisini SEC’e iletmış ve bu öneri 1990 yılında kabul edilmiştir¹⁹⁹. NASD tarafından kurulan bu elektronik piyasa “PORTAL” (“*Private Offerings, Resales and Trading Through Automated Linkage*”) adını taşımaktadır²⁰⁰. Bu piyasada, Rule 144A’nın öngördüğü imkân çerçevesinde nitelikli kurumsal yatırımcılar arasında alım satım işlemleri yapılmakta ve halka arz edilmeksizin satış yoluyla piyasaya çıkartılan sermaye piyasası araçları için likidite yaratılmaktadır.

¹⁹⁵ **Campbell/Solomon**, s. 172.

¹⁹⁶ Düzenlemenin metninde “ve” bağlacının kullanılması nedeniyle çevirinin “en az 100 milyon USD tutarında malvarlığı bulunan ve bu meblağı yatırımlarında kullanan” şeklinde yapılması gerekir ise de, doktrinde burada kullanılan bağlacın “ya da” olarak anlaşılması gerektiği kabul edilmektedir (**Bartlett**, Vol: I, s. 352 dpn. 202).

¹⁹⁷ Burada yapılan sayım, Rule 144A’da yer alan “nitelikli kurumsal yatırımcı” tanımının kısa bir özeti oluşturmaktadır. Bu kavrama dahil kuruluşların bazılarının malvarlığının belirli tutarların üzerinde olması, bazılarının ise başkaca özelliklere sahip bulunmaları zorunlu tutulmaktadır. Ayrıca, ayrıntıya girmemek için zikretmediğimiz, bu kavrama dahil başkaca bazı kuruluşlar da mevcuttur. Anılan kavram hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Campbell/Solomon**, s. 172- 173.

¹⁹⁸ **Campbell/Solomon**, s. 173.

¹⁹⁹ **Jennings/Marsh/Coffee/Seligman**, s. 89.

²⁰⁰ **Kenneth Rayner**, Listing Securities in the Unites States and the United Kingdom, London 1991, s. 18.

Rule 144A'nın tanıdığı imkân, hem ortaklık senetleri hem de borçlanma senetleri bakımından geçerlidir²⁰¹. Ancak bu düzenlemeye dayanılarak yapılacak satış işlemlerinin konusunu oluşturan sermaye piyasası araçlarının, ABD'nde bulunan bir borsaya ya da NASDAQ'a kote olan sermaye piyasası araçları ile aynı sınıftan olmaması gerekir²⁰². Bu düşüncenin temelinde, bir borsada ya da organize bir piyasada işlem görmekte olan sermaye piyasası araçları için “alternatif bir piyasa” oluşması engelleme düşüncesi yatmaktadır. Ayrıca, alıcıya, ihraççının finansal durumu, yürüttüğü faaliyet ve sunduğu hizmetler hakkında kısa bir aydınlatma dökümanı sağlanması da gerekmektedir²⁰³.

II. HALKA ARZ

A. Tanımı

Halka arz, yukarıda da belirttiğimiz üzere, ülkemizde daha yaygın olarak kullanılan sermaye piyasası aracı satım modelini oluşturmaktadır. Aynen “halka arz edilmeksizin satış” modeli gibi, hem birinci el piyasasında, hem de ikinci el piyasasında uygulanabilen bir satım modeli niteliğindedir²⁰⁴.

Halka arz (“*public offering*”) kavramı, ABD Hukuku'nda, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nda tanımlanmamıştır²⁰⁵. Benzer şekilde, İsviçre Hukuku'nda da halka arz için öngörülen yasal bir tanım bulunmamaktadır²⁰⁶. Avrupa Birliği Hukuku'nda ise, yürürlükten kalkan 17 Nisan 1989 tarihli ve 89/298 EC sayılı Devredilebilir Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Kullanılacak İzahnamenin Düzenlenmesine, Onaylanmasına ve Dağıtımına İlişkin Şartların Koordinasyonu

²⁰¹ **Rayner**, s. 17.

²⁰² **Vodicka**, s. 17; **Rayner**, s. 17; **Brown**, Global Offerings of Securities, s. 118.

²⁰³ **Vodicka**, s. 18; **Campbell/Solomon**, s. 174; **Brown**, Global Offerings of Securities, s. 117.

²⁰⁴ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 22; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 79; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 35 ve 128.

²⁰⁵ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 26. Bunun yerine, söz konusu Kanun'un sec. 2 (3) hükmünde “satış” (“sale”) kavramının tanımı verilmiştir. Ancak bu kavram, hem tahsisli satışları, hem de halka arzları kapsayan bir üst kavram konumundadır.

²⁰⁶ **Pestalozzi/Gmsler/Patry**, Business Law Guide to Switzerland, 2nd Ed., United Kingdom 1997, s. 379. İsviçre doktrininde, halka arz; “*belirsiz sayıda ve kimliği bilinmeyen yatırımcılara yönelik çağrı*” olarak tanımlanmaktadır (**Pestalozzi/Gmsler/Patry**, s. 379; **Lombardini**, s. 405).

Hakkında Konsey Yönergesi'nde²⁰⁷ halka arzın tanımını vermekten kaçınılmış, hangi hallerde halka arzın söz konusu olmayacağını belirtilmesiyle yetinilmişti (md.2). Bu itibarla, halka arzın tanımı üye ülke hukuklarına bırakılmıştı²⁰⁸. Bu Yönerge'yi yürürlükten kaldıran 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı Halka Arzlar Sırasında Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge'nin²⁰⁹ 2. maddesinin I. fıkrasının (d) bendinde ise “sermaye piyasası araçlarının halka arzı” (“*offer of securities to the public*”) kavramı 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 alma ya da almama konusunda sağlıklı karar verebilme imkânı sağlayan, üçüncü kişilere yönelik olarak herhangi bir şekilde gerçekleştirilen icap*” anlamına gelmektedir.

Halka arz kavramı, Türk Hukukunda, 3794 sayılı Kanun md. 2 ile değişik SPKn. md. 3 (c) hükmünde tanımlanmıştır. Bu tanım incelendiğinde, halka arz olgusunun 4 ayrı olasılığı kapsadığı görülmektedir. Anılan hükümde verilen tanıma göre;

- 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) Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi,
- iv) Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı

halka arz olarak kabul edilmektedir. Söz konusu tanımda 3794 sayılı Kanun'un md. 2 hükmü ile değişiklik yapılmadan önce, halka arz kavramının kapsamına, yalnızca sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması ve halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet

²⁰⁷ OJ L 124, 5.5.1989, s. 8 vd.

²⁰⁸ Ferran, s. 105.

²⁰⁹ “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, 31.12.2003, s. 64 vd.).

edilmesi²¹⁰ ihtimalleri girmektedir²¹¹. Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi ile halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı, yukarıda anılan değişiklik ile tanımın kapsamına alınmıştır.

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 almayan ortaklıkların hisse senetlerini borsaya kote ettirmelerinin mümkün bulunması gösterilmiştir. Gerekçe, değişiklikten önce İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kotunda işlem gören hisse senetlerinin % 66'sının açıklanan türde olduğunu belirtmekte ve yatırımcıların korunması amacıyla, hisse senetlerinin borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesinin de Kurul'un iznine tabi kılınmasını sağlamak düşüncesiyle hareket edildiğini vurgulamaktadır. Ayrıca, söz konusu piyasaların aleni (açık) piyasalar olarak çok sayıda alıcı ve satıcıyı karşı karşıya getirmelerinin halka arz yönünde karine oluşturması gerektiği ifade edilmektedir²¹².

Bu yaklaşım yerindedir. Hatta, kanımızca burada bir karine değil, bir faraziyenin söz konusu olduğu kabul edilmelidir. Daha da açık bir ifadeyle, hisse senetlerinin borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesi, aksi ispat edilemeyecek şekilde halka arz olarak varsayılmalıdır. Zira, hisse senetlerinin söz konusu piyasalarda devamlı olarak işlem görmesi, bu hisse senetlerinin organize ikinci el piyasalarında her an halkın ve kurumsal yatırımcıların yatırımına açık

²¹⁰ Bu ifade, yani “*halkın bir ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi*”, tedrici kuruluşun halka başvuru aşamasını ifade etmektedir (**Mehmet Somer**, Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri, İstanbul 1990, s. 68 ve 72).

²¹¹ Bu iki halde, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için doğrudan halka çağrıda bulunulması söz konusudur. Çağrıda bulunulurken kullanılan araç yazılı basın, radyo ya da televizyon olabilir; yahut sirküler, banka ve aracı kurum şubelerinden ilgililere ulaştırılabilir (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 21). Önemli olan, buradaki çağrının çok sayıda ve belirsiz kişilere yapılmış olmasıdır (**Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 23). Dolayısıyla, çağrı kavramından, muhatabı belirlenmemiş genel bir daveti algılamak gerekir (**Arı**, s. 10). Dikkat edilecek olursa, yasal tanımda, “her türlü yoldan” ifadesine yer verilmek suretiyle çağrı araçlarının kapsamı son derece geniş tutulmuştur (**Somer**, s. 57; **Yılmaz Ulusoy**, Sermaye Piyasası Kanunu, Yorum ve Açıklaması, 1981, s. 18).

²¹² 3794 sayılı Kanun'un gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

tutulması anlamına gelmektedir. Bu durumun ise halka arz olarak kabul edilmesi ve kotasyonu yapılan hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması son derece doğaldır.

“Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı” ifadesinin tanıma eklenmesinin nedeni ise değişiklik Kanunu’nun gerekçesinde şu şekilde açıklanmıştır; “...Öte yandan hisse senetleri halka arz olunan anonim ortaklıkların, sermaye artırımını nedeniyle pay satışları da halka arz sayılmak suretiyle, bu ortaklıkların rüçhan hakkı kullanımı ve tahsisli sermaye artırımları da izne tabi tutulmaktadır²¹³. Böylece söz konusu ortaklıkların bu tür sermaye artırımlarını izlemek ve denetlemek mümkün olacak; kanunî bazı yükümlülüklerden kaçınmaları önlenebilecektir”. Bu ifadeden anlaşıldığı üzere, “halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı” ifadesinin halka arz tanımına eklenmesinin 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 artırımları sonucunda yaratılan hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasını sağlamaktan ibarettir. Bu yöntemle, sermaye artırımlarının halka açık anonim ortaklığa yatırım yapmış olan küçük yatırımcıların çıkarlarına zarar verecek şekilde kötüniyetle gerçekleştirilmesi önlenmek istenmektedir. Bir diğer anlatımla, bu değişiklik ile, Kurul’a, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerine zarar verebileceğini tespit ettiği sermaye artırımlarını kayda almaktan kaçınabilme imkânı yaratılmak istenmiştir.

Kanımızca, 3794 sayılı Kanun ile “halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı” ifadesinin halka arz tanımına eklenmesi yönündeki değişikliği ve bu değişikliğin gerekçesini, çeşitli ihtimalleri göz önüne alarak dikkatle değerlendirmek gerekmektedir. Öncelikle

²¹³ 3794 sayılı Kanun ile SPKn. md. 4 hükmünde değişiklik yapılarak, izin sistemi terk edilmiş ve kayda alma sistemine geçilmiştir (Ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. I, E, 1). Halen yürürlükte olan bu sistemde ihraç veya halka arz işlemleri için Kurul’dan izin almak gibi bir zorunluluk söz konusu olmayıp; ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması için başvuruda bulunma zorunluluğu bahis konusudur. Kurul, ancak incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varacak olursa, gerekçe göstermek suretiyle başvuru konusu sermaye piyasası araçlarını kayda almaktan imtina edebilir (3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 5/III). Kurul’un, bu sistemde, değişiklikten önceki düzenlemenin aksine, sermaye piyasası araçlarının ihraç ya da halka arzına izin verip vermemek konusunda takdir yetkisi bulunmamaktadır. Bu nedenle, gerekçede yer alan “..., bu ortaklıkların rüçhan hakkı kullanımı ve tahsisli sermaye artırımları da izne tabi tutulmaktadır” şeklindeki ifadeyi; “..., bu ortaklıkların rüçhan haklarının kullanımı ve tahsisli sermaye artırımları sonucu yaratılan hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması sağlanmaktadır” şeklinde anlamak gerekir.

belirtmek gerekir ki; hisse senetlerini bir defa halka arz etmiş bir ortaklığın, takip eden sermaye artırımlarında da hisse senetlerini halka arz etmek gibi bir zorunluluğu yoktur; bu husus ortaklığın iradesi ve isteğine tabidir²¹⁴. Bu itibarla, halka açık bir anonim ortaklığın, sermaye artırımı sonucu oluşan yeni payları temsil eden hisse senetleri üzerinde mevcut pay sahiplerinin sahip oldukları rüçhan haklarını kısıtlamayı bu senetleri halka satmaktan kaçınması mümkündür. Hükümde yapılan değişiklik öncesinde, mevcut ortaklarca rüçhan haklarının kullanıldığı bu tür sermaye artırımlarında bir halka arz durumunun bulunup bulunmadığı konusunda fikir ayrılığı bulunmaktaydı. **Tekinalp** ve **Somer**, bu ihtimalde ortaklık tarafından yapılan bir çağrı bulunmadığı gerekçesiyle halka arzın söz konusu olmadığı görüşünü benimserlerken²¹⁵; **Aytaç**, aksi görüşü savunmuştur²¹⁶. Bu konuda tartışma, incelemekte olduğumuz değişiklik ile, halka açık ortaklıklarda rüçhan haklarının kullanımının halka arz olarak kabul edileceğinin hükümde açıkça belirtilmesi suretiyle ortadan kaldırılmıştır²¹⁷.

Akla gelebilecek ikinci olasılık ise, mevcut ortakların sermaye artırımı sonucu yaratılan paylar üzerindeki rüçhan haklarının kısıtlanması ve bu payların halka satılmasıdır. Ancak bu takdirde “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka çağrıda bulunulması” söz konusu olduğundan zaten bir halka arz durumu ile karşı karşıya kalınacaktır. Son olasılık ise, mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması ve sermaye artırımı yoluyla yaratılan payların tahsisli satış yoluyla pazarlanmasıdır. Nitekim, 3794 sayılı Kanun’un yukarıda açıklanan gerekçesinde de, yeni yaratılan payların küçük yatırımcıların zararına olarak belirli kişi ve kurumlara tahsis edilmesinin önlenilmek istendiği ifade edilmektedir. Burada sözü edilen bir tahsisli satış durumudur. Tahsisli satışların halka arzdan farklı bir satış modeli olduğunu yukarıda belirtmiştik. Dolayısıyla, değişiklik Kanunu’nun gerekçesinde,

²¹⁴ **Vural Günal**, Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1987, s. 25.

²¹⁵ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 21; **Somer**, s. 70. **Tekinalp**, bu ihtimalde ortaklığın bir çağrıda bulunmadığını, yalnızca pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanabilecekleri süreyi ve buna ilişkin şartları açıkladığını ifade ederken (Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 21); **Somer**, burada bir çağrı işleminin olduğunu, ancak bu çağrının çok sayıda ve gayrimuayyen kişilere değil, tam tersine muayyen kişilere, yani mevcut pay sahiplerine yönelik bulunduğunu belirtmektedir (s. 70).

²¹⁶ **Zühtü Aytaç**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi, C. XL S. 1-4, 1985, s. 244.

²¹⁷ **Yusuf Ziyaeddin Sönmez**, Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara 1997, s. 56.

sermaye artırımları çerçevesinde yapılacak tahsisli satışların halka arz olarak kabul edileceğini belirten ifadeler kullanmak son derece hatalıdır. Zira, tahsisli satış modeli halka arzdan tamamen bağımsız ve farklı bir satım modeli niteliği taşımaktadır. Kaldı ki, bu tür satışlar zaten SPKn. md. 4/I hükmü uyarınca kayda alma prosedürüne tabi bulunmaktadır. Şu halde, tahsisli satış işlemlerini kayda alma amacıyla hareket edilmesi oldukça hatalı bir çıkış noktası olmuştur. Bu itibarla, değişiklik Kanunu'nun gerekçesindeki hatalı ifadelere karşın, halka açık ortaklıkların sermaye artırımları esnasında gerçekleştirilen tahsisli satışların halka arz kavramı içerisine dâhil kabul edilmelerine imkân bulunmadığının vurgulanması gerekmektedir.

Bu aşamada, halka arzı yapılan sermaye piyasası araçlarının belli bir bölümünün belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna tahsis edilmesi ile tahsisli (“halka arz edilmeksizin”) satışları da birbirine karıştırmamak gerekir. Bu olasılıklardan ilkinde, halka satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının belirli bir yüzdesi, şirket çalışanları, küçük yatırımcılar ya da belirli meslek mensupları gibi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmektedir. Dolayısıyla, yürümekte olan bir halka satış prosedürü içerisinde, belirli nitelikleri taşıyan bir yatırımcı grubuna ayrılmış bir yüzde ya da miktar söz konusudur. Oysa, tahsisli satışlar kural olarak önceden belirlenmiş, nitelikli yatırımcılara yapılan satışlardır ve bu satım modelinde halka satış olgusu söz konusu değildir.

Bu noktada, halka arzın aynı anda birden çok ülkede eş zamanlı olarak gerçekleştirilebileceği de vurgulanmalıdır. Bu tür arzlara, “uluslararası halka arz” (“*global public offering*”) adı verilmektedir. Bu yöntem, ilk olarak 1984 yılında British Telecommunications Plc.’nin hisse senetlerinin halka arzında Londra, New York ve Toronto borsalarında gerçekleştirilen eş zamanlı satışlarla uygulanmıştır²¹⁸. O günden bu yana, özellikle tek bir ülke piyasasının kaldırmakta zorlanabileceği yüksek miktarda hisse senedi ihraçlarında tercih edilmektedir. Bu yöntemin yanısıra, talebin en güçlü konumda olduğu piyasada yapılan halka arza diğer piyasalarda yapılan tahsisli satışların eşlik ettiği uluslararası satış modelleri de mevcuttur²¹⁹.

²¹⁸ **Francis CH Lee/Ivan MC Tan**, *Floatation and Underwriting of Issues and the Position of Guarantors, Current Developments in International Investment Law* (Singapore Conferences on International Business Law), 1992, s. 164.

²¹⁹ **O’Hare**, s. 26-27.

B. Hukukî Niteliği

Halka arzın hukukî niteliği konusunda doktrinde iki ayrı görüş bulunmaktadır. Bu görüşlerden ilki halka arz işlemini icaba davet olarak nitelerken; Türk öğretisinde hâkim olan ikinci görüş, halka arz işlemini icap niteliğinde kabul etmektedir.

Mukayeseli hukukta, Avrupa Birliği Hukuku yönünden değerlendirme yapan *Ferran* ve İngiliz Hukuku açısından meseleye yaklaşan *Tunc* halka arzın icaba davet niteliğinde olduğunu kabul etmektedirler²²⁰. Ancak *Tunc*, rüçhan haklarının kullanımı için şirket tarafından mevcut ortaklara yapılan bildirim bakımından farklı bir sonuca ulaşmakta ve bu bildirim icap olarak kabul edilmesi gerektiğini ileri sürmektedir²²¹. *Ferran* ve *Tunc*'un halka arzın icap niteliğinde olduğu yönündeki görüşüne İsviçre doktrininden *Lombardini* de katılmakta ve halkın izahname ve sirküler yoluyla sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet edilmesini icaba davet olarak yorumlamaktadır²²².

Türk Hukuku'nda ise, hâkim görüşü oluşturan *Somer*, *Ulusoy*, *Sönmez* ve *Arı* halka arzın icap niteliğinde kabul edilmesi gerektiği savunulmaktadır²²³. *Somer*, bu yorumuna gerekçe olarak SPKn.'nin amacını göstermektedir. Meseleye tedrici kuruluş²²⁴ yönünden yaklaşan yazara göre, Kanun'un amacı sermaye piyasası araçlarının halka ulaştırılmasını sağlamaktır; halka arzın icaba davet niteliğinde kabul edilmesi halinde ise, kurucular halktan gelen alım taleplerini reddederek bu amacın gerçekleştirilmesini önleyebilirler²²⁵. *Sönmez* ise burada bir aleni icabın söz konusu olduğunu vurgulamaktadır²²⁶. *Arı*, Kurul'un çıkardığı tebliğler ile öngörülen düzenlemeler çerçevesinde sözleşmenin kurulması için gerekli her türlü unsurun

²²⁰ *Ferran*, s. 105; *Tunc*, s. 116 dph. 63.

²²¹ *Tunc*, s. 116 dph. 63.

²²² *Lombardini*, s. 407.

²²³ *Somer*, s. 95; *Ulusoy*, s. 33; *Sönmez*, s. 59; *Arı*, s. 57-58. *Akbulak/Akbulak* ise, izahname ve sirküler yoluyla halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet edilmesini icaba davet olarak kabul etmektedirler (*Sevinç Akbulak/Yavuz Akbulak*, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 81).

²²⁴ TTK md. 276/III uyarınca, tedrici kuruluş; bir kısım payların kurucular tarafından taahhüt edilmesi ve geri kalan kısım için halka müracaat edilmesi suretiyle gerçekleştirilen kuruluş modelidir.

²²⁵ *Somer*, s. 95.

²²⁶ *Sönmez*, s. 59.

izahnamede yer aldığını belirterek izahname ve sirküler yoluyla halka arzın icap niteliğinde olduğu sonucuna ulaşmaktadır²²⁷.

Türk öğretisinin benimsediği bu görüşe göre, yatırımcıların alım talebi hukuken kabul niteliği taşıyacaktır. Bu yaklaşımın doğal sonucu ise; halka arz yolu ile yapılan bu icabı kabul eden yatırımcıların hisse senedi alım taleplerinin ortaklık, satışı yapan pay sahibi ya da tedrici kuruluş olasılığında kurucular tarafından reddedilmesine olanak bulunmamasıdır. Halka arzı icap niteliğinde kabul eden bu görüşe katılabilmemiz mümkün değildir. Zira, halkın bir ortaklığa katılmaya ya da kurucu olmaya davet edilmesi icap niteliğinde kabul edilecek olursa; halka arz edilecek toplam hisse senedi sayısının üzerinde alım talebinin, yani -kabulün- söz konusu olduğu durumlarda, satışı yapılacak toplam miktarın üzerindeki kısmı oluşturan taleplerin hangi gerekçe ile reddedileceğini açıklamak mümkün olamaz. Bu itibarla, halkın bir ortaklığa katılmaya ya da pay sahibi olmaya davet edilmesi icaba davet olarak kabul edilmek gerekir.

Bu aşamada, **Tunc**'un, rüçhan haklarının kullanımı için şirket tarafından mevcut ortaklara yapılan bildirim icap niteliğinde kabul edilmesi gerektiği yönündeki yukarıda belirtilen görüşünü de tartışmaya açmak gerekmektedir²²⁸. Bu görüşü, **Moroğlu**'nun iştirak taahhütnamesini icap niteliğinde kabul eden görüşü ile bağlantı kurarak incelemekte fayda görmekteyiz.

Moroğlu; katılma taahhütnamesinin hukuken icap niteliğinde olduğunu²²⁹, zira iştirak taahhüdünü düzenleyen TTK md. 283 hükmünde “*sermayeye iştirak talebinden söz edildiğini*”; ortaklığın bu icabı kabul etmesi ile katılım sözleşmesinin gerçekleşmiş olacağını, bu kabulün açık olabileceği gibi zımni de olabileceğini, hatta halka arz edilen payların bedellerinin tam ve nakden ödeneceğini öngören SPKn. md. 7/III hükmü gereği genellikle de zımni olacağını belirtmekte²³⁰ ve ödemelerin katılma

²²⁷ **Arı**, s. 57-58.

²²⁸ **Tunc**, s. 116 dpn. 63.

²²⁹ **Erdoğan Moroğlu**, Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, 2. Baskı, İstanbul 2003, s. 84.

²³⁰ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 122 ve 349.

taahhüdünün imzalanmasından önce, taahhüt sırasında ya da daha sonra yapılmasının öngörülebileceğini ifade etmektedir²³¹.

İştirak taahhütnamesini icap olarak nitelendiren bu görüşe de katılamamaktayız. Şöyle ki; ani ya da tedrici kuruluş esnasında kurucular tarafından yapılan iştirak taahhütleri, ortaklığa yönelik bir icap olarak kabul edilemez. Zira, taahhüdün (icapın) yapıldığı anda ortaklık henüz tüzel kişilik kazanmamış olduğundan, bu icabı kabul ya da red edebilecek bir tüzel kişi mevcut değildir. Kuruluş işlemleri tamamlandıktan sonra ise, ortaklığın kurucular tarafından yapılan sermaye taahhütlerini reddetmek gibi bir imkânı bulunmamaktadır. Bu itibarla, kuruluş esnasında yapılan iştirak taahhüdü; *ortaklık ilişkisi kurmaya yönelik, Ortaklıklar Hukuku'na özgü bir borç ikrarı* olarak kabul edilmelidir. Sermaye artırımı prosedürü çerçevesinde yapılan iştirak taahhütleri bakımından da benzer bir yaklaşımı benimsemek kanımızca daha yerinde olacaktır. Rüçhan hakkını kullanmak üzere başvuruda bulunan pay sahipleri tarafından düzenlenen iştirak taahhütnamelerini icap olarak nitelendirmek, ortaklığa bu icabı kabulden kaçınarak sözleşmenin kurulmasını engelleme hakkı tanımak anlamına gelmektedir. Oysa ki; rüçhan haklarının kısıtlanmasına ilişkin bir genel kurul kararı bulunmadığı sürece, pay sahiplerinin bu haklarını kullanmaları ortaklığın kabulüne tabi değildir. Ortaklığın, pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanma yönündeki taleplerini reddetme hakkı yoktur. Pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanma amacı doğrultusunda iştirak taahhütnamesi düzenlenmeleri, bir akdi ilişkiye değil; TTK'nun 394. maddesinin tanıdığı bir hakka, dolayısıyla da bu hakkın temelinde bulunan bir Ortaklıklar Hukuku ilişkisine dayanmaktadır. Bu itibarla, rüçhan haklarının kısıtlanmadığı sermaye artırımları bakımından, TTK md. 283 hükmünün I. fıkrasında yer alan “şirket sermayesine iştirak talebi” ifadesini; Ortaklıklar Hukuku tarafından tanınan ve TTK md. 394 hükmünde ifadesini bulan bir hakkın kullanımına yönelik, ortaklığın kabulüne tabi olmayan bir bildirim şeklinde algılamak gerekir.

Hal böyle olunca, *Tunc*'un rüçhan haklarının kullanımı için ortaklık tarafından yapılan bildirim icap olarak nitelendiren görüşüne katılmak da mümkün olamaz. Zira, ortaklık tarafından pay sahiplerine rüçhan haklarının kullanımına yönelik bildirim hiç yapılmasa dahi, genel kurul tarafından rüçhan haklarının

²³¹ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 123 ve 350.

kısıtlanmasına ya da kaldırılmasına yönelik olarak alınmış bir karar mevcut olmadıkça, pay sahipleri yasanın kendilerine tanıdığı bu hakkı kullanmak için ortaklığa yönelik olarak talepte bulunma imkânına sahiptirler. Bu nedenle, rüçhan haklarının kullanımı olasılığına ilişkin olarak, ortada yasadan doğan bir ortaklık ilişkisi ve bu ilişkiye bağlı bir talep hakkı değil de bir akdi ilişki varmışçasına icap ve kabul kavramlarından bahsetmek kanımızca doğru değildir.

Buna karşılık, sermaye artırımında payların (hisse senetlerinin) halka arz yoluyla satılması ihtimalinde iştirak taahhütnamesi icap olarak nitelendirilebilir. Çünkü bu ihtimalde, sermaye artırımını yapan ortaklık ya da tedrici kuruluş halinde kurucular, halktan gelen tüm “şirket sermayesine iştirak” taleplerini kabul etmek zorunluluğu altında değildirler. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen paylar bakımından düzenlenen iştirak taahhütnamelerini icap olarak kabul eden bu yaklaşımımız, halka arz işlemi icaba davet olarak kabul eden görüşümüz ile de uyum içerisindedir.

C. İşlevleri

Halka arzın, biri makroiktisadi, diğer ise mikroiktisadi olmak üzere iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlara, özellikle son yıllarda gündeme gelen, sermayeye katılmalı ortak girişimler bünyesindeki ortaklık ilişkilerinin sona erdirilmesine hizmet eden modern fonksiyonu da eklenmelidir.

1. Mülkiyetin Küçük Yatırımcı ile Paylaşılması

Anonim ortaklıklar, kendi başlarına ataletle mahkûm ve üretime elverişli olmayan küçük tasarrufların toplanarak büyük sermayeler oluşturulması ve bunların üretim alanlarına aktarılması bakımından elverişli müesseselerdir²³². Halkın atıl tasarruflarının üretim sektörüne sermaye piyasaları yoluyla aktarılması, ihraççılar tarafından çıkarılan ortaklık ya da borçlanma senetlerinin halka arz edilmesi yoluyla olmaktadır. Borçlanma senetleri bankacılık sektörünün mevduata sağladığı getiriye alternatif oluştururken; ortaklık senetleri mülkiyetin küçük yatırımcı ile paylaşılmasını, yani sermayenin tabana yayılmasını sağlamaktadırlar. Bu şekilde,

²³² Oğuz İmregün, Anonim Ortaklıklar, 4. Bası, İstanbul 1989, s. 1.

liberal ekonominin ortaya çıkardığı sermaye üzerine kurulu düzenin sakıncaları ortadan kaldırılmaya çalışılmakta ve büyük sermayelere sahip anonim şirketlerin mülkiyeti, hisse senetleri yoluyla, bu şirketlerin sermayelerinde tasarrufları bulunan halk ile paylaşılmaktadır²³³.

2. Finansman Sağlama

Halka arzın temelindeki gerekçe genellikle finansal nitelik taşımaktadır²³⁴. Halka arzı gerçekleştiren ortaklıklar; üretim tesisatının modernize edilmesi, yeni coğrafi pazarlara yönelik olarak üretim yapılması ya da hizmet sağlanması, ürün yelpazesinin genişletilmesi suretiyle yeni ürünler geliştirilmesi, borçların yeniden yapılandırılması, üretim hacminin artırılması ya da buna benzer başka amaçlar için kullanılacak kaynak tedarik etme ihtiyacı içerisindeyler²³⁵. Halka arz, çoğunlukla bu fon ihtiyacının ortaklığın iç kaynaklarından ya da mevcut pay sahiplerinden karşılanmasının mümkün olmadığı durumlarda gündeme gelen bir finansman sağlama yöntemidir.

Ortaklık senetlerinin halka arz edilmesi ihtimalinde, ortaklık açısından, aslında iktisadi anlamda bir maliyetsiz finansman sağlama durumu söz konusudur. Zira, satılan ortaklık senetleri karşılığında halktan toplanan meblağ, belirli bir süre sonunda geri ödenmesi zorunlu bulunan ve ortaklık bilançosunda borç olarak yer alacak olan bir meblağ değildir. Bu şekilde toplanan fonlar tüzel kişi ortaklığın özkaynaklarına dâhil olurlar ve satış anından itibaren ortaklık bilançosunda sermaye ve duruma göre kanunî yedek akçe başlıkları altında gösterilirler²³⁶. Buna karşılık, ortaklık senetlerinin halka arz edilmesinin maliyetine, halka arzdan önce ortaklıkta pay sahibi sıfatını taşıyan kimselerce katlanıldığı söylenebilir. Şöyle ki; bu kimselerin pay sahipliği oranlarında, bünyeye halka arz çerçevesinde yeni ortaklar girmesi nedeniyle

²³³ İmregün, s. 2-3.

²³⁴ Prentice, s. 372.

²³⁵ Prentice, s. 372.

²³⁶ Anonim ortaklıklar, TTK md. 286/II hükmünün kendilerine tanıdığı imkân çerçevesinde, paylarını itibari değerlerinin üzerinde bir bedelle taahhüt edilecek şekilde çıkarabilirler. Ortaklığa ait payların itibari değeri ile satış fiyatı arasındaki bu fark, “agio” (emisyon primi) olarak isimlendirilmektedir. Şayet paylar itibari değerlerinin üzerinde bir bedelle (agio’lu olarak) ihraç edilmiş ise, itibari değerinin üzerinde kalan kısım TTK md. 466/II b. 1 hükmü gereğince kanunî yedek akçe kalemine dahil edilmektedir.

azalma olacaktır. Bu durum ise, halka arzdan önce pay sahibi sıfatını taşımakta olan kimselerin kara iştirak oranlarının azalması sonucunu doğuracaktır. Bu itibarla, ortaklık senedi halka arz edilmesinin maliyetine, ortaklık tüzel kişisi değil, bu tüzel kişide halka arz işleminden önce pay sıfatına sahip bulunan kimseler katlanmaktadır denilebilir.

Borçlanma senetlerinin halka satışında ise, ihraççı ortaklık için maliyetsiz değil, tam tersine; bankacılık sisteminden sağlanacak finansmana oranla daha maliyetli dahi olabilen bir fon toplama işlemi söz konusudur. Gerçekten, ihraç edilen borçlanma senetlerinin halkın gözünde cazip olabilmesi için, bankacılık sisteminin mevduata sağladığı getiriden daha fazla getiri sağlamaları gerekmektedir. Dolayısıyla, söz konusu senetlerin faiz oranları bu çerçevede belirlenmektedir. Ancak yine de, bu oranın bankacılık sistemi tarafından belirlenen ticari kredi faiz oranlarının altında tutulması mümkün olabilir. Fakat halka arza ilişkin masraf ve giderler de tabloya eklenince, sermaye piyasalarından borçlanma senedi ihracı yoluyla fon toplamanın maliyetinin bankacılık sisteminden ticari kredi almanın maliyetinin altında kalmadığı, hatta çoğunlukla bunun üzerine çıktığı söylenebilir. Şu halde, borçlanma senedi satımı yoluyla fon toplamanın iki ayrı olasılıkta anlamlı olduğu düşünülebilir. Bunlardan ilki, ihraççının bankacılık sistemi nezdindeki kredibilitesini kaybetmiş olması nedeniyle bu sistemden fon sağlama imkânından yoksun olması olasılığıdır²³⁷. Fakat bu konumdaki bir ihraççının yapacağı halka arzın başarıya ulaşma ihtimali çok zayıf olduğundan, bu olasılıkta tercih edilecek satış yöntemi kurumsal yatırımcılara hitap eden halka arz edilmeksizin satış modeli olacaktır. Bu şekilde, ticari kredi tahsisi için kredi kuruluşu tarafından talep edilecek teminatı gösterme zorunluluğundan da kurtulmuş olacaktır. Düşünülebilecek ikinci olasılık ise, borçlanma senetlerinin ihracı suretiyle toplanılması düşünülen fonun, büyüklüğü nedeniyle bankacılık sisteminden temin edilmesinin mümkün bulunmamasıdır. Borçlanma senetlerinin halka arz edilmesi, ancak bu ihtimallerde ortaya çıkardığı maliyet tablosuna karşın rasyonel olacaktır.

²³⁷ Prentice, s. 372.

3. Ortaklıktan Ayrılma Mekanizması Olarak Kullanılması

Kimi zaman bir işin yapılması veya yeni bir projenin gerçekleştirilmesi tek bir kişinin veya tek bir teşebbüsün teknik, mali ve iş gücü yeteneklerini aşabilir; bu durumda, birden fazla kişi veya teşebbüs biraraya gelerek bu işin veya projenin gerçekleştirilmesi için bir “ortak girişim” (“*joint venture*”) kurmak suretiyle işbirliği yapma yoluna giderler²³⁸.

Ortak girişimler ikiye ayrılmaktadır: salt sözleşmeye dayalı ortak girişimler (“*contractual joint ventures*” ya da “*non-equity joint ventures*”) ve sermayeye katımlı ortak girişimler (“*equity joint ventures*” ya da “*corporate joint ventures*”)²³⁹. Salt sözleşmeye dayalı ortak girişimler genellikle tek bir iş veya kısa süreli taahhütler için elverişli bir model oluştururlar ve uygulamada da bu amaçla kullanılırlar²⁴⁰. Bu tür ortak girişimlerde ortakların getirdikleri katılım payları ile yetinilir ve ortaklığa ayrıca bir sermaye tahsis edilmez²⁴¹. Hatta bu tür ortak girişimlerde, istisnai haller dışında, çoğu kez gelişmiş bir yönetim organizasyonuna da ihtiyaç duyulmaz²⁴². Salt sözleşmeye dayalı ortak girişimler, hukukî nitelikleri itibariyle adi ortaklık olarak kabul edilmektedirler²⁴³. Sermayeye katımlı ortak girişimlerde ise, ortaklar arasındaki adi sözleşme ilişkisinin yanı sıra, bu ilişkiye dayalı olarak tüzel kişiliğe sahip bir ticaret şirketinin kurulması söz konusu olmaktadır²⁴⁴. Dolayısıyla, taraflar arasındaki hukukî ilişki Borçlar Hukuku disiplininin sınırları dışarısına taşıyarak Ortaklıklar Hukuku’nun kapsamına dâhil olmaktadır.

²³⁸ **Ercüment Erdem**, Türk ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmalar, İstanbul 2003, s. 70. Ortak girişim kavramının ortaya çıkışı ve gelişimi hakkında bkz. **Kemal Dayınlarlı**, Joint Venture Sözleşmesi, Ankara 1989, s. 3-6; **Şener Akyol**, Know-How, Management, Joint Venture ve Büyük Çaplı İnşaat Sözleşmeleri, Borçlar Hukuku (Özel Borç İlişkileri) II. Fasikül, İstanbul 1997, s. 59-66.

²³⁹ **Erdem**, s. 73-75; **Akyol**, II. Fasikül, s. 79.

²⁴⁰ **Nami Barlas**, Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul 1998, s. 194.

²⁴¹ **Ünal Tekinalp/Gülören Tekinalp**, Joint Venture, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın’a 65. Yaş Armağanı, Ankara 1988, s. 156; **Akyol**, II. Fasikül, s. 79; **İbrahim Kaplan**, İnşaat Sektöründe Müşterek İş Ortaklığı- Joint Venture, Ankara 1973, s. 3; **Fahiman Tekil**, Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998, s. 79; **Erdem**, s. 74.

²⁴² **Tekinalp/Tekinalp**, s. 156; **Kaplan**, Joint Venture, s. 3-4.

²⁴³ **Dayınlarlı**, s. 192; **Tekinalp/Tekinalp**, s. 155; **Akyol**, II. Fasikül, s. 75; **Tekil**, s. 80; **Barlas**, s. 204; **Erdem**, s. 73; **Reha Poroy (Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu)**, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 9. Bası, İstanbul 2003, no. 19b.

²⁴⁴ **Erdem**, s. 75.

Günümüzde, sermayeye katılmalı ortak girişimler sonucu kurulan büyük sermayeli şirketlerin ortakları arasında yapılan ortak girişim veya pay sahipleri sözleşmelerinde (“*shareholders agreement*”), çoğunlukla, bu sözleşmenin taraflarına; belirli şartların gerçekleşmesi ya da herhangi bir nedenle ortaklığın sona erdirilmek istenmesi halinde, belirli zaman dilimleri içerisinde paylarını halka arz ederek ortaklıktan ayrılma ya da ortaklık oranını azaltma imkânı tanınmakta, diğer ortakların ve ortaklığın ise halka arzı engelleme girişiminde bulunmayacaklarına dair beyanları alınmaktadır. Bu şekilde, halka arz, bir ortaklıktan ayrılma (“*exit*”) mekanizması olarak kullanılmaktadır²⁴⁵. Bu yöntem ile, ortaklıktan ayrılmak isteyen ortağın paylarını blok halinde bir üçüncü kişiye satması ve ortaklık bünyesine yabancı kimselerin girmesi olasılığı da önlenmiş olmaktadır. Aynı zamanda, ortaklıktan ayrılma niyetinde olan ortağın paylarını nakde çevirme yönündeki arzusu da tatmin edilmektedir. Ortaklık bünyesinde kalan ortak bakımından ise, payların halka satılacak olması nedeniyle kontrolün kaybedilmesi riski en aza indirilmektedir.

D. Konusu

Halka arzın konusunu tüm sermaye piyasası araçları oluşturabilir. Nitekim, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3 (c) hükmünde verilen halka arz tanımında, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasından bahsedilmek suretiyle bu husus belirtilmektedir. Sermaye piyasası araçlarının, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3 (b) hükmünde “menkul kıymetler” ve “diğer sermaye piyasası araçları” olmak üzere ikiye ayrıldığını yukarıda görmüş ve her iki kavramı ayrıntılı olarak incelemiştik²⁴⁶. Yasal tanım dikkate alındığında, halka arzın tüm sermaye piyasası araçları bakımından söz konusu olabileceği sonucuna ulaşılmasına rağmen; bazı sermaye piyasası araçlarının, yapıları itibarıyla halka arz modelinin uygulanmasına uygun olmadıkları da burada belirtilmelidir. Gerçekten, “diğer sermaye piyasası araçları” kategorisi içerisinde yer

²⁴⁵ **Bartlett**, Vol: I, s. 314; **Sinan Yüksel**, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul-Eylül 2003, s. 144.

²⁴⁶ Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. I, D, 1 ve I, D, 2. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı’nın 3. maddesinde “sermaye piyasası aracı” kavramının terk edildiğini ve “finansal araç” kavramına geçildiğini de I, D, 1 başlığı altında yaptığımız açıklamalarda belirtmiştik. Burada, söz konusu açıklamalarımıza atıfta bulunmakla yetinmekteyiz.

alan türev araçlar²⁴⁷ halka arz modeline uygun sermaye piyasası araçları değildir. Borçlanma senetleri bakımından ise, halka arz edilmeksizin satış yöntemi, halka arza oranla daha fazla tercih edilmektedir. Ancak bu durum borçlanma senetlerinin yapılarının halka arz modeline uygun olmamasından değil, bu senetlerin halka satılabilmesi için gereken zaman ve masrafın yüksek olması nedeniyle, ihraççıların tercihlerini genellikle halka arz edilmeksizin satış yönünde kullanmalarından kaynaklanmaktadır. Bir diğer ifadeyle, bu tablo, söz konusu senetlerin yapısından ya da mevzuattan kaynaklanmamakta; piyasanın gereksinimleri ve ihraççıların tercihleri doğrultusunda ortaya çıkmaktadır.

E. Türleri

Halka arzın, gerçekleştirildiği piyasaya göre üç ayrı türü bulunduğu kabul edilmektedir. Bunlar: yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının halka arzı (“birinci el piyasasında halka arz”); sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından halka arz edilmeleri (“ikinci el piyasasında halka arz”) ve bu iki yöntemin kombinasyonundan oluşan “karma halka arzlar”dır.

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

Birinci el piyasasında halka arz, yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının halka satışını ifade eder. Henüz yeni ihracı yapılan sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılar, bu araçların ilk sahibi olacaklardır. Bu nedenle, yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının ilk sahiplerine ulaştırılmasını konu alan bir birinci el piyasası işlemi söz konusu olmaktadır.

Birinci el piyasasında halka arz kavramının karşılığını, İngilizce’de “*initial public offering*” (“IPO”) terimi oluşturmaktadır. Bu piyasada gerçekleştirilen halka arz işlemlerinin temel özelliği, satıştan elde edilen gelirin doğrudan ihraççının kasasına girmesidir. Zira, bu piyasada gerçekleştirilen işlemlerin tamamında, satıcı konumunda bulunan ihraççı kuruluştur. İhraççı kuruluşun satıcı konumunda

²⁴⁷ Türev araçlar hakkında ayrıntılı bilgi için I, D, 2 başlığı altında aktarılan açıklamalarımıza bakınız. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden oluşan bu araçlar, halka arz edilmek üzere değil, vadeli işlem borsalarında işlem görmek üzere tasarlanmış sermaye piyasası araçlarıdır.

bulunduğu ve yeni ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarını satışa sunduğu tüm işlemler, birinci el piyasasında halka arz (“IPO”) işlemi niteliği taşırlar²⁴⁸.

a. Hisse Senetlerinin Birinci El Piyasasında Halka Arz Edilmesi

Hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arz edilmesi bakımından iki ayrı ihtimal mevcuttur. Bu ihtimaller, tedrici kuruluş sırasında halka arz ve sermaye artırımını yoluyla halka arzdır.

aa. Tedrici Kuruluş Esnasında Halka Arz

TTK md. 276/I hükmü gereğince, anonim ortaklıklar ani ya da tedrici şekilde kurulur. Ani kuruluşta ortaklık payları kurucular tarafından tamamen taahhüt edilir (TTK md. 276/II). Tedrici kuruluş ise, bir kısım payların kurucular tarafından taahhüt edilmesi ve geri kalan kısım için halka müracaat edilmesi suretiyle olur (TTK md. 276/III). Bu itibarla, ortaklık paylarının kuruluş sürecinde halka arz edilmesi tedrici kuruluşun karakteristik özelliği konumundadır. Dolayısıyla, hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arz edilmesine ilişkin ilk ihtimal, bu arzın tedrici kuruluş esnasında yapılmasıdır²⁴⁹. Ancak hemen belirtelim, tedrici kuruluş ülkemizde fazlaca uygulama alanı bulan bir kuruluş yöntemi değildir.

²⁴⁸ Ülkemizdeki uygulamada, daha önceden hisse senetlerini halka arz etmiş bulunan bir şirketin sermaye artırımını sonucunda yeni ihraç ettiği payları halka arz etmesi ihtimalinde; “ikinci kez halka arz” anlamına gelmek üzere (“secondary public offering”- “SPO”) deyiminin kullanıldığı gözlemlenmektedir. Bu kullanımın yerinde olmadığını belirtmek durumundayız. Şöyle ki; daha önceden hisse senetlerini halka arz etmiş olan bir ortaklığın sermaye artırımını sonucu oluşan yeni paylarını halka arz etmesi de bir birinci el piyasası işlemi, yani bir “IPO”dur. Zira, sonuçta yeni ihraç olunan bir sermaye piyasası aracının ilk sahiplerine ulaştırılması söz konusudur. İkinci el piyasasında halka arz (“secondary offering”- “SPO”) kavramı ise, daha önceden ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılması anlamına gelmektedir (“ikinci el piyasasında halka arz” kavramı hakkında bkz. aşa. II, E, 2). Sermaye artırımını sonucu yaratılan payların halka arz edilmesinin bu tanıma uymadığı açıktır. Bu itibarla, uygulamada yerleşen bu ifade tarzının hukuk tekniği yönünden doğru olmadığı vurgulanmalıdır. Ashında uygulamada benimsenen bu yanlış ifade ile anlatılmak istenen, “ikinci ihraç” kavramıdır. Ancak o kavramın İngilizce karşılığı “secondary offering” değil, “secondary issue” terimidir (**Gerry W. Beyer/ Kenneth R. Redden**, *Modern Dictionary for the Legal Profession*, 2nd Ed., New York 1996, s. 697).

²⁴⁹ Tedrici kuruluş sistemindeki halka arz aşaması, TTK md. 281-299 hükümleri arasında düzenlenmiştir. Ancak SPKn.’nin yürürlüğe girmesinden sonra bu hükümlerin uygulama alanının kalmadığı, halka satış aşamasının SPKn. hükümleri doğrultusunda gerçekleştirileceği ve ancak SPKn.’nda hüküm bulunmaması halinde TTK’nun yukarıda belirtilen hükümlerinin uygulama alanı bulabileceği ifade edilmektedir (**Somer**, s. 68).

Bu nedenle, TTK Tasarısı'nda, tedrici kuruluşa ilişkin TTK md. 276/III hükmünün karşılığını oluşturan herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiş ve ani-tedrici kuruluş ayrımı terk edilmiştir. Ancak Tasarı'nın 346. maddesinde, tedrici kuruluşu anımsatan, fakat daha farklı bir yapı üzerine kurulu, halka arz temeline dayalı bir kuruluş modeline de yer verilmiş bulunmaktadır. Anılan hükmün ilk fıkrasına göre; *“Esas sözleşmede taahhüt edilmiş olup da, taahhüt sahiplerince, şirketin tescilinden itibaren en geç iki ay içinde halka arz edileceği esas sözleşmede belirtilmiş ve ayrıca garanti edilmiş bulunan nakdî payların karşılıkları satıştan elde edilen hasıladan ödenir. Pay senetlerinin halka arzı sermaye piyasası mevzuatına göre yapılır. Satış süresinin sonunda, payların itibarî değerlerinin, varsa ihraç priminin karşılığı şirkete, giderler düştükten sonra kalan tutar ise pay senetlerini halka arzeden pay sahiplerine ödenir”*. Tasarı'nın 376. maddesinde öngörülen bu kuruluş modelinin tedrici kuruluştan farkı; kuruluş aşamasında değil, kuruluş gerçekleştikten sonra pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen bir halka arz işlemi üzerine kurulu olmasıdır.

ab. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Sermaye artırımı yoluyla halka arz, hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arz edilmesine ilişkin ikinci olasılığı oluşturmaktadır. Sermaye artırımı yoluyla yaratılan hisse senetlerini halka arz edebilmek için, öncelikle mevcut pay sahiplerinin TTK md. 394 hükmünden kaynaklanan rüçhan haklarının kısıtlanması ya da ortadan kaldırılması gerekmektedir²⁵⁰. Zira, bu yönde bir genel kurul kararı mevcut olmadığı takdirde, yeni yaratılacak paylar üzerinde mevcut ortakların rüçhan hakları bulunacağından bu payların halka arz edilmeleri mümkün olmayacaktır. TTK Tasarısı'nın md. 461 (2) hükmünde, sermaye artırımlarında rüçhan haklarının sınırlandırılmasına ilişkin olarak düzenleme getirilmektedir. Anılan hükümde; *“Genel kurulun sermaye artırımına ilişkin kararı ile, pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebeplerin varlığında ve esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oylarıyla sınırlandırılabilir ve kaldırılabilir. Özellikle, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur. Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılması ile, hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde yararlandırılmaz veya kayba uğratılmaz”* ifadelerine yer verilmektedir.

²⁵⁰ Çeker, s. 100-101; Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 107.

Hükme ilişkin madde gerekçesinde, hükümde rüçhan haklarının sınırlandırılması ya da kaldırılması için haklı gerekçe olarak sayılan hallerin örnek niteliğinde olduğu ve bu sayımın tahdidi (*numerus clausus*) olmadığı açıkça belirtilmiştir. Kanımızca, azınlığı ızzar kasdıyla bir kötüye kullanma ya da bir esas sözleşmeye aykırılık durumu söz konusu olmadıkça, halka arzın mevcut ortakların rüçhan haklarının sınırlandırılması ya da kaldırılması için haklı bir sebep teşkil ettiğinde tereddüt etmemek gerekir²⁵¹.

Bu noktada, tedrici kuruluş esnasında ya da sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arz edilmesi halinde iştirak taahhütnamesi düzenlenmesi gerekip gerekmediği de tartışmaya açılmalıdır.

TTK'nun iştirak taahhütnamesine ilişkin md. 283 vd. hükümlerinin²⁵², kuruluş veya sermaye artırımı esnasında SPKn. kapsamında halka arz edilecek hisse senetleri bakımından da uygulanacağı ifade edilmektedir²⁵³. Kurul'un da aynı bakış açısını benimsediği, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in²⁵⁴, tedrici kuruluş halinde iştirak taahhüdüne ilişkin TTK hükümlerinin uygulanacağını öngören 22. maddesinin son fıkrasından ve Seri: VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin²⁵⁵, sermaye artırımları nedeniyle halka arz edilecek paylara ilişkin olarak, TTK'na uygun şekilde düzenlenecek iştirak

²⁵¹ **Steiger- Chopard** ise, halka arz ya da borsaya kotasyonun rüçhan hakkının kısıtlanması bakımından haklı bir neden oluşturmasına karşın, tümüyle kaldırılması için gerekçe oluşturmadığı kanısındadır (**Ariette Steiger-Chopard**, L'exclusion du droit préférentiel de souscription dans le cadre du capital autorisé de la société anonyme, Bâle 1997, s. 80-81). Vurgulamak gerekir ki, ortaklığın esas sözleşmesinde halka arza engel oluşturabilecek kayıtlar bulunması halinde (örneğin, halka arz edilecek hisse senetlerinin devrinin TTK md. 418 çerçevesinde bağlam hükmü ile sınırlandırılmış bulunması ihtimalinde), halka arzın gerçekleştirilebilmesi bakımından öncelikle esas sözleşmenin değiştirilmesi gerekecektir. Aksi takdirde, halka arza yönelik genel kurul kararı, esas sözleşmeye aykırılık nedeniyle iptal edilebilir nitelik taşıyacaktır.

²⁵² Bu hükümlerden md. 283 ve md. 284'ün birebir karşılığını oluşturan herhangi bir hüküm TTK Tasarısı'nda yer almamaktadır. TTK md. 285 hükmünün karşılığını ise, Tasarı'nın 341. maddesi oluşturmaktadır. Ancak bu tablo, Tasarı'da iştirak taahhütnamesi sisteminden vazgeçildiği anlamına gelmemektedir. Gerçekten, Tasarı'nın 459. maddesinin I. fıkrasında, artırılan sermayeyi temsil eden payların tamamının değişik esas sözleşme veya iştirak taahhütnameleri ile taahhüt edileceği belirtilmektedir. Taahhütnamenin içeriği ise, aynı hükmün II. fıkrasında belirlenmiştir. Anılan hükmün gerekçesinde, TTK'nun 283. maddesinden esinlendiği açıkça ifade edilmektedir.

²⁵³ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 122 ve s. 349; **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 29; **Hayri Domanıç**, Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi-II, İstanbul 1988, s. 271-272; **Somer**, s. 105-107; **Mehmet Bahtiyar**, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul 1996, s. 86-88; **İmregün**, s. 72 vd.

²⁵⁴ RG. 15.11.1998, S. 23524.

²⁵⁵ RG. 27.10.1993, S. 21741.

taahhütnamelerinin talep formuna eklenmesinin zorunlu bulunduğunu öngören 7. maddesinden anlaşılmaktadır.

Kanımızca, iştirak taahhüdüne yönelik TTK hükümlerinin SPKn. kapsamında yapılan halka arzlar bakımından uygulanmasının herhangi bir anlamı yoktur. Zira, iştirak (katılma) taahhütnamesi düzenlenmesi, TTK sisteminde vadeye bağlanma imkânı bulunan sermaye borcunun ödeneceği yönünde, taahhütnameyi düzenleyen kimse tarafından ortaklığa karşı taahhütte bulunulması anlamına gelmektedir. Bu taahhüt, pay sahipliği sıfatının sermaye borcunun tümüyle ifa edilmesinden önce kazanıldığı hallerde önem ifade eder. Oysa ki, SPKn. kapsamında yapılan halka arzlarda, ortaklığın hisse senetlerini satın alan kimseler SPKn. md. 7/III c. 1 hükmü gereği bu senetlerin bedellerini tam ve nakden ödemek zorunda bulduklarından; pay sahibi sıfatını kazanabilmek için öncelikle sermaye yükümlülüklerini ifa etmek durumundadırlar. Aksi takdirde, hisse senetlerinin kendilerine teslim edilebilmesi mümkün olmayacaktır. 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 bu edimini ortaklığa karşı taahhüt etmesi, hukuk tekniği açısından hiçbir anlam ifade etmeyecektir²⁵⁶. Bu itibarla, TTK'nun iştirak taahhüdüne dair hükümlerinin SPKn. kapsamında yapılan halka arzlar bakımından da uygulama alanı bulacağına ilişkin olarak öğretilen ileri sürülen görüşlere ve Kurul'un yukarıda anılan Seri: I No: 26 ve Seri: VIII No: 22 sayılı tebliğlerindeki yaklaşımına katılmamız mümkün bulunmamaktadır.

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

Hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçları bakımından, hisse senetlerinin birinci el piyasasında halka arz edilmesine benzer farklı ihtimaller söz konusu değildir. Bu araçların ihraççıları tarafından çıkarılıp ilk sahiplerine satıldığı tüm halka arz işlemleri, birinci el piyasası işlemi niteliğindedir.

²⁵⁶ Aynı yönde bkz. **Reha Poroy (Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu)**, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 4. Bası, İstanbul 1988, s. 236- 237, no. 494. İfade etmek gerekir ki; bu ihtimalde sermaye koyma borcu nakden yerine getirildiğinden, bu borcun gereği olarak yerine getirilen edimin ayıplı olması ve bu nedenle pay sahibinin sorumluluğunun gündeme gelmesi gibi bir olasılık da söz konusu olamaz. Bu itibarla, ortaklığın, iştirak taahhütnamesi ile sermaye koyma borcunun ayıplı olarak ifa edilmesine karşı korunduğu da ileri sürülemez.

2. İkinci El Piyasasında Halka Arz (“Secondary Offering”- “SPO”)

a. Genel Olarak

İkinci el piyasasında halka arz, daha önceden ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılmasını ifade eder. Bu tür halka arz işlemleri için “portföyden satış” terimi de kullanılmaktadır. İkinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde, satıştan elde edilen gelir, ihraççıya değil; satıcı konumunda bulunan halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşa ait olmaktadır²⁵⁷.

Bu türdeki halka arz işlemleri, İngilizce’de “*secondary offering*” ya da kısaca “SPO” olarak ifade edilmektedir. Ülkemiz uygulamasında, daha önceden hisse senetlerini halka arz etmiş bulunan bir şirketin sermaye artırımını sonucunda yeni ihraç ettiği payları halka arz etmesi ihtimalinde, “ikinci kez halka arz” anlamına gelmek üzere (“*secondary public offering*”- “SPO”) deyiminin kullanıldığının gözlemlendiğini; oysa ki, bu kullanımın doğru olmadığını, zira sermaye artırımını ile yaratılan hisse senetlerinin halka arz edilmesinin bir birinci el piyasası işlemi ve dolayısıyla da bir “IPO” niteliği taşıdığını yukarıda belirtmiştik²⁵⁸. Nitekim,

²⁵⁷ Doktrinde **Ulusoy** tarafından, SPKn.’nun ikinci el piyasasında gerçekleştirilecek halka arz işlemlerine olanak tanımadığı görüşü savunulmuştur (**Ulusoy**, s. 36-37). Literatürde taraftar bulamayan bu görüşe biz de katılmıyoruz. Zira, yukarıda incelenen SPKn. md. 3 (c) hükmünde yer alan halka arz tanımında, birinci ve ikinci el piyasası işlemleri arasında herhangi bir ayırım yapılmayarak, “*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması*” ifadesine yer verildiğinden; daha önceden ihracı yapılmış olan sermaye piyasası araçlarının ellerinde bulunduran kimselerin, bu araçların satın alınması için ikinci el piyasasında halka çağrıda bulunmaları olasılığı da tanımın kapsamı içerisinde kalmaktadır. Buradan çıkan sonuç şudur: hüküm, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka çağrıda bulunulması kaydıyla; ihracı yapılan sermaye piyasası araçlarının birinci el piyasasında satımı ile, daha önceden ihracı yapılmış sermaye piyasası araçlarının bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından ikinci el piyasasında satılması arasında herhangi bir ayırım gözetmemektedir. Bu itibarla, SPKn. md 3 (c) hükmünde tanımlanan halka arz; hem birinci el piyasası işlemlerinde (yani yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satımı sürecinde), hem de ikinci el piyasası işlemlerinde (sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından satılması halinde) uygulama alanı bulabilecek bir satım modeli niteliği taşımaktadır (Aynı doğrultuda; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 22; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 79; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 35 ve 128). Kurul’un yaklaşımı da ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arzları SPKn. kapsamında algılayarak düzenlemek doğrultusundadır. Kurul, hisse senetlerinin ikinci el piyasasında halka arzını, geçmişte 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: I, No: 14 sayılı Hissedarların Elleri Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlemiştir. Anılan tebliğ, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ (RG. 15.11.1998, S. 23524) ile yürürlükten kaldırılmış ve bu tebliğin 5. maddesinde, “*Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı*” başlığı altında, hisse senetlerinin pay sahipleri tarafından ikinci el piyasasında halka arzı düzenlenmiştir.

²⁵⁸ Bkz. dpn. 248.

“Secondary offering” (“SPO”) deyimi, hem Anglosakson hukuk literatüründe hem de İsviçre doktrinde, “daha önceden ihracı yapılmış sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından satışa sunulması” anlamında kullanılmaktadır²⁵⁹.

Sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasasında halka arzı genellikle hisse senetleri bakımından karşımıza çıkmaktadır. Ancak hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının da sahiplerince ikinci el piyasasında halka arz edilmelerine herhangi bir engel bulunmamaktadır. Hisse senetlerinin ikinci el piyasasında halka arzına verilebilecek en tipik örnek, Devlet ve kamu kurum ve kuruluşlarına ait iştirak paylarının özelleştirme kapsamında halka arz yoluyla satılmasıdır²⁶⁰. Bunun yanısıra, holdinglerin iştiraklerine ait payları halka satmaları²⁶¹ ve sermayeye katılmalı ortak girişimlerde ortaklıktan ayrılma amacıyla yapılan satış işlemleri²⁶² de örnek olarak gösterilebilir.

b. Ortaklığın Onayı

İkinci el piyasasında gerçekleştirilecek halka arzlar bakımından tartışma konusu yapılabilecek ilk husus; halka açık olmayan bir ortaklığın pay sahiplerinin ellerinde bulunan hisse senetlerini halka arz etmelerinin ortaklığın onayına tabi

²⁵⁹ **English As a Legal Language**, s. 134, **Modern Dictionary**, s. 697; **Black’s Law Dictionary**, s. 976; **Jennings/Marsh/Coffee/Seligman**, s. 89; **Loss/Seligman**, s. 88; **Brown**, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 109; **Prentice**, s. 372 ve s. 439; **Gillen**, s. 21; **Hamilton**, Corporations Including Partnerships and Limited Partnerships, s. 376; **Barber**, s. 16; **Lombardini**, s. 394; **Daniel Daeniker**, Underwriting Agreement, Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen Herausgeber (Rolf Watter), Zürich 2002, s. 172; **Malscrido/Watter**, s. 73; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 26 dph. 47.

²⁶⁰ **Hubert De Vauplane/Jean-Pierre Bernet**, Droit des Marchés Financiers, 3ème édition, Paris 2001, s. 101. Halka arz, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesine ve Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun’un (RG. 27.11.1994, S. 22124) md. 18/ A (a) hükmü uyarınca bir “satış modeli”dir. Anılan hükme göre, bir özelleştirme yöntemi olan “satış”; “Kuruluşların aktiflerindeki mal ve hizmet üretim birimleriyle varlıklarının mülkiyetinin kısmen veya tamamen bedel karşılığı devredilmesi ya da bu kuruluşların hisselerinin tamamının veya bir kısmının -kuruluşların içinde buldukları şartlar da dikkate alınarak- yurt içi ve yurt dışında, halka arz, gerçek ve/veya tüzel kişilere blok satış, gecikmeli halka arzı içeren blok satış, çalışanlara satış, borsada normal ve/veya özel emir ile satış, menkul kıymetler yatırım fonları ve/veya menkul kıymetler yatırım ortaklıklarına satış veya bunların birlikte uygulanması yoluyla bedel karşılığı devredilmesidir”. Söz konusu Kanun’un 4232 Sayılı Kanun ile değişik 18/C hükmünün (f) bendi uyarınca; “Hisselerin yurt içi ve yurt dışında halka arz, borsada satış, menkul kıymetler yatırım fonları veya menkul kıymetler yatırım ortaklıklarına satış suretiyle özelleştirilmeleri sermaye piyasası mevzuatına tabidir”.

²⁶¹ **Çeker**, s. 94.

²⁶² Halka arzın, sermayeye katılmalı ortak girişimlerde ortaklığı sona erdirme mekanizması olarak kullanılması hakkında bkz. II, C, 3.

bulunup bulunmadığı meselesidir. Zira, kapalı bir anonim ortaklığın hisse senetlerinin halka arzı ihraççıya “halka açık anonim ortaklık” statüsü kazandıracığı ve onu SPKn.’da öngörülen yükümlülüklere tabi kılacağından, pay sahibi tarafından gerçekleştirilecek halka arza ihraççının onay vermesi gerektiği savunulabilir. Nitekim **Tekinalp**, halka arzın şirket yönetimi ve çoğunluğun iradesine aykırı olarak gerçekleştirilmesinin anonim ortaklıkların sermayeye dayalı yapısına ve çoğunluk ilkesine aykırı olacağını ileri sürmekte ve bu işlemin ilgili ortaklığın yetkili organlarının kararıyla gerçekleşmesi gerektiğini savunmaktadır²⁶³. Bizim de katıldığımız görüşün sahibi olan **Teoman** ise, 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 etmektedir²⁶⁴. **Çeker** de, **Teoman**’ın görüşüne katılmak suretiyle; hisse senedi çıkararak pay sahiplerine dağıtan bir ortaklığın, ana sözleşme ile devir kısıtlaması getirmediği sürece halka arz ihtimalini göze almış ve kabul etmiş sayılacağını, bu nedenle pay sahibinin gerçekleştireceği halka arz için ortaklıktan onay almak zorunluluğunda bulunmadığını ifade etmektedir²⁶⁵. Kurul’un da bu görüşte olduğu, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’in 5. maddesinin II. fıkrasının ikinci cümlesinde, 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 yönündeki hükmünden anlaşılmaktadır.

Tartışma konusu yapılabilecek ikinci husus ise, hali hazırda halka açık anonim ortaklık statüsünde bulunan bir ortaklığın pay sahipleri tarafından gerçekleştirilecek halka arzlar bakımından ortaklık yönetim kurulunun onayının aranıp aranmayacağıdır. Ne SPKn.’nda ne de Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de, bu ihtimalde ortaklık yönetim kurulunun izninin aranacağına dair bir düzenleme bulunmamaktadır. Takdir edileceği üzere, kapalı bir anonim ortaklığın pay sahibinin elinde

²⁶³ **Ünal Tekinalp**, 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.

²⁶⁴ **Ömer Teoman**, Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzulmuş Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, Batider, C. XVII S. 3, Haziran 1994, s. 39 vd.

²⁶⁵ **Çeker**, s. 95.

bulundurduğu payları halka arz etmesi aşamasında ortaklığın rızasını aramazken, halka açık anonim ortaklık statüsündeki bir ortaklığın pay sahibinin portföyünde bulunan hisse senetlerini halka satabilmesi için yönetim kurulunun onayını arayacak biçimde yorum yapmamız söz konusu değildir.

3. Karma Halka Arzlar

Yukarıda belirtilen iki halka arz türü, yani birinci ve ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri tek bir halka arz işleminin bünyesine birleştirilebilir²⁶⁶. Diğer bir ifadeyle, tek bir halka arz işlemi çerçevesinde; hem ortaklığın sermaye artırımını yoluyla yeni ihraç ettiği hisse senetlerinin, hem de pay sahiplerinin portföylerinde bulunan payların halka satılması mümkündür²⁶⁷. Bu türe, iki ana tür olan birinci ve ikinci el piyasası halka arzlarını tek bir satış süreci içerisinde birleştirdiğinden, “karma yöntem” adı verilmektedir²⁶⁸.

F. Halka Arzın Olumlu ve Olumsuz Sonuçları

Halka arzın, sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççı bakımından, olumlu sonuçlarının yanısıra olumsuz olarak nitelendirilebilecek bazı sonuçları da bulunmaktadır.

1. Halka Arzın Olumlu Sonuçları

Halka arz işleminin sermaye piyasası araçları halka arz olunan ihraççı bakımından olumlu sonuçları; gerekli finansmanın sağlanması, ortaklığın tanınırlığının ve prestijinin artması ve ortaklığa ait hisse senetleri için bir ikinci el piyasası yaratılması, söz konusu senetlerin fiyatlarının bu piyasa tarafından saptanması ve bu durumun anılan senetlere likit enstrüman niteliği kazandırmasıdır.

²⁶⁶ Daeniker, s. 163.

²⁶⁷ Tanör, Halka Arz, s. 259; Çeker, s. 103.

²⁶⁸ Çeker, s. 103; Çağlar, s. 81.

a. Finansman Sağlanması

Sermaye piyasası araçlarının halka satışı yoluyla atıl duran tasarrufların reel sektöre aktarılmasının halka arzın temel fonksiyonlarından biri olduğunu yukarıda vurgulamıştık²⁶⁹. Dolayısıyla, bu işlemin ihraççı bakımından en önemli getirisinin orta ve uzun vadeli finansman temini olduğu ifade edilebilir²⁷⁰. Halka arzın, halka arz edilmeksizin satışlara oranla en büyük avantajı; sermaye piyasası araçlarının, halka arz sonrasında daha likit bir ikinci el piyasasına sahip olacak olmaları nedeniyle daha yüksek fiyatla satılabilmeleridir²⁷¹.

Belirtmek gerekir ki, birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde satış işlemi sunucunda toplanan fondan yararlanan ihraççı iken; ikinci el piyasasında gerçekleştirilen işlemlerde fonlanma ihtiyacını karşılayan, portföyündeki sermaye piyasası araçlarını satışa sunan kişi ya da kuruluş olmaktadır. Dolayısıyla, halka arz, yalnız ihraççıların piyasalardan fon sağlamaları bakımından değil; ellerinde sermaye piyasası aracı bulunduran kimselerin (pay sahiplerinin) pozisyonlarını nakde tahvil etmeleri bakımından da önemli bir araç konumundadır.

b. İhraççı Ortaklığın Kredibilitesinin Artması

Halka arzın bir diğer önemli sonucu, ihraççı ortaklığın kredibilitesinin, bir diğer ifadeyle toplum nezdindeki prestij ve tanınırlığını artırmasıdır²⁷². Halka arz işlemi sonucunda “halka açık anonim ortaklık” ya da “ihraççı” statüsünü kazanan ortaklığın sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne (3794 sayılı Kanun ile eklenen SPKn. md. 16/A), SPKn.’nun öngördüğü kar dağıtım zorunluluğuna (4487 sayılı Kanun md. 5 ile değişik SPKn. md. 15/I), şeffaf yönetim ve bağımsız dışardan denetim gibi yükümlülüklerle (3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 16/II) tabi konuma gelmesi, yatırımcılar ve kredi kuruluşları nezdinde bu ortaklıkların itibarını

²⁶⁹ Bkz. II, C, 1.

²⁷⁰ Prentice, s. 372; Lee/Tan, s. 156; Yanlı, s. 87; Akbulak/Akbulak, s. 95. Ortaklık ya da borçlanma senedi ihracı yoluyla piyasadan fon toplanması, Anglosakson Hukuku’nda “floatation” olarak anılmaktadır (Lee/Tan, s. 156).

²⁷¹ Brown, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 139.

²⁷² Yanlı, s. 87.

artırmaktadır²⁷³. Bu noktada, halka arz esnasında gerçekleştirilen reklâm ve tanıtım faaliyetlerinin de şirketin toplum nezdindeki imajını geliştirdiği ve tanınırlığını artırdığı vurgulanmalıdır²⁷⁴. Gerçekten, ülkemizde kamuoyu tarafından en fazla tanınan şirketlerin halka açık anonim ortaklıklar olduğu bir gerçektir. Hisse senetlerinin borsaya kote edilmesi de, kotasyon şartlarının yerine getirilmesini gerektirmesi nedeniyle, yatırımcı nezdinde güven ve prestiji artıran bir etken oluşturmaktadır.

c. Hisse Senetlerinin Likit Enstrüman Niteliği Kazanması

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi ile, bu senetler için aktif bir ikinci el piyasası yaratılmış olmaktadır²⁷⁵. Genellikle, bu durumun hisse senetlerinin fiyatına da yansıdığı ve aktif bir ikinci el piyasasına kavuşan mevcut pay sahiplerine ait hisse senetlerinin değerinin, potansiyel alıcı sayısının artması nedeniyle yükseldiği ifade edilmektedir²⁷⁶. Oluşan ikinci el piyasası sayesinde, ortaklığa ait hisse senetleri paraya çevrilebilir yatırım aracı (“likit enstrüman”) niteliği kazanmaktadır.

Hisse senetleri bakımından bir ikinci el piyasası oluşmasının en önemli getirisi, bu senetlerin ve ortaklığın değerinin, piyasa koşulları çerçevesinde objektif şekilde belirlenecek olmasıdır. Hisse senetlerinin piyasa değeri esas alınmak suretiyle, ortaklığın değeri de her istenildiği an rahatlıkla yeniden hesaplanabilmektedir. Şöyle ki; ortaklık sermayesinin halka açık bölümünün değeri, piyasada işlem gören pay sayısı ve oluşan pay değerinin birbirleri ile çarpılması suretiyle bulunmakta ve ortaya çıkan değer, sermayenin tamamına oranlanmaktadır²⁷⁷. Ortaklığın bu yöntemle hesaplanan piyasa değerinin objektif kriterlere dayanması nedeniyle, halka arz olunmayan payların devrini konu alan işlemlerde pay birim fiyatının tespiti bakımından esas alındığına uygulamada sıkça rastlanılmaktadır.

²⁷³ Çeker, s. 127.

²⁷⁴ Lee/Tan, s. 156.

²⁷⁵ Lee/Tan, s. 156; Yanlı, s. 87; Çeker, s. 127.

²⁷⁶ Prentice, s. 372.

²⁷⁷ Ortaklığın bu şekilde hesaplanan piyasa değerine “market cap” adı verilmektedir (Robert W. Hamilton, The Law of Corporations, 5th Ed., St. Paul- Minnesota 2000, s. 379).

2. Halka Arzın Olumsuz Sonuçları

Yukarıda da belirtildiği üzere, halka arzın, olumlu sonuçları yanında, ihraççı ortaklık ve bu ortaklığın pay sahipleri bakımından olumsuz olarak nitelendirilebilecek bazı sonuçları da bulunmaktadır. Bu sonuçlardan ilki, ortaklığın “ihraççı” ya da “halka açık anonim ortaklık” statüsünü kazanması nedeniyle SPKn.’nun III. Bölüm’ünde öngörülen yükümlülüklerle tabi konuma gelmesi; ikincisi ise, hisse senetlerinin halka arz edilmesi halinde, halka arz edilen payların sermayede temsil ettiği toplam pay ile bağlantılı olarak, mevcut ortaklar yönünden ortaklığın kontrolünün kaybedilmesi riskinin ortaya çıkabilmesidir. Ancak şüphesiz ki, halka arz işleminin getirileri, bu olumsuz sonuçlar karşısında daha ağır basmaktadır.

a. SPKn.’nun Öngördüğü Yükümlülüklerle Tabi Olma

Ortaklıkların, ihraç ettikleri sermaye piyasası aracının türüne göre “ihraççı” ya da “halka açık anonim ortaklık” statüsünü kazandıklarını yukarıda ifade etmiştik²⁷⁸. SPKn.’nun III. Bölüm’ünde (md. 11- md. 16A), “*İhraççılara ve Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Hükümler*” başlığı altında²⁷⁹, bu statüdeki ortaklıklar için öngörülen yükümlülükler düzenlenmiştir. “İhraççı” ya da “halka açık anonim ortaklık” statüsünü kazanan ortaklık, bu sıfatı iktisap etmesi ile birlikte; sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne²⁸⁰ (3794 sayılı Kanun ile eklenen SPKn. md. 16/A), kar dağıtım zorunluluğuna (4487 sayılı Kanun md. 5 ile değişik SPKn. md. 15/I), şeffaf bir yönetim mekanizması oluşturma ve mali tablolarını bağımsız dışardan denetim firmalarına incelettirme gibi yükümlülüklerle (3794 sayılı Kanun ile değişik

²⁷⁸ Ayrıntılı bilgi için I, C başlığı altında yapılan açıklamalarımıza bakınız. Kısaca tekrar etmek gerekir ise, ihraç olunan sermaye piyasası aracı her ne olursa olsun, bu aracı ihraç eden ortaklık “ihraççı” sıfatını kazanmaktadır [bkz. 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3 (h)]. Hisse senedi ihraç eden ortaklıklar ise “halka açık anonim ortaklık” statüsünde kabul edilirler [bkz. 3794 sayılı Kanun ile değişik md. 3 (g)]. Dolayısıyla, her halka açık anonim ortaklık bir ihraççıdır; ancak her ihraççı bir halka açık anonim ortaklık değildir. Halka açık anonim ortaklıklar, ihraççı kavramına dahil özel bir sınıf, bir diğer ifadeyle ihraççılar kümesine dahil bir alt küme oluştururlar.

²⁷⁹ 3794 sayılı Kanun ile değişik bölüm başlığıdır.

²⁸⁰ **Rayner**, haklı olarak, kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün ihraççı açısından yasadan doğan ve süreklilik taşıyan bir borç oluşturduğunu ifade etmektedir (s. 9). ABD Hukuku’nda, ihraççıların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun sec. 12-13 hükümlerinde düzenlenmektedir.

SPKn. md. 16/II) tabi konuma gelmektedir²⁸¹. Şüphesiz ki, tüm bu yükümlülükler yatırımcıların korunması için mutlak surette gereklidir ve bu bakış açısından yaklaşıldığında son derece olumludur. Ancak meseleye ortaklık açısından yaklaşıldığında, bu yükümlülüklerin ortaklığın yönetiminde ve kar dağıtım politikasındaki esnekliği ortadan kaldırdığını²⁸² ve ticari faaliyetin sürdürülmesine yönelik giderleri artırdığını ifade etmek gerekir²⁸³.

b. Ortaklığın Kontrolünün El Değiştirmesi Riski

Hisse senetlerinin halka arzı halinde, halka açıklık oranına göre, arz işleminden önce ortaklığın kontrolünü ellerinde bulunduran pay sahiplerinin kontrolü kaybetmeleri riski doğabilmektedir²⁸⁴. Halka açıklık oranı büyüdükçe, ortaklığın bir aleni pay alım teklifine (“*take over bid*”- “*tender offer*”)²⁸⁵ hedef olabilmesi tehlikesi de artmaktadır. Bu durum da, belki ortaklık tüzel kişisi bakımından değil, ancak ortaklığın kontrolünü ellerinde bulunduran pay sahipleri bakımından ciddi bir risk teşkil etmektedir. Bu nedenle, halka açılma oranının yüksek tutulmak istendiği ortaklıklarda, kontrolün kaybedilmesi riskini bertaraf etmek amacıyla, esas sözleşme değişikliği ile TTK md. 401 hükmü çerçevesinde imtiyazlı pay yaratılması ve pay sahipliği yapısının buna göre yeniden şekillendirilmesi yöntemi tercih edilmektedir²⁸⁶.

²⁸¹ **Tekinalp**, Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar ile Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Ortaklık Farklılığı, s. 302-304; **Tuncer**, s. 342; **Akbulak/Akbulak**, s. 96; **Prentice**, s. 372-373.

²⁸² **Yanlı**, s. 87-88. Yazar, şirket açısından; satış, karlılık, rekabet durumu, çalışanlara ödenen ücretler, idari faaliyetler ve çıkar çatışmaları konusunda kamunun tam anlamıyla aydınlatılması zorunluluğu bulunduğunu; bu nedenle, yasal olarak olmasa da, pratikte şirket yönetimi konusunda esnekliğin azaldığını ifade etmektedir (s. 87; Aynı doğrultuda bkz. **Steven E. Bochner/Eric John Finseth**, IPO Guide, Merrill Corporation, 5th Ed., St. Paul-Minn. 2004, s. 5). **Yanlı**, ayrıca halka açık bir şirkette alınacak kararların sermaye piyasasındaki günlük fiyat dalgalanmalarından etkilenebildiğini; yöneticilerin ise, uzun vadede elde edilebilecek getiri yerine, kısa vadedeki gelişmeleri dikkate alarak karar vermeyi tercih edebildiklerini belirtmektedir (s.88). **Lee/Tan** ise, şirket yönetiminin, kararlarında ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının çekiciliğini korumayı öncelikli olarak düşüneceğini vurgulamaktadırlar (s. 157).

²⁸³ **Yanlı**, s. 87. Giderlerin artmasındaki en büyük etken bağımsız dış denetim masraflarıdır (**Lee/Tan**, s. 157).

²⁸⁴ **Prentice**, s. 372-373; **Yanlı**, s. 88; **Akbulak/Akbulak**, s. 96.

²⁸⁵ Aleni pay alım teklifi kavramı, türleri ve bu tür tekliflere karşı hedef ortaklıkça alınabilecek savunma önlemleri hakkında bkz. **Çağlar Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 64, Ankara 1997, özellikle s. 7-43 ve s. 129-174.

²⁸⁶ Ayrıca, ihraççılar, ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesini önleyebilmek amacıyla dağıtımın olabildiğince geniş kitlelere yapılmasını tercih etmektedirler (**Tanör**, Halka Arz, s. 278; **Taşkın**, s. 53).

G. Halka Arz Süreci

1. Halka Arz Edilecek Sermaye Piyasası Araçlarının Kayda Alınması

a. Kayda Aldırma Zorunluluğu

aa. Türk Hukuku'nda

SPKn. md. 4/I hükmü gereğince, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kayda aldırılmasının zorunlu olduğunu belirtmiştik²⁸⁷. Anılan hükmün emredici ifadesi çerçevesinde, kayda aldırma zorunluluğu, iç kaynaklardan sermaye artırımını neticesinde mevcut pay sahiplerine payları oranında verilecek ödemesiz (“*gratis*”) paylar bakımından da geçerli bulunmaktadır²⁸⁸.

SPKn'nda, kayda aldırma işlemi tamamlanmadan sermaye piyasası araçlarının satışına başlanamayacağına dair açık bir hüküm mevcut değildir. Ancak, öğretilerde kayda alma işleminden önce satış ve satış için icabın mümkün olmadığı ifade edilmektedir²⁸⁹.

Kanımızca da, SPKn. md. 4/I hükmünün ruhu ve md. 46/I (a) ve md. 47/A-4 hükümlerinin kayda alma gerçekleşmeden önce başlanan satış işlemleri için öngördüğü hukukî ve cezai yaptırımlar dikkate alındığında bu sonuca ulaşmak kaçınılmazdır.

ab. ABD Hukuku'nda

ABD Hukuku'nda kayda alma prosedürü üç safhaya bölünmüştür. Bu safhalar; “kayda alma başvurusundan önceki dönem” (“*pre-filing period*”), kayda alma başvurusu ile bu başvurunun geçerlilik kazandığı dönem arasındaki “bekleme dönemi” (“*waiting period*” ya da “*cooling-off period*”) ve “başvurunun geçerlilik kazanmasından sonraki dönem” (“*post-effective period*”) olarak

²⁸⁷ Bkz. yuk. I, E.

²⁸⁸ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 234.

²⁸⁹ **Kütükçü**, s. 462.

isimlendirilmektedirler²⁹⁰. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 5 hükmü gereğince, kayda alma başvurusu yapılmadan önce sermaye piyasası araçlarının satımı ya da satımın yazılı veya sözlü olarak teklif edilmesi yasaktır²⁹¹. Ancak, sec. 2 (3) hükmü uyarınca, ihraççı ile halka arzı gerçekleştirecek aracı kuruluş arasındaki görüşme ve pazarlıklar ile aracı kuruluşların konsorsiyum oluşturma amaçlı temasları bu yasağın kapsamı dışında kalmaktadır²⁹². Kayda alma başvurusunun yapılmasından sonra ise “bekleme müddeti” adı verilen bir dönem başlamaktadır. Kayda alma işlemi, başvurunun SEC'e iletildiği tarihten itibaren 20 gün içerisinde, bu kurum tarafından süreyi durdurmak üzere tesis edilmiş bir idari işlem (“*stop order*”) söz konusu olmadıkça, yasa gereği (*ipso iure*) kendiliğinden gerçekleşmektedir (sec. 8). SEC'in kayda alma yönünde ayrıca bir olumlu idari işlem tesis etmesi gerekmez. Ancak SEC tarafından kayda alma başvurusu ya da izahnamede yapılması istenen her türlü değişiklik veya bunlarla bağlantılı olarak talep olunan her türlü ek bilgi, bu sürenin yeni baştan işlemesine yol açar²⁹³. Kayda alma işleminin gerçekleşmesine kadar süren bu dönemde, ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının satışı yasak ancak sözlü olarak icabı mümkün olmakla birlikte, yazılı belge kullanımı kural olarak yasaktır. Yazılı belge olarak, yalnızca Rule 433'e göre hazırlanan ön izahname (“*preliminary prospectus*”)²⁹⁴ ya da Rule 434'e göre hazırlanan özet izahname (“*summary prospectus*”) kullanılabilir²⁹⁵. Bu belgelerin yardımıyla kurumsal yatırımcılara ulaşılarak *road-show*'lar esnasında talep toplanabilmektedir.

²⁹⁰ **Thomas Lee Hazen**, *Treatise on the Law of Securities Regulation Volume: I*, 4th Ed., St. Paul-Minn 2002, s. 190; **Bartos**, s. 13; **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, s. 64. ABD Hukuku'nda, Menkul Kıymetler Kanunu ile kayda alma sürecinin üç safhaya bölünmesinin gerekçesi olarak, sermaye piyasası araçlarının satış sürecinin yavaşlatılması ve bu şekilde sürecin kontrolünün kolaylaştırılması gösterilmektedir (**Mahoney**, s. 21 vd.).

²⁹¹ **Bartos**, s. 13; **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, s. 13.

²⁹² **Barber**, s. 30; **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, s. 73; **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, s. 33. **Kütükçü**, kanımızca haklı olarak, bu ihtimalin istisna olarak kabul edilmesinin SPKn.'nin da ruhuna uygun olacağını ifade etmektedir (s. 462).

²⁹³ **Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, s. 65. SEC, ek bilgiler isteyebileceği gibi, tescil beyanında yer alan açıklamaların sunuş biçiminin değiştirilmesini de talep edebilir. Bu itibarla, SEC, izahname ya da kayda alma başvurusunda yer alan üstü kapalı açıklamalar için basit bir yatırımcının kolaylıkla anlayabileceği bir üslubun kullanılmasını talep edebilme imkânına da sahiptir (**Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, s. 65).

²⁹⁴ Ön izahnamenin kapağında, kırmızı harflerle “*tescil beyanının henüz kesinlik kazanmadığını, belgede yer alan bilgilerin ileride düzeltilbileceği veya değiştirilebileceğini ve bu izahnamenin hiçbir şekilde bir icap veya satış teklifi olarak kabul edilemeyeceğini*” belirten bir uyarının yer alması nedeniyle, bu izahname “red herring” olarak isimlendirilmektedir (**Davidson/Knowles/Forsythe**, s. 1011).

²⁹⁵ Özet izahname, ön izahnamedeki bilgileri özetleyen yazılı bir belge niteliğindedir (**Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, s. 90).

Buna karşılık, kayda alma işlemi tamamlanana kadar geçecek dönemde, piyasanın şartlandırılmasını (“*pre-conditioning of market*”) önlemek amacıyla, satış işlemine ilgi uyandırma ve kamuoyu yaratma maksatlı reklâm, tanıtım ve basın toplantıları yapılması da yasaklanmıştır (sec. 8)²⁹⁶. Bu dönemde, Rule 134’ün tanıdığı imkân çerçevesinde, yalnızca ihraççıyı, ihraç edilecek sermaye piyasası aracını ve ihraç miktarını belirten ve boyutları ile şekli nedeniyle “mezar taşı ilanı” (“*tombstone ad*”) olarak anılan ilanlar kullanılabilir²⁹⁷.

ABD Hukuku’nda, kayda alma işlemi gerçekleşene kadar sermaye piyasası araçlarının satışının yasaklanmasının gerekçesi, izahnamenin içeriğinde yer alacak bilgilerin yatırımcılara ulaşmasından önce alım satım yapılmasının önlenilmesidir²⁹⁸. Kayda alma işleminin gerçekleşmesinden sonra ise, başkaca herhangi bir işlem ve izne gerek kalmadan²⁹⁹, izahnamenin de sermaye piyasası araçları ile birlikte teslim edilmesi şartıyla satışa başlanabilir.

²⁹⁶ **Barber**, s. 30; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 33. Özellikle gazete, radyo ve televizyon gibi kitlesel iletişim araçları ile yapılan tanıtım kampanyaları bu kapsamda algılanır (**Mahoney**, s. 24, **Bartos**, s. 34). **Kabaalioglu** bu yasağın gerekçesini şu şekilde açıklamaktadır: Kayda alma başvurusunda yer alması zorunlu açıklamalar arasında şirkete ilişkin olumsuz noktalar da bulunabilecektir. Halbuki sürdürülen reklam kampanyasında bu tür olumsuz açıklamalara yer verilmeyecek; yatırımcılar kendilerine aktarılan olumlu açıklamaların etkisi altında kalacak ve bir anlamda şartlandırılacaklardır. Hattâ yatırımcılar, sonradan tescil beyanı ve izahname kendilerine ulaştırılsa dahi, bu olumlu izlenimlerle izahnameye gereken önemi vermeyebileceklerdir. Fakat söz konusu süreçte, şirketin ihraç edeceği sermaye piyasası araçları ile ilgili bulunmayan hususlarda açıklama yapması gerekebilir. Şirket, bu dönemde kamuyu aydınlatma duyurularını ve mali tablolarını yayımlamaya devam edebilmektedir (**Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 81-81). Ayrıca, şirketin normal faaliyetini sürdürürken ürünlerini tanıtmak üzere yürüttüğü olağan reklam faaliyeti de yasak kapsamında algılanmaz (**Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 77). Ancak, halka arzı gerçekleştirecek aracı kuruluşun araştırma departmanı, yapay bir talep yaratılmasını önlemek amacıyla, arz işlemi bitene kadar o sermaye piyasası aracı hakkında araştırma raporu yayımlayamaz. Bu süreç, “research block-out period” ya da “quiet period” adıyla anılmaktadır (**Malscrido/Watter**, s. 86; **Hsiou-wei Lin/Maureen Mc Nicholds**, Underwriting Relationships, Analysts’ Earnings Forecasts and Investment Recommendations, Journal of Accounting and Economics, Vol: 25, 1998, s. 105-106). Benzer şekilde, kar ve gelirlere ilişkin beklenti ve projeksiyonların yayımlanması da piyasaya şartlandırma olarak algılanabileceğinden dikkatli olmak gerekir (**Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 85). Bu tür projeksiyon ve beklenti açıklamaları, kitlesel iletişim araçlarında yayımlanmamak kaydıyla, Rule 175’e uygun olarak objektif ve haklı bir temele dayandıkları ve yatırımcıları yanıltma niyeti içermedikleri ölçüde hukuka uygun kabul edilirler (**Brown**, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 127-128).

²⁹⁷ **Davidson/Knowles/Forsythe**, s. 1011; **Bartos**, s. 34; **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 90.

²⁹⁸ **Barber**, s. 30.

²⁹⁹ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 34.

ac. Kişisel Değerlendirmemiz

Türk Hukuku ile ABD Hukuku arasındaki temel fark, Türk Hukuku'nda bekleme dönemine benzer bir dönemin bulunmamasıdır³⁰⁰. Türk Hukuku kayda alma döneminden önce icap ve satışı yasaklamışken, ABD Hukuku bu dönem içerisinde sözlü icap ve ön izahname yoluyla talep toplamayı serbest bırakmaktadır³⁰¹. ABD Hukuku'nda, yatırımcının izahnameyi ancak kayda alma işleminden sonra satış esnasında kendisine teslim edildiği anda görebildiği ve bu belgedeki bilgilerden yararlanma imkânından fiilen yoksun bulunduğu düşüncesiyle, bu sorunun çözümü için bekleme döneminden ve ön izahnameden yararlanılmaktadır³⁰². Ülkemiz uygulamasında ise Kurul; Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in md. 13 vd. hükümlerinde, hisse senetlerinin kayda alınmasından önce ön talep toplama yönetiminin uygulanması durumunda ön izahname kullanılmasını mümkün kılan bir düzenleme yapmak suretiyle³⁰³, hukukumuzda bekleme dönemine benzer bir sürecin bulunmamasından kaynaklanan eksikliği giderme çabası içerisine girmiştir. Kurul'un bu yaklaşımını olumlu karşılamakla birlikte, söz konusu eksikliğin giderilmesi bakımından kesin çözümün kanun değişikliğini gerekli kıldığını vurgulama ihtiyacı hissetmekteyiz. Türk Hukuku'nda da bekleme dönemine benzer bir süreç yaratılması, satış sürecinden önce talep toplanması yönündeki yerleşik uygulamaya yasal zemin yaratmak bakımından son derece yerinde olacaktır. Zira, satış sürecine başlanmadan önce talep toplama faaliyetine girişilmesi, işin niteliğinden kaynaklanan bir zorunluluktur. Ancak, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda bu yönde bir değişikliğe yer verilmediği belirtilmelidir.

Bu noktada tartışmaya açılacak husus, sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından ikinci el piyasasında halka satılmak istenmesi halinde, satışı yapılacak araçların Kurul kaydına alınmalarına gerek bulunup bulunmadığıdır.

³⁰⁰ **Kütükçü**, s. 462.

³⁰¹ **Kütükçü**, s. 462.

³⁰² **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 86-87.

³⁰³ Söz konusu Tebliğ'in md. 14/I (c) ve md. 15/I (a) hükümlerine göre; ön izahnamenin ilk sayfasında, 17 cm eninde 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 değiştirilebilir" ifadelerine yer verilmek zorundadır.

Somer, izin sisteminin yürürlükte olduğu dönemde kaleme aldığı eserinde; menkul kıymetlerin, birinci el piyasasında ortaklığın elinden çıktıktan sonra, ikinci el piyasasında halka arz edilmeleri halinde Kurul'dan izin alınmasına gerek bulunmadığını savunmuştur³⁰⁴.

Fikrimizce burada bir ayırım yapılmalıdır. İkinci el piyasasında halka arz edilecek hisse senetleri daha önce kayıt altına alınmamış ise, kayda aldırma zorunluluğunun yerine getirilmesi gerektiği tartışılmayacak kadar açıktır³⁰⁵. Ancak bu senetler daha önceden herhangi bir nedenle Kurul kaydına alınmış iseler³⁰⁶, ki kanımızca *Somer*'in ifade etmek istediği olasılık da budur; yeniden kayda alma işlemi yapılmasına gerek bulunmamasına karşın, satış esnasında kullanılacak izahname ve sirkülerin mutlak surette Kurul'un denetimine sunulması gerekmektedir. Zira Kurul, SPKn. md. 1 hükmünün kendisine yüklediği tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruma görevini bu belgelerin içeriği üzerinde yaptığı denetim ile yerine getirmektedir. Dolayısıyla, bu ihtimalde yeni bir kayda alma işleminden ziyade, Kurul'un izahname, sirküler ve satış süreci üzerindeki denetiminden bahsetmek daha yerinde olacaktır.

³⁰⁴ *Somer*, s. 69 dpn. 50.

³⁰⁵ Zira, SPKn. md. 4/I hükmünde “*ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasının zorunlu olduğundan*” bahsedilmekte ve birinci ve ikinci el piyasalarında gerçekleştirilen halka arzlar arasında herhangi bir ayırım yapılmamaktadır. Bu itibarla, kayda aldırma zorunluluğu, kural olarak ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arzlar bakımından da geçerli bulunmaktadır.

³⁰⁶ Yukarıda I, E, 2 başlığı altında aktardığımız açıklamalarımızda da belirttiğimiz üzere, kayda alma işleminin konusunu, tahsisli olarak satılacak ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır (SPKn. md. 4/I). Fakat Kurul'un hisse senetleri bakımından benimsediği uygulama, yalnız tahsisli satış ya da halka arz yoluyla satışı yapılacak hisse senetlerinin değil, ortaklığın tüm sermayesinin kayda alınması yönündedir. Kurul, halka arz edilecek ya da tahsisli olarak satılacak hisse senetlerini satış değeri üzerinden, bakiye sermayeyi ise nominal bedelinden kayda almaktadır. Bu şekilde, tahsisli olarak satılacak ya da halka arz olunacak hisse senetleri dışındaki paylar da kayda alınmış olmaktadır. Bu paylar daha sonra pay sahipleri tarafından halka arz edilmek istenirse yeniden kayda alma işlemi yapılmamakta, ancak bu payların nominal bedeli ile satış fiyatı arasındaki fark baz alınarak hesaplanan ek bir kayda alma ücreti tahsil edilmektedir. Bu uygulamanın, SPKn. md. 4/I hükmünün yalnızca ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kayda alınacağı yönündeki ifadesi ile uyumlu olmadığı şeklindeki görüşümüzü tekrarlamakta fayda görmekteyiz. Ancak belirtmek gerekir ki, bu olasılığın dışında, daha önceden halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının bu araçları ellerinde bulunduran kişiler tarafından yeniden halka satılması gibi bir ihtimal de mevcuttur. İşte bu ihtimal bakımından, halka satış işlemi için yeniden kayda alma prosedürünün uygulanıp uygulanmayacağı tartışması önem arz etmektedir.

b. Başvuruya Eklenecek Belgeler

SPKn. md. 5/I hükmü gereğince, kayda alma başvurusuna eklenecek belgeler Kurul tarafından belirlenir. Kurul, kendisine tanınan bu yetki çerçevesinde, her bir sermaye piyasası aracı için ilgili tebliğlerde kayda alma başvurusuna eklenecek belgeleri ayrı ayrı belirlemiştir. Örneğin, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de hisse senetlerinin kayda alınması için yapılacak başvurulara eklenecek belgeler; mevcut hisse senetlerinin halka arzı için Tebliğ’in 2 no’lu Ek’inde, sermaye artırımı yoluyla halka arz için Tebliğ’in 4 no’lu Ek’inde, iç kaynaklardan sermaye artırımı için ise Tebliğ’in 5 no’lu Ek’inde belirtilmektedir.

c. Hisse Senetlerinin Halka Arzında Kayda Alma Koşulları

Hisse senetlerinin halka arzı, SPKn. ve Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de aranılan kayda alma koşulları nedeniyle, diğer sermaye piyasası araçlarının halka arzına oranla özellik göstermektedir.

ca. Tebliğ’de Aranılan Koşullar

Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’de, halka açık olmayan ortaklıkların mevcut hisse senetlerinin ya da sermaye artırımı yoluyla yaratacakları payların halka arzında bazı koşullar aranmaktadır. Bu iki ihtimalde, gerçekleştirilecek halka arz işlemi, aynı zamanda ihraççıya “halka açık anonim ortaklık” statüsünü de kazandıracaktır. Bu nedenle, bu şartları “halka açılma koşulları” olarak da isimlendirmek mümkündür.

Tebliğ’in Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik 5. maddesinin ilk fıkrasında, hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için;

- a) Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- b) Halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, Kurul’a başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermayesine oranının en az; sermayeleri 10 trilyon Türk Lirasına kadar olan ortaklıklar için %25, sermayeleri 10 trilyon Türk

Lirası ile 50 trilyon Türk Lirası arasında olan ortaklıklar için %15, sermayeleri 50 trilyon Türk Lirası ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,

c) Hisse senetleri üzerinde, rehin veya teminata verilmeleri nedeniyle devir ya da tedavüllerini kısıtlayacak ve senet sahiplerinin haklarını kullanmasına engel teşkil edecek nitelikte kısıtlamaların olmaması,

d) Hisse senetlerinin, Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması şartları aranmaktadır.

Halka açık olmayan anonim ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka arz başvurularında da, halka arz edilecek hisse senetlerinin temsil ettiği sermaye payının, artırım sonrası ulaşılabilecek nominal sermayenin 5. maddede belirlenen oran ve tutarlarına uygun olması aranmaktadır (md. 6/II)³⁰⁷. Ancak bu ihtimalde md. 5/I (a) (c) ve (d) hükümlerinde belirtilen koşulların aranıp aranmayacağına ilişkin herhangi bir düzenlemeye maddede yer verilmemiştir. Md. 5/I (d) hükmünde yer alan ve hisse senetlerinin Kurul tarafından yapılan düzenlemelere uygun olmasını arayan koşulun bu ihtimalde de aynen uygulama alanı bulacağına tereddüt etmemek gerekir. Md. 5/I (c) hükmünün ise uygulama alanı bulması zaten mümkün değildir; zira, sermaye artırımı yoluyla yeni yaratılan payların üzerinde rehin ya da başkaca bir teminat bulunması düşünülemez. Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmesine ilişkin md. 5/I (a) hükmü ise, aşağıda açıklayacağımız nedenlerle, gerek halka açık olmayan ortaklıkların mevcut hisse senetlerinin halka arzında gerekse bu ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirecekleri halka arz işlemlerinde uygulanmamalıdır.

İncelemekte olduğumuz Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılan Seri: I No: 22 sayılı Tebliğ'in³⁰⁸ 5. maddesinin (a) bendinde, özelleştirme kapsamında olanlar da dâhil olmak üzere, hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda hissedarların sahip buldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri bakımından; arz edilecek hisse senetleri belirli bir tertip ve gruba dâhil ise o tertip ve gruptaki tüm hisse senetlerinin bedellerinin, aksi takdirde ise ortaklık sermayesinin

³⁰⁷ 5 ve 6. madde hükümlerinde belirtilen koşullar, Tebliğ'e Seri: I No: 32 sayılı Tebliğ (RG. 17.12.2003, S. 25319) ile eklenen md. 6/A hükmü çerçevesinde; hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklara ait hisse senetlerinin borsada devamlı işlem görmesi amacıyla ortaklık veya hissedarlarının Kurul'a başvurmaları durumunda da aynen aranacaktır.

³⁰⁸ R.G. 19.2.1996, S. 22559.

tamamının ödenmiş olması aranmaktaydı. Bu düzenlemenin, halen yürürlükte bulunan ve ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olmasını arayan Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in md. 5/I (a) hükmüne oranla daha olumlu olduğu açıktır. Ancak yürürlükten kalkan Seri: I No: 22 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinde öngörülen, yürürlükte bulunan mevcut düzenlemeye oranla daha olumlu olduğunu belirttiğimiz düzenlemenin dahi adaletsiz sonuçlara yol açması mümkün bulunmaktaydı.

Şöyle ki; söz konusu düzenlemeye göre, ortakların ellerinde bulunan hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için sadece satışı yapılacak olan hisse senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmiş olması yeterli olmuyor, ayrıca bu senetlerin dâhil olduğu tertip veya gruptaki tüm hisse senetlerine ait ödemelerin de tamamlanmış olması gerekiyordu³⁰⁹. Bu durumda ise, paylarını halka arz etmek isteyen pay sahibi ile aynı gruba dâhil diğer pay sahipleri, kendi paylarına ait bakiye sermaye borcunu ödemekten kaçınarak halka arzı bloke etme imkânına sahip olabiliyorlardı. Bu nedenle, kanımızca, *de lege ferenda* yukarıda belirtilen her iki ihtimalde de yalnızca halka arzı yapılacak hisse senetlerinin temsil ettiği paylara ait sermaye borcunun ödenmiş olması yeterli kabul edilmelidir. Halka arz edilmeyecek olan payların bedellerinin ödenmemiş olmasını halka arzı engelleyen bir faktör olarak kabul etmek, fikrimizce makul bir yaklaşım değildir.

Bununla birlikte, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'de, daha önce hisse senetleri halka arz edilmiş olan ve dolayısıyla da halka açık ortaklık statüsünü kazanmış bulunan anonim ortaklıklarda, pay sahiplerinin ellerinde bulundurdukları payları halka arz etmeleri olasılığını düzenleyen herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Ancak biz, Kurul'un, halka arz edilecek hisse senetlerinin bedelinin ödenmiş olması şartını değinilen bu son ihtimalde de aramak durumunda bulunduğu kanaatindeyiz.

cb. Satılamayan Hisse Senetlerinin Satın Alınacağına Taahhüt Edilmesi

Sabit sermayeli anonim ortaklıklarda, artırım bir defa tescil edildikten sonra, sermaye azaltımı prosedürüne uygun olarak hareket edilmediği müddetçe, artırım

³⁰⁹ Çeker, s. 97.

sonucunda yaratılan payların ve bu payları temsil eden hisse senetlerinin ortadan kaldırılabilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla, bu sermaye sistemine tabi anonim ortaklıkların hisse senetlerini halka arz etmeleri ihtimalinde; bazı kimselerin, halk tarafından satın alınmayan hisse senetlerinin satın alınacağı ve bu senetlerin temsil ettiği ortaklık paylarına ilişkin sermaye borcunun ifa edileceği yönünde taahhütte bulunmaları, satılmayan payların temsil ettiği sermaye payının açıkta kalmaması bakımından zorunludur. Bu noktadan hareketle, yasa koyucu, SPKn. md. 7/III hükmünün ikinci cümlesinde, Kurul'a; halka arz edilen ancak satılmayan hisse senetlerinin kurucular, pay sahipleri ya da yüklenimde bulunacak olan aracı kuruluşlar tarafından satın alınacağı yönünde taahhütte bulunulmasını zorunlu tutabilme yetkisi tanımıştır³¹⁰. Bu taahhüt, satış süresi sonunda satılmayan payların kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini de kapsar (3794 sayılı Kanun md. 6 ile değişik SPKn. md. 7/III c. 3).

Buna karşılık, kayıtlı sermaye³¹¹ sistemindeki anonim ortaklıklarda, esas sermaye sistemine tabi ortaklıklardan farklı olarak sermaye artırımının tescilinin hisse

³¹⁰ SPK md. 7/III hükmünün öngördüğü satılmayan payları satın alma taahhüdü, yalnızca hisse senetlerinin halka arzı bakımından söz konusudur (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 25; **Ulusoy**, s. 35). Zira, hükmün amacı; halka arz yolu ile yapılan ortaklık kuruluşlarının ve esas sermaye artırımlarının sürüncemede kalmasını önlemektir (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 25). Bu itibarla, hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının halka arzında, satılmayan kısmın satın alınacağı yönünde taahhütte bulunulması gibi bir zorunluluk yoktur (**Cemal Küçüksozen**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s. 101). Ancak Kurul, SPKn. md. 22 (a) hükmünün kendisine tanıdığı yetkiye dayanarak, hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçları bakımından da md. 7/III hükmünde öngörülene benzer bir taahhüdün verilmesini zorunlu tutabilir (**Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 215-216; **Taşkın**, s. 74). Hükümdeki "...ister" ifadesinden yola çıkan hâkim görüşe göre, hisse senetlerinin halka arzında Kurul bu taahhüdü talep etmek zorunluluğundadır; bu konuda takdir yetkisi yoktur (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 25; **Ulusoy**, s. 34; **Bahtiyar**, s. 86 dñn. 150; **Taşkın**, s. 74). Kurucuların taahhüt istenecek şahıslar arasına dahil edilmelerinin nedeni, tedrici kuruluş esnasında yapılan halka arzlarda henüz tüzel kişilik kazanmış bir ortaklık bulunmadığından pay sahibi statüsüne sahip kimsenin bulunmamasıdır (**Ulusoy**, s. 36).

³¹¹ Kayıtlı sermaye, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3 (d) hükmünde; "Anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Sicilinde tescil edilmiş sermaye" olarak tanımlanmıştır. Bu sistemde, ortaklık yönetim kurulu, alacağı bir karar ile; sermaye artırımını, esas sözleşmede gösterilen "taban" ve "tavan" sermaye miktarları arasında kalmak kaydıyla, TTK'nun sermayenin artırılmasına dair hükümleri ile bağlı bulunmaksızın gerçekleştirebilir. Sistemin sağladığı avantaj, TTK sistemine oranla daha az prosedürle ve daha seri şekilde sermaye artırımının gerçekleştirilebilmesidir. Bir diğer ifadeyle, bu sistemle, yönetim kuruluna; esas sözleşmede belirtilen taban ve tavan sermaye tutarları arasında kalmak kaydıyla, herhangi bir nedenle ortaya çıkan finansman ihtiyacını karşılamak üzere, esas sözleşme değişikliğine ve genel kurul kararına ihtiyaç bulunmaksızın sermaye artırımına gidebilme imkânı tanınmaktadır. Sözleşme değişikliği ve buna ilişkin genel kurul kararına, ancak esas

senetlerinin satış sürecinin sona ermesinden sonra gerçekleştirilmesi mümkün bulunduğundan³¹²; satılan miktar ile yetinilmesi ve satılmayan hisse senetlerinin artırımın tescilinden önce imha edilebilmesi mümkündür³¹³. Dolayısıyla, bu sermaye sistemine tabi ortaklıklar açısından satılmayan hisse senetlerinin temsil ettiği sermaye payının açıkta kalması gibi bir tehlike söz konusu değildir. Şu halde; kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklıklar bakımından, satılmayan hisse senetlerinin satın alınacağına kurucular, pay sahipleri ya da aracı kuruluşlar tarafından taahhüt edilmesine ihtiyaç bulunmamaktadır³¹⁴. Kurul'un da bu yaklaşımı benimsediği, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 22. maddesinin I. fıkrasının (a) bendinde; kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda "satın alma taahhütnamesi bulunmaması halinde", satılmayan payların, satış süresinin sona ermesini takiben 6 işgünü içerisinde iptal ettirileceğinin hükme bağlanmasından açıkça anlaşılmaktadır.

Benzer şekilde, pay sahipleri tarafından ikinci el piyasasında yapılan halka arz işlemlerinde de, satılmayan paylara ait sermaye tutarının açıkta kalması gibi bir tehlike bulunmamaktadır. Zira, halka arzın gerçekleştirilebilmesi için, bu paylara ait sermaye borcu, halka arzı gerçekleştiren pay sahibi tarafından zaten ödenmiş olmak durumundadır. Dolayısıyla, ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri ortaklığın sermaye yapısını ilgilendirmezler. Bu itibarla, SPKn. md. 7/III hükmünün öngördüğü satın alma taahhüdünün pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde aranılmasını gerektiren bir durum mevcut değildir. Kurul'un da aynı

sözleşmede belirtilen tavan sermaye tutarının artırılması söz konusu olduğunda ihtiyaç duyulmaktadır. Bu sistemde, ortaklığın fiilen taahhüt edilmiş ya da ödenmiş durumda bulunan sermayesi "çıkarılmış sermaye" ("issued capital") olarak adlandırılır.

³¹² Bu durum, kayıtlı sermaye sisteminde, sabit sermaye sisteminin aksine, sermaye artırımının tescilinin hisse senetlerinin satış süreci tamamlandıktan sonra yapılabilmesinden kaynaklanmaktadır (3794 sayılı Kanun md. 6 ile değişik SPKn. md. 7/IV c. 3. Söz konusu hüküm, kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda, hisse senetlerinin alıcıya teslimi ile birlikte pay sahipliği hakkının kazanılacağına öngörmekte ve bu sisteme tabi olan anonim ortaklıklar bakımından, TTK'nun tescilden önce çıkartılacak hisse senetlerinin hükümsüz olacağını ifade eden md. 395 c. 3 ve md. 412/I. hükümlerinin uygulanmayacağını açıkça belirtmektedir). Kayıtlı sermaye sistemine tabi olmayan anonim ortaklıklarda ise, TTK md. 395 c. 3 ve 412/I hükümleri uyarınca, sermaye artırımın tescilinden önce hisse senedi çıkarılması ve satılması mümkün bulunmamaktadır.

³¹³ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 170; **Bahtiyar**, s. 109-110. İptal işlemi, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 22. maddesinin I. fıkrasının (a) bendine göre, satış süresinin sona ermesini takiben 6 iş günü içerisinde yapılmalıdır.

³¹⁴ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 170; **Bahtiyar**, s. 109. Aksi görüş için bkz. **Hüseyin Anaral**, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye, Ankara 1982, s. 83; **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 87; **İbrahim Arslan**; Kayıtlı Sermayeli Anonim Şirketlerde Sermayenin Artırılması, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 3 S. 1, s. 263; **Küçüksozen**, s. 101; **Akbulak/Akbulak**, s. 72-73.

görüŖte olduğu; Seri: I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İliŖkin Esaslar Tebliği'nin mevcut hisse senetlerinin halka arzında aranılan belgeleri düzenleyen 2 no'lu Ek'inde, sermaye artırımını yoluyla halka arz için istenen belgelere iliŖkin 4 no'lu Ek'in aksine, satın alma taahhütnamesinden bahsedilmemesinden anlaŖılmaktadır.

Satılmayan paylar için taahhüt alınması sistemi, öğretide bazı yazarlar tarafından eleŖtirilmiŖtir. **Domanıç**, söz konusu taahhüdü gayri hukukî ve arz ve talep kanununa aykırı olarak yorumlarken³¹⁵; **İmregün**, anılan taahhüdün geçerliliğinin iŖtirak taahhütnamesinin Ŗekil ve muhtevasına iliŖkin TTK md. 283 hükmü ve BK md. 19-20 karŖısında tartiŖma götürür nitelikte olduğunu vurgulamaktadır³¹⁶. Oysa ki, satılmayan paylar için taahhüt alınması sistemi, kanımızca sermaye piyasalarında güven ve istikrarın sağlanabilmesi bakımından “tam ve nakden ödeme ilkesi” ile birlikte büyük önem taŖımakta ve BK md. 19-20 hükümlerine herhangi bir açıdan aykırılık oluŖturmamaktadır. Bu itibarla, **Domanıç** ve **İmregün** tarafından kaleme alınan eleŖtirilere katılabilmemiz mümkün değildir. Satın alma taahhüdü, kurucular, pay sahipleri ya da aracı kuruluŖlar arasından Kurul'ca belirlenenler tarafından verilecektir. Bu husus, hükümde açıkça belirtilmektedir. Kurul'un; özellikle taahhütte bulunan kurucular ya da pay sahiplerinin mali yeterliliği konusunda Ŗüpheler bulunduğu ve bu kimseler tarafından yeterli teminat gösterilmediği takdirde, satın alma taahhüdünün aracı kuruluŖlar tarafından verilmesini talep edebileceği unutulmamalıdır.

Anılan taahhüt; kurucuların kurulmakta olan Ŗirkete yönelik mücerret bir borç ikrarı, ortaklık ile pay sahipleri arasında akdedilen ve Ŗarta bağlı bir satın alma yükümlülüğü içeren bir sözleşme ya da aracı kuruluŖ ile ortaklık arasında akdedilen aracılık yüklenim sözleşmesi vasıtasıyla yapılacaktır. Bu taahhüdün hukukî niteliği tartiŖmalıdır. **Aytaç** ve **Ünal**'ın görüşlerine göre, söz konusu taahhüt garanti sözleşmesi niteliĐindedir³¹⁷. **Somer**'in bizim de katıldığımız görüşüne göre ise,

³¹⁵ **Domanıç**, TTK Ŗerhi- II, s. 251.

³¹⁶ **İmregün**, s. 65.

³¹⁷ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 169; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 274-275.

taahhütte bulunanın yükümlendiği üçüncü kişinin fiili değil, kendi edimidir. Dolayısıyla, burada geciktirici şarta bağlı bir edim (taahhüt) söz konusudur³¹⁸.

d. Kayda Alma Başvurusunda Bulunmamanın Sonuçları

da. Hukukî Sonuçları

SPKn.’nun 4487 sayılı Kanun md. 22 ile değişik md. 46/I (a) hükmü ile Kurul; kayda aldırma yükümlülüğü yerine getirilmeksizin yapılmış 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 hukukî ve cezai sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinin doğurduğu sonuçların iptali için tespit tarihlerinden itibaren üç ay, vukuu tarihlerinden itibaren bir yıl içinde dava açmaya yetkili kılınmıştır.

Kurul’un kayda alınmayan halka arz işlemlerine yönelik bu yetkilerinin yanısıra, kayda aldırma yükümlülüğünü yerine getirmeyen ihraççı ile satışı yapılan sermaye piyasası araçlarından satın alan yatırımcılar arasındaki sözleşmenin akıbeti de önem arz etmektedir. Kanımızca, kayda aldırma yükümlülüğünün yerine getirilmemiş olması halinde, yatırımcılar hata (BK md. 23 vd.) ya da şartları mevcut ise hile (BK md. 28) gerekçesi ile sözleşmeden dönebilmeli ve satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını iade ederek ödedikleri meblağı faizi ile geri alabilmelidirler. Sermaye piyasası araçlarını ellerinden çıkarmış olan yatırımcılar ise, kayda alma işleminin yapılmamış olması nedeniyle uğradıkları zararı; akde aykırılık (BK md. 96 vd.) hükümlerine dayanarak ihraççı ya da satıcı konumunda bulunan kişi ya da

³¹⁸ **Somer**, s. 81- 83. Yazar, burada satılmayan payları satın alma yönünde verilen taahhüdün BK md. 110 anlamında bir “üçüncü kişinin fiilini taahhüt” olamayacağını; zira bu tarz bir taahhüdün hukukî sonucunun müspet zararın tazmini olduğunu, oysa tartışılan ihtimalde taahhütte bulunanların payları bizatihi satın almalarının söz konusu bulunduğunu vurgulamaktadır (s. 82). Yazar, bu ihtimalde yöneltme amaçlı bir garanti sözleşmesinden bahsedilmesinin de mümkün olamayacağını; zira, taahhütte bulunanların ortaklığı halka arza yöneltme gibi bir amaçları olmadığını da haklı olarak belirtmektedir (s. 82).

kuruludan, haksız fiil hükümlerine dayanarak ise ihraççı ya da satıcının yönetim kurulu üyelerinden talep edebilmelidirler.

db. Cezai Sonuçları

Kayda aldırma yükümlülüğünün ihlali, 4487 sayılı Kanun md. 25 hükmü ile değişik SPKn. md. 47/A-4 hükmünde suç olarak kabul edilmekte ve hürriyeti tahdit edici ceza ile yaptırılmaktadır. Md. 47/A hükmünün son paragrafına göre, bu suç işleyenler hakkında 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve ağır para cezası uygulanır.

2. İzahname ve Sirküler

İzahname ve sirküler; ihraççı, halka arz olunacak sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkında yatırımcılara bilgi sunmak üzere kullanılan kamuyu aydınlatma belgeleridir³¹⁹. Aşağıda, bu belgelerin tanım ve fonksiyonları, içerikleri ve bu belgelerden doğan hukukî sorumluluk ayrıntılı olarak incelenecektir.

a. İzahname ve Sirkülerin Tanım ve İşlevleri

aa. İzahnamenin Tanım ve İşlevi

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında ihraççı, satışı yapılacak sermaye piyasası araçları ve satış işlemi hakkındaki bilgileri içeren ve halkı bu araçları satın almaya davet eden belge, geleneksel olarak “izahname” (“*prospectus*”) olarak isimlendirilmektedir³²⁰. İzahnamenin amacı, yatırımcılara, ihraççı ve satış işlemi hakkında gerekli tüm finansal ve hukukî bilgileri sağlamaktır³²¹. Bir diğer ifadeyle; izahname, yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını satın alıp almama konusunda

³¹⁹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 128-129.

³²⁰ **L.S. Sealy**, Cases and Materials in Company Law, 5th Ed., London 1992, s. 329. Halkı sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet etmek üzere kullanılan bir belge niteliği taşıması nedeniyle, izahnamenin yatırımcılar ile ihraççılar arasında köprü görevi gördüğü ifade edilmektedir (**Trébulle**, s. 87).

³²¹ **Tjalling Van der Goot**, Risk, the Quality of Intermediaries and Legal Liability in the Netherlands IPO Market, International Review of Law and Economics, Vol: 23, 2003, s. 122.

verecekleri kararı etkileyebilecek her türlü olumlu ve olumsuz bilgiyi bünyesinde barındırması gereken bir kamuyu aydınlatma aracı olarak düşünülebilir³²².

SPKn. md. 6/I hükmünde, sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgilerin izahnamede yer alacağı belirtilmek suretiyle halka arz işlemlerinde izahname kullanımı zorunlu tutulmakta, ancak bu belgenin tanımı verilmemektedir³²³. ABD Hukuku'nda ise, izahname 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 2 (10) hükmünde tanımlanmakta ve *“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 haberleşme”* izahname olarak kabul edilmektedir³²⁴.

Kanımızca Türk Hukuku bakımından da bu tanım esas alınabilir. Ancak hükmün öngördüğü ihtimallere bir ekleme yapılarak, halkı bir sermaye piyasası aracını satın almaya davet eden ve internet vasıtasıyla yayımlanan belgelerin de izahname olarak kabul edilmesi günümüz koşullarında zorunluluk arz etmektedir. 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge'nin 5. maddesinin I. fıkrasında ise, 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*

³²² Lee/Tan, s. 159.

³²³ Sermaye piyasası araçlarının halka arzında izahname kullanılmasını zorunlu tutmayan hukuk sistemleri de bulunmaktadır. Örneğin, bugün yürürlükten kalkmış olan 17 Nisan 1989 tarih ve 89/298 EC sayılı Devredilebilir Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Kullanılacak İzahnamenin Düzenlenmesine, Onaylanmasına ve Dağıtımına İlişkin Şartların Koordinasyonu Hakkında Konsey Yönergesi (OJ L 124, 5.5.1989, s. 8 vd.) yürürlüğe girmeden önce; Almanya, Hollanda, İtalya, Danimarka ve Yunanistan'da sermaye piyasası araçlarının halka arzında izahname kullanım zorunluluğu bulunmamaktaydı (Moloney, EC Securities Regulation, s. 177 dñn. 166). Yukarıda anılan Yönerge ile üye ülkeler bakımından getirilen halka arzlarda izahname kullanılmasını mecburi kılma zorunluluğu, söz konusu Yönerge'nin yerini alan 4 Kasım 2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Yönerge'nin (OJ L 345, 31.12.2003, s. 64 vd.) 3. maddesinde de korunmaktadır. Buna göre, bahse konu Yönerge'nin 4. maddesinde belirtilen istisnalardan biri söz konusu olmadığı müddetçe, üye devletler sermaye piyasası araçlarının halka arzında izahname kullanılmasını zorunlu tutma yükümlülüğü altındadırlar.

³²⁴ Borsa kotasyon formları da (“listing particulars”) izahname benzeri döküman olarak kabul edilmekte ve bu kavramın kapsamı dahilinde algılanmaktadırlar (Brown, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 149). Belirtmek gerekir ki, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının aynı zamanda borsaya da kote edilmesi söz konusu ise, ayrıca bir izahname hazırlanmasına gerek yoktur. Bu ihtimalde, ilgili borsanın düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan kotasyon formu izahname olarak kullanılacaktır.

bu bilgileri kolay analiz edilebilir ve anlaşılır biçimde sunan belge” olarak tanımlanmaktadır.

TTK’nda tedrici kuruluş esnasında kullanılan izahnamenin tescili zorunlu kılınmamışken; SPKn. md. 6/I hükmü, sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasından sonra izahnamenin Ticaret Sicili’ne tescil ve ilan edilmesi gerektiğini öngörmektedir. **Somer**, bu hükmü haklı olarak eleştirmiş ve konusunda uzman bir kuruluş olan Kurul’un denetiminden geçen bir belgeyi sicil memurunun uygun bulmasına bağlamanın garip bir durum olduğunu, sicil memurunun izahnameyi inceleme yetkisi bulunduğunu kabul etmenin halka arz prosedürünü hantal hale getireceğini, bu nedenle sicil memurunun yetkisinin sadece şekil şartları ile sınırlı olarak algılanması gerektiğini belirtmiştir³²⁵. Kaldı ki, izahnamenin Ticaret Sicili’ne tescil edilmek ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi gibi neredeyse hiç okunmayan bir gazetede ilan olunmak suretiyle yatırımcılara ulaştırılabileceğini düşünmek oldukça iyimser bir yaklaşımdır. Oysa ki, izahname yatırımcıların kararları üzerinde etkili olabilecek bilgileri içeren temel kamuyu aydınlatma belgesi olduğundan; halka arz işlemlerinde izahnamenin mutlak surette yatırımcılara ulaştırılması gerekmektedir³²⁶. Bu noktadan hareket eden **Kabaalioğlu**, kanımızca son derece haklı olarak, aynen ABD Hukuku’nda olduğu gibi, izahnamenin en geç sermaye piyasası araçlarının satışı anında yatırımcılara ulaştırılması gerektiğini, aksi takdirde kamuyu aydınlatma mekanizmasının işlememiş olacağını ifade etmektedir³²⁷.

İzahnamenin yatırımcılara ulaşmasını sağlamak bakımından genelde iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, izahnamenin günlük ve çok okunan gazetelerde ilanı; ikincisi ise broşür şeklinde basılarak ihraççı ya da halka arza aracılık eden aracı kuruluşun şubelerinden dağıtımınıdır³²⁸. Günümüzde bunlara bir de interneti eklemek gerekir; fikrimizce, izahnamelerin Kurul’un web sayfasında ilan edilmesi, bu belgelerin yatırımcılara ulaşmasını sağlamak bakımından son derece etkin bir yöntem olarak kullanılabilir. SPKn. md. 6/I hükmünde benimsenen

³²⁵ **Somer**, s. 78.

³²⁶ **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 156.

³²⁷ **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 156. İnternetin izahnamenin teslimi aşamasında kullanılması söz konusu olabilmektedir. SEC, web sayfasına giren kimsenin alım işlemi yapmadan önce izahnameye ulaşmasının zorunlu bulunduğu sistemlerde, internetin izahnamenin teslimi için kullanılmasının hukuka uygun olduğu görüşündedir (**Hazen**, 4th Ed., s. 134).

³²⁸ **Moloney**, EC Securities Regulation, s. 186.

izahnamenin tescil ve ilanı ise demode ve verimli olmaktan uzak bir yöntemdir. Nitekim Kurul da bu gerçeğin farkında bulunduğundan, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın md. 7/I hükmünde tescil ve ilan sistemi terk edilmekte ve izahnamenin, kayda alınma işlemini takiben, kamunun bilgilendirilmesi amacıyla Kurul'un belirleyeceği usul ve esaslar çerçevesinde ilan edileceği öngörülmektedir.

ab. Sirkülerin Tanım ve İşlevi

SPKn. md. 6/I hükmünde yer alan ifade ile, “*halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır*”. Sirküler, izahnamede yer alan bilgileri özetleyen ve yatırımcıları halka arzı yapılan sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet eden belge olarak tanımlanabilir. Basılı (matbu) bir metindir, izahnamenin ve gerekli görülmesi halinde ihraççı ortaklığın esas sözleşmesinin önemli maddelerini kapsar³²⁹. Gazetelerde de yayımlanabilir; **Tekinalp**'in ifadesi ile, önemli olan basılı bir metin olmasıdır³³⁰. Ancak sirküler bir reklâm aracı değildir; bu bakımdan, ihraççı hakkında övgü dolu ifadelerin kullanılabileceği bir tanıtım malzemesi olarak düşünülmemelidir³³¹. Sirkülerin fonksiyonu, ihraççı ve halka arz işlemi hakkında sınırlı, yalın ve doğru bilgiler vermek suretiyle halkı sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet etmekten ibarettir.

Fakat halka arzı gerçekleştiren ihraççı ya da pay sahipleri sirküler ile yetinmeyip başkaca ilan ve reklâmlar da yapabilirler³³². SPKn. md. 6/II hükmü uyarınca, bu tür ilan ve açıklamalar gerçeğe uymayan abartılı ya da yanıltıcı bilgileri içermeyecekleri gibi, Kurul kaydına alınmanın resmi bir teminat olarak

³²⁹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 27.

³³⁰ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 27. Günümüz koşullarında sirkülerin internet vasıtasıyla yayımlanması da mümkün bulunmaktadır. Bu nedenle, **Tekinalp**'in “basılı metin” şeklindeki ifadesini geniş algılamak gerekir. Kurul, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik 24. maddesinde, sirkülerin yayımlanacağı gazeteler konusunda düzenleme getirmiştir. Bu hükmün ilk fıkrasına göre; “*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.*”

³³¹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 28.

³³² **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 28.

yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade de taşıyamazlar. Kurul, anılan hükmün son fıkrasının kendisine tanıdığı yetki çerçevesinde, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklâmları yasaklayabilir. **Kabaaliöglu**, bu tür ilan ve reklâmların da kontrol altına alınması ve sermaye piyasası araçlarının satışa çıkarıldığıının, ayrıntılı bilginin izahnamede bulunabileceğinin belirtilmesi ile yetinilmesi gerektiğini haklı olarak ifade etmektedir³³³. Kurul da yayımladığı tebliğlerde çeşitli düzenlemeler getirmiş ve bu tür ilan ve reklâmların, yayımlanmadan önce kendisine sunulmasını zorunlu kılmıştır³³⁴. Bu tür ve ilan ve reklâmların, izahnamede yer alan bilgiler ile bağdaşmayan, sermaye piyasası araçlarına yönelecek talebi yapay ve mesnetsiz şekilde yükseltme amacına dönük ifadeler taşımasını ve bu yöntemle piyasanın şartlandırılmasını önlemek bakımından Kurul’un yaklaşımının yerinde olduğu kanısındayız.

b. İzahname ve Sirkülerde Yer Alacak Bilgiler

ba. İzahnamenin İçeriği

SPKn. md. 6/I hükmünün ikinci cümlesinde, izahnamede bulunması gereken bilgilerin Kurul tarafından belirleneceği belirtilmektedir. Bu hükmün açık ifadesi karşısında, TTK’nun sermayenin artırılan kısmının halka arz edilmesi ihtimalinde

³³³ **Kabaaliöglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 157. ABD Hukuku’ndaki eğilim, aynen İngiliz Hukuku’nda da olduğu gibi, bütün ilanları izahname saymak ve izahnamenin taşıdığı yasal şartları taşımalarını zorunlu kılmak yönündedir (**Kütükçü**, s. 436, dñn. 61).

³³⁴ Burada, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’in 26. maddesinde bu tür ilan ve reklamlar bakımından getirilen düzenlemeye değinmekte fayda görmekteyiz. Söz konusu hükme göre; “*Hisse senetlerinin halka arzı dolayısıyla yapılacak ilan ve reklam metinleri, yayım tarihinden en az 2 iş günü önce Kurul’a sunulur. İlan, reklam ve her türlü açıklamalarda izahname ve sirkülerde yer alan bilgiler dışında herhangi bir bilgiye yer verilemez. Kurul, gerekli gördüğünde metinlerde değişiklik yapılmasını isteyebilir ve değişiklikler yapılmadan metinler yayınlanamaz. Ön talep toplama duyurusunun ilan edilmesinden sonra yapılacak ilan ve reklam metinlerinde ön izahnamenin, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra yapılacak ilan ve reklam metinlerinde ise, izahname ve sirkülerlerin temin edileceği yerler belirtilir. Sirküler veya ön talep toplama duyurusu yayımlanmadan önce, Kurul’dan onay alınmak kaydıyla, sadece şirketin faaliyet konusu, sektörü, sektördeki yeri ve ürünleri hakkında ilan ve reklam yapılabilir ve bu bilgilerle sınırlı olmak üzere, basın yayın organlarına açıklamada bulunulabilir. Sirkülerin ilan edildiği tarihte, gazeteler yoluyla yayım yapılmak istendiği takdirde, ilan ve reklamların sirkülerle aynı gazetelerde yayımlanması zorunludur. Sirkülerin ilanından sonra sirkülerin yayımlandığı gazetelerin yayım tarihlerini açıkça belirtmek şartıyla, istenilen yazılı ve görsel yayın araçlarıyla ilan ve reklama devam edilebilir*”. Benzer düzenlemeler, hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarına ilişkin tebliğlerde de mevcuttur.

düzenlenmesini aradığı izahnamenin içeriğini belirleyen TTK md. 393 hükmünün uygulama alanı kalmamıştır³³⁵.

Yatırımcı, izahnamede yer alan bilgi ve açıklamalara bakarak yatırımın taşıdığı riskin derecesini ve kendisine sağlayacağı karı hesaplayabilme imkânına sahip olmalıdır ki, sağlıklı bir yatırım kararı verebilsin³³⁶. Bu itibarla, yatırımcının aldatılmasının önlenmesinde en etkili yöntem, sağlıklı karar vermesini sağlayacak bilgilerle donatılmış bir izahnamenin eline geçmesinin sağlanmasıdır³³⁷. Şu halde, izahname, ihraççı hakkında önem arz edebilecek tüm hukukî ve iktisadi bilgileri içermeli; bir başka anlatımla, “*ihraççının dürüst ve tarafsız bir gözle çizilmiş bir portresini yansıtmalıdır*”³³⁸. Ayrıca, izahnamede, ihraççının yanısıra, halka arz edilen sermaye piyasası araçları ve satış şartları hakkında da yatırımcının ihtiyaç duyabileceği her türlü bilgiye yer verilmelidir.

SPKn. md. 6/I hükmünün izahnamenin içeriğini belirleme yetkisini Kurul’a bırakması, öğretide esneklik sağlanması nedeniyle olumlu karşılanmaktadır³³⁹. Kurul, kendisine tanınan bu yetkiyi kullanmış ve hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçları açısından ilgili tebliğler ile düzenleme getirmiş; hisse senetleri bakımından ise, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’in 17. maddesine Seri: I No: 32 sayılı Tebliğ ile eklenen II. fıkra ile, izahnamede asgari olarak ihraççı ortaklığı genel olarak tanıtacak bilgiler ile, mevcut ve satışı yapılacak sermaye ve paylara, satış esaslarına, ihraççının mali durumuna, faaliyetlerine ve izahnameyi imzalayan kişilere ilişkin bilgilerin yer alacağını, izahname standartlarının ise Kurul tarafından belirleneceğini öngörmüş ve bu hükme dayanarak izahname örnekleri yayımlamıştır. Kurul’un yayımladığı “*İlk Halka Arz/ İkincil Halka Arz İşlemlerinde Kullanılacak İzahname Örneği*”nde³⁴⁰, bölümler halinde ve sırasıyla; ihraççı ortaklığa, artırılan sermaye

³³⁵ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 115-116.

³³⁶ **Somer**, s. 75.

³³⁷ **Somer**, s. 75.

³³⁸ **Jean-Paul Aeschmann**, Les obligations des intermédiaires: membres d’unsyndicat d’émission, “brokers”, gérants de fortune etc., Etudes Suisses de Droit Européen Vol: 31- Colloque: Le Droit du Marché Financier Suisse, Genève 1987, s. 404 ve 420-421. Yazar, kanımızca son derece yerinde olarak, izahnamede yer alan bilgilerin hacminden ziyade nitelik ve kalitesinin önemli olduğunu vurgulamaktadır (s. 405).

³³⁹ **Kabaalioğlu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 160; **Somer**, s. 76; **Arı**, s. 58-59.

³⁴⁰ İzahname örneği için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

paylarına (halka arz edilecek hisse senetlerine), şayet böyle bir durum mevcut ise pay sahipleri tarafından satışı yapılacak hisse senetlerine, halka arz işlemine, ihraççı ortaklığın finansal durumuna, yönetimine, faaliyetine, ait olduğu şirketler grubuna ve hisse senetleri ile ilgili vergilendirme esaslarına ilişkin bilgiler yer almaktadır. Söz konusu izahname örneği, 47 sayfadan oluşan kapsamlı bir metin görünümündedir. Ancak örnek izahname ve ilgili tebliğlerde öngörülen içerik asgari içerik olarak kabul edilmeli ve izahnamede, gerçeğe aykırı olmamak ve halkın suiistimaline yol açmamak kaydıyla bir takım ek bilgi ve açıklamalara yer verilebilmesine imkân tanınmalıdır³⁴¹. Doktrinde, ihraççı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve satış işlemine ilişkin genel bilgilerin yanısıra; şirketin toplam personel sayısı; çalışanlarla akdedilen toplu sözleşmelerin sona erme tarihi; şirketin taraf olduğu önemli ihtilaflar³⁴²; 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 yıla ilişkin ödenen vergi ya da oluşan zarar miktarları gibi bilgilere de izahnamede yer verilmesi gerektiği kabul edilmektedir³⁴³.

ABD Hukuku'nda, izahnamenin içeriği Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 10 hükmünde belirlenmiştir³⁴⁴. İsviçre Hukuku'nda ise, Borçlar Kanunu'nun md. 652a hükmünde izahnamenin içereceği bilgiler belirtilmektedir³⁴⁵. Borçlanma senedi halka arzlarında ise izahname anılan Kanun'un 1156. maddesine uygun olarak hazırlanır ve bu belgede senetlerin faiz getirisine, itfa koşullarına ve teminatlarına

³⁴¹ **Somer**, s. 76.

³⁴² Bu ihtilafların mutlaka mahkemeye gitmiş olmaları gerekmez, uyuşmazlık bulunması yeterlidir. Tahkim davaları da kuşkusuz bu kapsama dahildir (**Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 163).

³⁴³ İzahnamede yer alması gereken hususlar hakkında bkz. **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 161-165; **Domaniç**, TTK Şerhi- II, s. 264-267; **Arı**, s. 61-62.

³⁴⁴ **Hazen**, 4th Ed., s. 131. dñn. 7.

³⁴⁵ Ancak hisse senetlerinin borsaya kotasyonu söz konusu ise, izahname İsviçre Borsası'nın ("Swiss Exchange") düzenlemeleri doğrultusunda hazırlanır (**Malscrido/Watter**, s. 76).

ilişkin bilgilere yer verilir³⁴⁶. Yukarıda Türk Hukuku bakımından aktarılan izahname içeriğinin, hem ABD hem de İsviçre yasa koyucularının belirlediği içerikle büyük oranda uyumlu olduğu ifade edilebilir. Ancak bazı özellikli noktaların üzerinde durulmasında fikrimizce fayda bulunmaktadır. Her şeyden önce, ABD Hukuku'nda, halka arz işlemine aracılık eden aracı kuruluşlara ödenecek olan ücret tutarı ya da komisyon oranlarının izahnamede mutlaka gösterilmesi gerekmektedir³⁴⁷. Ayrıca, halka arza aracılık sözleşmesinde yer alan ve aracı kuruluşu sermaye piyasalarında olağandışı gelişmelerin yaşanması halinde halka arzı erteleme ya da iptal etme hakkı tanıyan (“*market out*”) klozlarının da izahnamede yer alması gerektiği kabul edilmektedir³⁴⁸. Biz, bu iki konuda Türk Hukuku bakımından da aynı sonuçlara ulaşılabileceği kanısındayız. Bunun yanı sıra, ABD Hukuku'nda ihraççının içinde bulunduğu sektöre ilişkin rekabet durumu hakkında izahnamede açıklamaya yer verilirken, İsviçre'de bu yönde bir uygulama yoktur³⁴⁹. Kanımızca, ihraççının faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet koşulları hakkında yatırımcının bilgilendirilmesi faydalı olabilir. Zira, rekabet koşullarının sertliği karlılığı azaltan bir etkidir.

ABD'nde, SEC uzun süre gelir, kar ve ciro gibi verilere ilişkin projeksiyon ve tahminlerin izahnamede yer alması konusunda olumsuz bir tavır takınmıştır³⁵⁰. Bugün ise; iyi niyet kurallarına aykırı nitelik taşımamaları, uygun biçimde ve yatırımcının kararını etkileyebilecek diğer verilerle birlikte sunulmaları ve mantıklı bir temelden yoksun bulunmamaları, yani Rule 175'in öngördüğü şartları taşımaları kaydıyla izahnamelerde bu tür tahmin ve projeksiyonlara yer verilmesine imkân tanımaktadır³⁵¹. Bu yaklaşım, Türk Hukuku bakımından da benimsenebilecek bir çözüm tarzıdır. Ayrıca, yabancı ihraççıların ABD'nde gerçekleştirecekleri halka arzlar için hazırlayacakları izahnamelerde yer verilecek finansal verilerin “Amerikan Muhasebe Standartları” (“*Generally Accepted Accounting Principals*” ya da “US GAAP”) ile uyumlu olmaları da aranmaktadır. Şayet yabancı ihraççının kendi para

³⁴⁶ **Malscrido/Watter**, s. 75.

³⁴⁷ **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 167. İngiliz Hukuku'nun benimsediği çözüm tarzı da aynı doğrultudadır (**Palmer's Company Law**, no. 5.132).

³⁴⁸ **Afterman**, s. 650.

³⁴⁹ **Aeschmann**, s. 409.

³⁵⁰ **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 122.

³⁵¹ **Kabaalioglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 122; **Brown**, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 127-128. Ancak bu tür tahmin ve projeksiyonlar bugün dahi tehlikeli olarak kabul edilmektedirler (**Bartlett**, Vol: 1-3 Cumulative Supplement, s. 121).

birimi üzerinden hazırladığı mali tabloları Amerikan Muhasebe Standartları ile uyumlu değilse, “hisse başına düşen net gelir” kalemi bu standartlar ile uyumlu olarak yeniden hesaplanır ve bir ek olarak izahnameye eklenir³⁵².

bb. Sirkülerin İçeriği

SPKn. md. 6/I hükmü, halkı sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet etmek üzere yayımlanacak sirküler ve diğer ilanların içeriğini belirleme yetkisini Kurul’a bırakmaktadır. Öğretide, **Kabaaliöglu** tarafından; sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesi gerektiği, bunun kamuyu aydınlatma ilkesinin doğal bir sonucu olduğu ifade edilmektedir³⁵³. İzahname çoğunlukla hacimli bir belge olduğundan, sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesi uygulamada genellikle mümkün olamamaktadır. Özellikle sirkülerin gazetede ilan edilmesi durumunda, bu belgede izahnameye aynen yer verilmesi maliyeti ciddi oranda yükseltebilmektedir. Kaldı ki, sirkülerde izahnameye aynen yer verilmesi halinde, bu iki belge arasında ne gibi bir fark kalacağı da tartışma konusu yapılabilir. Kanımızca, sirkülerin; ihraççı, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ve satış şartları hakkındaki temel bilgileri içermesi ve geniş bilgi için izahnameye atıfta bulunarak, bu belgenin temin edilebileceği yerleri, yayımlandığı gazeteyi ve yayım tarihlerini belirtmesi yeterli kabul edilmelidir. Nitekim, Kurul tarafından hisse senetlerinin halka arzında kullanılmak üzere yayımlanan sirküler örneğinde de bu tarz bir yaklaşım benimsenmiş bulunmaktadır³⁵⁴.

c. İzahname ve Sirkülerin Hazırlanması

SPKn. md. 7/II hükmü uyarınca, izahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Kanun’un bu düzenlemeyi öngörmekteki amacı, aracı kuruluşları izahnameden doğan hukukî sorumluluğa ortak etmek suretiyle bu kurumları izahnamenin hazırlanış sürecine dahil etmek ve bu süreci

³⁵² **Stephen Tomczyk**, Auditor Reputation and Initial Public Offerings by Foreign Companies, Journal of International Accounting, Auditing, Taxation, 5 (2) 1996, s. 250. Daimler Benz firması, New York Borsası’na kote olmak için başvuruda bulunduğu dönemde, mali tablolarının Amerikan Muhasebe Standartlarına uyumlu olmaması nedeniyle basına da yansıyan ciddi bir sıkıntı yaşamıştır (**Sackman/Coltman**, s. 21).

³⁵³ **Kabaaliöglu**, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 157 dpn. 22 ve s. 155.

³⁵⁴ Sirküler örneği için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

ihraççı ortaklığın tekeline bırakmamaktır. Bu şekilde, yatırımcılar bakımından hangi bilgilerin önem arz edebileceğini iyi bilen bir sektör ajanı belgenin hazırlanma sürecine fiilen katılmak durumunda bırakılmakta ve ihraççı ortaklığın kasden ya da ihmâl dolayısıyla açıklamama yoluna gidebileceği bilgilerin de gün ışığına çıkması (izahnamede yer alması) sağlanmaya çalışılmaktadır³⁵⁵.

Aracı kuruluşlar, izahnamede yer alan bilgilerden doğan sorumlulukları nedeniyle, halka arz işleminden önce; ihraççı ortaklığın finansal durumunu, kurumsal yapısını, yönetim kurulu ve genel kurul kararlarını, varlık ve yükümlülüklerini, taraf olduğu uyuşmazlık ve davaları, temel ticari anlaşma ve sözleşmelerini “*due diligence*” süreci içerisinde detaylı olarak incelerler. İzahnamenin içeriği bu inceleme sürecinin sonunda ortaya çıkan tabloya göre belirlenmekte ve izahnamede, ihraççıya ilişkin tüm risk faktörlerine yer verilmesi gerekmektedir. Aksine davranış, hem ihraççı hem de aracı kuruluş bakımından sorumluluk nedeni oluşturmaktadır. Uygulamada, izahnamenin hazırlanma sürecinde aktif rolü genellikle aracı kuruluşlar üstlenmekte, ihraççılar ise sağladıkları bilgi ve belgelerle bu sürece katkıda bulunmaktadır.

d. İzahname ve Sirkülerde Değişiklik Yapılması

İzahname halka arz işlemine ilişkin temel kamuyu aydınlatma belgesi olduğundan, bu belgede yer alan bilgiler son durumu yansıtmalı, yatırımcıların kararlarını etkileme potansiyeline sahip bulunan tüm gelişme ve değişiklikler derhal kamuya duyurulmalıdır³⁵⁶. Bu nedenle, SPKn. md. 10/I hükmünde, izahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin en geç 10 gün içerisinde ihraççılarca Kurul’a bildirilmesinin zorunlu olduğu öngörülmüştür. Söz konusu bildirim yükümlülüğü ile, Kurul’a izahnameler üzerinde sürekli bir denetim imkânı sağlanmaktadır.

Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’in 25. maddesinin Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik II. fıkrasında, “*İzahname ve sirkülerle halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan, bildirilmemesi halinde yatırımcının*

³⁵⁵ Fox, s. 164.

³⁵⁶ Kabaalioglu, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, s. 178.

zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık tarafından bunların öğrenildiği tarihte, her durumda satışa başlanmadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularak veya satışın aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapıyor olması halinde satışı yapan aracı kuruluşların satışı durdurmaları sağlanarak yazılı şekilde en seri haberleşme vasıtasıyla Kurul'a bildirilmesinin zorunlu olduğu" öngörülmektedir. Görüldüğü üzere Kurul, SPKn. md. 10/I hükmünde öngörülen 10 günlük süreyi, yayımladığı genel düzenleyici idari işlemler ile kısaltmaya ve derhal bildirim esasını getirmeye çaba sarf etmektedir. On günlük bildirim süresi, yatırımcıların korunması açısından yaklaşıldığında son derece uzundur. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın 10. maddesinin ilk fıkrasında, izahnamede yer alan konulardaki değişikliklerin, ihraççılarca, en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen işgünü Kurum'a bildirilmesinin zorunlu bulunduğu öngörülmektedir. Taslağın düzenlemesinin mevcut sisteme oranla daha olumlu olduğu açıktır.

İzahnamede meydana gelen değişiklikler, SPKn. md. 10/III hükmü uyarınca, md. 6/I hükmü çerçevesinde tescil ve ilan olunarak yatırımcılara duyurulur.

e. İzahname ve Sirkülerde Yer Alan Bilgilerden Doğan Hukukî Sorumluluk

İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmaması nedeniyle yatırımcıların zarara uğraması olasılığına karşı, sermaye piyasası sistemlerinde; ihraççı, satışı gerçekleştiren pay sahibi, halka arza aracılık eden aracı kuruluş ve bağımsız denetim kuruluşları, bu belgelerde yer alan bilgilerden sorumlu tutulmaktadırlar. Aşağıda; bu sorumluluğun öngörülme nedenleri, mukayeseli hukuktaki görünümü, Türk Hukuku'ndaki yansıması ve hukukî niteliği irdelenecektir.

ea. Öngörülme Nedeni (*Ratio Legis*)

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında izahname ve sirkülere yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmaması nedeniyle yatırımcıların uğradıkları zarardan ihraççıların sorumlu tutulmaları son derece doğaldır. Ancak halka arza aracılık eden kuruluşların bu sorumluluğa ortak edilmelerinin nedenleri incelenmelidir.

Halka arza aracılık eden kuruluşların izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden sorumlu kılınmalarının temelinde, bu kuruluşların “tasdik” (“*certification*”) fonksiyonu yatmaktadır. Aracı kuruluşlar, halka arzına aracılık ettikleri sermaye piyasası araçlarının fiyatının belirlenmesi bakımından aktif ve etkin rol üstlendiklerinden; bu kuruluşların önemli geleneksel rollerinden birinin, satışı yapılacak araçların değerinin gerçeğe uygun olarak belirlendiğini tasdik etmek olduğu ifade edilir³⁵⁷. Özellikle aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmını ya da tamamını satın almayı taahhüt ettiği bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık faaliyetlerinde, aracı kuruluşların tasdik fonksiyonunun en iyi gayret aracılığına oranla daha üst bir seviyede olduğu kabul edilmektedir³⁵⁸. Aracı kuruluşların tasdik fonksiyonunun temelinde ise, bu kuruluşların ihraççıların hukukî ve finansal yapısı üzerinde gerçekleştirdikleri inceleme (“*due diligence*”) yatmaktadır. Aracı kuruluşların, bu sürecin sonunda, ihraççı hakkında, sermaye piyasası araçlarının fiyatlamasını gerçeğe uygun olarak yapabilecek bilgiye sahip olacakları varsayılır.

³⁵⁷ **Manju Puri**, Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process, Journal of Financial Economics, Vol: 54, 1999, s. 135-136; **Üreten**, s. 69-70; **Craig C. Dunbar**, Overallotment Option Restrictions and Contract Choice in Initial Public Offerings, Journal of Corporate Finance 1997/3, s. 225.

³⁵⁸ **Üreten**, s. 71; **Robert R. Pennington**, Pennington’s Company Law, 8th Ed., Great Britain 2001, s. 284. Aracılık faaliyetinin konsorsiyum olarak gerçekleştirildiği durumlarda, tasdik fonksiyonunun, “*due diligence*” sürecini fiilen yürüten taraf olan konsorsiyum liderinin üzerinde bulunduğu kabul edilmektedir. Diğer üyelerin tasdik fonksiyonları yoktur (**Rajesh P. Narayanan/Kasturi P. Rangan/Nanda K. Rangan**, Journal of Financial Economics, Vol: 72/3, June 2004, s. 559). Bu nedenle, ABD’nde, ticari bankalar, tasdik fonksiyonlarının sorgulamaya açılmaması için; alacaklı oldukları ortaklıkların halka arzlarına konsorsiyum lideri olarak değil, eş lider sıfatıyla katılmayı tercih etmektedirler. Bu şekilde, tasdik fonksiyonun liderde kalması, bu bankaların ise eş lider sıfatıyla halka arzın finansal getirisinden yararlanmaları sağlanmaktadır (**Narayanan/Rangan/Rangan**, s. 559). İhraççının aracı kuruluşun iştiraki konumunda bulunduğu durumlarda, aracı kuruluşun tasdik fonksiyonunun, bu ihtimalin söz konusu olmadığı halka arzlara oranla daha üst seviyede olup olmadığı tartışma konusudur (**Puri**, s. 135). Bir ihraççı tarafından ihraç olunan borçlanma senetlerine ilişkin kişisel teminatın, bu araçların halka satışına aracılık eden aracı kuruluş dışındaki bir finansal sistem üyesi tarafından verilmesi halinde ise ikincil tasdik (“*double certification*”) söz konusu olduğu kabul edilir (**Anthony Saunders/Roger D. Stover**, Commercial Bank Underwriting of Credit-Enhanced Bonds: Are There Certification Benefits to the Issuer?, Journal of International Money and Finance, Vol: 23/3, April 2004, s. 383). Halka arzı gerçekleştiren ortaklığın finansal tablolarını onaylayan bağımsız denetim kuruluşlarının da, kamuya karşı, bu tablolar ile ilgili olarak tasdik fonksiyonu ifa ettikleri unutulmamalıdır. Bu kuruluşların izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden doğan sorumluluğa ortak edilmelerinin nedeni de budur. Araştırmalar göstermektedir ki, yatırımcılar, prestijli bağımsız denetim firmaları tarafından denetlenen ortaklıkların ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları için belirli miktarda bir prim ödemeyi dahi göze alabilmektedirler (**Tomczyk**, s. 250). Bu husus, bağımsız denetim kuruluşlarının tasdik fonksiyonunun ne derece önemli olduğunu ortaya koymak bakımından çarpıcıdır.

Aracı kuruluşların, izahnamede yer alan bilgilerden sorumlu kılınmaları nedeniyle, halka arzdan önce; 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 kapsamlı bir inceleme (“*due diligence*”) yapmak zorunluluğu altında bırakıldıklarını yukarıda ifade etmiştik³⁵⁹. Bu şekilde, yatırımcılar bakımından hangi bilgilerin önem arz edebileceğini iyi bilen bir sektör ajanının belgenin hazırlanma sürecine fiilen katılması sağlanmakta ve ihraççı ortaklığın kasden ya da ihmal nedeniyle açıklamama yoluna gidebileceği bilgilerin de gün ışığına çıkması (izahnamede yer alması) sağlanmaya çalışılmaktadır³⁶⁰. Finansal sistem üyesi olan aracı kuruluşun kurumsal itibarında izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmaması ve yatırımcıların bu nedenle zarara uğraması ihtimalinde ciddi bir erozyon oluşacak olması ve bu durumun aracı kuruluşu ihraççıya oranla çok daha dikkatli davranmaya yöneltmesi³⁶¹; aracı kuruluş ve ihraççının çalışanlarının birbirinden bağımsız olmaları nedeniyle, bu kuruluşların beyanlarının, ihraççının beyanlarına oranla kamuoyu gözünde daha objektif olarak algılanması³⁶² ve aracı kuruluşların düzenli olarak inceleme (“*due diligence*”) yapmaları sebebiyle bu işi profesyonel biçimde yapacak yeterli işgücü ve bilgi birikimine sahip olmaları³⁶³, söz konusu kuruluşlara bu yükümlülüğün getirilmesinin gerekçeleri olarak sayılabilir.

Görüldüğü üzere, aracı kuruluşların izahname ve sirkülerin hazırlanması sürecine katılmaları sağlanarak, ihraççı tarafından bu belgelere kasden ya da ihmal nedeniyle yansıtılmayabilecek önemli bilgilerin açıklanması sağlanmaya çalışılmakta

³⁵⁹ Amerikan “*due diligence*” uygulamasında, halka arz işlemleri öncesinde şirket dökümanları detaylı şekilde incelenip yöneticilere ayrıntılı sorular sorulmasına karşın yazılı bir rapor hazırlama alışkanlığı yoktur (**Sackman/Coltman**, s. 26).

³⁶⁰ **Fox**, s. 164.

³⁶¹ İhraççının bazı olumsuz bilgilerin izahname ve sirkülerde yer almamasında maddi çıkarı bulunmasına karşın; aracı kuruluşların böyle bir durumdan herhangi bir menfaatleri olamaz. Tam tersine, aracı kuruluşlar, bu tarz bir olumsuz durumda ciddi ölçüde prestij kaybetmeleri söz konusu olabileceğinden büyük zarara uğrayabilirler. Bu nedenle, aracı kuruluşlar ihraççıların bu tür girişimlerine sıcak bakmayacaklardır (**Greg Golding**, *Underwriters’ Liability in Australian Securities Offerings, Company and Securities Law Journal*, Vol: II No: 7, November 1993, s. 404; **Fox**, s. 347; **Dunbar**, s. 225). Aracı kuruluşların, bu tarz durumlarda, prestij kaybına uğramamak adına izahname ve sirkülerde yer verilmek istenmeyen hususların açıklanması için ihraççı üzerinde baskı oluşturacakları ve bu durumun da yatırımcıların yararına olacağı ifade edilmektedir (**Golding**, s. 404-405).

³⁶² **Fox**, s. 347; **Golding**, s. 404.

³⁶³ **Fox**, s. 347; **Golding**, s. 404.

ve bu şekilde yatırımcıların korunması hedeflenmektedir. Bir diğer ifadeyle, yasal sistemlerin izahnamenin hazırlanması sürecinde aracı kuruluşlara yüklediği rolün yatırımcıların leh ve menfaatine olduğu ifade edilebilir³⁶⁴. İşte, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlerin *ratio legis*'i de yatırımcıların korunması yönündeki bu temel amacı esas almaktadır. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden ihraççı, satışı yapan pay sahipleri, aracı kuruluşlar ve bağımsız denetim kuruluşlarının sorumlu tutulması yönündeki sistem ile, bu belgelerin hazırlanma sürecine iştirak eden kurum ve kuruluşlar daha dikkatli ve özenli davranmaya sevk edilmekte ve yatırımcıların uğradığı zararın tazmini bakımından yasal bir zemin yaratılmak istenmektedir³⁶⁵.

eb. Mukayeseli Hukuktaki Görünüm

ABD Hukuku'nda, halka arz işlemlerinde kullanılan izahnamede yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmamasından doğan hukukî sorumluluk 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 11 hükmünde düzenlenmiştir³⁶⁶. Bu hükme göre, izahname ve kayda alma başvurusunu imzalayan kimseler, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmamasından sorumlu bulunmaktadır³⁶⁷. Bu belgeleri imzalayacak olan kimseler ise sec. 6 hükmünde belirlenmektedir. Bu hükme göre; ihraççı, ihraççının yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu, finans müdürü, muhasebe müdürü ve icra yetkisine sahip müdürleri, bu belgelerin belirli bölümlerinin hazırlanmasına iştirak eden ve belgede isminin kullanılmasına rıza gösteren

³⁶⁴ Aracı kuruluşların, sistemin kendilerine yüklediği bu fonksiyonu ifa ederlerken, neredeyse “şeytanın avukatı” gibi hareket etmek durumunda kaldıkları yönünde bkz. **Fox**, s. 347.

³⁶⁵ **Golding**, s. 405.

³⁶⁶ Bu hüküm, 1929 tarihli İngiliz Companies Act'de yer alan bir düzenlemeyi temel almaktadır (**Golding**, s. 412 dpn. 87). Mevcut sistemin temelinde, 1929 New Deal krizinin travmatik etkisinin yattığı ifade edilir (**Lovett**, s. 307). 1934 tarihli Menkul Kıymet Borsaları Kanunu'nun 10b-5 hükmü ve Yeknesak Menkul Kıymetler Kanunu'nun 410. maddesinde de benzer sorumluluk düzenlemeleri mevcuttur (**Allan Horwich**, Section 11 of the Securities Act: The Cornerstone Needs Some Tuckpointing, *The Business Lawyer*, Vol: 58, November 2002, s. 6; **Joseph C. Long**, *Blue Sky Law (Securities Law Series)*, Vol: 12, New York 1985, no. 7.2). Ancak Menkul Kıymetler Kanunu'nun 10b-5 hükmünün uygulanabilmesi için, incelemekte olduğumuz Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 11 hükmünden farklı olarak, satıcının hile kastı bulunması aranmaktadır (**Horwich**, s.15; **Brown**, *Global Offerings of Securities*, s. 122).

³⁶⁷ Sec. 11 hükmünün uygulama alanı, bir kayda alma başvurusunun söz konusu olduğu durumlar ile, yani halka arz işlemleri ile sınırlıdır. ABD Hukuku'nda tahsisli satışlar kayda alma işlemine tabi olmadığından, sec. 11'in öngördüğü sorumluluk rejiminin bu tür satışlarda uygulanabilmesi mümkün değildir (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 122). Bu tür satışlarda, satıcının sorumluluğuna, sec. 12 (a) (2) hükmü çerçevesinde gidilebilmektedir (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 122).

muhasebe ve diğer branşların uzmanları³⁶⁸ ve aracı kuruluşlar³⁶⁹, izahname ve kayda alma başvurusunu imzalamak durumundadırlar. Dolayısıyla, sec. 11 hükmünde öngörülen sorumluluğun muhatabı da bu kimselerdir. Buradaki sayım sınırlayıcı niteliktedir; sorumluluğun bu sayıma dahil olmayan kimseleri kapsayacak biçimde genişletilebilmesi mümkün değildir³⁷⁰. Yalnızca ihraççı, belgeyi imzalayan yönetim kurulu üyeleri ve aracı kuruluşlar belgenin tamamından sorumlu kabul edilirler³⁷¹. Bunun dışındaki potansiyel davalılar, örneğin bağımsız denetim kuruluşları, belgenin sadece kendileri tarafından hazırlanan bölümünde yer alan bilgilerden sorumlu tutulurlar³⁷².

³⁶⁸ Bağımsız denetim kuruluşları bu kapsamda algılanır.

³⁶⁹ ABD Hukuku'nda, "aracı" statüsünde kabul edilmek için mutlaka ihraççı ile akdi bir ilişki içerisinde bulunulmasına gerek yoktur (**Loss/Seligman**, s. 328). Menkul Kıymetler Kanunu'nun sec. 2 hükmüne göre, sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan dağıtım amacıyla alan ya da bu araçların dağıtım sürecine katılan herkes "aracı" olarak kabul edilir ve sec. 11'in aracı kuruluşlar için öngördüğü sorumluluk rejimine tabi olur. SEC, yayımladığı Rule 145 ile, kayda alınmayan sermaye piyasası araçlarından ihracın toplam miktarının %10'undan fazla bir oranda satın alarak üçüncü kişilere satan kimselerin dağıtım amaçlı olarak hareket ettiklerini ve aracı olarak kabul edileceklerini öngörmekteydi. Bu düzenleme "varsayımsal aracı doktrini" ("presumptive underwriter doctrine") adıyla anılmaktadır (**Barber**, s. 14). Bugün ise, söz konusu doktrinin uygulanmasında % 10 oranı yalnızca bir gösterge olarak dikkate alınmakta, somut olayın diğer koşulları, örneğin ihracın büyüklüğü gibi kriterlere de önem atfedilmektedir (**Loss/Seligman**, s. 327; **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 517).

³⁷⁰ **Hazen**, 2nd Ed., s. 292.

³⁷¹ **Golding**, s. 415 dpn. 111.

³⁷² Sec. 11 hükmünün öngördüğü sorumluluk rejimi, ikinci el piyasalarında pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemleri bakımından da aynen uygulanır (**Aeschmann**, s. 408). Ancak bu tür halka arz işlemlerinde, ihraççı ve yönetim kurulu üyeleri yalnızca izahnamenin kendileri tarafından onaylanan içeriğinden sorumlu tutulabilirler; bu kimselerin, izahnamenin kendileri tarafından onaylanmayan bölümünden sorumlu tutulmaları söz konusu değildir (**Barry A. K. Rider/David A. Chaikin/Charles Abrams**, Guide to the Financial Services Act 1986, United Kingdom 1988, s. 135). Sec. 11 hükmünde "satışı gerçekleştiren pay sahipleri" potansiyel davalılar arasında gösterilmemiş olduklarından (**Horwich**, s. 9); bu kimselerin sorumluluğuna, ancak ihraççının kontrolünü elinde bulunduran pay sahiplerini ihraççı ile birlikte müteselsilen sorumlu tutan sec. 15 hükmü ya da yukarıda değinilen sec 12 (a) (2) hükmü kapsamında (hile kastı mevcutsa, "satıcı" sıfatıyla) gidilebilmektedir (**Brown**, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 140). Bu noktada, Güney New York Eyaleti Mahkemesi'nin 20.2.2002 tarihli Deutsche Telekom AG kararından [No. 00CIV9475SHS, 2002 WL 244597 (SDNY), kararın değerlendirmesi için bkz. International Financial Law Review, May 2002, s. 37-38] bahsetmek gerekir. Karara konu olayda, ihraççı Deutsche Telekom AG'de %22 oranında pay sahibi olan KfW firması, bu payların karşılığını oluşturan depo edilmiş menkul kıymet sertifikalarını Amerika'da halka arz etmiş ve bir aracı kuruluş, bu arza tümünü yüklenim modeli ile aracılık etmiştir. İzahnamede bu hususun belirtilmemesine karşın, arzın gerçekleştirilmesinden hemen sonra; Deutsche Telekom'un, Voice Stream Wireless adlı şirketi 50.7 milyar USD üzerinden dostane aleni pay alım teklifi yoluyla devralacağı haberi açıklanmış ve 64.38 USD üzerinden satışa sunulan sertifikaların değeri yaklaşık 20 USD'ye gerilemiştir. Bunu üzerine, yatırımcılar tarafından satışı gerçekleştiren pay sahibine açılan toplu davada sec. 12 (a) (2) ve sec. 15 hükümlerine dayanılmıştır. Mahkeme, ortada bir tümünü yüklenim türü aracılık bulunduğundan pay sahibinin satıcı sıfatını taşımadığını, satıcının aracı kuruluş olduğunu (zira aracı kuruluşun sertifikaları davalıdan satın alarak kendi adına halka sattığını), bu nedenle de sec. 12 (a) (2) hükmüne dayanılmayacağını; sec. 15 hükmüne dayanılmasının ise davalı pay sahibinin ihraççı şirketin kontrolünü elinde bulunduran ortaklardan olmaması nedeniyle mümkün bulunmadığını belirterek davayı reddetmiştir. Bu karar ABD Hukuku'nda satışı yapan pay sahiplerinin sorumluluğu tartışmasına yeni bir boyut getirmiş ve tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde, satışı yapan pay sahibinin yatırımcılara karşı sec. 12 (a) (2) hükmü çerçevesinde sorumlu tutulamayacağını

Sec. 11 hükmüne göre, sorumluluğun doğabilmesi için, izahnamede yer alan bilgilerdeki eksiklik ya da gerçeğe aykırılığın “önemli” (“*material*”) olması gerekir. Ne tür eksikliklerin önemli (“*material*”) olarak kabul edileceği, *TSC Industries Inc. v. Northway Inc.* davasında açıklığa kavuşturulmuştur³⁷³; “açıklanması ihmal edilen bilginin, yatırımcının sahip olduğu diğer bilgiler ile birlikte değerlendirilmesi durumunda, yatırımcının sermaye piyasası araçlarının alımı yönündeki kararını etkilemesinin muhtemel olduğu” hallerde, önemli (“*material*”) bir eksiklik ile karşı karşıya bulunulduğu kabul edilir. ABD sisteminde, ihraççının izahnamede yer alan bilgilerin gerçeği yansıtmamasından doğan sorumluluğu kusura dayanmamaktadır; ihraççı, kusuru bulunmasa dahi bu nedenle zarara uğrayan yatırımcılara karşı sorumludur³⁷⁴. Diğer davalıların, örneğin aracı kuruluşların sorumlulukları ise kusur esasına dayanır³⁷⁵. Aracı kuruluşların, kendilerinden beklenen özeni gösterdikleri, ihraççının hukukî ve finansal incelemesini gereği gibi gerçekleştirdikleri yönünde savunma (“*due diligence defense*”) ileri sürmeleri mümkündür³⁷⁶. Bu kurumların gösterecekleri özenin derecesi ise, hükümde “*ihtiyatlı bir kimsenin kendi malvarlığını yönetirken göstereceği özen*” olarak belirlenmiştir.

Aracı kuruluşların izahnameyi doğrudan ihraççı tarafından verilen bilgilere dayanarak hazırlamaları; incelenme (“*due diligence*”) sürecinde, makul bir insanın şüphelenebileceği çelişkiler ortaya çıkmasına karşın ihraççı tarafından verilen bilgilerin doğruluğunu kontrol etmemeleri halinde kendilerinden beklenen özeni

ortaya koymuştur. Ancak bunun dışındaki hallerde, yani en iyi gayret aracılığı veya bakiyeyi yüklenim türü aracılığının kullanıldığı durumlarda, satışı yapan pay sahibinin sorumluluğuna sec. 12 (a) (2) hükmü çerçevesinde gidilebilmesi mümkündür.

³⁷³ *TSC Industries Inc. v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

³⁷⁴ **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 122.

³⁷⁵ Avustralya Hukuku’nda aracı kuruluşların sorumluluğu kusura dayanmamakta ve bu husus öğretilde eleştirilmektedir (**Golding**, s. 432).

³⁷⁶ Aracı kuruluşlar, bu yöndeki savunmalarında kullanılmak üzere; ihraççı ortaklığın bağımsız denetçilerinden, onayladıkları son finansal tabloların hazırlanma tarihinden halka arz öncesi döneme kadar (“change period”), ortaklığın finansal yapısında önem arz edebilecek bir değişiklik “göze çarpmadığını” belirten bir beyan alırlar (**Bruce L. Resnik**, *Understanding Comfort Letters for Underwriters*, *The Business Lawyer*, Vol: 34, July 1979, s. 1731; **Bartos**, s. 30; **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 129; **Afterman**, s. 774). Bu beyana “comfort letter” adı verilmektedir. Anılan beyanın SEC’e ya da başkaca bir makama sunulması söz konusu değildir. Bu beyanın yegâne fonksiyonu, gerek duyulması halinde aracı kuruluşun yeterli incelemenin yapıldığı yönündeki savunmasını desteklemek amacıyla kullanılmasıdır. Anılan beyanı kaleme alan bağımsız denetim şirketleri ise; beyanı verirken kapsamlı bir inceleme yapacak zamanları bulunmadığı ve yalnızca “önemli bir değişikliğin gözlerine çarpmadığını” belirtmekle yetindikleri için bu beyanları nedeniyle sorumlu tutulamamaktadırlar. Benzer bir beyan, ortaklığın hukuk danışmanlarından da alınır (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 92).

göstermedikleri kabul edilir³⁷⁷. Zira, *Escott v. BarChris Construction Co.* kararında da açıkça ifade edildiği üzere; aracı kuruluşların ihraççıların kendilerine sundukları bilgileri kontrol etmeksizin izahnamede kullanmalarına imkân tanınması durumunda, sec. 11'in bu kuruluşlara getirdiği inceleme yükümlülüğünün bir anlamı kalmaz ve yatırımcıyı koruma amacı gerçekleşmez.

Sec. 11 hükmüne göre ikame edilecek sorumluluk davasını, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan iktisap eden alıcıların yanısıra, bu araçları ikinci el piyasalarından iktisap eden kimseler de açabilir³⁷⁸. Yatırımcıların tazmini gereken zararı, sermaye piyasası araçlarının halka arz fiyatı ile dava tarihindeki fiyatları arasındaki farktır. Bu hesaplamada, sermaye piyasası araçları davacı tarafından dava tarihinden önce elden çıkarılmış ise elden çıkarma fiyatı dikkate alınır³⁷⁹. İzahnamedeki gerçeğe aykırılığa rağmen sermaye piyasası araçlarının fiyatı dava ya da elden çıkarma tarihinde halka arz fiyatının üzerinde bulunmakta ise, sec. 11'e göre tazmini gereken herhangi bir zararın bulunmadığı kabul edilir³⁸⁰. Yatırımcının izahnamedeki gerçeğe aykırılık ile katlandığı zarar arasındaki illiyet bağını kanıtlaması ise aranmaz³⁸¹. Zira, bu bağlantının fiilen ispat edilebilmesi son derece güçtür. Buna karşılık, davalıların sermaye piyasası araçlarının fiyatındaki

³⁷⁷ *Escott v. BarChris Construction Co.*, 283 F Supp., 643 (1968) [Bu kararın ayrıntılı incelemesi için bkz. **Haluk A. Kabaalioglu**, Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu, Batider, C. X S. 3, Haziran 1980, s. 773 vd.]. Aynı yaklaşım İngiliz Hukuku'nda da geçerlidir (**William Meade Fletcher**, *Fletcher Cyclopaedia of the Law of Private Corporations*, Vol: I A, 1993 Revised Volume (Permanent Edition), New York-Rochester 1993, s. 523). Sözü edilen davada, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşların; incelemenin ("due diligence") kendileri tarafından yapılmadığı, lider tarafından gerçekleştirildiği, bu nedenle sorumlu tutulmaları gerektiği yönündeki savunmaları da kabule şayan görülmemiştir (**Kabaalioglu**, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, s. 82). Fakat, doktrinde konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlara bu yönde bir savunmada bulunma imkânı tanınması gerektiği görüşünde olan yazarlar da mevcuttur (bkz. **Golding**, s. 420 ve orada anılan yazarlar). Uygulamada, konsorsiyum sözleşmelerine, lider kuruluşun incelemeyi ("due diligence") gereği gibi yapmaması nedeniyle diğer üyelerin yatırımcılara karşı sorumlu duruma düşmeleri halinde, bu kuruluşların uğradıkları zararın lider tarafından tazmin edileceği yönünde klozlar konulmaktadır (**Golding**, s. 420 dpn 149; **Current Issues and Developments in the Duties and Liabilities of Underwriters and Securities Dealers**, s. 349).

³⁷⁸ **Horwich**, s. 7. Ancak bunun için, dava konusu sermaye piyasası araçlarının gerçeğe aykırı nitelik taşıyan izahname vasıtasıyla satışa sunulan seri veya tertibe ait olduğu ispatlanmalıdır (Kramer v. Scientific Control Corp., karar için bkz. **Long**, no. 7.3 ve 7.4). Sec. 12 (2) hükmüne göre açılacak davalarda, yalnızca sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan satın alan kimselerin dava açabilmeleri mümkündür. Bu senetleri ikinci el piyasasından satın alanlar ihraççıya karşı bu hükmeye dayanarak dava açamazlar (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 140).

³⁷⁹ **Horwich**, s. 12.

³⁸⁰ **Horwich**, s. 13.

³⁸¹ **Golding**, s. 409.

düşüşün izahnamedeki gerçeğe aykırılık ile bağlantılı olmadığını, başka bir nedene dayandığını ispat ederek sorumluluktan kurtulabilmeleri mümkündür³⁸².

Sec. 11'in potansiyel davalılar bakımından öngördüğü sorumluluk müteselsil niteliktedir³⁸³. Davalılar, zarar gören yatırımcılara karşı, kusurları oranında müteselsilen sorumlu tutulurlar. Aracı kuruluşların bu sorumluluğa katılımları, konsorsiyum halinde bir aracılık faaliyeti söz konusu ise, halka arzına aracılık ettikleri bölümün toplam tutarı ile sınırlıdır³⁸⁴. Bu sorumluluğa ilişkin zamanaşımı ise sec. 13 hükmünde öngörülmektedir. Buna göre; davalıların sorumluluğu, izahnamedeki gerçeğe aykırılığın öğrenilmesinden itibaren 1 ve herhalde halka arzın gerçekleştirilmesinden itibaren 3 yıl sonra zamanaşımına uğrar.

Uygulamada, halka arza aracılık sözleşmesine konulan hükümler (“*indemnification clauses*”) ile, ihraççılar; aracı kuruluşların izahnamede yer alan bilgilerin gerçeğe aykırı olmaları ya da yanıltıcı taşımaları nedeniyle yatırımcılara karşı sorumlu bulunmaları halinde, bu kuruluşların uğrayacakları zararı tazmin edecekleri yönünde taahhütte bulunmaktadır³⁸⁵. Ancak aracı kuruluşların bu tür düzenlemelere dayanan tazminat istemleri, bu kuruluşların izahnamedeki gerçeğe aykırılığı bilmelerine karşın sessiz kalmaları durumunda kamu düzeni (“*public*”

³⁸² **Golding**, s. 409 dpn. 64.

³⁸³ **Horwich**, s. 13.

³⁸⁴ **David L. Ratner**, *Securities Regulation*, 2nd Ed., St. Paul-Minn. 1982, s. 85- 86. Ancak konsorsiyumu oluşturan aracı kuruluşlar müşterek ve müteselsil olarak sorumluluk altına girmiş iseler, yatırımcılara karşı sorumlulukları ihracın tamamını kapsayacak şekilde genişler (**Ratner**, s. 85-86; **Jennigs/Marsch/ Coffee/Seligman**, s. 90).

³⁸⁵ Halka arza aracılık sözleşmesinde yer alan bu tür düzenlemelere izahnamede de yer verilmesi gerekir (**Janice C. Y. How/Julian J. L. Yeo**, *The Pricing of Underwriting Services in the Australian Capital Market*, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol: 8, 2000, s. 353; **Afterman**, s. 651). Söz konusu düzenlemelerin, bu tür durumlarda ihraççılar ciddi mali sıkıntı içerisine düşeceklerinden aracı kuruluşların üzerindeki riski kaldırmadığı ifade edilmektedir (**Golding**, s. 427). Aracı kuruluşlar da, ihraççılara karşı, izahnamenin kendileri tarafından hazırlanan bölümleri ile bağlantılı olarak aynı yönde taahhütte bulunmaktadır (**Malscrido/Watter**, s. 80; **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 146). Aracı kuruluşlar, ihraççılara, izahnamenin kendileri tarafından hazırlanan ve kendi sorumlulukları altında bulunan bölümlerinin neler olduğunu belirten “kanlı mektup” (“*blood letter*”) adında bir beyan vermektedirler. Bu beyana verilen isim, aracı kuruluşlardan tahsilat yapabilmenin zorluğuna dikkat çekme amacını taşımaktadır (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 81). Bu beyanda, genellikle izahnamenin konsorsiyumunun yapısına ve sermaye piyasası araçlarının dağıtımına ilişkin bölümlerinden doğan sorumluluk aracı kuruluşlarca üstlenilmektedir. Bu bilgilerin sorumluluğa yol açabilmesi ihtimali ise neredeyse hiç yoktur (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 81).

policy”) mülâhazasıyla reddedilmektedir³⁸⁶. Bu yaklaşım, *Globus v. Law Research Inc.*³⁸⁷ davasında benimsenmiş ve aracı kuruluşun yasadan kaynaklanan sorumluluğunu akdi bir düzenleme ile ihraççıya aktarmasının yasanın yatırımcıları koruma yönündeki amacıyla bağdaşmayacağı ifade edilmiştir. Bu çözüm tarzı daha sonraki davalarda da benimsenerek yerleşik içtihat haline getirilmiş, ancak kapsam genişletilerek; yalnızca aracı kuruluşun izahnamedeki gerçeğe aykırılığı fiilen bildiği hallerde değil, bu gerçeğe aykırılıkta aracı kuruluşun ihmal ya da kusuru bulunan hallerde de bu tür akdi düzenlemelere dayanılarak istemde bulunulamayacağı kabul edilmiştir³⁸⁸. Bunun üzerine, halka arza aracılık sözleşmelerinde; aracı kuruluş ile ihraççı arasındaki rücu ilişkisini düzenleyen ve tarafların kusurları oranında sorumluluk üstleneceğini ya da aracı kuruluşun, halka arzdan elde ettiği gelir nispetinde zarara iştirak edeceğini öngören “zarara katılım hükümlerine” (“*contribution clauses*”) yer verilmeye başlanmıştır³⁸⁹. Bu hükümler, tümüyle aracı kuruluş ile ihraççı arasındaki iç ilişkiyi düzenlemekte ve aracı kuruluşun, yatırımcılara halka arz işleminden elde ettiği gelirin üzerinde ödeme yapmak durumunda kalması halinde aradaki fark için ihraççıya rücu edebilmesine olanak tanımaktadırlar. Bu tür hükümler, yukarıda belirtilen düzenlemelerin aksine, ABD Mahkemeleri tarafından geçerli olarak kabul edilmektedirler³⁹⁰.

ABD Hukuku’nda kabul edilen izahnameden doğan sorumluluk sistemi bu şekilde özetlenebilir. Sisteme yönelik en temel eleştiriler, ihraççıların sorumluluğunun kusura dayanmamasının adil olmadığı yönündeki değerlendirmelerdir³⁹¹. Fakat bu eleştirinin haklılık payı taşıdığını ifade etmek güçtür. Zira, izahnamedeki gerçeğe aykırılık nedeniyle yatırımcıların zarara uğraması

³⁸⁶ **Philip Wood**, *Law and Practice of International Finance*, London 1980, s. 181-182; **Edward F. Greene/Alan L. Beller/Edward J. Rosen/Leslie N. Silverman/Daniel A. Braverman/Sebastian R. Sperber**, *US Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, Vol: I, 6th Ed., New York 2002, no. 2. 45 dpn. 168. İngiliz Hukuku’nda benimsenen çözüm tarzı da aynı doğrultudadır (**Ross Cranston**, *Principles of Banking Law*, 2nd Ed., New York 2003, s. 337; **Fletcher**, s. 524).

³⁸⁷ *Globus v. Law Research Inc.*, 418 F. 2d. 1276 (1969).

³⁸⁸ **Golding**, s. 428.

³⁸⁹ **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 178. Aracı kuruluşların, olası bir sorumluluk ihtimaline karşı mali sorumluluk sigortası yaptırabilmeleri de mümkündür (**Barber**, s. 129; **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 132). Ancak sigorta şirketleri, haklı olarak, aracı kurumun izahnamedeki gerçeğe aykırılığı bilmesine karşın sessiz kalması ihtimalini sigorta kapsamına almayı reddetmektedirler (**Barber**, s. 129). Bu tip bir mali sorumluluk sigortasının maliyeti ise oldukça yüksektir (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 132).

³⁹⁰ **Golding**, s. 431.

³⁹¹ **Horwich**, s. 42.

halinde; diğ er davalıların sorumluluğ u kusur esasına dayandığ ına g ö re, bu kimselerin sorumlu tutulamadıkları ihtimallerde ihraçcının sorumluluğ una gidilebilmesi zorunluluk arz etmektedir. Gerçekten, ihraçcının kusuru olmadığı yönünde savunma yaparak sorumluluktan kurtulmasına olanak tanınması halinde, yatırımcıların zararlarını tazmin edebilecek bir sorumlu bulunamayacaktır. Yasanın amacı yatırımcıları korumak olduğ una g ö re; halka arzdan en büyük getiriyi elde eden potansiyel davalı olan ihraçcının sorumluluğ unun kusura dayandırılmaması son derece mantıklı ve hakkaniyete uygun bir yaklaşımdır. Sisteme yönelik ikinci eleştiri ise, raf kayıt sisteminde sermaye piyasası araçlarının kayda alınma süresi 48 saate kadar düşebildiğ inden, aracı kuruluşların ihraççı üzerinde inceleme (“*due diligence*”) yapma imkânından fiilen yoksun buldukları yönündedir³⁹². Bu eleştirinin temelinde ise sorumluluk mekanizmasından çok raf kayıt sisteminin bulunduğ unu söyleyebilmek mümkündür. Doktrinde, raf kayıt sisteminde aracı kuruluşun “*due diligence*” yapma imkânı bulunmadığı nın, bu kuruluşlara karşı açılan sorumluluk davalarında mahkemelerce göz önüne alınması gerektiğ i haklı olarak ifade edilmektedir³⁹³. Değ inilen bu eleştirilere karş ın, Menkul Kıymetler Kanunu sec. 11 hükmünde ö ngörülen sorumluluk rejiminin yerleşmiş bir uygulaması bulunduğ u ve özellikle yetmişli yıllardan itibaren toplu dava (“*class action*”) sistemine geçilmesiyle dava açma maliyetlerinin düşmesi sonucunda yatırımcılar tarafından etkin bir şekilde kullanılmakta olduğ u belirtilmelidir³⁹⁴.

İngiliz Hukuku’nda, Finansal Hizmetler Kanunu ile ö ngörülen sorumluluk kusur esasına dayanmakta ve izahnamenin hazırlanmasına iştirak eden kimseler, yalnızca kendileri tarafından hazırlanan bölümün içeriğ inden sorumlu tutulmaktadırlar³⁹⁵.

Alman Hukuku’nda ise, “*Verkaufsprospektgesetz*” ve “*Börsengesetz*”, aracı kuruluş a, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını arz fiyatı üzerinden satın alarak sulh olma imkânı tanınmakta ve bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğ unu

³⁹² **Loss/Seligman**, s. 90; **Fox**, s. 352.

³⁹³ **Fox**, s. 357.

³⁹⁴ **Golding**, s. 412. Toplu dava sisteminin, ihraççı ve aracı kuruluşları sulhe zorlayan bir etkisi bulunduğ u da ifade edilmektedir (**Golding**, s. 415).

³⁹⁵ **Van der Goot**, s. 123.

225.000 Euro'luk miktar ile sınırlamaktadır³⁹⁶. Hollanda'da ise, mevzuatta izahnameden doğan hukukî sorumluluğa ilişkin özel bir düzenlemeye rastlanılmamaktadır. Dolayısıyla, bu sorumluluğun, sözleşmeye aykırılık ya da haksız fiile ilişkin genel hükümlere dayandığı kabul edilmektedir³⁹⁷. Bu ülkede, Almanya menşeli COOP A.G.'nin iştiraki konumunda bulunan COOPAG Finance N.V.'nin Amsterdam Borsası'nda gerçekleştirdiği borçlanma senedi halka arzında kullanılan izahnamede yer alan bilgilerin gerçeğe aykırı nitelik taşıması nedeniyle açılan davada, Hollanda Yüksek Mahkemesi; aracı kuruluşların izahnamenin kendileri tarafından hazırlanmayan bölümleri için sorumluluğu reddettiklerine dair kayıtlar öngörme imkânına sahip olduklarını, böyle bir çekincenin bulunmadığı hallerde ise belgenin tamamından sorumlu tutulacaklarını karara bağlamıştır³⁹⁸. Ayrıca bu kararda, diğer haksız fiil davalarının aksine, izahnamede yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğunu ispat yükünün aracı kuruluşa ait olduğu kabul edilmiştir³⁹⁹. İsviçre Hukuku'nda ise, izahnameden doğan sorumluluk Borçlar Kanunu'nun 752. maddesinde düzenlenmektedir. Söz konusu hüküm, izahnamede gerçeğe aykırı ya da yanıltıcı bilgi bulunması halinde, belgenin hazırlanmasına iştirak eden kimseler bakımından müteselsil sorumluluk öngörmektedir⁴⁰⁰. Bu sorumluluk, yalnızca yasal zorunluluk sonucu izahname düzenlenen hallerde değil, yasal bir zorunluluğun bulunmamasına karşın izahname kullanılan hallerde de aynen söz konusu olmaktadır⁴⁰¹.

³⁹⁶ **Van der Goot**, s. 123.

³⁹⁷ **Jan R. Schaafsma**, Prospectus Liability: The Example of the Auditors in the Netherlands Context, Bulletin Joly: Bourse et Produits Financiers Special Issue, April 1994, s. 27; **Van der Goot**, s. 123.

³⁹⁸ **Van der Goot**, s. 127. Dava konusu olayda, finansal bilgilerin bağımsız denetim kuruluşu tarafından hazırlanmasına rağmen, izahnamede aracı kuruluşun bu bilgilere ilişkin olarak sorumlu bulunmadığına dair herhangi bir kayıt öngörülmemiştir. Yüksek Mahkeme, bu nedenle, aracı kuruluşun finansal bağımsız denetim kuruluşunun yaptığı işi yeniden yaparak finansal bilgileri kontrol etmesinin beklenmediğini; ancak bu verileri bağımsız bir fikre sahip olacak ölçüde incelemesinin zorunlu olduğunu belirterek aracı kuruluşu sorumlu bulmuştur.

³⁹⁹ **Van der Goot**, s. 127.

⁴⁰⁰ **Hardegger**, s. 113. Hüküm, yalnızca izahname üzerinde imzası bulunanlar bakımından değil, izahnamenin hazırlanmasına iştirak eden herkes bakımından sorumluluk öngörmektedir (**Erhard Gyger**, Les émissions Bancaires, Révision Bancaire II, 2e éd., St-Gall 1988, s. 143). Borçlanma senedi ihraçlarında kullanılan izahnamelerden doğan sorumluluk ise CO 1156 (3) hükmünde düzenlenmiştir ve davalılar bakımından, CO 752'ye paralel olarak müteselsil sorumluluk öngörmektedir.

⁴⁰¹ **Pestalozzi/Gmsler/Patry**, s. 380. İsviçre Hukuku'nda, kotasyon formlarından doğan hukukî sorumluluğun da CO 752'ye dayandığı kabul edilmektedir (**Peter Nobel**, Swiss Finance Law and International Standards, Berne 2002, s. 751).

ec. Türk Hukuku'nda Benimsenen Sistem

İzahnameden doğan sorumluluğun Türk Hukuku'ndaki görünümü, aşağıda SPKn.'nda yer alan düzenleme ve Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda benimsenen sistem bakımından ayrı ayrı incelenecektir.

eca. SPKn.'nda Yer Alan Düzenleme

SPKn.'nun 3794 sayılı Kanun md. 6 ile değişik md. 7/II hükmünde; izahname ve sirkülerin, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanacağı, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından ihraççıların sorumlu olduğu; ancak kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılardan tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilebileceği ifade edilmektedir. Hükümde yer alan “*gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmama*” ifadesinden, aynen ABD Hukuku'nda olduğu gibi, izahnamede “eksik”, “yanlış” veya “yanıltıcı” bilgilere yer verilmesini anlamak gerekir⁴⁰². Dolayısıyla, izahnamedeki bilgilerin doğru olmasına karşın eksik bulunması ihtimalinde de sorumluluk doğabilmektedir⁴⁰³. Benzer şekilde, izahnamede yer alan bilgilerin doğru olmalarına karşın, sunuluş biçimleri itibariyle yanıltıcı nitelik taşımaları halinde de sorumluluk gündeme gelebilir⁴⁰⁴.

Hükümde aracı kuruluşlar bakımından öngörülen sorumluluk “kusur sorumluluğu” niteliğindedir⁴⁰⁵. Öğretideki hakim görüş, aracı kuruluşun kusurunun yatırımcı tarafından ispat edilmesi gerektiği yönündedir⁴⁰⁶. İhraççılar bakımından öngörülen sorumluluk ise kusura dayanmamaktadır; ihraççılar, kusurlu olup olmadıklarına bakılmaksızın, izahname ve sirkülerde yer alan gerçeğe aykırılıktan her halükarda sorumlu tutulmaktadırlar. Bu itibarla, gereken özeni gösterdiklerine dair

⁴⁰² **Kabaalioglu**, İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu, s. 773.

⁴⁰³ **Yanlı**, s. 151. İzahnamede yer alan bilgilerin, açıklanmayan bilgilerin açıklanması ihtimalinde farklı anlam ifade edecekleri ya da anlamlarını yitirecekleri hallerde de aynı sonuca ulaşmak gerekir (**Mehmet Murat İnceoğlu**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 134).

⁴⁰⁴ **Sönmez**, s. 116 dpn. 34.

⁴⁰⁵ **İnceoğlu**, s. 131.

⁴⁰⁶ **İnceoğlu**, s. 131; **Arı**, s. 84. Bu konuya ilişkin görüşümüz, izahnameden doğan sorumluluğun hukukî niteliğinin incelendiği (“ed”) başlığı altında ortaya konulacaktır.

savunma yaparak sorumluluktan kurtulabilmeleri mümkün değildir. Aracı kuruluşlar yönünden öngörülen sorumluluk, “miktar yönünden sınırlı” ve “tali” (“ikinci derece”) niteliktedir⁴⁰⁷. Aracı kuruluşlara, ancak zararın ihraççı tarafından tazmin edilmeyen kısmı için başvurulabilir. Dolayısıyla, aracı kuruluşa başvurabilmenin ön şartı ihraççı ortaklığa başvurulmasıdır⁴⁰⁸. Önce ihraççıya başvurulması gerektiği yönündeki savunma def’i değil, itiraz niteliğindedir⁴⁰⁹. Bu noktada, kollektif ortaklık ortağının şirket borçlarından sorumluluğuna ilişkin TTK md. 179/I hükmünün kıyasen uygulanması ve ihraççı ortaklığa karşı yapılan takibin semeresiz kalması (aciz vesikasına bağlanması) ya da ihraççı ortaklığın sona ermesi durumlarında aracı kuruluşa başvurulabileceğinin kabul edilmesi gerektiği belirtilmektedir⁴¹⁰. Yatırımcılardan birinin aciz vesikası almasının diğerleri bakımından da yeterli görülmesi gerektiği de haklı olarak ifade edilmektedir⁴¹¹. Yatırımcı asıl borçlu olan ihraççıyı takipte gerekli özeni göstermez ve bu nedenle tahsilât yapamazsa, aracı kuruluşa başvuru imkânını kusuru oranında kaybeder⁴¹².

ABD Hukuku’nda benimsenen sistemin aksine, Türk doktrinindeki hakim görüş, yatırımcı nezdinde oluşan zarar ile aracı kuruluşun özen eksikliği arasında illiyet bağı bulunması gerektiğini kabul etmektedir⁴¹³.

Bağımsız denetim kuruluşlarının izahnameden doğan sorumluluğu konusunda ise SPKn. md. 7/II hükmünde herhangi bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak 4794 sayılı Kanun md. 15 ile değişik SPKn. md. 16/IV hükmünde; bağımsız denetleme kuruluşlarının, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan

⁴⁰⁷ **İnceoğlu**, s. 132; **Arı**, s. 82. Aracı kuruluşun sorumluluğunun ikinci derede, yani tali nitelikte olması nedeniyle; ihraççı ile aracı kuruluşun yatırımcılara karşı müteselsilen sorumlu bulunmaları söz konusu değildir (**Arı**, s. 82; Aksi görüş için bkz. **Serdar Karababa**, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s. 85. Yazar, buradaki sorumluluğu müteselsil olarak nitelendirmektedir).

⁴⁰⁸ **Arı**, s. 82.

⁴⁰⁹ **İnceoğlu**, s. 135.

⁴¹⁰ **Arı**, s. 83.

⁴¹¹ **Arı**, s. 83 dpn. 120.

⁴¹² **İnceoğlu**, s. 137.

⁴¹³ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 276; **İnceoğlu**, s. 133-134. **Bilgili** ise, yatırımcının, zarar ile izahname ya da sirkülerde yer alan gerçeğe aykırılık arasındaki illiyet bağıını ispat yükü altında olmadığını kabul etmektedir (**Yanılı**, s. 152 dpn. 175’den naklen; **Fatih Bilgili**, Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem türkischen Kapitalmarktrecht- Vergleich und Hinweis auf die deutsche Lösung, Frankfurt 2000, s. 90- 93).

hukuken sorumlu oldukları belirtilmektedir. Bu hüküm, söz konusu kuruluşların izahnameden doğan sorumlulukları bakımından da temel oluşturmaktadır⁴¹⁴. Nitekim, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 23. maddesinin II. fıkrasında; ön izahname, izahname, ön talep toplama duyurusu ve sirkülerde yer alan bilgilerden ihraççıların sorumlu oldukları; aracı kuruluşların da, bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler hariç olmak üzere, bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından sorumlu buldukları ifade edilmiştir. Bu hüküm, izahnamede yer alan bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan doğan sorumluluğun, Kurul tarafından, bağımsız denetim kuruluşlarına ait olarak algılandığını açıkça ortaya koymaktadır.

SPKn. md. 7/II hükmünün açık ifadesi karşısında, izahnamede, ihraççıların ya da aracı kuruluşların yatırımcılara karşı olan sorumluluklarını sınırlamaya yönelik kayıtlara yer verilebilmesi mümkün değildir. Böyle bir durum, anılan hükmün öngördüğü sorumluluk mekanizmasının devre dışı bırakılması anlamına geleceğinden kabul edilemez.

Türk öğretisinde, “SPKn. md. 7/II hükmünün aracı kuruluşlara yüklediği özen yükümünün, halka arza aracılık sözleşmesine konulabilecek kayıtlarla hafifletilemeyeceği” görüşü hakimdir⁴¹⁵. Bu ifade ile kastedilen, aracı kuruluşun yatırımcılara karşı sorumlu duruma düşmesi nedeniyle uğradığı zararın ihraççı tarafından tazmin edileceğine dair akdi düzenlemelerdir. *İnceoğlu*, bu tip düzenlemelerin etkisinin nispi olduğunu, yatırımcıya karşı ileri sürülemeyeceklerini belirtmekte ve bu nedenle de sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde geçerli kabul edilmeleri gerektiğini savunmaktadır⁴¹⁶. Yazar, işaret ettiği noktada haklıdır. Gerçekten de, halka arza aracılık sözleşmesinde yer alan bu tür düzenlemelerin yatırımcılara karşı ileri sürülebilmesi nispilik ilkesi gereğince mümkün değildir. Bu tür düzenlemeler ABD Hukuku'nda da taraflar arasında kural olarak geçerli kabul edilmektedirler. Ancak aracı kuruluşun durumu bilmesine karşın izahnamedeki gerçeğe aykırılığa sessiz kaldığı ya da bu konuda kusurlu hareket ettiği durumlarda, kamu düzeni mülahazasıyla, aracılık sözleşmesinde yer alan bu tür düzenlemelere

⁴¹⁴ Yanlı, s. 152.

⁴¹⁵ Ünal, Aracı Kurumlar, s. 276; Arı, s. 83; Sönmez, s. 117.

⁴¹⁶ İnceoğlu, s. 137 dpn. 234.

dayanarak tazminat talebinde bulunulmasına imkân tanınmamaktadır⁴¹⁷. Biz, aynı yaklaşımın, BK md. 98 hükmünün atfıyla akdi ilişkiler bakımından da uygulama alanı bulabilen BK md. 44 hükmünün yardımıyla Türk Hukuku'nda da benimsenebileceği kanaatindeyiz.

ecb. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda Benimsenen Sistem

SPK md. 7/II hükmünde yer alan düzenleme, aracı kuruluşlar bakımından “sınırlı” ve “tali” (“ikinci derecede”) bir sorumluluk öngörmesi nedeniyle yatırımcılara yeterli korumayı sağlamamaktadır. Nitekim, gelişmiş sermaye piyasası sistemlerinde, aracı kuruluşlar için “ikinci derecede” sorumluluk öngörülmesi pek rastlanılan bir olgu değildir.

Bu durum, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın md. 8/II hükmünde yeni bir sorumluluk rejimi öngörülmesine zemin hazırlamıştır. Düzenleme, Taslağın sermaye piyasası araçlarının halka arzına ilişkin mekanizmada benimsediği temel değişikliklerden bir tanesidir. Söz konusu hükme göre; “*İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ve ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Varsa satış yapan ortaklar izahnamenin kendileriyle ilgili kısımlarını imzalar. İzahname ve sirkülerde yer alan finansal tabloların bağımsız denetimini yapan kuruluşlar da izahname ve sirkülerde bu bilgilerin yer aldığı kısımları imzalar*”. Hükümde, aracı kuruluşların ikinci derecede sorumlu tutulmaları sistemi terk edilerek bu kuruluşlara da birinci derecede sorumluluk yüklenmektedir. Bu değişiklik, aracı kuruluşları ihraççının incelenmesi (“*due diligence*”) sürecinde daha dikkatli davranmaya yönelteceğinden, yatırımcıların korunması bakımından yaklaşıldığında son derece olumludur. Ayrıca, bağımsız denetim kuruluşları ve satışı yapan ortaklara da sorumluluk yüklenmekte ve bunların sorumluluklarının izahnamenin hangi bölümleri ile sınırlı kabul edileceği de açıkça belirtilmektedir.

Buna karşılık, hükümde derhal göze çarpan bazı eksiklikler de bulunmaktadır. İlk olarak, sorumlu tutulabilecek kimselerin yatırımcılara müteselsilen sorumlu olup olmayacakları düzenlenmemiştir. Burada BK md. 50 hükmü uyarınca müteselsil sorumluluğun söz konusu olacağına tereddüt duymamak gerekir; fakat bu hususa

⁴¹⁷ Ayrıntılı bilgi için yukarıda (“eb”) başlığı altında sunulan açıklamalarımıza bakınız.

hükümde de yer verilmesi faydalı olacaktır. Ayrıca, ihraççı ve satışı yapan ortak dışındaki sorumluların, yani aracı kuruluşlar ile bağımsız denetim firmalarının sorumluluğunun “kusur sorumluluğu” niteliğinde olduğu ve bu kuruluşların, gerekli özeni gösterdikleri yönünde savunma yaparak sorumluluktan kurtulabilecekleri de belirtilmelidir. Bunun yanı sıra, aracı kuruluş ve bağımsız denetim firmalarının kusurlu bulunduğunu ispat yükü de yatırımcının omuzlarından alınmalıdır. Özellikle küçük yatırımcılar bakımından, izahnamede yer alan teknik içerikli bilgilerde bu kuruluşların kusuru bulunduğunu ispat edebilmek neredeyse olanaksızdır. Zira, küçük yatırımcılar izahnamede yer alan verilere temel teşkil eden teknik bilgi ve dökümanlara ulaşma imkânına sahip değildirler. Aracı kuruluşlar ve bağımsız denetim şirketlerinin kusurlu olmadıklarını ispat etmelerinin aranması hakkaniyete daha uygundur. Yatırımcının izahnamedeki gerçeğe aykırılık ile zarar arasındaki illiyet bağıını ispat edebilmesi de çok güçtür. Zira, sermaye piyasalarındaki fiyat dalgalanmaları çok çeşitli etkenlere dayanabilmekte ve anlık olarak gelişebilmektedir. Herhangi bir andaki fiyat düşüşünün belirli bir etkene bağlı olduğunu ispat edebilmek, bu durumun piyasa oyuncularından bilinmesine karşın, çoğu zaman teknik açıdan imkânsızdır. Dolayısıyla, izahnamedeki gerçeğe aykırılık ile zarar arasındaki illiyet bağının ispatının aranmaması; ancak davalılara halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının fiyatındaki düşüşün izahnamedeki gerçeğe aykırılığın dışındaki bir nedenden kaynaklandığını ispat şansı tanınması kanımızca daha yerinde olacaktır. Nitekim, izahnameden doğan sorumluluğa ilişkin olarak kusurun ispatı ve illiyet bağı yönünden mukayeseli hukukta benimsenen yaklaşım da, yukarıda (“eb”) başlığı altında ayrıntılı olarak açıkladığımız üzere bu yöndedir.

Ancak kısa bir genel değerlendirme yapmak gerekirse, Taslağın benimsediği sistem, yukarıda açıklanan eksikliklerin giderilmesi kaydıyla mevcut SPKn. md. 7/II hükmüne oranla daha modern ve yatırımcının korunması bakımından daha olumlu bir sistem görünümü vermektedir.

ed. İzahnameden Doğan Sorumluluğun Hukukî Niteliği

İzahnameden doğan sorumluluğun hukukî niteliği tartışmalıdır. *Alpa*, bu sorumluluğun hukukî temelini ülkeden ülkeye ve yazardan yazara değişebildiğini

ve akdi ya da akit dışı sorumluluk olarak kabul edilebildiğini belirtmektedir⁴¹⁸. *Nobel*,’e göre, izahnameden doğan hukukî sorumluluk haksız fiil temeline dayanmaktadır⁴¹⁹. *Long, Cranston* ve *Schaafsma* ise, yatırımcılara karşı, en iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim türü aracılığın söz konusu olduğu hallerde ihraççının; tümünü yüklenimin söz konusu olduğu durumlarda ise sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan satın alarak kendi adına satışı sunan aracı kuruluşun akdi sorumluluk altında bulduklarını kabul etmektedirler⁴²⁰.

İzahnameden doğan sorumluluğun hukukî niteliği konusunda Türk öğretisinde de görüş ayrılıkları mevcuttur. *Tekinalp* bu sorumluluğunun temelinde haksız fiil hükümlerinin bulunduğunu kabul ederken⁴²¹; *Sönmez*, bu sorumluluğu, aracı kuruluşlar yönünden “*culpa in contrahendo*” temeline dayandırmaktadır⁴²². *İnceoğlu* ise, aracı kuruluşları esas alarak yaptığı değerlendirmede; SPKn. md. 7/II hükmünde bu kuruluşlar bakımından öngörülen sorumluluğun tali nitelikte olduğunu ve bu durumun söz konusu sorumluluğun haksız fiil temeline dayandırılmasını engellediğini; burada kanundan doğan bir sorumluluğun bulunduğunu ve bu sorumluluğa haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanması gerektiği ifade etmektedir⁴²³.

⁴¹⁸ **Guido Alpa**, The Harmonisation of the EC Law of Financial Markets in the Perspective of Consumer Protection, *European Business Law Review*, 2002, s. 535.

⁴¹⁹ **Nobel**, s. 751. Yazar, duruma göre “*culpa in contrahendo*” sorumluluğunun da söz konusu olabileceğini belirtmektedir.

⁴²⁰ **Long**, no. 7.4; **Cranston**, s. 336; **Schaafsma**, s. 27. **Gower** ise, tümünü yüklenimin söz konusu olduğu hallerde, izahnameden birinci derecede sorumlu olanın satıcı sıfatıyla hareket eden aracı kuruluş olduğunu ifade etmektedir (**L. C. B. Gower**, *Gower’s Principles of Company Law*, 4th Ed., London 1979, s. 341).

⁴²¹ **Çelik** de, bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğu bakımından haksız fiil hükümlerini gerekçe göstermektedir (**Aytekin Çelik**, *Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu*, Ankara 2005, s. 152 ve 162). Bu görüşü savunan yazarlara **Arı** ve **Kütükçü** de eklenebilir. Zira, adı geçen yazarlar da, izahnameden doğan sorumluluğun zamanaşımına ilişkin olarak haksız fiil zamanaşımını esas aldıklarına göre aynı doğrultuda düşünmektedirler (**Arı**, s. 83; **Kütükçü**, s. 245).

⁴²² **Sönmez**, s. 120. “*Culpa in Contrahendo*” kavramının karşılığını, Anglosakson Hukuku’nda “*caveat emptor*” kavramı oluşturmaktadır.

⁴²³ **İnceoğlu**, s. 133. Yazar, pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arzlarda ihraççı ortaklığın izahname içeriğinden sorumlu tutulmasını da eleştirmekte ve buradaki sorumluluğun “kusursuz sorumluluk” olarak da nitelendirilemeyeceğini; zira, diğer kusursuz sorumluluk hallerinden farklı olarak, sorumluluk nedeninin ortaklığın iktidar alanının dışında kaldığını belirtmektedir (**İnceoğlu**, s. 135-136).

İnceoğlu'nun bu görüşü tarafımızca da paylaşılmaktadır. Zira, aracı kuruluşlar bakımından öngörülen sorumluluğun haksız fiil temeline dayandığı kabul edilir ise; bu kuruluşların sorumluluğunun niçin ikinci derece ve miktar yönünden sınırlı olarak öngöröldüğünü açıklayabilmek mümkün olmayacaktır. Gerçekten, öngörölmüş olan bir haksız fiil sorumluluğu olsa idi, aracı kuruluşların; ihraççıdan bağımsız olarak, haksız fiil faili sıfatıyla, ika etmiş oldukları zararı herhangi bir miktar sınırlaması ve önce ihraççının takip edilmesi şartı söz konusu olmaksızın tazmin etme yükümlölüğü altında bulunmaları gerekirdi. Bu itibarla, hükümde öngörülen sorumluluğun; haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabileceği yasadan doğan bir sorumluluk olarak kabul edilmesi isabetli bir tespittir.

Fikrimizce, ister SPKn. md. 7/II hükmünde yer alan ve aracı kuruluşlara ikinci derece sorumluluk yükleyen yürürlükteki düzenleme, ister Taslağın 8. maddesinin II. fıkrasında benimsenen ve tüm potansiyel davalıları birinci derecede sorumlu olarak kabul eden sistem esas alınsın; izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden doğan sorumluluk her halükarda “kanundan doğan” (“*ex lege*”) bir sorumluluk niteliği taşımaktadır. Gerçekten, bu sorumluluğun haksız fiil hükümlerine dayandığı kabul edilecek olursa, sorumlunun kusurunu ve bu kusur ile zarar arasındaki illiyet bağını ispat yükü yatırımcının omuzlarında kalacaktır. Yatırımcının bu hususları ispat edebilmesinin son derece güç olduğunu, bu nedenle modern sermaye piyasası sistemlerinin izahnameden doğan sorumluluk davalarında kusur ve illiyet bağının ispatını aramadığını yukarıda belirtmiştik⁴²⁴. Şu halde, bu sorumluluğun temelini haksız fiil hükümlerine dayandırmak, SPKn. md. 1 hükmü uyarınca asıl korunmak istenen kitle konumunda bulunan yatırımcıların aleyhine sonuç doğuracağından doğru bir yaklaşım olmayacaktır. İzahnameden doğan sorumluluğun, “*culpa in contrahendo*” (“akit görüşmelerinden doğan sorumluluk”) kavramı ile de açıklanabilmesi mümkün değildir. Zira, yatırımcı ile sermaye piyasası araçlarının satımına ilişkin akdi yapan, duruma göre ya ihraççı ya da aracı kuruluştur. En iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim türü aracılıklarda aracı kuruluş ihraççı namına hareket ettiğinden, sermaye piyasası araçlarının satımına ilişkin akit ihraççı ile yatırımcı arasında yapılmakta; tümünü yüklenim türü aracılıkta ise, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan satın alarak kendi adına sattığından, akdin tarafları

⁴²⁴ Bkz. yuk (“eb”).

yatırımcı ve aracı kuruluş olmaktadır. Şu halde, “*culpa in contrahendo*”, aracı kuruluşlar bakımından yalnızca tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde gündeme gelebilir. Bunun dışındaki hallerde, aracı kuruluş ile yatırımcı arasında bir akit bulunmadığından, aracı kuruluşun akit görüşmelerinden doğan sorumluluk temeline dayanan bir sorumluluk altında bulunması düşünülemez. Aynı yorum tarzı benimsenerek, tümünü yüklenim türü ihraçlarda ise ihraççının “*culpa in contrahendo*” hükümlerine göre sorumlu tutulmasının mümkün olmadığı, zira bu ihtimalde yatırımcı ile ihraççı arasında herhangi bir akdi ilişki bulunmadığı ifade edilebilir.

Bu itibarla, kanımızca izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerden doğan sorumluluk; “*ex lege*”, yani kanundan doğan bir sorumluluk olarak kabul edilmelidir. En iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim türü aracılığın söz konusu olduğu hallerde ihraççı, tümünü yüklenimin söz konusu olduğu hallerde ise aracı kuruluş, izahnameden doğan kanunî sorumluluklarının yanısıra; yatırımcılara karşı, aralarındaki akdi ilişki nedeniyle BK md. 96 vd. hükümleri çerçevesinde de sorumlu bulunmaktadır. Bu olasılıklarda, kanundan doğan sorumluluk ile akdi sorumluluk yarışma halindedir. Yatırımcı, duruma göre, kendisi ile akdi ilişki içerisinde bulunan ihraççı ya da aracı kuruluşa karşı, şartlarının gerçekleşmesi halinde hata ve hile hükümlerinden yararlanarak sözleşmeyi geçersiz kılabilir ya da uğradığı zararın BK md. 96 vd. hükümleri çerçevesinde tazminini talep edebilir. Buna hiçbir engel yoktur. İzahnameden doğan sorumluluk hükümlerinin amacı, yatırımcılara, Borçlar Kanunu’nun sağladığı korumaya ek bir koruma sağlamaktır; yoksa Borçlar Kanunu’nun kendilerine sağladığı imkânları ellerinden almak değildir. Bu ek koruma, yatırımcı ile akdi ilişki içerisinde bulunmayan kuruluşların da izahname içeriğinden sorumlu tutulmaları, bir diğer ifadeyle alternatif sorumlular yaratılması yoluyla sağlanmaktadır.

İzahnameden doğan sorumluluğun kanundan kaynaklanan sorumluluk niteliği taşıdığı düşünüldüğünde, pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde kullanılan izahnameden ihraççı ortaklığın sorumlu tutulması daha kolay anlaşılabilir. Zira, halka arzı yapılan, satışı yapan kendisi olmasa da ihraççı tarafından çıkarılan sermaye piyasası araçlarıdır. İzahnamede ihraççıya ait belirli bilgilerin ve finansal tabloların bulunması zorunlu olduğuna göre, ihraççının izahnameyi

imzalamak suretiyle bu belgede kendisi hakkında yer verilen bilgilerin doğru olduğunu yatırımcılara tekeffül etmesi de kaçınılmazdır. Belirtmek gerekir ki, ihraççının kendisine yöneltilen bu yöndeki bir talebi reddedebilmesi SPKn. md. 7/II hükmü karşısında mümkün bulunmamaktadır. Dolayısıyla, **İnceoğlu**'nun pay sahipleri tarafından yapılan halka arzlarda kullanılan izahnamelerden ihraççıların sorumlu tutulmalarının makul olmadığına ilişkin eleştirilerine⁴²⁵ katılabilmemiz mümkün değildir.

Doktrindeki genel eğilim, izahnameden doğan sorumluluğa haksız fiil zamaşaşımının uygulanması yönündedir⁴²⁶. SPKn.'nda hüküm bulunmaması nedeniyle md. 2/II uyarınca genel hükümlere gidilmesi gerektiğine göre, izahnameden doğan sorumluluğa BK md. 60 hükmünde öngörülen 1 ve 10 yıllık zamaşaşımı sürelerinin “kıyasen” uygulanması bize de makul görünmektedir.

3. Satış

Sermaye piyasası araçlarının halka satışı, SPKn.'nun “*Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınması, İhracı, Halka Arz ve Satışı*” başlıklı⁴²⁷ İkinci Bölüm'ünün dördüncü maddesi olan 3794 sayılı Kanun md. 6 ile değişik md. 7 hükmünde düzenlenmiştir. Bu hükmün ilk fıkrasının ilk cümlesine göre, “*Sermaye piyasası araçlarının halka satışı, izahnamede gösterilen esaslar ve belirlenen satış süresi dahilinde yapılır*”⁴²⁸. Sermaye piyasası araçlarının satış süreci, aşağıda; satış yöntemleri, ek satış hakkı, borsaya kotasyon, tam ve nakden ödeme ilkesi, satılan araçların teslim süreleri ve satış sonuçları hakkında Kurul'a bilgi verilmesi başlıkları altında incelenecektir.

⁴²⁵ Bkz. yuk. dpn. 423.

⁴²⁶ **Arı**, s. 84; **Kütükçü**, s. 245.

⁴²⁷ 3794 sayılı Kanun ile değişik bölüm başlığıdır.

⁴²⁸ Hükmün 3794 sayılı Kanun ile değiştirilmeden önceki metninde; halka arz yolu ile satışın, arz izninde gösterilen satış süresi içinde yapılacağı ifade edilmekte ve bu sürenin üç ayı geçemeyeceği belirtilmekteydi. Bu ifade, izinde belirtilen satış süresinin izin verildiği tarihten itibaren mi, halkın menkul kıymetleri satın almaya davet edildiği tarihten itibaren mi başlayacağı tartışmasını yaratmış ve öğreti ikinci olasılıktan yana tavır almıştı (**Somer**, s. 105). Bugün yürürlükte olan metin ise izahnamede belirtilen satış süresine atıf yapmaktadır. Uygulamada, satış süresi izahnamelerde belirli bir tarih aralığı olarak açıkça belirlendiğinden, değinilen tartışmanın bugün için fazlaca bir anlamı kalmamıştır.

a. Satış Yöntemleri

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında uygulanabilecek satış yöntemleri, Seri:VIII No: 22 sayılı Tebliğ'de belirlenmiştir⁴²⁹. Bu Tebliğ'de; “talep toplama”, “talep toplamaksızın satış” ve “borsada satış” olmak üzere üç ayrı satış yöntemi öngörülmektedir (md. 2). Tebliğ'in 3. maddesinin II. fıkrasına göre, kural olarak bu yöntemlerden herhangi birinin seçilmesi ihraççı ya da halka arzı gerçekleştirecek olan pay sahibinin ihtiyarındadır. Ancak bazı ihraççıların belirli yöntemleri uygulamaları zorunludur. Şöyle ki; hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların yeni pay alma haklarının kullandırılmasından sonra kalan paylarının satışında “borsada satış” yönteminin kullanılması zorunluluğu bulunmaktadır (md. 3.1.1). Ayrıca, 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 birinin uygulanması mecburidir (md. 3.1.2). Bunun yanı sıra, md. 3.1.3 hükmünde öngörülen şartları taşıyan halka açık anonim ortaklıkların da, sermaye artırımı yoluyla yapacakları halka arzlarında “talep toplama” ve “borsada satış” yöntemlerinden birini uygulamaları zorunlu bulunmaktadır. Kurul, gerekli görmesi halinde, 3.1.2. ve 3.1.3. numaralı hükümlerin kapsamına giren durumlarda, talep toplama ya da borsada satış yöntemlerinden birinin kullanılmasını zorunlu tutabilir veya bu zorunluluğu kaldırabilir.

aa. Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri toplanır ve bu taleplerin değerlendirilmesi ile satışa sunulan sermaye piyasası araçları yatırımcılar arasında dağıtımına tabi tutulur (md. 4.1). Talep toplama yöntemiyle satış; “sabit fiyatla”, “fiyat teklifi alma” ve “fiyat aralığı” yoluyla talep toplanarak gerçekleştirilebilir. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, ihraççı veya hissedar tarafından; satışa sunulan aracın hisse senedi olması durumunda sabit bir fiyat, borçlanma senedi olması durumunda ise sabit bir faiz oranı belirlenir ve bu fiyat ya da faiz oranı üzerinden talep toplanır. Fiyat teklifi alma yoluyla talep

⁴²⁹ Seri:VIII No: 22 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 27.10.1993, S. 21741).

toplanması halinde ise, sabit fiyatla talep toplanmasından farklı olarak hisse senetleri için asgari bir satış fiyatı, borçlanma senetleri için ise azami faiz oranı belirlenir ve ilk olasılıkta bu fiyatın üzerindeki, ikinci olasılıkta ise bu oranın altındaki talepler toplanır. Fiyat aralığı yoluyla talep toplanması halinde ise, hisse senetleri için aralarındaki fark %20'yi geçmemek kaydıyla bir “taban” ve bir “tavan” fiyat belirlenir ve tavan fiyat üzerinden talep toplanır. Bu yöntemde, gerçekleşen fiyat ile tavan fiyat arasındaki fark yatırımcılara iade edilir.

Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in md. 13 vd. hükümlerine uygun olarak hisse senetlerinin Kurul Kaydına alınmasından önce ön talep toplanması durumunda da, yukarıda belirtilen üç talep toplama yönteminden birinin uygulanması zorunludur (md. 3.1.2).

ab. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Bu yöntemde, sermaye piyasası araçları, ihraççı ya da aracı kuruluş tarafından, belirli bir fiyat ya da faiz oranı belirlenmek suretiyle talep toplanılmaksızın satışa sunulur (md. 5.1).

ac. Borsada Satış Yöntemi

Sermaye piyasası araçlarının satışı, bu yöntemde, Kurul'un onayı üzerine doğrudan doğruya borsada yapılır (md. 6).

Talep toplama yoluyla satışın kullanıldığı hallerde, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları, izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla; belirli bir yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ihraççı ile ticari organik bağı bulunan yatırımcılara veya ihraççının/hissedarın belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir. Bu şekilde, ihraççının ortaklık yapısının belirli bir yatırımcı grubuna ait olarak kalması ve homojen bir yapı arz etmesi sağlanabilmektedir⁴³⁰. Satış sırasında talep edilebilecek sermaye piyasası aracı miktarlarına, Kurulca uygun görüldüğü takdirde ihraççının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından asgari veya azami limitler konulabilir. Başvuruların belirli bir yatırım kitlesi ile sınırlı tutulmuş olması halinde, yatırımcılar başvuru için aranan nitelikleri taşıdıklarına dair izahname

⁴³⁰ Çeker, s. 113-114.

ve sirkülerde öngörülen bir belgeyi talep formuna eklerler. Bu madde kapsamında yapılan halka arzlarda belirli gruplara tahsisat yapmak isteyen ihraççılar, halka arz edilecek sermaye piyasası aracı miktarının en az %50'sini küçük bireysel yatırımcılara tahsis etmek zorundadırlar. Bu gruptan yeterli talep olmaması halinde artan kısım diğer gruplara tahsis edilebilir.

Ortaklığın, bu yöntemlere göre aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen dağıtım işlemlerinden sonra hazırlanan dağıtım listesine onay vermekten kaçınma imkânı olup olmadığı öğretide **Tanör** tarafından tartışmaya açılmıştır⁴³¹. Yazar, konuya ilişkin değerlendirmesinde, kanımızca haklı olarak, ortaklığın bu konudaki talebinin hakkın kötüye kullanılması niteliği taşımadığı sürece yerine getirilmesinin düşünülebileceğini; ancak bunun maddi hata gibi düzeltme gereksinimlerini kapsamaması, bunun dışına çıkmaması gerektiğini, aksi takdirde mevzuatla belirlenmiş dağıtım ilkelerine uyulmamış olacağını ifade etmektedir.

b. Ek Satış

Ek satış hakkı, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in Seri: I No: 32 sayılı Tebliğ ile değişik 21. maddesinde düzenlenmektedir. Bu hükmün ilk fıkrası, Tebliğ'in 5. maddesine göre hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde ve Tebliğ'in 6. maddesine göre halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla halka arzlarında; *“talep toplama yönetiminin kullanılması ve toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde, izahnamede gerekli açıklamaların yapılması koşuluyla, bu talebi karşılamak amacıyla ek satış gerçekleştirilebilmesine”* olarak tanımaktadır.

Hükmün II. fıkrası uyarınca; ek satışa konu hisse senetleri pay sahipleri tarafından satılabileceği gibi, halka arza aracılık eden aracı kuruluşlardan biri tarafından pay sahiplerinden ödünç alınarak “ödünç alımlı satış” yoluyla da satılabilir⁴³². Ek satış hakkının kullanılmak istenmesi halinde, hükmün üçüncü fıkrası

⁴³¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 272.

⁴³² “*Ek satışa konu hisse senetlerinin halka arza aracılık edecek aracı kurumlardan biri tarafından ödünç alımla satılacak olması halinde, aracı kurumla ortaklar arasında imzalanacak ödünç sözleşmesi çerçevesinde, hisse senetleri satışı gerçekleştiren aracı kurum tarafından mevcut ortaklardan ödünç*”

uyarınca, talep toplama süresinin bitimini izleyen iki iş günü içerisinde ek satışa konu hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurulması ve söz konusu hisse senetlerinin halka arz edilecek hisse senetleri ile aynı hakları taşıması zorunludur. Hükmün VII. fıkrasına göre ise, ek satışa konu olacak hisse senedi miktarı, halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçemez⁴³³.

Hemen belirtelim, yukarıda belirtilen ek satış hakkı, teknik açıdan çalışmanın ikinci bölümünde incelenecek olan "ek alım opsiyonu"ndan ("*Greenshoe Option*" ya da "*Overallotment Option*") farklıdır⁴³⁴. Ek satış imkânının işlevi, halka arz işlemlerinde talebin arza oranla fazla olmasından yararlanılarak piyasaya bir miktar daha satış yapılmasını sağlamaktan ibarettir⁴³⁵. Ek alım opsiyonu ise esas itibarıyla fiyat istikrarını sağlamaya yönelik bir işlemdir ve bu işlemi gerçekleştirebilmek için, halka arza aracılık eden aracı kuruluşa; hükmün IV ve V. fıkralarında belirtilen ödünç alımlı satış imkânının tanınması, yani ek satışa konu hisse senetlerini belirli bir süre içerisinde halka arz fiyatından satın alma opsiyonu tanınmış bulunması gerekir. Halka arza aracılık sözleşmesi ile aracı kuruluşa bu yönde bir alım opsiyonu tanınmadığı sürece, ek satış imkânı, arzı aşan talebin karşılanmasının ötesinde bir amaca hizmet etmeyecektir.

alınarak tasarruf sahiplerine teslim edilir. Ödünç alımlı satış işlemi gerçekleştiren aracı kurumun, ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü, ödünç sözleşmesinde yer alan esaslar çerçevesinde, hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde kapatması zorunludur" (f. IV). "Ödünç sözleşmesinin ödünç alınan hisse senetlerinin aracı kurum tarafından hisse senetlerini ödünç veren ortaklardan halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkını içermesi zorunludur. Bu sözleşmede alım hakkını kullanma süresi en çok otuz gün olarak belirlenir. Bu sürenin başlangıcı hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihtir. Sözleşmeyi imzalayan aracı kurum, ödünç aldığı hisse senetlerini, ilgili hisse senetleri 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 hisse senetlerinin bedellerini ödemek yoluyla da taahhüdünü kapatabilir" (f. V).

⁴³³ **Tanör**, ek satış imkânını halka arz oranının belirli bir yüzdesi ile sınırlamanın doğru olmadığını; önemli olan hususun, ek olarak satılacak miktarın en fazla ne olabileceğinin yatırımcılar tarafından önceden bilinmesi ve yatırımcıların emrivaki karşısında bırakılmaması olduğunu belirterek bu sınırlamayı eleştirmektedir (Halka Arz, s. 343).

⁴³⁴ **Tanör**, s. 343 vd. "Ek alım opsiyonu" terimi, öğretilerde **Tanör** tarafından önerilen ve bizim de uygun bulduğumuz bir terimdir (**Tanör**, Halka Arz, s. 348). Ek alım opsiyonu ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'e Seri: I No: 32 sayılı Tebliğ (RG. 17.12.2003, S. 25319) ile eklenen md. 21/A hükmünde düzenlenmektedir. Ek alım opsiyonu ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. II, G, 4.

⁴³⁵ **Tanör**, Halka Arz, s. 344.

Bu noktada, ek satış imkânının niçin halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arzlar ile kapalı ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla halka açılmaları ihtimallerine hasredildiğini anlamının mümkün olmadığını belirtmek durumundayız. Halka açık anonim ortaklıklar ve bu ortaklıkların pay sahiplerinin söz konusu olanaktan mahrum bırakılmaları için herhangi bir haklı neden gösterilemez. Ayrıca, hükümde yer alan ve ek satışa konu olacak hisse senetlerinin mevcut pay sahipleri ya da ödünç alım yoluyla aracı kuruluşlar tarafından sağlanabileceğine ilişkin ifade de (f. II) geçerli bir nedene dayanmaktan uzaktır. Ek satış imkânının, hali hazırda halka açık ortaklık statüsünde bulunan ihraççılarca da kullanılabilmesi ve bu satışa konu oluşturan hisse senetlerinin kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ihraççılar tarafından da sağlanabilmesi gerekir. Zira, kayıtlı sermaye sistemi, artırım prosedüründe sağladığı esneklik ve sürat nedeniyle, ek satış imkânından yararlanmaya son derece uygun bir sistemdir. Belirttiğimiz bu hususların, Tebliğ’de yapılacak olası bir değişiklikte dikkate alınmalarının yerinde olacağı düşüncesindeyiz.

c. Borsaya Kotasyon

Halka arz ve borsaya kotasyon kavramlarını birbirleri ile karıştırmamak gerekir⁴³⁶. Halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının mutlaka borsaya kote edilmeleri gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır⁴³⁷. Sermaye piyasası araçlarının bir borsanın kotuna alınması, söz konusu araçların o borsada işlem görmek üzere kabul edilmeleri anlamına gelir. Bunun için, sermaye piyasası araçlarının kote edilmek istendiği borsanın kotasyon şartlarının yerine getirilmesi ve ihraççı tarafından başvuruda bulunulması gerekmektedir. Başvuruda bulunulan borsanın yönetim kurulu uygun gördüğü takdirde, sermaye piyasası araçları borsa kotuna alınır⁴³⁸.

⁴³⁶ **Maurice Cozian/Alain Viandler/Florence Debaissy**, *Droit des Sociétés*, Trezième édition, Paris 2000, s. 369.

⁴³⁷ **Cozian/Viandler/ Debaissy**, s. 369.

⁴³⁸ Kotasyon başvurusunun kabulü ile birlikte, sermaye piyasası araçları kota alınan şirket, borsa mevzuatı uyarınca bu araçların işlem hacmi ya da fiyatı üzerinde etki yaratabilecek her türlü bilgiyi açıklama yönünde sürekli bir borcun altına girer (**Rayner**, s. 9). Hisse senetleri borsa kotuna alınan ortaklıklar, İngiltere’de “listed companies” olarak anılır.

ca. İhtiyari Niteliği

Borsaya kotasyon, ABD Hukuku'nda olduğu gibi Türk Hukuku'nda da ihraççının ihtiyarına bırakılmıştır. Yasama politikası olarak, kotasyonun ihraççıların ihtiyarına bırakılması ya da mecburi kılınabilmesi mümkün olduğu gibi, kotasyon için başvuruda bulunulması zorunluluğu da getirilebilir⁴³⁹. Nitekim, SPKn. md. 8 hükmü 3794 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılmadan önce, Türk Hukuku'nda da benzer bir durum söz konusu idi. Yürürlükten kalkan 8. madde hükmü aynen şöyleydi; *“11'inci madde kapsamına giren anonim ortaklıklar, çıkardıkları menkul kıymetleri, satış süresinin sonundan veya halka satıldıklarını öğrendikleri ya da bu durumun tespit olunduğu tarihten itibaren otuz gün içinde, kote edilmesi isteği ile, menkul kıymetler ve kambiyo borsalarından birine başvurmakla yükümlüdürler”*. Sözü geçen 8. maddede öngörülen sistem, “kotasyon için başvuru zorunluluğu” olarak isimlendirilmekte⁴⁴⁰ ve eleştirilmekteydi. Zorunlu başvuru sisteminin borsaya gelir sağlamasına karşın, borsanın bu araçları kabul edip etmeme yönündeki takdir yetkisini ve kotasyon incelemesinin yatırımcılara güven telkin etme yönündeki fonksiyonunu olumsuz yönde etkilediği ifade edilmekteydi⁴⁴¹. SPKn. md. 8 hükmünün 3794 sayılı Kanun ile yürürlükten kaldırılması ile birlikte kotasyon için başvuru zorunluluğu sistemi terk edilmiştir. Bugün için, ihraççılar halka arz ettikleri sermaye piyasası araçlarını borsaya kote ettirmek üzere başvuruda bulunup bulunmamak konusunda serbesttirler. Ancak belirtmek gerekir ki, sermaye piyasası araçlarının borsaya kote edilmesi; bu araçların işlem hacmini,

⁴³⁹ Avustralya Hukuku'nda durum böyledir (**How/Yeo**, s. 353). Anılan ülkede, bu sisteme, “issues-cum-listings” adı verilmektedir.

⁴⁴⁰ **Ulusoy**, s. 43. SPKn.'nun bu hükme ilişkin gerekçesinde; mecburi kotasyon esasının getirilmediği; ancak, kotasyonun borsaların değerlendirmelerine bağlı olmasına karşın kotasyon için başvurunun bir mükellefiyet olarak öngörüldüğü; böylece halka arz edilen menkul kıymetlerin borsalara intikalinin ve borsalarca değerlendirilmelerinin sağlanacağı ifade edilmişti (SPKn.'nun gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr). 3182 sayılı Bankalar Kanunu'nda ise banka hisse senetlerinin borsaya zorunlu kotasyonu öngörülmüş bulunmaktaydı. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 10. maddesi de, bu düzenleme nedeniyle banka hisse senetleri bakımından kotasyon şartlarının aranmayacağı esasını benimsemişti. 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nda banka hisse senetlerinin borsaya kote edilmesine ilişkin zorunluluk kaldırılmıştır. Bunun üzerine, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'nin 10. maddesi de yürürlükten kaldırılmış (RG. 9.2.2001, S. 24313) ve banka hisse senetlerinin kota alınması için kotasyon şartlarının yerine getirilmesi aranmaya başlanılmıştır. Bugün için, bankalar da, diğer tüm anonim ortaklıklar gibi, hisse senetlerinin borsa kotuna alınması konusunda başvuruda bulunup bulunmamakta serbesttirler (Bankalara ait hisse senetlerinin borsaya kotasyonu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Turanboy**, Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, s. 49-50).

⁴⁴¹ **Ulusoy**, s. 43.

değerlerini ve çekiciliklerini artırmaktadır⁴⁴². Ayrıca, kotasyon incelemesinden geçmiş olmaları nedeniyle, yatırımcılar bu araçlara herhangi bir borsaya kote olmayan araçlara oranla daha fazla güvenmektedirler⁴⁴³. Bunun yanısıra, özellikle hisse senetlerinin borsaya kote edilmesinin, ihraççı açısından kamuoyu nezdinde prestij sağlama bakımından son derece yararlı olduğu da hatırlatılmalıdır⁴⁴⁴.

cb. Kotasyon Şartları

İMKB'nin kot içi pazarlarına kotasyon şartları, İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nde belirlenmiştir⁴⁴⁵. Bu Yönetmeliğin 13. maddesinde ortaklık hakkını temsil eden menkul kıymetlerin, 16. maddesinde ise borçlanma senetlerinin kotasyonu için aranılan şartlar düzenlenmektedir. Değınilen hükümlerde yer verilen tüm koşulların burada ayrıntılı olarak aktarılmasına gerek görülmemekle birlikte, hisse senetlerinin ilk kotasyonunu ilgilendiren bazı önemli koşulların zikredilmesinde fayda bulunmaktadır.

Hisse senetlerinin borsa kotuna alınabilmesi için ilk ve en önemli koşul kotasyon ücretinin ödenmesidir. Ancak bunun dışında da, hisse senetlerinin kota kabulü için bir takım şartlar aranılmaktadır.

⁴⁴² **J.M. Gullick**, Ranking and Spicer's Company Law, 13th Ed., London 1987, s. 98-99; **Lee/Tan**, s. 156.

⁴⁴³ **Ulusoy**, s. 42.

⁴⁴⁴ Örneğın, ülkemiz kamuoyunda en çok tanınan ortaklıklar, hisse senetleri İMKB'nin "kot içi pazarında" ("ulusal pazar") işlem gören ortaklıklardır. İMKB'de, hisse senetleri için; "ikinci ulusal pazar", "yeni ekonomi pazarı" ve "gözaltı pazarı" adlarını taşıyan üç kot dışı pazar mevcuttur. "İkinci ulusal pazar", kotasyon şartlarını sağlayamayan şirketler ile gelişme potansiyeli taşıyan küçük ve orta ölçekli işletmelere; "yeni ekonomi pazarı" ise teknoloji şirketlerine hitap etmektedir (bkz. **Yanlı**, s. 80-81). "Gözaltı pazarı"nda ise, borsa kotundan geçici veya sürekli olarak çıkarılan ihraççıların hisse senetleri işlem görmektedir (**Yanlı**, s. 81). İMKB'nin borçlanma senetleri için oluşturduğu kot içi pazar ise "tahvil pazarı"dır. ABD'nde ise, hisse senetleri bakımından hakim konumda bulunan iki borsa "New York Stock Exchange" ("NYSE") ve "American Stock Exchange"dir ("AMEX") [Bölgesel borsalar ise; Boston, Philadelphia, Chicago ve Pacific borsalarıdır. **Lovett**, s. 319-320]. NYSE ya da AMEX'e kote olmak ihraççılara büyük bir prestij sağlamaktadır. Hattâ NYSE, dünya çapında sahip olduğu şöhret nedeniyle sadece Amerikan şirketleri için değil, tüm dünya şirketleri bakımından son derece çekici bir pazar konumunda bulunmaktadır. Bu nedenle, Avrupa Birliğı'nde, NYSE'ye rakip olabilecek "Avrupa Borsası" ("European Stock Exchange") adını taşıyan büyük bir borsanın kurulması yönünde öneriler bulunmaktadır (**Ferrarini**, s. 569).

⁴⁴⁵ RG. 24.6.2004, S. 25502.

Yönetmeliğin md. 13/I hükmü gereğince, kotasyon başvurusunun, başvurunun konusunu oluşturan hisse senedi grubunun tamamını kapsamaması gerekmektedir⁴⁴⁶. Ayrıca; başvuruda bulunan ortaklığın son 3 yıl ve ilgili ara dönem de dahil olmak üzere mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması [md. 13/I (a)]⁴⁴⁷, ortaklığın kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıla ilişkin mali tablolarının yayımlanmış bulunması [md. 13/I (b)], başvuru tarihinden önceki son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre ortaklığın vergiden önce kar elde etmiş olması [md. 13/ (c)], halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 15 trilyon TL ve nominal bedellerinin ödenmiş ya da ortaklığın çıkarılmış sermayesine oranının en az % 25 olması [md. 13/I (e)] aranacaktır.

Bunlara ek olarak, ortaklığın finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince kabul edilmiş olması [md. 13/I (f)] ve ortaklık esas sözleşmesinin, borsada işlem görececek menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayacak veya senet sahiplerinin haklarını kullanmasına engel olacak nitelikte kayıtlar içermemesi [md. 13/I (g)] de kotasyon için gerekli diğer koşullardır. Bunun yanı sıra, Yönetmeliğin 11. maddesi, hisse senetleri borsa kotunda bulunan ortaklıkların bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımları sonucu ihraç edecekleri aynı gruba ait paylar bakımından da “ilâve kotasyon zorunluluğu” öngörmektedir⁴⁴⁸. Anılan hükme göre; bu şekilde ihraç edilecek payların dağıtım tarihinin borsaya bildirilmesi ilâve kotasyon başvurusu olarak kabul edilir. Bu senetler, dağıtımın gerçekleştiği tarihten itibaren borsada işlem görmeye başlar (f. II).

d. Tam ve Nakden Ödeme İlkesi

Tam ve nakden ödeme ilkesi, SPKn.’nun 3794 sayılı Kanun md. 6 ile değişik 7. maddesinin III. fıkrasının ilk cümlesinde yer almaktadır. Söz konusu hüküm,

⁴⁴⁶ Londra Borsası’na (“London Stock Exchange”) kotasyon şartlarını düzenleyen “Yellow Book”ta da aynı yönde düzenleme bulunmaktadır (**Rayner**, s. 48).

⁴⁴⁷ Aynı koşul, İsviçre (“Swiss Stock Exchange”) ve Amsterdam borsalarına (“Amsterdam Stock Exchange”) kotasyon için de aranmaktadır (**Nobel**, s. 744; **Van der Goot**, s. 132). İsviçre Borsası’na kotasyon koşulları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Pestalozzi/Gmsler/Patry**, s. 386.

⁴⁴⁸ İlave kotasyon zorunluluğu, bir çok diğer borsa gibi, Londra Borsası’na kotasyon koşulları arasında da yer almaktadır (**Rayner**, s. 48).

Kanun'un "Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınması, İhracı, Halka Arz ve Satışı" başlıklı⁴⁴⁹ II. Bölüm'ünün dördüncü maddesidir. Anılan hükme göre; "Halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır." Hüküm, halka arz yolu ile satılan hisse senetlerinin karşılığında ödenecek bedelin tam ve nakden ödenmesini şart koşmak suretiyle; bu senetlerin karşılığında paradan başka sermaye taahhüdünde bulunulması ve sermaye taahhüdünden doğan borcun ifasının vadeye bağlanması olasılıklarını ortadan kaldırmaktadır⁴⁵⁰. Bu hüküm gereğince, halka arz edilecek hisse senetlerinin bedelleri, tek bir seferde ve nakden ödenmek durumundadır.

Tam ve nakden ödeme ilkesini öngören SPKn. md. 7/III hükmünün *ratio legis*'i, "halka arz edilecek olan ihraçlarda sermayeye katılma taahhütleri nedeniyle bakiye borç bırakmamak ve aynı sermaye konulmasının yaratacağı güçlük ve tehlikelerden, ortaklığı, pay sahiplerini ve alacaklıları korumak" olarak ifade edilmektedir⁴⁵¹. Tam ve nakden ödeme ilkesi ile, ortaklıkların sermaye artırımı sürecinde ortaya çıkabilecek sorunlar nedeniyle piyasaların olumsuz yönde etkilenmesine engel olunmak istendiği ifade edilmekte⁴⁵² ve hisse senetlerinin bedellerinin satış anında şirket kasasına girmesinin sağlanması suretiyle, sermaye artırımının sürüncemede kalmasının önlenildiği ve ortaklık, pay sahipleri, alacaklılar ile en geniş anlamda piyasaların korunduğu belirtilmektedir⁴⁵³.

İlke, **Domanıç** tarafından, sermaye piyasasının gelişmesi sağlanmak isteniyorsa halkın şirketlere iştiraki için kolaylık gösterilmesi gerektiği; halka arz edilecek hisse senetleri karşılığında paradan başka sermaye taahhüdünde bulunulmasına ve taksitle ödemeye olanak tanınmamasının bu amaca ters düşeceği belirtilmek suretiyle eleştirilmiştir⁴⁵⁴.

⁴⁴⁹ 3794 sayılı Kanun ile değişik bölüm başlığıdır.

⁴⁵⁰ **Somer**, s. 97.

⁴⁵¹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 29; Aynı yönde bkz. **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 164; **Somer**, s. 99 vd.; **Bahtiyar**, s. 102; **Arı**, s. 15.

⁴⁵² **Aytaç**, Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler, s. 246.

⁴⁵³ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 165.

⁴⁵⁴ **Hayri Domanıç**, Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı, Tenkidi ve Temenniler, İstanbul 1973, s. 6 ve 13.

Kanımızca, tam ve nakden ödeme sistemi, satılmayan payların satın alınacağına taahhüt edilmesi sistemi ile birlikte, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını prosedürlerinin tamamlanamaması nedeniyle ortaya çıkabilecek mali ve hukukî güçlüklerle karşı ortaklığı, bu tür sorunların yansımalarından ise piyasaları koruması nedeniyle büyük önem arz etmektedir.

Hükmün halka arz edilecek hisse senetlerinin bedellerinin tek bir seferde ve nakden ödenmesi yönünde getirdiği zorunluluk, pay bedellerinin halka arz için tespit olunan satış süresi içerisinde birden fazla seferde tahsil edilmesine engel oluşturmamaktadır⁴⁵⁵. Zira, satış süresi teknik olarak bir bütün oluşturduğundan, bu süre içerisinde yapılacak birden fazla ödeme de tek bir ödeme gibi algılanacaktır. Değinen bu istisna dışında, halka arz edilen hisse senetlerinin bedellerinin taksitler halinde tahsiline olanak bulunmamaktadır.

Buna karşılık, yalnızca *Erüreten* tarafından savunulan ve azınlıkta kalan bir görüş; “tam olarak ödeme” ile kastedilenin peşin ödeme olmadığını, bedelin tamamının, herhangi bir eksik kalmayacak biçimde ödenmesi olduğunu; bir menkul mal olan hisse senedinin de diğer tüm menkul mallar gibi vadeli satışa konu olabileceğini savunmaktadır⁴⁵⁶.

*Tam ve nakden ödeme ilkesi, hisse senetlerine münhasır olarak öngörölmüş bulunmaktadır*⁴⁵⁷. Dolayısıyla, kural olarak hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçları bakımından ilkenin uygulama alanı bulması söz konusu değildir. Ancak SPKn. md. 7/III c. 1 hükmünde yalnızca hisse senetlerinden söz edilmesine karşın Kurul; sermaye piyasası araçlarının ihraç, halka arz ve satış şartlarını düzenleme ve denetleme yetkisini kendisine tanıyan 3794 sayılı Kanun md. 18 ile değişik SPKn. md. 22 (a) hükmüne dayanarak, tam ve nakden ödeme ilkesinin uygulama alanını, hisse senetleri dışında kalan bazı sermaye piyasası araçlarını da

⁴⁵⁵ **Somer**, s. 107; Aynı yönde bkz. **Domanıç**, TTK Şerhi-II, s. 283

⁴⁵⁶ **Bahir M. Erüreten**, Olumlu ve Olumsuz Yönleri ile Sermaye Piyasası Kanununun Eleştirisi, İstanbul Barosu Dergisi, C. 57 S. 10-11-12, 1983, s. 469.

⁴⁵⁷ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 31; **Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 29; **Ünal**, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 87; **Kütükçü**, s. 452; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 167; **Somer**, s. 102, **Yanlı**, s. 65 dpn. 243; **Güven Sak**, Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Mali Aracılık Faaliyetlerinin Rolü, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü No. 8717, Ankara 1987, s. 66.

kapsayacak şekilde genişletmiştir. Kurul tarafından yapılan düzenlemeler gereğince, tam ve nakden ödeme kuralı; yatırım fonları⁴⁵⁸, borsa yatırım fonları⁴⁵⁹ ve kar zarar ortaklığı belgelerinin⁴⁶⁰ halka arz edilmeleri ihtimalinde de uygulama alanı bulacaktır. Kurul, katılma intifa senetleri bakımından ise yalnızca nakit karşılığı olarak çıkarılma zorunluluğu öngörmüş, bu senetlerin bedellerinin halka arz esnasında vadeye bağlanılmaksızın tam olarak ödenmesi gibi bir zorunluluk getirmemiştir⁴⁶¹.

Ayrıca, tam ve nakden ödeme prensibi yalnızca “halka arz yolu ile yapılan satış işlemlerine” özgü olarak uygulama alanı bulmaktadır. Hükümde hisse senetlerinin “halka arz yolu ile satış”tan bahsedildiğinden, halka arz edilmeksizin satışlarda tam ve nakden ödeme ilkesi uygulama alanı bulmaz⁴⁶². İkinci el piyasasında yapılan hisse senedi halka arzlarında ise, bilindiği üzere satış işleminin geliri ihraççıya değil, halka arzı gerçekleştiren pay sahibine ait olmaktadır. Dolayısıyla, ilkenin önüne geçmek istediği sermaye artırımını prosedürünün yarıda kalması ve bu durum nedeniyle ihraççının mali ve hukukî açıdan sıkıntı içerisine düşmesi tehlikesi, ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde söz konusu değildir. Bu itibarla, tam ve nakden ödeme prensibinin pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde uygulama alanı bulmayacağını ve pay sahiplerinin, halka arz ettikleri hisse senetlerini paradan başka bir ivaz karşılığında satmak ya da arzu ettikleri takdirde satım bedelini vadeye bağlayarak tahsil etmek konusunda özgür olduklarını belirtmek gerekir⁴⁶³. Tedrici kuruluş halinde ise, tam ve nakden ödeme kuralı yalnızca halka arz edilen hisse senetleri bakımından uygulama alanı

⁴⁵⁸ Bkz. Seri: VII No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 19.12.1996, S. 22852) md. 36/I.

⁴⁵⁹ Bkz. Seri: VII No: 23 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 13.4.2004, S. 25432) md. 11.

⁴⁶⁰ Bkz. Seri: III No: 27 sayılı Kar Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (RG. 20.3.2003, S. 25054) md. 17/II.

⁴⁶¹ Bkz. Seri: III No: 10 sayılı Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği (RG. 14.7.1992, S. 21284 Mük.) md. 4.

⁴⁶² **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 30-31; **Kütükçü**, s. 452. Aksi görüş için bkz. **Bahtiyar**, s. 103-104.

⁴⁶³ **Yasaman**, s. 111; **İmregün**, s. 75 dnp. 63; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 31. **Günel**'in da bu görüşte olduğu ifade edilebilir. Yazar, tam ve nakden ödeme kuralına, ortaklığın kuruluşu ve sermaye artırımını sırasında yapılan halka arzların tabi olduğunu belirtmektedir (**Günel**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 29). Bu ifadenin karşıt anlamından, yazarın pay sahipleri tarafından yapılan halka arz işlemlerinde tam ve nakden ödeme ilkesinin uygulanmayacağı görüşünde olduğu anlaşılmaktadır.

bulacaktır⁴⁶⁴. Bu ihtimalde, kurucular tarafından taahhüt edilen paylar bakımından tam ve nakden ödeme kuralı uygulanmaz⁴⁶⁵. Ayrıca, SPKn.'nin “*Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet Şartları*” başlığını taşıyan 36. maddesine 4487 sayılı Kanun'un 16. maddesi ile eklenen son fıkra uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka arz edilecek hisse senetleri karşılığında paradan başka sermaye taahhüdünde bulunulması mümkündür. Ancak bu ortaklıkların hisse senetleri aynı değil de nakdi sermaye karşılığında halka arz edildiği takdirde, bedellerinin satış anında tam olarak ödenmesi şarttır.

e. Sermaye Piyasası Araçlarının Teslimi

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 çıkarabilme imkânına sahip olabilmeleri bakımından son derece önemlidir⁴⁶⁶.

3794 sayılı Kanun md. 6 hükmü ile değişik SPKn. md. 7/IV hükmünde, hisse senetleri ve hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçları bakımından farklı teslim süreleri öngörülmektedir. Şöyle ki; esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklar, sermaye artırımının tescilinden itibaren otuz gün içinde hamiline yazılı hisse senetlerini, doksan gün içinde ise nama yazılı hisse senetlerini teslim etmekle yükümlüdürler. Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıkların ise hisse senetlerini satış esnasında alıcılara teslim etmeleri şarttır. Benzer şekilde, hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçları da, satış esnasında alıcılara teslim edilmek durumundadır.

Hisse senetlerinin yatırımcılara teslimine yönelik bir başka hüküm ise Seri:I No: 26 sayılı Tebliğ'in Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik 28. maddesinde yer almaktadır. Bu 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*

⁴⁶⁴ Somer, s. 96 ve 101; Bahtiyar, s. 104-105.

⁴⁶⁵ Somer, s. 101.

⁴⁶⁶ Küçüksözen, s. 101; Karababa, s. 88.

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 hükmün yukarıda değinilen SPKn. md. 7/IV hükmünden üç noktada farklılık arz ettiği söylenebilir. İlk olarak, Tebliğ'deki düzenlemede, pay sahipleri tarafından yapılacak halka arzlarında hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya teslim edileceği açıkça belirtilmektedir. Bu husus, SPKn. md. 7/IV hükmünün ruhuna ve mantığına uygundur. İkinci olarak, iç kaynaklardan sermaye artırımını sonucu yaratılan payların teslimi için kayda alma belgesinin verilmesinden itibaren 15 günlük bir süre tanınmaktadır. Üçüncü ve son olarak ise, kaydi sistem esasları saklı tutulmaktadır. Kanımızca Kurul bu yaklaşımında son derece haklıdır. Zira, kaydi sistemde fiziken teslim değil hesaben teslim söz konusu olacağından, tüm sermaye piyasası araçları bakımından, bu araçların satış anında yatırımcıların hesabına geçirilmesi mümkün olabilecektir⁴⁶⁷. Bu da, yatırımcıların teslim dönemine kadar oluşabilecek fiyat dalgalanmalarından etkilenmeleri riskini ortadan kaldırmakta olduğundan, küçük yatırımcının korunması açısından yaklaşıldığında oldukça olumlu bir düzenlemedir.

Kaydi sisteme geçilmeden önceki dönemde, kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda hisse senetlerinin alıcıya teslimi ile birlikte pay sahipliği hakkının kazanılacağını ifade eden (ve bu sisteme tabi olan anonim ortaklıklar bakımından, TTK'nun tescilden önce çıkartılacak hisse senetlerinin hükümsüz olacağını öngören md. 395 c. 3 ve md. 412/I. hükümlerinin uygulanmayacağını açıkça belirten) SPKn. md. 7/IV c. 3 hükmü, doktrinde haklı olarak eleştirilmiştir. **Tekinalp**, bu düzenlemeyi, söz konusu hükme göre tescilin açıklayıcı bir etkiye sahip görüldüğünü, ancak tescile sadece açıklayıcı bir işlev yüklemenin sisteme uymadığını ifade ederek eleştirirken⁴⁶⁸; **Helvacı**, uygulanma kabiliyetinden yoksun ve

⁴⁶⁷ Kaydi sistem uygulaması, 28.11.2005 tarihinden itibaren borsada işlem gören hisse senetleri bakımından uygulanmaya başlanılmıştır. Kurul tarafından yapılan basın açıklamasına göre, kaydi sistem uygulaması şu an için borsada işlem gören hisse senetlerinin yanısıra yatırım fonu katılma belgelerini de içermekte; devlet iç borçlanma senetlerinin ise 2006 yılı içerisinde sisteme dahil edilmesine ilişkin çalışmalar devam etmektedir (bkz. Kurul'un 29.11.2005 tarihli basın açıklaması; çevrimiçi: www.spk.gov.tr).

⁴⁶⁸ **Ünal Tekinalp**, İki Güncel Sorunun Çözümünde Teorik Yaklaşım Denemesi: AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme- Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği, s. 33 vd. Yazar, pay sahipliği haklarının senedin teslimi ile kazanılacağını öngören bu düzenlemenin tüm pay sahipliği haklarını kapsayacak genişlikte anlaşılması halinde, özellikle genel kurula iştirak ve oy kullanma gibi yönetsel hakların kullanımı bakımından sıkıntı doğabileceğini vurgulamıştır.

TTK sistemine aykırı olan bu düzenlemenin kanundan çıkarılması gerektiğini vurgulamıştır⁴⁶⁹. **Bahtiyar** da, sermaye artırımının tescilinden önce senet çıkarılmasına ve pay sahipliği haklarının teslimden itibaren kullanılmasına imkân tanıyan bu düzenlemenin TTK'nun genel sistematiğine ve ruhuna aykırı olduğu yönünde görüş bildirmiştir⁴⁷⁰.

Bizim de katıldığımız bu eleştirilerdeki haklılık payını inkâr edebilmek mümkün değildir. Ancak, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın md. 8/IV hükmünün dördüncü cümlesinde aynen korunmakta olan bu düzenlemeye ilişkin tartışmaların, kaydi sisteme geçilmesi ile birlikte önemlerini büyük ölçüde yitirdikleri vurgulanmalıdır. Zira, kaydi sistem kapsamında bulunan borsaya kote payların fiziken değil de kayden (hesaben) teslim edilmeleri söz konusu olacağından, artırımın tescili ile payların teslimi, çok kısa bir zaman aralığı içerisinde, birbirini takip eden işlemler olarak gerçekleştirilebilecektir. Fakat kaydi sisteme dahil olmayan, yani hisse senetleri borsaya kote bulunmayan kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklar bakımından, yukarıda belirtilen sakıncalar aynen geçerliliklerini korumaktadırlar. Bu itibarla, söz konusu düzenlemenin Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'ndan çıkartılmasının yerinde olacağı görüşündeyiz.

f. Satış Sonuçlarının Kurul'a Bildirilmesi

3794 sayılı Kanun md. 9 ile değişik SPKn. md. 9/I 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 yatırımcının korunması bakımından Kurul'a kolaylık sağlamaktır⁴⁷¹. Hisse senetlerinin halka arzında, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in md. 22/f. I (b) ve f. II hükümleri gereğince, süresi içinde satılmayan paylar için satış süresinin bitiminden itibaren 3 iş günü içinde satın alma taahhüdünde bulunan kimselere müracaat

⁴⁶⁹ **Mehmet Helvacı**, Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tabi Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı, *Batider*, C. XVIII, S. 1-2, s. 162 vd.

⁴⁷⁰ **Bahtiyar**, s. 127.

⁴⁷¹ **Tanör**, *Halka Arz*, s. 267 vd., **Vural Günal**, *Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar- Kurumlar)*, İstanbul 1997, s. 174; **Karababa**, s. 84.

edilmesi zorunludur⁴⁷². Bu ihtimalde, satış sonuçlarının Kurul'a bildirilmesi için öngörülen 6 günlük süre, taahhüt sahiplerine başvurulması için tanınan 3 günlük sürenin bitiminden itibaren başlayacaktır.

4. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik İşlemler

a. Tanımı, İşlevleri ve Hukukî Temeli

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler ("*price stabilisation*")⁴⁷³, ABD Hukuku'nda yaygın olarak kullanılmakta ve dağıtım prosedürünün doğal bir parçası olarak görülmektedir⁴⁷⁴. Bu işlemlerin temel amacı, sermaye piyasası araçlarının fiyatında halka arz işlemleri sonrasında çeşitli nedenlere bağlı olarak oluşabilecek düşüşler nedeniyle yatırımcılar nezdinde piyasalara güvensizlik oluşmasının önlenmesidir⁴⁷⁵. Bu işlemler, halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmekte⁴⁷⁶ ve izahnamede öngörülen belirli bir süre için, halka

⁴⁷² Ancak yukarıda da belirttiğimiz üzere, kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda, pay sahipleri ya da aracı kuruluşlardan satılmayan payların satın alınacağı yönünde taahhüt alınması zorunluluğu bulunmamaktadır (bkz. yuk. II, G, 1, cb).

⁴⁷³ Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler için İngiliz Hukuku'nda kullanılan terim "market stabilisation" deyimidir (**Anton Trichardt**, Market Stabilisation and the Green Shoe Option: Some Comments From Australia, International and Comparative Corporate Law Journal, Vol: 4 Issue: 3, 2002, s. 257).

⁴⁷⁴ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 278.

⁴⁷⁵ **Anton Trichardt**, Australian Green Shoes, Price Stabilisation and IPOs- Part 1, Company and Securities Law Journal, Vol: 21 No: 1, February 2003, s. 33 dñn. 54. Sermaye piyasası araçlarının fiyatında halka arz sonrasında düşüş meydana gelmesi birden fazla faktöre bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Bu faktörler arasında; piyasadaki volatilitenin yüksek olması, dağıtımın optimal verim alacak şekilde gerçekleştirilememesi ve yüksek fiyatlandırma sayılabilir (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 260). "Flipping" olarak adlandırılan ve sermaye piyasası araçlarını satın alan kimselerin kısa vadede kar sağlama amacıyla bu araçları halka arz sonrası derhal ellerinden çıkartmaları anlamına gelen durum da fiyat düşüşü oluşturan etkenlerden birini oluşturmaktadır (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 262). Bu takdirde, sermaye piyasası araçlarını derhal elden çıkarmak isteyen yatırımcıların oluşturduğu arzı karşılayacak bir ekstra talep ortaya çıkmaz ise fiyat düşmeye başlamaktadır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin amacı, sayılan bu ve benzeri etkenlere bağlı olarak oluşabilecek ani düşüşlerin oluşması önlemek ya da önlenemeyen düşüşlerin etkisini azaltmaktır (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 263). İhraççılar da, halka sundukları sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasasında prim yapmasını ve bu şekilde itibarlarını korumayı arzuladıklarından; halka arza aracılık edecek aracı kuruluşun seçimi aşamasında, aracı kuruluşun satış süreci sonrasında bu araçların fiyatını destekleyecek güce sahip olup olmadığına önem atfetmektedirler (**Tanör**, Halka Arz, s. 345). Meseleye yatırımcılar yönünden yaklaşıldığında ise, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler; yatırımcılara, olası bir fiyat düşüşü halinde satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını izahnamede öngörülen süre içerisinde aracı kuruluşa satma imkânı yaratmak suretiyle ek koruma sağlamaktadırlar (**Williamson**, s. 91).

⁴⁷⁶ Aracılık faaliyetinin konsorsiyum şeklinde gerçekleştirilmesi durumunda, bu işlemler genellikle lider aracı kuruluş tarafından yürütülmektedir. Ancak bu yönde bir zorunluluk yoktur. Lider dışındaki

arz olunan sermaye piyasası araçlarının fiyatının desteklenmesi amacına yönelmektedirler.

ABD’nde, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlere, ilk olarak SEC tarafından 1940 yılında çıkarılan bir düzenleme ile olanak tanınmıştır⁴⁷⁷. Yaklaşık 65 senedir yaygın şekilde kullanılmakta olan bu işlemlere ilişkin hukukî altyapıyı, 20 Aralık 1996’dan bu yana Regulation M Rule 100- 104 oluşturmaktadır. İngiliz Hukuku’nda ise, bu işlemlere ilişkin altyapıyı oluşturan yürürlükteki düzenleme, FSA tarafından Aralık 2001 tarihinde yayımlanan Meslek Etik Kuralları’nın (“*Handbook on Market Conduct*”) 2. bölümüdür. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin hukuk sistemimize girişi ise, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’e Seri: I No: 32 sayılı Tebliğ ile eklenen md. 21/A hükmü ile 2003 yılının sonlarında olmuştur.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, SEC tarafından yayımlanan Regulation M Rule 100’de; “*sermaye piyasası araçlarının fiyatının sabitlenmesi veya aynı seviyede tutulması amacıyla alım yapılması ya da alım emri verilmesi*” olarak tanımlanmaktadır. Doktrinde verilen tanımlar ise, bu işlemleri, genellikle; “*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarındaki düşüşü önlemek ya da geciktirmek amacıyla piyasa fiyatının belirli bir seviyede sabit tutulmaya çalışılması*” olarak tanımlamaktadırlar⁴⁷⁸. Amaç sermaye piyasası araçlarının fiyatını belirli bir seviyede tutmak olunca; bu işlemlerin piyasa fiyatının yapay olarak oluşturulması anlamına gelip gelmedikleri, yani manipülasyon oluşturup oluşturmadıkları da tartışma konusu olmuştur⁴⁷⁹. Bu işlemler yoluyla, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay şekilde (piyasada oluşan dengelere aykırı olarak) belirli bir seviyede tutulmaya çalışıldığı açıktır. Ancak burada söz konusu olan hukuk sistemi tarafından desteklenen ve cezai sorumluluğu gündeme getirmeyen olumlu anlamda bir müdahaledir⁴⁸⁰.

aracı kuruluşlar da bu işlemleri gerçekleştirmeyi yükümlenebilirler. Bu işlemleri yürüten aracı kuruluş, “stabilisation manager” olarak isimlendirilir (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 259).

⁴⁷⁷ **Trichardt**, Australian Green Shoes, Price Stabilisation and IPOs- Part 1, s. 26.

⁴⁷⁸ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 256.

⁴⁷⁹ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 253.

⁴⁸⁰ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 253. ABD’nde, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, Menkul Kıymetler Kanunu’nun sermaye piyasası araçlarının fiyatının yapay şekilde etkilenmesine ilişkin sec. 9 hükmünün kapsamı dışında tutulmuştur [sec. 9 (a) (b)] (**Lovett**, s. 315). SPKn.’nda ise,

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler, borçlanma senetlerinin halka arzında neredeyse hiç uygulanmamakta, daha ziyade ortaklık senetlerinin halka arzında uygulama alanı bulmaktadırlar⁴⁸¹. Bu durumun nedeni, borçlanma senetlerinin piyasa değerinin ortaklık senetlerine oranla daha objektif bir kritere, yani piyasada cari faiz oranına göre oluşmasıdır. Gerçekten, piyasada geçerli olan faizin artması ve halka arz olunan borçlanma senetlerinde öngörülen faiz oranının üzerine çıkması halinde, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler vasıtasıyla sonuç alınabilmesi ihtimali neredeyse hiç yoktur. Bu bakımdan, ortaklık senetlerinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin bünyesine daha uygun oldukları vurgulanmalıdır.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerde bulunulabileceği, izahname yoluyla yatırımcılara bildirilmeli ve durum ilgili idari otoritenin de bilgisine sunulmalıdır⁴⁸². Bir diğer ifadeyle, kamu mutlaka bu işlemler konusunda aydınlatılmalıdır. Ancak izahnamede yer verilen ifade, yatırımcılar bakımından, aracı kuruluşa karşı ifası talep ve dava edilebilecek bir hak oluşturmaz. Yatırımcılar, aracı kuruluş ya da ihraççıdan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin yerine getirilmesini talep edemez, bu işlemlerin yerine getirilmemesi nedeniyle tazminat talebinde bulunamazlar. Zira, izahnamede belirtilen, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin gerçekleştirileceği değil, bu amaca yönelik bazı işlemlerin gerçekleştirilebileceğidir. Hattâ, bu işlemlere başlanması halinde, işlemlerin öngörülen süreden önce sona erdirilebileceği de izahnamelerde açıkça belirtilmektedir. Bu işlemlerin gerçekleştirilmesine yönelik taahhüt, aracı kuruluş tarafından, halka arza aracılık sözleşmesi çerçevesinde ihraççıya karşı verilmiş olan bir taahhüttür. Dolayısıyla, aracı kuruluşun, ihraççıya karşı olan bu akdi yükümlülüğünü, piyasa şartları dikkate alındığında makul olarak nitelendirilebilecek gayreti göstererek yerine getirmesi gerekir. Aksi takdirde, ihraççının, itibar kaybına uğradığı gerekçesi ile BK md. 96 vd. temeline dayanan tazminat talebi ile

fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemleri; “*sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yapay olarak etkileme, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırma, fiyatlarını aynı seviyede tutma, artırma veya azaltma amacıyla alım ve satım yapmayı*” suç kabul eden md. 47-(A) (2) hükmünün kapsamı dışında tutan açık bir düzenleme mevcut değildir. Ancak bu işlemlerin mevzuatta tanınan bir imkâna dayanılarak yapılması karşısında, suç işleme kastından ve cezai sorumluluktan bahsetme olanağı bulunmamaktadır (Tanör, Halka Arz, s. 350).

⁴⁸¹ Loss/Seligman, s. 82; Williamson, s. 91; Kütükçü, s. 432-433.

⁴⁸² Trichardt, Market Stabilisation, s. 277-278.

karşılaşabilir⁴⁸³. Yatırımcılar bakımından ise, tekrar belirtmek gerekir ki, somut olayın şartları aksi yönde bir sonuca varmayı gerekli kılmadıkça, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler; hukuken ifası talep edilebilir bir hak olarak değil, finans sistemi tarafından sağlanan bir imkân olarak düşünölmelidirler.

b. Türleri

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin 3 türü bulunmaktadır. Bunlardan ilkinii oluşturan ve “*pure stabilisation*” ya da “*stabilising bid*” olarak anılan yöntemde, aracı kuruluş, verdiği alım emirleri ile sermaye piyasası araçlarının fiyatını destekler⁴⁸⁴. “Alım emri ile müdahale” şeklinde Türkçe bir karşılık önerebileceğimiz bu yöntemde önemli olan husus, bu alım emirlerinin sermaye piyasası araçlarının halka arz fiyatını geçmeyecek şekilde verilmesidir⁴⁸⁵. Zira, halka arz fiyatının üzerinde bir fiyatla alım emri verilmesine imkân tanınması halinde, söz konusu olan fiyat istikrarını sağlamak değil fiyatı yukarı yönde desteklemek olacaktır. İkinci yöntemde ise, satış grubu üyelerini uzun vadeli düşünen yatırımcılara satış yapmaya yönlendirmek için; lider aracı kuruluş, müşterileri sermaye piyasası araçlarını kısa sürede elden çıkaran satış grubu üyelerinin satış komisyonlarından (aralarındaki sözleşme uyarınca) kesinti uygular (“*penalty bid*”)⁴⁸⁶. Bu şekilde, sermaye piyasası araçlarını kısa vadede elden çıkartma ve fiyat düşüşüne neden olma potansiyeli bulunan yatırımcılara satış yapılması önlenilmeye çalışılır. İngilizce’de “*short covering*” (“açığı kapatma amaçlı alım”) olarak isimlendirilen üçüncü ve son yöntemde ise, aracı kuruluş; talebin başlangıçta arza oranla fazla olmasından faydalanarak izahnamede öngörölen 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

⁴⁸³ Ancak şüphesiz ki, halka arza aracılık sözleşmesinde, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin yapılıp yapılmamasına ilişkin takdir hakkının tümüyle aracı kuruluşa bırakılması ve bu işlemlerin ihraççı tarafından ifası talep edilebilecek bir borç oluşturmayacak şekilde düzenlenmesi mümkündür. Uygulamada, halka arza aracılık sözleşmeleri genellikle bu şekilde kaleme alınmaktadır.

⁴⁸⁴ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 263 dpn 70.

⁴⁸⁵ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 275. Fakat, aracı kuruluş, halka arz fiyatının geçmemek kaydıyla, alım emrinde öngördüğü fiyatı sonradan değiştirme ya da yükseltme imkânına sahiptir (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 278).

⁴⁸⁶ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 263 dpn. 70.

yardımcı olur⁴⁸⁷. Ancak bu yöntemi uygulanabilmesi için ön şart, halka arz olunan sermaye piyasası araçlarına toplam arz miktarını aşan bir talebin söz konusu olmasıdır. Birinci ve üçüncü yöntemler, yani alım emri ile müdahale ve açığı kapatma amaçlı alım yöntemleri daha çok tercih edilen fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlem modellerini oluşturmaktadırlar. Nitekim, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'e Seri: I No: 32 sayılı Tebliğ ile eklenen ve “*Halka Arz Sonrası Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler*” başlığı taşıyan md. 21/A hükmü de bu iki yöntemi temel alarak kaleme alınmıştır.

Anılan hükmün ilk fıkrası, hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemleri ve halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka arzlarında; talep toplama yönteminin kullanılması halinde, hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra aracı kuruluş tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alımda bulunulabileceğini öngörmek suretiyle “alım emri ile müdahale” yöntemine olanak sağlamaktadır. Bu noktada, söz konusu imkânın niçin halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılan arzlar ve kapalı ortaklıkların sermaye artırımı ile halka açılmaları ihtimallerine hasredildiğini anlamanın mümkün olmadığını belirtmek durumundayız. Halka açık ortaklıkların sermaye artımı yoluyla halka arzlarında da aynı imkânın tanınması gerekir. Bu imkândan yararlanılabilmesi için hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin zorunlu tutulması ise doğaldır. Zira, alım emri ile müdahalenin uygulanabilmesi ancak hisse senetlerinin borsada işlem görmesi halinde mümkündür. Hükmün ikinci fıkrasına göre, bu işlemler hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren en çok otuz gün süreyle yapılabilir ve üçüncü fıkra uyarınca, söz konusu işlemlerde halka arz fiyatının üzerinde emir verilemez. Hükmün “açığı kapatma amaçlı alım” yöntemine ilişkin düzenlemesi ise aşağıda (“c”) başlığı altında incelenecektir.

⁴⁸⁷ **Trichardt**, *Market Stabilisation*, s. 263 dph. 70. Halka arz olunan sermaye piyasası araçlarına başlangıçta arzı aşan bir talep bulunmasına karşın, kısa süre içerisinde bu araçların fiyatında düşüş meydana gelmesi ihtimali bulunmaktadır. Bu durumun nedenini, çoğunlukla uzun vadeli yatırım niyeti taşımayan yatırımcıların pozisyonlarını nakde tahvil etmek istemeleri nedeniyle satış yapmaları (“flipping”) oluşturmaktadır.

c. Ek Alım Opsiyonu

Ek alım opsiyonu, açığı kapatma amaçlı alım yönteminin uygulandığı fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerde aracı kuruluşların zarara uğramalarını önlemek üzere geliştirilmiş bir mekanizmadır⁴⁸⁸. Aracı kuruluşun, söz konusu yöntemde; talebin başlangıçta arza oranla fazla olmasından faydalanarak izahnamede öngörülen hisse senedi sayısının üzerinde⁴⁸⁹, yani açığa satış yaptığını ve daha sonra ikinci el piyasasından bu açığı kapatmak üzere alım yaparak piyasada oluşan fazlalığı toplamak suretiyle fiyatı desteklediğini belirtmiştik. Halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatında düşüş değil de yükseliş söz konusu olursa, bir diğer ifadeyle piyasada fiyat düşüşüne sebep olabilecek bir fazlalık oluşmaz ise; aracı kuruluş, yaptığı açığa satışları karşılayabilmek için ikinci el piyasasından halka arz fiyatının üzerinde bir bedelle alım yapmak durumunda kalabilecek ve bu nedenle de zarara uğrayabilecektir⁴⁹⁰. Bu şekilde zarara uğramasını önlemek amacıyla, aracı kuruluş; halka arza aracılık sözleşmesinde yer verilen bir düzenleme ile, belirli süre içerisinde kullanılmak üzere, ihraççı veya satışı yapan ortaklardan halka arz fiyatı üzerinden belirli miktarda hisse senedi satın alabilme opsiyonu tanınır⁴⁹¹. Söz konusu olan bir opsiyon olduğundan, aracı kuruluş kendisine tanınan bu hakkı kullanmak zorunda değildir; şartlara göre değerlendirme yapacaktır. Hisse senetlerinin fiyatı halka arz fiyatının üzerine çıktığı takdirde, aracı kuruluş bakımından avantajlı olan, açığını kapatmak amacıyla opsiyonu kullanmaktır. Zira, bu ihtimalde ikinci el piyasasından alım yapmak daha maliyetli olacaktır. Buna karşılık, senetlerin fiyatının halka arz

⁴⁸⁸ Ek alım opsiyonu, günümüzde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler kavramı ile neredeyse özdeşleşmiş durumdadır. Bu durum, söz konusu opsiyonun özellikle yurt dışı piyasalarda yaygın olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Ancak bu opsiyonun, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerden yalnızca biri olan açığı kapatma amaçlı alım yönteminin bir versiyonu olduğu hatırdan çıkarılmamalıdır. Bu nedenle, aynen diğer açığı kapatma amaçlı alım işlemlerinde olduğu gibi, ek alım opsiyonun efektif bir biçimde uygulanabilmesi için de; hisse senetlerine yönelen talebin, en azından başlangıçta arza oranla yüksek olması gerekmektedir. Zira aksi takdirde, aracı kuruluşun açığa satış yapması söz konusu olamayacaktır. Bunun yanı sıra, söz konusu opsiyonun fiyat istikrarını sağlama amacı gütmeyen yalnızca ek satış yapmak için kullanılabilmesi de mümkündür (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 305-306). Fakat genellikle fiyat istikrarını sağlama amaçlı olarak kullanılmaktadır. Ancak hangi amaçla kullanılırsa kullanılsın, halka arza aracılık sözleşmesinde bu yönde bir opsiyonun yer aldığı izahnamede yer verilecek bir düzenleme ile mutlaka kamuya duyurulmalıdır.

⁴⁸⁹ Ek alım opsiyonu da, diğer fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler gibi büyük çoğunlukla ortaklık senetlerinin halka arzında uygulama alanı bulmaktadır (**Williamson**, s. 91).

⁴⁹⁰ **Dunbar**, s. 254; **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 264. Hisse senetlerinin fiyatlarının halka arzı takiben yükselmesi, çoğunlukla bu senetlerinin halka arz fiyatının gerçek değerinin altına belirlenmesi ("underpricing") halinde söz konusu olmaktadır. Bu nedenle de, ek alım opsiyonu, halka arz fiyatının senetlerin gerçek değerinin altında belirlenmesi halinde önem kazanmaktadır (**Dunbar**, s. 254-255).

⁴⁹¹ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 264.

fiyatının altına düşmesi halinde, aracı kuruluş opsiyonu kullanmak yerine daha düşük fiyatla ikinci el piyasasından alım yapmayı tercih edecektir. Bu şekilde, değinilen opsiyon sayesinde aracı kuruluşun yaptığı açığa satışlar nedeniyle zarar uğraması olasılığı ortadan kaldırılmaktadır. Bu da, aracı kuruluşu herhangi bir risk altına girmeksizin açığa satış yapma ve fiyatı destekleme imkânı sağlamaktadır⁴⁹². İzahnamede öngörülen sayının üzerinde, yani açığa olarak satılan sermaye piyasası araçlarının getirisi ile de ikinci el piyasasında alım yapılarak fiyat istikrarına destek verilmesi söz konusu olduğundan, anılan opsiyonun işlevi son derece önemlidir⁴⁹³. Aracı kuruluşu, izahnamede öngörülen hisse senedi sayısına ek olarak ihraççı ya da pay sahibinden⁴⁹⁴ bir miktar daha alım yaparak açık pozisyonunu kapatma olanağı tanıyan bu opsiyona, Anglosakson Hukuku'nda “*Green Shoe Option*”⁴⁹⁵ ya da “*Overallotment Option*” adı verilmektedir⁴⁹⁶. Türk doktrininde ise, bu opsiyonu ifade etmek üzere “ek alım opsiyonu” terimi önerilmiştir⁴⁹⁷. Biz de, anlamı yansıtmakta başarılı olduğumu düşündüğümüz bu terimi aynen benimsemekteyiz.

⁴⁹² Üreten, s. 61.

⁴⁹³ Aracı kuruluşların açığa yaptıkları satıştan doğan yükümlülüklerini kapatmak amacıyla ikinci el piyasasında alım yapmalarının hisse senetlerinin fiyatına destek oluşturması son derece doğal bir iktisadi sonuçtur. Buna karşılık, aracı kuruluşların niçin açığa satış yapmayı tercih ettikleri sorgulanmalıdır. Bu açık pozisyonun fiyat istikrarını sağlama amaçlı işlemlerde kullanılmak amacıyla bilinçli olarak yaratıldığı vurgulanmak gerekir. Aracı kuruluşlar, talep toplama (“book-building”) aşamasında, talepte bulunan kurumsal yatırımcıların bir kısmının sonradan vazgeçebileceği yönündeki düşüncenin de etkisiyle, gerektiğinden fazla talep toplayabilmekte ya da bazı kurumsal yatırımcılar, satış sürecinde talep toplama aşamasında bildirdiklerinden daha fazla sayıda hisse senedi için talepte bulunabilmektedirler (Dunbar, s. 154; Trichardt, Market Stabilisation, s. 284 dñn. 212). Aracı kuruluşlar da hem itibarlarını korumak hem de kazanç sağlamak amacıyla bu talepleri karşılamak istemektedirler. İşte ek alım opsiyonu burada devreye girmekte ve fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra; aracı kuruluşu açık pozisyonu nedeniyle zarar uğramaktan kurtarmakta, piyasada oluşan ek talebin karşılanmasını sağlamakta ve ihraççının elde edeceği fonu artırmaktadır (Brown, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 53; Üreten, s. 62).

⁴⁹⁴ Ek alım opsiyonu ihraççıdan alınabileceği gibi, ihraççının pay sahiplerinden de alınabilir (Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 195). Bu pay sahiplerinin halka arzı gerçekleştiren pay sahipleri olmaları gibi bir zorunluluk da yoktur. Hatta, opsiyona konu hisse senetlerinin ihraççı ya da pay sahiplerinden biri tarafından temin edileceği de öngörülebilir (“Flexible Green Shoe Option”). Ancak bu takdirde, öncelikle kime başvurulması gerektiği belirlenmelidir (Trichardt, Market Stabilisation, s. 271).

⁴⁹⁵ Bu opsiyon için “Green Shoe Option” ifadesinin kullanılmasının nedeni, ilk olarak 1963 yılında Boston merkezli Green Shoe Manufacturing Company'nin pay sahiplerinden biri tarafından gerçekleştirilen halka arz işleminde kullanılmış olmasıdır (Trichardt, Market Stabilisation, s. 265). O günden bu yana ABD'nde hemen her halka arzda kullanılmakta ve en çok tercih edilen fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlem modelini oluşturmaktadır (Trichardt, Market Stabilisation, s. 266 ve s. 279). Aynı zamanda, uluslararası halka arzlarda da en çok tercih edilen yöntem konumundadır (Trichardt, Market Stabilisation, s. 263 dñn. 76).

⁴⁹⁶ Trichardt, Market Stabilisation, s. 250.

⁴⁹⁷ Tanör, Halka Arz, s. 348.

Ek alım opsiyonuna konu oluşturabilecek hisse senetlerinin miktarına ve opsiyonun kullanım süresine yönelik sınırlamalara da değinmek gerekir. ABD Hukuku'nda, “*National Association of Securities Dealers*” (“NASD”) tarafından çıkarılan “Mesleki Kurallar” (“*Rules of Fair Practice*”) ile [Rule 2710 (c) (6) (B) (x)], opsiyona konu oluşturabilecek hisse senetlerinin en fazla halka arz edilen senetlerin %15'i kadar olabileceği öngörülmüştür⁴⁹⁸. ABD'nde, bu opsiyonun kullanımına ilişkin süre ise halka arza aracılık sözleşmelerinde öngörülmekte ve uygulamada 8 ya da 30 günlük iki alternatiften biri tercih edilmektedir⁴⁹⁹.

Bu aşamada, konunun bir örnekle açıklanması faydalı olabilir. (X) şirketinin halka 100 birimlik hisse senedi arz ettiğini; aracı kuruluşa da, halka arza aracılık sözleşmesi ile %15 oranında bir ek alım opsiyonu tanındığını varsayalım. Aracı kuruluş, yeterli talep olması halinde 115 birimlik satış yapabilecek, 100 birimin bedelini ihraççıya iletirken 15 birimin getirisini ise opsiyon süresi sonuna kadar elinde tutacaktır⁵⁰⁰. Opsiyonun kullanımı için öngörülen süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatı desteğe ihtiyaç duyacak şekilde halka arz fiyatının altına düşerse, opsiyonunu kullanmayarak geçici olarak elinde bulundurduğu 15 birimin getirisi ile alım yapmak suretiyle piyasadaki fazlalığı toplayacak ve bu şekilde fiyata destek vermiş olacaktır. Bu takdirde, opsiyon süresinin sonunda fiyata destek vermek üzere kullandığı 15 birimin getirisinden kalan varsa o meblağı ve piyasadan destek alımı

⁴⁹⁸ 1983 yılı Ağustos'una kadar bu oran %10 idi (**Dunbar**, s. 252). Avustralya Hukuku'nda da, ABD Hukuku'nda yürürlükte bulunan oranla paralel şekilde %15'lik bir üst sınır belirlenmiştir. Ancak %15'lik bu üst sınır, anavatani olan ABD'nde tartışmaya açılmış durumdadır (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 300-301). Bu ülkede, aracı kuruluşların kimi zaman %15'lik oranın üzerinde açığa satış gerçekleştirdikleri ve bu oranın üzerinde kalan hisse senetlerini, kullanabilecekleri bir alım opsiyonu bulunmadığından zarar etmek pahasına ikinci el piyasasından satın aldıkları ifade edilmektedir. %15'lik oranın üzerinde kalan açık pozisyon için, bu açığı kapatacak bir opsiyon bulunmadığını ifade etmek üzere, “naked shorts” terimi kullanılmaktadır (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 269).

⁴⁹⁹ **Trichardt**, Market Stabilisation, s. 270-271. Avustralya Hukuku'nda bu opsiyonun kullanımı için öngörülen süre ise halka arzdan itibaren 30 gündür (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 304). Bu noktada, İngiltere'de son yıllarda gelişen bir uygulamanın da üzerinde durmak gerekir. Bu uygulamanın ismi “yenilenen ek alım opsiyonu”dur (“Refreshing Green Shoe Option”). Bu uygulama, opsiyonun kullanımı için aracı kuruluşa büyük bir zaman avantajı sağlamaktadır. Buna göre; hisse senetlerinin fiyatı halka arzı takiben düşerse, aracı kuruluş opsiyonunu kullanmayı ikinci el piyasasından alım yapmayı tercih edecektir. Aracı kuruluşun bu alımları sonucunda fiyat yükselir, halka arz fiyatının üzerine çıkar ve istikrar kazanırsa; aracı kuruluş, herhangi bir süre ile bağlı kalmaksızın, destek alımı nedeniyle ikinci el piyasasından satın aldığı payları halka arz fiyatının üzerinde bir bedelle satıp halka arz fiyatı üzerinden opsiyonunu kullanabilecektir (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 270). Ek alım opsiyonunun kullanımını zamansal açıdan sınırlamaya tabi kılmamak amacıyla geliştirilen bu sisteme İngiliz ve İrlanda Hukuklarının imkân tanınmasına karşın, ABD Hukuku'nda böyle bir uygulamaya olanak yoktur (**Trichardt**, Market Stabilisation, s. 278 ve 301).

⁵⁰⁰ **Tanör**, Halka Arz, s. 346.

esnasında topladığı hisse senetlerini ihraççıya iade edecektir⁵⁰¹. Ancak hisse senetlerinin fiyatı halka arzı takiben yükselir ve desteğe ihtiyaç göstermezse, opsiyon süresi içerisinde alım hakkını kullanacak ve satın aldığı bu senetler ile açık pozisyonunu kapatacaktır. Opsiyon hakkını kullandığından, açık pozisyonu nedeniyle herhangi bir zarara da uğramamış olacaktır. Bu takdirde ise, 100 birim olarak düşünülen halka arz 115 birim üzerinde tamamlanacak ve ihraççının sağladığı fon artacaktır. Bu olasılık daha önce izahname ile kamuya duyurulmuş olduğundan, mevzuatın ihlal edilmesi gibi bir durum da ortaya çıkmayacaktır.

Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in md. 21/A hükmü, IV. fıkrasında, ek satışa ilişkin 21. maddesindeki ödünç alımlı satış kavramına yollama yaparak ek alım opsiyonunu düzenlemekte⁵⁰² ve 21. madde uyarınca ödünç alımlı satış yapılması halinde, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler ile ödünç alımlı satışın aynı aracı kurum tarafından gerçekleştirilmesi gerektiğini öngörmektedir. Kanımızca, ağırlıklı olarak fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak kullanılan ek alım opsiyonunun, ek satışa ilişkin md. 21 hükmü yerine, konuya ilişkin md. 21/A hükmünde düzenlenmesi yerinde olurdu⁵⁰³. Ayrıca, ek satış ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin uygulama alanının, md. 21 ve md. 21/A hükümlerinde hangi gerekçe ile kapalı anonim ortaklıkların halka arz işlemleri (sermaye artırımını ya da pay sahiplerinin halka arzı yoluyla bu ortaklıkların halka açılmaları olasılıkları) ile sınırlı tutulduğunu anlayabilmek mümkün değildir. Halihazırda halka açık olan ortaklıkların da bu imkânlardan mahrum bırakılmamaları gerekir. Tebliğ'in bu düzenlemesi, kanımızca mutlaka gözden geçirilmelidir.

⁵⁰¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 347.

⁵⁰² Söz konusu hükmün V. fıkrasına göre; “*Ödünç sözleşmesinin ödünç alınan hisse senetlerinin aracı kurum tarafından hisse senetlerini ödünç veren ortaklardan halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkını içermesi zorunludur. Bu sözleşmede alım hakkını kullanma süresi en çok otuz gün olarak belirlenir. Bu sürenin başlangıcı hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihtir. Sözleşmeyi imzalayan aracı kurum, ödünç aldığı hisse senetlerini, ilgili hisse senetleri 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 hisse senetlerinin bedellerini ödemek yoluyla da taahhüdünü kapatabilir*”. Burada belirtilen alım opsiyonu, inceleme konumuz olan “ek alım opsiyonu”dur. Tebliğ'in 21. maddesine yapılan atıf nedeniyle, anılan hükmün VII. fıkrası gereğince ek alım opsiyonu halka arza konu hisse senetlerinin %15'ini geçmeyecek şekilde öngörülmek durumundadır.

⁵⁰³ **Tanör**, Halka Arz, s. 344.

Ek alım opsiyonu ile ilgili olarak önemli bir hususu da tartışmaya açmak gerekir. Acaba aracı kuruluşca bu opsiyonun kullanılmaması ve piyasadan toplanan senetlerin ihraççıya iade edilmesi, anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini iktisap etmesini yasaklayan TTK md. 329'a aykırılık teşkil etmekte midir? Bu konuyu tartışmaya açan yazar *Tanör*'dür. Yazar, piyasadan toplanan senetlerin geri alınımın ortaklar tarafından taahhüt edilebileceğini ifade ederek bir çözüm önerisi getirmektedir. Gerçekten de, aksi takdirde TTK md. 329 hükmünün öngördüğü yasağın kapsamında kalınması kaçınılmaz olacaktır. Dolayısıyla, bu çözüm önerisini biz de yerinde bulmaktayız⁵⁰⁴.

⁵⁰⁴ TTK Tasarısı'nın 379. maddesinin I. fıkrasında, TTK md. 329 hükmünde öngörülen yasak; “şirketin, kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemeyeceği” hükmüne yer verilerek yumuşatılmaktadır. Bu itibarla, Tasarı'nın yasalaşması halinde bu tartışma büyük oranda ortadan kalkacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİ

I. GENEL OLARAK

A. Tanımı, Yasal Dayanağı ve Özellikleri

1. Tanımı

Halka arza aracılık sözleşmesi, Anglosakson Hukuku kökenli bir sözleşme türüdür. Genel bir ifade ile, bu terimin, mevzuata göre ihraç ve halka arz işlemlerine aracılık etme lisansına (“imtiyazına”) sahip bulunan bir aracı kuruluş ile ihraççı ortaklık ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi arasında, ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara satışına aracılık yapılması amacıyla akdedilen sözleşmeyi ifade ettiğini söyleyebilmek mümkündür.

Halka arza aracılık sözleşmesi, tarihi gelişimi itibariyle üç farklı türde karşımıza çıkmaktadır. Bu türlerden ilkinin oluşturduğu “en iyi gayret aracılığı”nda (“*best effort underwriting*”); aracı kuruluş yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunmayı taahhüt etmekte, satılmayan sermaye piyasası araçlarının alımı yönünde bir taahhüt altına girmemektedir. İkinci türü oluşturan “bakiyeyi yüklenim”de ise (“*strict*” ya da “*stand-by underwriting*”); aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmenin yanı sıra, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alacağı yönünde de taahhütte bulunmaktadır. Üçüncü ve son tür olan “tümünü yüklenim” aracılığında ise (“*firm commitment underwriting*”), aracı kuruluş önce sermaye piyasası araçlarını ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almakta, daha sonra ise kendi adına ve hesabına halka satmaktadır. Son iki türde, yani bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık faaliyetlerinde, en iyi gayret aracılığının aksine; aracı kuruluş,

halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının bir kısmını (satılmayan bölümünü) ya da tamamını kendisi satın almak suretiyle, ihraççı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin riskini üzerine almaktadır. Sermaye piyasası araçlarının satılmayan bölümünün ya da tamamının satın alınacağı aracı kuruluşlarca taahhüt edilmesi, ihraççının sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskine karşı aracı kuruluş tarafından sigorta edilmesine benzetildiğinden, Anglosakson Hukuku'nda bu faaliyeti tanımlamak üzere Sigorta Hukuku kökenli bir terim olan ve “taahhüt etmek- sigorta etmek” anlamına gelen “*underwriting*” terimi kullanılmaktadır⁵⁰⁵.

“*Underwriting*” kavramının karşılığı olarak, Seri: V No: 46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in⁵⁰⁶ 41. maddesinde “halka arza aracılık sözleşmesi” terimi kullanılmaktadır. Ancak sözü edilen Tebliğ’in 38. maddesinin VI. fıkrasında, aracı kuruluşların, halka arz edilmeksizin satışlara (“tahsisli satışlara”) da aynı esaslar dahilinde aracılık yapabilecekleri ifade edildiğinden; halka arza aracılık sözleşmesi terimi, mutlaka bir halka satış durumunun mevcut olması gerektiği şeklinde bir izlenim yaratması nedeniyle haklı olarak eleştirilmiştir⁵⁰⁷. Kanımızca, “aracılık sözleşmesi” deyiminin hem halka arza, hem de tahsisli satışlara aracılığı içine alacak bir üst kavram olarak benimsenmesi, bu aşamadan sonra gündeme gelebilecek mevzuat değişiklikleri bakımından düşünülmelidir. Ancak bugün için yürürlükte bulunan mevzuatta kullanılan terim olması ve uygulamada yerleşmiş bulunması, bizi de halka arza aracılık sözleşmesi terimini kullanmaya sevk etmektedir.

Halka arza aracılık sözleşmesi için bir tanım vermek gerekirse, bu sözleşmenin; “*aracı kuruluşlar ile ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluş arasında akdedilen ve aracı kuruluşun, sözleşmenin türüne göre, ihraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının üçüncü kişilere satışına aracılık etmeyi ya da hem sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmeyi hem de bu araçların satılmayan kısmını satın almayı yahut da bu araçları ihraç ya da halka*

⁵⁰⁵ Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 89; Cary/ Eisenberg, s. 1173; Hazen, 4th Ed., s. 1136; Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 79.

⁵⁰⁶ RG 7.9.2000, S. 24163.

⁵⁰⁷ Ünal, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 87; Taşkın, s. 51.

arzu gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın alarak daha sonra kendi adına ve hesabına halka satmayı belirli bir ivaz karşılığında yükümlendiği sözleşme” olarak tanımlanabileceği düşüncesindeyiz.

2. Yasal Dayanağı

Hukuk sistemimizde, halka arza aracılık sözleşmesinin yasal dayanağını, SPKn. md. 7/I ve III ile md. 30/I (a) hükümleri oluşturmaktadır. 3794 sayılı Kanun md. 20 ile değişik SPKn. md. 30/I (a) hükmü, sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz yolu ile satışına aracılığı “sermaye piyasası faaliyetleri” arasında saymakta ve md. 31/I hükmünde, bu faaliyetin münhasıran aracı kuruluşlarca yürütülebileceğini belirtmektedir. Dolayısıyla, bu hüküm, aracı kuruluşların halka arza aracılık faaliyetlerinin yasal dayanağı konumundadır. SPKn. md. 7/I hükmünün II. cümlesinde ise, Kurul’a, sermaye piyasası araçlarının halka arz veya satışının satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılmasını zorunlu tutabilme yetkisi tanınmaktadır. Aynı hükmün III. fıkrasının ikinci cümlesinde, hisse senetlerinin halka arzına ilişkin olarak; “*Kurul, satış süresi içinde satılmayan payların kendileri tarafından tamamen satın alınacağı ve bedellerin ödeneceğinin kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasından Kurulca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister*”⁵⁰⁸. I. ve III. fıkarda yer verilen bu düzenlemeler, hükmü mevcut haline getiren 3794 sayılı Kanun’un gerekçesinde de belirtildiği üzere⁵⁰⁹, Kurul’a aracı kuruluşlar tarafından bakiyeyi yüklenim yapılmasını zorunlu tutabilme imkânı tanımaktadır⁵¹⁰. Dolayısıyla, halka arza aracılık sözleşmelerinin yasal dayanağını 7. maddenin bu iki fıkrasının oluşturduğu söylemek mümkündür⁵¹¹. Fakat ne bu iki hükümde, ne Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’de halka arza aracılık sözleşmesinin tanımına yer verilmiştir.

⁵⁰⁸ Bu hüküm hakkında ayrıntılı inceleme için bkz. yuk. I. Bölüm, II, G, 1, cb.

⁵⁰⁹ Anılan Kanun’un gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

⁵¹⁰ Bu yöntemle, değişiklik Kanun’unun gerekçesinde de belirtildiği üzere; satılmayan hisse senetlerini verdiği taahhüt gereği kendisi satın almak durumunda kalan aracı kuruluşun, bu senetlerin fiyatını gerçeğe uygun şekilde belirlemesi sağlanmak istenmektedir (**Karababa**, s. 85 dpn. 203; **Berzek**, s. 52; **Akbulak/Akbulak**, s. 113).

⁵¹¹ Ancak SPK md. 7 hükmü hiç mevcut olmasa idi dahi, şüphesiz ki sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde halka arza aracılık sözleşmelerinin akdedilmesi yine de mümkün olabilecekti. Bu itibarla, tarafımızca kullanılan “yasal dayanarak” ifadesinin, yalnızca inceleme konumuz olan sözleşmenin Kanun’daki yansımalarını işaret etme amacına yönelik bulunduğu belirtilmelidir.

3. Özellikleri

Verdiğimiz tanımdan da anlaşılacağı üzere, halka arza aracılık sözleşmesi, tam iki tarafa borç yükleyen (“*sinallagmatik*”) bir sözleşme niteliğindedir⁵¹². Bu sözleşmeden aracı kuruluşlar yönünden doğan borçlardan ihraç ya da halka arz sürecini organize etme ve satış işlemine aracılık etme borçları, sürekli ifalı edimlerdir. Buna karşılık, bu kuruluşların yüklenim taahhütleri çerçevesinde sermaye piyasası araçlarını satın alma borçları ise ani ifalı edim teşkil etmektedir. Benzer şekilde, ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşun edimi de (“ivaz ödeme”) ani ifalı bir edim niteliğindedir.

Aracı kuruluşlar, fonksiyonları itibarıyla yatırımcılar ile ihraççılar arasında köprü görevi görmektedirler⁵¹³. ABD Hukuku’nda çok kullanılan bir benzetme ile, ihraççılar “üretici”, aracı kuruluşlar “toptancı”, dealer’lar “perakendeci” ve yatırımcılar da “müşteri” olarak düşünülecek olursa⁵¹⁴ aracı kuruluşların ne denli önemli bir fonksiyon ifa ettikleri daha rahat anlaşılır. Ürünün, yani sermaye piyasası araçlarının; müşterilere, yani yatırımcılara dağıtım süreci tümüyle bu kuruluşlar tarafından yürütülmektedir. Aracı kuruluşun seçiminde geçmişteki halka arzlarda gösterdiği performans, ihraççının faaliyet gösterdiği sektör hakkında sahip olduğu bilgi, ihraççı ile rakip konumlarda bulunan firmalar ile iş ilişkileri ve halka arzdan sonra sermaye piyasası araçlarının fiyatını destekleme yeteneği belirleyici rol oynamaktadır⁵¹⁵. Ayrıca, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının tamamını ya da satılmayan kısmını satın alma yükümlülüğü altına girdiği bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü sözleşmelerde, bu kuruluşun mali yeterliliği de büyük önem arz etmektedir⁵¹⁶. Birden fazla aracı kuruluşun biraraya gelerek bir “konsorsiyum” oluşturması ve ihraç ya da halka arza aracılık işleminin bu konsorsiyum tarafından yürütülmesi de mümkün bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, birden fazla aracı kuruluşun, birbirlerinden tamamen bağımsız olarak, ihraç ya da halka arzın belirli bir bölümü

⁵¹² Ünal, Aracı Kurumlar, s. 194; Taşkın, s. 91.

⁵¹³ Hazen, 4th Ed., s. 131.

⁵¹⁴ Cary/Eisenberg, s. 1173; Loss/Seligman, s. 76.

⁵¹⁵ Lin/Mc Nicholds, s. 105-106. Bazı aracı kuruluşlar, bazı sektörler hakkında uzmanlaşmış olabilirler (Jennings/Marsch, s. 190). İhraççılar, genellikle kendi sektörlerinde uzmanlaşmış aracı kuruluşlar ile çalışmayı tercih etmektedirler.

⁵¹⁶ E. R. Hardy Ivamy, Topham and Ivamy’s Company Law, 16th Ed., London 1978, s. 125.

için, farklı halka arza aracılık sözleşmeleri çerçevesinde görevlendirilebilmeleri de imkân dahilindedir⁵¹⁷. Benzer şekilde, birden fazla ülkede eş zamanlı olarak gerçekleştirilen ihraç ya da halka arzlarda (“*global offerings*”), birbirlerinden tamamen bağımsız aracı kuruluşlar ya da konsorsiyumlar kullanılması da mümkündür⁵¹⁸.

B. Konusu

Halka arza aracılık sözleşmesinin konusunu, sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı oluşturmaktadır. Bu itibarla, söz konusu sözleşmenin, yalnızca hisse senetlerinin halka arzına ilişkin olarak değil, hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzına ilişkin olarak da akdedilebilmesi mümkündür⁵¹⁹. Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 38. maddesinde; en iyi gayret aracılığı, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık işlemleri tanımlanırken yalnızca hisse senetlerinden değil, sermaye piyasası araçlarının halka arzından bahsedilmesinin nedeni budur.

Öğretideki ağırlıklı görüş, halka arza aracılık sözleşmesinin, hem birinci el piyasasında hem de ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde akdedilebileceği yönündedir⁵²⁰. Buna karşılık *Manavgat*, aracılık yüklenim sözleşmesinin, yani bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılığın hizmet ettiği amacın, menkul kıymet ihraçlarında, ihraç eden ortaklığın pazarlama riskini aracı kurumlara dağıtmak ve ihraçtan beklenen geliri garanti etmek olduğunu; bu amacın ise ihracı gerçekleştiren ortaklığı ilgilendirmeyen ikinci el piyasası işlemlerine yabancı bulunduğunu ifade etmektedir⁵²¹. Ancak *Ünal*’ın da isabetli

⁵¹⁷ **M.C. Oliver**, *Company Law*, 9th Ed., Great Britain 1982 (Reprinted with Amendments in 1983), s. 96; **Küçüksozen**, s. 142.

⁵¹⁸ **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 65 ve 115.

⁵¹⁹ **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, s. 185; **Taşkın**, s. 61. **Moroğlu** ise, bir ihraç veya halka arz durumunun söz konusu olmamasına karşın, halka açık olmayan anonim ortaklıkların esas sermaye artırımlarında da ortaklık ile aracı kuruluşlar arasında halka arza aracılık sözleşmesi benzeri bir sözleşmenin akdedilebileceğini ifade etmekte ve rüçhan haklarının aracı kuruluşlar vasıtasıyla kullanılmasına ilişkin “dolaylı yeni pay alma hakkı” adı verilen bu sistemin özellikle Almanya’da yaygın olarak kullanıldığını belirtmektedir (**Moroğlu**, *Sermaye Artırımı*, s. 92 ve özellikle s. 140).

⁵²⁰ **Daeniker**, s. 160; **Yasaman**, s. 112; **Ünal**, *Aracı Kurumlar*, s. 214; **Aytaç**, *Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*, s. 168; **Berzek**, s. 56.

⁵²¹ **Manavgat**, *Aracı Kurumlar*, s. 79. Bu görüşe, **Arı** ve **Taşkın**’ın da katıldıkları görülmektedir (**Arı**, s. 90; **Taşkın**, s. 54 ve 81).

olarak ifade ettiği üzere; ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde aracılık yüklenimi yapılması, bu piyasada güven ve istikrarın sağlanması bakımından son derece olumludur⁵²². Mevzuatta ikinci el piyasasında yapılan halka arz işlemlerinde aracılık yüklenimi yapılmasını engelleyen herhangi bir düzenleme mevcut olmadığı gibi; tam tersine, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik 31/I hükmünde, halka açık olmayan anonim ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılacak halka arzlar bakımından aracılık yüklenimi yapılması zorunlu tutulmaktadır. Dolayısıyla, *Manavgat*'ın değinilen görüşünün Kurul tarafından da benimsenmediği görülmektedir. Kanımızca, sözleşme serbestisi ilkesinin geçerli olduğu bir sistemde, ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde aracılık yüklenim sözleşmesi akdedilemeyeceğini ileri sürmek mümkün değildir. Nitekim, ABD Hukuku'nda da bu konuda herhangi bir tereddüt bulunmamakta ve aracılık yüklenim sözleşmesi, hem birinci el piyasasında hem de ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri için akdedilebilmektedir. Kanımızca, Türk Hukuku'nda farklı sonuca ulaşmayı gerektirecek herhangi bir gerekçe de söz konusu değildir. Bu itibarla, *Manavgat*'ın yukarıda belirtilen görüşüne katılma olanağı bulamamaktayız.

Halka arza aracılık sözleşmesi, halka arz işlemlerinin yanısıra, halka arz edilmeksizin satış ("tahsisli satış") işlemlerine aracılık etmek üzere de akdedilebilir⁵²³. Bu husus Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinin VI. fıkrasında açıkça belirtilmiş ve "*Aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalar, halka arza aracılık faaliyeti kapsamında, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışı (tahsisli satış) sırasında, ilgili şirketin ihtiyacına cevap verecek şekilde borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası aracı ihraçlarının organize edilmesinde ve bu ihraçların belli bir grup yatırımcıya ya da yerli-yabancı kurumsal yatırımcılara tahsisinde de aracılık yapabilirler*" hükmüne yer verilmiştir. Hükümde yalnızca borçlanma senetlerinin tahsisli satışından bahsedilmesi, doktrinde ortaklık hakkını temsil eden sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışında halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmesinin mümkün olmadığı yönünde yorumlar yapılmasına neden

⁵²² Ünal, Aracı Kurumlar, s. 189.

⁵²³ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, s. 89; Hazen, 4th Ed., s. 134; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 127 ve 214; Berzek, s. 56; Kütükçü, s. 432; Arı, s. 89; Sönmez, s. 64-65.

olmuştur⁵²⁴. Oysa ki, borçlanma senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışında bu sözleşmenin akdedilmesine engel oluşturabilecek herhangi bir neden bulunmamaktadır. Kanımızca, söz konusu Tebliğ hükmünün amacı da tahsisli satışa aracılığın yalnızca borçlanma senetleri bakımından söz konusu olabileceğini belirtmek değildir. Anılan hükümde, ülkemiz uygulamasında genellikle borçlanma senetlerinin tahsisli satışı ile karşılaşıldığından ortaklık senetlerine değinilmediği kanısını taşımakta ve bu nedenle de, ortaklık hakkını temsil eden sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışları bakımından da halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmesinin mümkün bulunduğunu vurgulama ihtiyacını hissetmekteyiz. Nitekim, SPKn. md. 30/I (a) hükmünde sermaye piyasası faaliyetlerinden bahsedilirken, sermaye piyasası araçları arasında herhangi bir ayırım yapılmaksızın “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık*” ifadesine yer verilmesi de bu görüşümüzü destekleyen bir olgudur.

C. İşlevleri

Halka arza aracılık faaliyetinin, dolayısıyla da halka arza aracılık sözleşmesinin üç temel işlevi bulunduğu söylenebilir. Bunlar, sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar tarafından satın alınmamasına ilişkin riskin ihraçcının üzerinden alınması, ihraç veya halka arz sürecinin konusunda uzmanlaşmış sektör kurumları tarafından planlanması, organize edilmesi ve yürütülmesi imkânının yaratılması ve sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerine uygun olarak fiyatlandırılmasının sağlanması olarak sayılabilir.

1. Riskin İhraçcının Üzerinden Alınması

Bu işlev, aracı kuruluşun, sermaye piyasası araçlarının tamamını ihraççıdan satın alarak kendi adına halka satmayı taahhüt ettiği tümünü yüklenim türü aracılık işlemleri ile, bu araçları ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluş adına ve hesabına halka satarak satılmayan kısmı satın almayı taahhüt ettiği bakiyeyi yüklenim türü sözleşmelerde, yani aracılık yüklenim sözleşmelerinde karşımıza çıkmaktadır. Aracı kuruluşun yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmeyi yükümlendiği, fakat satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın

⁵²⁴ Taşkın, s. 61.

alma yükümü altına girmedeği en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde bu yönde bir işlev söz konusu değildir.

Bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde, aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının satış sürecine ilişkin tüm riski üzerine almaktadır. Aracı kuruluş, değinilen bu iki türde, sermaye piyasası araçlarının tamamını ya da satılmayan kısmını belirli bir fiyat üzerinden satın alma taahhüdünde bulunmak suretiyle ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşun, belirli bir tarihte, belirli bir miktardaki fonu elde etmesini garanti altına almış olmaktadır⁵²⁵. Bir diğer ifadeyle, aracı kuruluş, sermaye piyasalarındaki bilgi birikimi, tecrübesi ve uzmanlığına dayanarak, piyasanın ihraç veya halka arza yönelik olarak vereceği tepkiye ilişkin belirsizlik ve piyasa koşullarında meydana gelebilecek olası değişikliklerden kaynaklanan riskleri üstlenmektedir⁵²⁶.

Anglosakson Hukuku'nda, özellikle bakiyeyi yüklenim türü aracılık işlemleri bakımından, aracı kuruluşun ihraççının sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin riskini sigorta ettiği benzetmesi yapılmakta⁵²⁷; aracı kuruluşun kendi riskini “alt yüklenim” (“*sub-underwriting*”) işlemleri yoluyla diğer aracı kuruluşlara aktarması da reasüransa benzetilmektedir⁵²⁸. Tümünü yüklenim türü aracılıkta ise, bakiyeyi yüklenimden farklı bir yöntem kullanılmakla birlikte, iktisadi açıdan yine aynı sonuca ulaşılmaktadır. Gerçekten, aracı kuruluşun bu türdeki aracılık işlemlerinde sermaye piyasası araçlarının tamamını satış başlamadan önce ihraççıdan satın alarak kendi adına halka satması ihraççının sermaye piyasası araçlarının kısmen ya da tamamen satılmamasına ilişkin riski tümüyle ortadan kaldırılmakta, dolayısıyla da ihraççının belirli bir tarihte belirli miktardaki bir fonu elde etmesi garanti altına alınmış olmaktadır⁵²⁹.

⁵²⁵ **Ivamy**, s. 125; **Gower**, s. 356; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 79.

⁵²⁶ **Fox**, s. 163; **Hal S. Scott/ Philip A. Wellons**, International Finance Transactions, Policy and Regulation, 10th Ed., New York 2003, s. 707.

⁵²⁷ **Palmer's Company Law**, no. 5. 130; **Cary/Eisenberg**, s. 1173; **Loss/Seligman**, s. 76; **Hazen**, 4th Ed., s. 136.

⁵²⁸ **Loss/Seligman**, s. 74.

⁵²⁹ **Cary/Eisenberg**, s. 1173; **Loss/Seligman**, s. 76.

2. Sürecin Konusunda Uzmanlaşmış Sektör Kurumları Tarafından Yürütülmesi

Halka arza aracılık faaliyetinin ikinci temel işlevi; halka arz veya ihraç sürecinin, piyasanın yapısını ve mevzuatı bilen uzman kuruluşlar tarafından planlanması, organize edilmesi ve yürütülmesi imkânını yaratmasıdır. Bu şekilde, ihraççıların; ihraç ya da halka arzın zamanlaması, tercih edilmesi gereken finansal enstrümanın türü ve işlemin mevzuata uygun olarak yürütülmesi gibi son derece hassas ve teknik bilgi gerektiren konularda aracı kuruluşların bilgi ve tecrübe birikiminden faydalanmaları sağlanmış olmaktadır⁵³⁰. Ayrıca, aracı kuruluşların ihraç ve halka arz prosedürlerine iştirak etmeleri sağlanarak yatırımcıların da menfaatleri korunmaktadır. Zira, aracı kuruluşlar, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 40. maddesinin (d) bendi uyarınca ihraççı ve/veya satışı yapan hissedar hakkında detaylı bir inceleme (“*due diligence*”) yapma konusunda en iyi gayreti gösterme yükümü altında olduklarından, izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olmalarını ve yanıltıcı nitelik taşımamalarını sağlamak bakımından önemli bir rol üstlenmektedirler.

Bunun yanısıra, halka arza aracılık faaliyeti çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının pazarlanma ve dağıtım sürecinin uzman kuruluşlarca gerçekleştirilmesi de sağlanmış olmaktadır. Gerçekten, ihraççıların ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahiplerinin kurumsal nitelikteki potansiyel yatırımcı ve alıcılara doğrudan ulaşabilmeleri genellikle pek mümkün olamamaktadır⁵³¹. Aracı kuruluşlar ise geniş müşteri portföyleri ve kurumsal yatırımcılar ile olan bağlantıları nedeniyle sermaye piyasası araçlarının pazarlanma ve dağıtım süreçlerini çok daha etkin ve verimli bir biçimde gerçekleştirebilme imkânına sahip bulunmaktadırlar⁵³². İşte halka arza aracılık faaliyetinin ihraççıların bakımından en önemli faydası da bu noktada ortaya çıkmaktadır. İhraççılar, aracılık faaliyetini üstlenen aracı kuruluşun müşteri portföyünden yararlanma imkânına sahip olmakta ve gerçekleştirilen ihraç ya da halka arzın başarılı olma şansı da bu sayede artmaktadır.

⁵³⁰ Prentice, s. 438; U. Emch/H. Renz/F. Bösch/P. Montavon/A. de Warra/A. Bizzozero/A. Wermelinger, *Le monde et la pratique Bancaires Suisses* Tome: II, Lausanne 1995, no. 55.1.2.

⁵³¹ Gillen, s. 17; Hazen, 4th Ed., s. 132.

⁵³² Tanör, *Halka Arz*, s. 259.

3. Sermaye Piyasası Araçlarının Fiyatlarının Gerçek Değerlerine Uygun Olarak Belirlenmesinin Sağlanması

Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının gerçek değerlerine uygun olarak tespit edilmesinin sağlanması, halka arza aracılık faaliyetinin en önemli işlevlerinden biridir. Kurul'a, SPKn.'nun 7. maddesinin III. fıkrasında 3794 sayılı Kanun ile değişiklik yapılmak suretiyle hisse senetlerinin halka arzında aracı kuruluşlarca bakiyeyi yüklenim taahhüdünde bulunulmasını zorunlu tutabilme yetkisi tanınmasının gerekçesi de, anılan değişiklik Kanunu'nun gerekçesinde de belirtildiği üzere⁵³³, sağlıklı bir fiyat mekanizmasının kurulmasını sağlamaktır. Bu yöntemle, verdiği taahhüt gereği satılmayan hisse senetlerini kendisi satın almak durumunda kalacak olan aracı kuruluşun, bu senetlerin fiyatını gerçek değerlerine uygun bir şekilde belirlemesi sağlanmak istenmektedir⁵³⁴. Sermaye piyasası araçlarının gerçek değerinin üzerinde bir bedelle halka satılmasının önüne geçilmesi; takdir edilecektir ki, özellikle küçük yatırımcının korunması ve piyasalara güvenin sağlanması bakımından son derece önemlidir. Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 40. maddesinin (e) bendi ile, aracı kuruluşlara, halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde yansıtması yönünde azami özeni gösterme yükümlülüğü getirilmesinin temelinde de bu düşünce yatmaktadır. Hükümün *ratio legis*'i gereği, aracı kuruluşlar bakımından öngörülen bu yükümlülüğün, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinin yanısıra en iyi gayret türü aracılık işlemleri bakımından da geçerli bulunduğunun altı çizilmelidir.

D. Tarafları

Halka arza aracılık sözleşmesinin tarafları, satışı gerçekleştiren kişi ya da kuruluş ("satıcı/satıcılar") ile aracı kuruluşlardır.

1. Satıcı/Satıcılar

Halka arza aracılık sözleşmesinde "satıcı" konumunda bulunan; ihraççı ortaklık, sermaye piyasası araçlarını ellerinde bulunduran pay sahipleri ya da kurucular (tedrici kuruluş olasılığına münhasır olmak üzere) olabilir.

⁵³³ 3794 sayılı Kanun'un gerekçesi için bkz. çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

⁵³⁴ Karababa, s. 85 dnp. 203; Berzek, s. 52; Akbulak/Akbulak, s. 113.

a. İhraççı

Şayet satıcı konumunda bulunan taraf ihraççı ortaklık ise, halka arza aracılık sözleşmesi, tahsisli satış ya da halka arzı gerçekleştiren ortaklık ile aracılık faaliyetini üstlenecek olan aracı kuruluş arasında akdedilecektir⁵³⁵.

b. Pay Sahipleri

Halka arzın yalnızca birinci el piyasalarında değil, ikinci el piyasalarında da söz konusu olabildiğini, bu itibarla, hisse senetleri ya da hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarını ellerinde bulunduran pay sahipleri ve yatırımcıların da portföylerinde bulunan araçları halka satabilme imkânına sahip bulduklarını ifade etmiştik. İkinci el piyasasında gerçekleştirilecek olan halka arz işlemlerinde, aracılık sözleşmesinin tarafları, satışı gerçekleştiren pay sahipleri ya da yatırımcılar ile aracı kuruluş olacaktır. Ancak hem ihraççı ortaklığın, hem de bu ortaklığın pay sahiplerinin tek bir halka arz işleminde birlikte satıcı konumunda bulunduğu hallerde, yani hem birinci el hem de ikinci el piyasası işlemi niteliği taşıyan karma bir halka arz işleminin söz konusu olduğu durumlarda, aracılık sözleşmesi ihraççı, satışı yapan pay sahibi ve aracı kuruluş arasında akdedilmek gerekecektir.

c. Kurucular

Tedrici kuruluş esnasında yapılan halka arz işlemlerinde henüz tüzel kişilik kazanmış bir anonim ortaklık mevcut olmadığından, aracılık sözleşmesinin kimler arasında akdedileceği tartışılmalıdır. İngiliz Hukuku'nda, değinilen ihtimalde sözleşmenin kurucular, kurulmakta olan şirket ve aracı kuruluşlar arasında akdedileceği kabul edilmektedir⁵³⁶. Aracılık sözleşmesi halka arzın gerçekleştirileceği tarihten önce akdedilmek gerekeceğinden, Türk Hukuku bakımından sözleşmenin in'ikadı anında bu sözleşmeye taraf olabilecek bir tüzel kişiden bahsedebilmek mümkün değildir. Kanımızca, bu olasılıkta sözleşme zorunlu olarak kurucular ile aracı kuruluş arasında akdedilmek durumundadır. Ancak bu sözleşmenin kurulmakta olan şirket adına akdedildiği açık olduğundan, ortaklık, TTK md. 301/II hükmünün

⁵³⁵ “İhraççı” kavramı hakkında bkz. I. Bölüm, I, C.

⁵³⁶ Fletcher, s. 513.

kendisine tanıdığı imkân çerçevesinde, tüzel kişilik kazandıktan sonra tek taraflı irade beyanı ile sözleşmenin tarafı haline gelebilecektir. Bu şekilde, halka arza aracılık ücretinin ödenmesine ilişkin sorumluluk da kurucuların üzerinden alınmış ve ortaklığa intikal ettirilmiş olacaktır.

TTK Tasarısı'nda tedrici kuruluşa ilişkin herhangi bir düzenleme öngörülmeyle ani- tedrici kuruluş ayrımı terk edilmiştir; ancak Tasarı'nın 346. maddesinde, tedrici kuruluşu anımsatan, fakat daha farklı bir yapı üzerine kurulu, halka arz temeline dayalı bir kuruluş modeline yer verilmiştir. Tasarı'nın 376. maddesinde öngörülen bu kuruluş modelinin tedrici kuruluştan farkı; kuruluş aşamasında değil, ortaklığın esas sözleşmesindeki düzenleme doğrultusunda, kuruluş gerçekleştikten sonra (iki ay içerisinde) pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen bir halka arz işlemi üzerine kurulu olmasıdır. Hükmün ilk fıkrasında, esas sözleşmede halka arz edileceği belirtilen paylara ait sermaye borcunun satıştan elde edilen hasıllardan ödeneceği, bu payları kuruluş aşamasında taahhüt eden pay sahibinin ise satış fiyatı ile paya ait sermaye borcu arasındaki farktan yararlanacağı belirtilmektedir. Bu koşullar altında, söz konusu hükme göre gerçekleştirilecek halka arz işlemleri bakımından, aracılık sözleşmesinin aracı kuruluş, halka arz edilecek payları kuruluş aşamasında taahhüt eden pay sahipleri ve ihraççı ortaklık arasında aktedilmesi kaçınılmaz olacaktır.

2. Aracı Kuruluşlar

a. Genel Olarak

Halka arza aracılık uzmanlık gerektiren bir finansal faaliyettir⁵³⁷. Bu nedenle, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 31/I hükmü, halka arza aracılık faaliyetinin münhasıran aracı kuruluşlarca yürütülebileceğini öngörmektedir.

“Aracı kuruluş” kavramı, 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 3 (i) hükmü gereğince, aracı kurumları ve bankaları kapsamaktadır. Ancak SPKn. md. 31/I ve II hükümleri çerçevesinde Kurul'dan halka arza aracılık yetki belgesi (lisansı) alan aracı kurum ve bankalar halka arza aracılık faaliyetinde bulunabilmektedirler.

⁵³⁷ Palmer's Company Law, no. 5.131.

Aracı kuruluşların halka arz işlemlerine tek başlarına aracılık etmeleri mümkün olduğu gibi, birden fazla sayıda aracı kuruluşun, belirli bir halka arz işlemine aracılık etmek üzere, konsorsiyum oluşturmak suretiyle işbirliği yapmaları da mümkündür. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında söz konusu olan meblağların giderek büyümesi, uygulamada aracılık faaliyeti için konsorsiyum oluşturulmasını neredeyse kaçınılmaz kılmaktadır. Bu şekilde, hem aracılık yükleniminin beraberinde getirdiği ekonomik riskler paylaşılmış, hem de sermaye piyasası araçlarının mümkün mertebe fazla sayıda yatırımcıya ulaştırılması bakımından daha kapsamlı bir satış ağı yaratılmış olmaktadır. Aracılık konsorsiyumları ve bu konsorsiyumların ortağı konumunda bulunan aracı kuruluşlar arasındaki iç ilişkiler, konunun önemine binaen aşağıda (IV) no'lu başlık altında ayrıntılı biçimde irdelenecektir.

Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38 vd. maddelerinde düzenlenen halka arza aracılık faaliyetinin, Kurul tarafından, SPKn. md. 34/I hükmünün kendisine tanıdığı yetkiye dayanılarak, aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankalara (yatırım ve kalkınma bankalarına)⁵³⁸ hasredildiği görülmektedir. Söz konusu Tebliğ'in 39. maddesinin I. fıkrasına göre, ihraç veya halka arza aracılık faaliyetinde bulunmak üzere izin başvurusunda bulunacak aracı kurumların:

“a) Kurul’un Seri: V No: 34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği’nin 7 nci maddesi uyarınca bu faaliyet için öngörülen asgari özsermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olmaları,

b) Bünyelerinde, halka arza aracılık işlemlerini yürütebilecek, 4 yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun, Kurul’un lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri uyarınca gerekli lisans belgesine sahip ve münhasıran bu görev için istihdam edilmiş yeterli sayıda yönetici, kurumsal finansman uzmanı ve diğer ihtisas personelinden oluşan bir kadro ile halka arza aracılık ve araştırma faaliyetlerini sürdürecektir düzeyde yeterli mekan, teknik donanım ve organizasyonu sağlamış bulunmaları”

⁵³⁸ Yatırım ve kalkınma bankaları (“investment banks”), 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nda (RG. 1.11.2005, S. 25983) benimsenen tanım çerçevesinde; mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında kredi kullanılmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlar ile kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlardır. Halka arza aracılık faaliyeti, geleneksel olarak yatırım bankalarının en önemli faaliyet alanlarından biri niteliğindedir (Yasaman, s. 118; Üreten, s. 17).

gerekmektedir. Anılan hükmün II. fıkrasına göre ise, mevduat kabul etmeyen bankalar bakımından asgari özsermaye sınırına ilişkin olarak (a) şıkkında öngörülen koşul aranmamaktadır.

SPKn.’nun 3794 sayılı Kanun ile kapsamlı şekilde revizyona tabi tutulmadan önceki halinde; “menkul kıymetler”, “menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrak” ve “mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrak” şeklinde üçlü bir ayırım benimsenmiş bulunmaktaydı. Bu dönemde, aracı kurumlar yalnızca menkul kıymetlerin halka arzına aracılık faaliyetinde bulunmaya yetkili kabul edilmekte [md. 31 (c)], menkul kıymetler dışında kalan evrakın ise ancak bankalar tarafından halka arz edilebileceği öngörülmekteydi [md. 32 (c)]. Bir diğer ifadeyle, bankalar her üç grubu da, yani hem menkul kıymetleri, hem menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrakı, hem de mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakı halka arz etmeye yetkili kabul edilirden; aracı kurumlar yönünden bir sınırlama getirilmekte ve bu kurumlar sadece menkul kıymetlerin halka arzına yetkili kılınmaktaydılar⁵³⁹. Bu sistem, menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrak ve mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arzına aracılık yetkisinin niçin sadece bankalara tanındığının anlaşılacağı ifade edilerek eleştirilmekteydi⁵⁴⁰. Kanımızca oldukça yapay olan bu ayırım, SPKn.’nda 3794 sayılı Kanun ile yapılan kapsamlı revizyon sırasında kaldırılmıştır. Bugünkü sistemde, aracı kurumlar ve mevduat kabul etmeyen bankaların halka arzına aracılık edebilecekleri sermaye piyasası araçları bakımından herhangi bir farklılık söz konusu değildir. Hem aracı kurumlar, hem de mevduat kabul etmeyen bankalar her türlü sermaye piyasası aracının halka arzına aracılık etmeye yetkili bulunmaktadırlar.

b. Ticari Bankalar (Mevduat Kabul Eden Bankalar) Bakımından Türk Hukuku’nda Benimsenen Yaklaşım

Kurul’un, 4487 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 34/I hükmünün kendisine tanıdığı her bir aracılık faaliyetinin ayrı aracı kuruluşlar tarafından yürütülmesine

⁵³⁹ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 92-93.

⁵⁴⁰ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 63.

ilişkin düzenleme yapabilme yetkisine dayanarak Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in md. 38 vd. hükümlerinde yaptığı düzenlemelerle, halka arza aracılık faaliyetini aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankalara hasrettiğini yukarıda belirtmiştik. Mevduat kabul eden bankaların Tebliğ'de yer alan bir açık hükümle (md. 38/VII) halka arza aracılık faaliyetinin kapsamı dışında bırakılması, aşağıdaki satırlarda, mukayeseli hukuktaki durumu da yansıtan geniş kapsamlı bir değerlendirmeye tabi tutulacaktır. Ancak bundan önce, ülkemizde yaşanan ve mevduat kabul eden bankaları bu faaliyetin dışında bırakan sürece kısaca değinilmesi faydalı olacaktır.

ba. Türk Hukuku'ndaki Süreç

Bankalar, SPKn.'nun kendilerine tanıdığı aracı kuruluş statüsü çerçevesinde, 1996 yılına değin sermaye piyasalarında her türlü aracılık faaliyetini yürütmüşlerdir. Ancak Kurul, 15.8.1996 tarih ve 1996/33 sayılı Sermaye Piyasası Haftalık Bülteni'nde yayımlanan bir ilke kararı ile; sermaye piyasalarında güven ve istikrarın temini ve bankalarla diğer aracı kurumlar arasındaki rekabet eşitliğinin sağlanması amacıyla, sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankaların mevcut aracı kurumlardan birini satın almak ya da yeni bir aracı kurum kurarak yetki belgelerini bu kuruma devretmek suretiyle faaliyete devam etmeleri gerektiğini ilan etmiştir. Bu kararın, aracı kuruluşların aracı kurumlar ve bankalardan oluştuğunu belirten SPKn. md. 3 (i) hükmüne aykırı bulunduğu gerekçesi ile iptal davası açılmıştır. Söz konusu kararın Danıştay 10. Dairesi'nin 3.11.1998 tarih ve 1996/9498 E. 1998/5507 K. sayılı kararı⁵⁴¹ ile haklı olarak iptal edilmesine karşın, bankalar anılan tarihe kadar yetki belgelerini Kurul'a iade etmiş bulduklarından, kararın etkilerinin ortadan kaldırılabilmesi mümkün olamamıştır. İptal kararını takiben Kurul, 2000 yılı içerisinde Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'i yayımlayarak yukarıda açıkladığımız sistemi benimsemiş ve halka arza aracılık faaliyetini aracı kurumlar ile mevduat kabul etmeyen bankalara özgülemiştir.

Bankaların sermaye piyasası faaliyetleri, anılan Tebliğ'in 5. maddesinde düzenlenmektedir. Hükmün ilk fıkrasına göre, bankalar, Kurul'dan yetki belgesi almak kaydı ile, kendi tüzel kişilikleri altında: daha önce ihraç edilmiş sermaye

⁵⁴¹ Anılan karar için bkz. çevrimiçi: www.danistay.gov.tr.

piyasası araçlarının borsa dışında ve hisse senedi işlemleri hariç olmak üzere borsada alım satımına aracılık; repo-ters repo ve ekonomik- finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçların dayandığı kategoriler itibarıyla ayrı ayrı ya da bütün olarak türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerini yapabilmektedirler. Hükmün II. fıkrasında ise, mevduat kabul etmeyen bankaların, sayılan bu faaliyetlere ek olarak; ihraç veya halka arz yoluyla satışa aracılık, portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini de yürütebilecekleri ifade edilmektedir.

Bu noktada, 1.11.2005 tarih ve 25983 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 4. maddesinde yer alan düzenlemeye de değinmekte fayda görmekteyiz. Anılan hükmün ilk fıkrasının (k) bendinde, “*sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık işlemleri*” bankalar tarafından yürütülebilecek faaliyetler arasında sayılmakta ve hükmün ikinci fıkrasında, mevduat kabul eden bankaların yapamayacakları işlemler arasında ihraç veya halka arza aracılık işlemlerine yer verilmemektedir. Ancak hükmün ilk fıkrası ile diğer kanunlarda öngörülen düzenlemeler saklı tutulmuş olduğundan; Kurul’un SPKn. md. 34/I hükmünün kendisine tanıdığı yetkiye dayanarak Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ ile (md. 38/VII) benimsediği düzenlemenin Bankacılık Kanunu’nun incelemekte olduğumuz hükmü ile zımnen ilga edildiğini ileri sürebilmek mümkün değildir. Buna karşılık, Bankacılık Kanunu’nun 4. maddesinin II. fıkrasında mevduat kabul eden bankaların yapamayacakları işlemler sayılırken ihraç ve halka arza aracılığa yer verilmemesi, bu tür bankaların anılan faaliyetlerde bulunmalarına Bankalar Hukuku anlamında bir engel bulunmadığını ortaya koymaktadır. Gerçekten, Bankacılık Kanunu’nun 55. maddesinin (g) bendinde, “*Kurulca belirlenecek esas ve süreler çerçevesinde elden çıkarılması kaydıyla, halka arza aracılık yüklenimleri kapsamında edinilen ortaklık paylarının kredi sınırlamalarına tabi olmadığı*” öngörülmektedir. Kredi sınırlamaları doğrudan mevduat bankalarını ilgilendiren kısıtlamalar olduğuna göre, Bankacılık Yasası hazırlanırken mevduat bankalarının ihraç ve halka arza aracılık faaliyetinde bulunmalarında sakınca olmadığı tezinden hareket edildiği anlaşılmaktadır. Şu halde, mevduat kabul eden bankaların ihraç veya halka arza aracılık faaliyetinde bulunmalarına yönelik engel, bankacılık mevzuatından değil, sermaye piyasası

mevzuatından kaynaklanmaktadır. Kurul'un konuya yönelik yaklaşımının yerinde olup olmadığı, aşağıda (bb) başlığı altında ayrıntılı olarak tartışılacaktır.

bb. Mukayeseli Hukuktaki Durum

Mevduat kabul eden bankaların (“ticari bankalar”- “*commercial banks*”) halka arza aracılık faaliyetinde bulunmalarının mevduat sahiplerinin hak ve menfaatleri ile ekonomik sistemin geneli bakımından sakınca oluşturup oluşturmadığı uzun yıllar ciddi tartışmalara neden olmuş hassas bir konudur. Bu konuda mevzuatımızda benimsenen düzenlemeyi değerlendirebilmek bakımından mukayeseli hukuktaki durumun incelenmesinde fayda görmekteyiz. Mukayeseli hukukta, bu konuda iki farklı sistem mevcuttur. Bunlardan ilki, mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığı işlemlerini birbirinden kesin hatlarla ayırmakta ve mevduat bankalarının halka arza aracılık (“*underwriting*”) faaliyetinde bulunmalarını yasaklamaktadır. “*Universal banking*”⁵⁴² olarak anılmakta olan ikinci sistemde ise, mevduat bankaları, halka arza aracılık da dahil olmak üzere her türlü sermaye piyasası faaliyetinde bulunmaya yetkili kabul edilmektedirler.

bba. ABD Hukuku'ndaki Düzenleme

ABD Hukuku, uzun yıllar mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığını kesin hatlarla birbirinden ayırdıktan sonra “*universal banking*” sistemine geçiş yapmış olması nedeniyle inceleme konumuz bakımından oldukça ilginç bir örnek oluşturmaktadır. Bu nedenle, ABD Hukuku'na hakim eski sistem ve bu sistemin değişim sürecinin incelenmesi yerinde olacaktır.

ABD'nde, “Kara Cuma” olarak adlandırılan 29 Ekim 1929 günü New York Borsası'nda yaşanan büyük düşüş ve bunu izleyen süreçte bankacılık sisteminde baş gösteren sıkıntıya dayalı olarak yaşanan büyük buhran (“New Deal” krizi), bankaların sermaye piyasası faaliyetlerine ve özellikle de halka arza aracılık işlemlerine

⁵⁴² English As a Legal Language, s. 169.

bağlanılmıştır⁵⁴³. İktisat tarihinin gördüğü en büyük krizlerden biri olan ve dört yıldan fazla süren Büyük Buhran; ABD’nde 9000’den fazla küçük bankanın iflas etmesine neden olmuştur⁵⁴⁴. New York Borsası’nda işlem gören hisse senetlerinin toplam tutarı 1929 yılında 89 milyar USD dolaylarında iken, 1932 yılında bu rakam 15 milyar USD’ye kadar düşmüştür. Bu süreçte işsizlik oranı %25’lere kadar çıkmış ve halktaki paniği önlemek amacıyla bankacılık sisteminin geçici olarak faaliyet dışı bırakılması gibi radikal tedbirlere dahi başvurmak durumunda kalınmıştır⁵⁴⁵. Krizin boyutları bu denli büyük olunca, beraberinde getirdiği sosyal reaksiyon da aynı derecede kuvvetli olmuştur. Amerikan kamuoyunda hakim olan, bankaların kendilerine borçlu olan şirketler tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını gerçek değerlerinin üzerinde bedellerle halka arz ederek alacaklarını tahsil etmeye çalıştıkları ve bu yöntemle üzerlerindeki kredi riskini piyasalara aktardıkları yönündeki düşünce⁵⁴⁶; *Franklin Roosevelt* tarafından yürütülen seçim kampanyasının en önemli malzemelerinden birinin, mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığı faaliyetlerinin birbirinden ayrılması olmasını sağlamıştır⁵⁴⁷. *Roosevelt*, seçimi kazandıktan sonra 1933 tarihli Bankalar Yasası’nı (“*Banking Act of 1933*”- “*Glass-Steagall Act*”) çıkararak seçmenlerine verdiği sözü tutmuştur⁵⁴⁸. Bu Kanun’un 16. maddesi ile ticari bankaların sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık yapamayacakları⁵⁴⁹; 21. maddesiyle ise yatırım bankalarının mevduat toplama faaliyetinde bulunamayacakları öngörülmüştür. Yasanın 20. maddesi ile, ticari bankalar ve yatırım bankalarının, kendileri bakımından yasak olan bu faaliyetleri bağlı ortaklıkları vasıtasıyla da

⁵⁴³ **L. Paige Fields/Donald R. Fraser**, Effects of IPO Mispricing on the Risk and Reputational Capital of Commercial Banks, *Review of Financial Economics*, Vol: 13, 2004, s. 66.

⁵⁴⁴ **George J. Benston**, *Regulating Financial Markets, A Critique and Some Proposals*, Washington 1999, s. 76. İflas eden bu bankalar, lokal bazda faaliyet gösteren küçük şehir bankalarıdır. Ülke çapında faaliyet gösteren büyük bankalardan ise iflas eden olmamıştır (**Benston**, s. 76). Ancak ABD bankacılık sisteminde küçük bankalar önemli bir pazar payını kontrolleri altında tuttuklarından, iflasların toplumdaki yankısı son derece şiddetli olmuştur. Kriz nedeniyle iflas eden ya da büyük bankalarla birleşmek durumunda kalan bankaların toplam sayısının sistemin yaklaşık % 40’ını oluşturduğunu ifade etmek, sanırım ki karşılaşılan durumun ciddiyetini anlatabilmek bakımından yeterlidir (**Don More**, *The Virtues of Glass-Steagall: An Argument Against Legislative Repeal*, *Columbia Business Law Review*, Vol: 1991/3, s. 436 dpn. 12).

⁵⁴⁵ **More**, s. 436 dpn. 12.

⁵⁴⁶ **Paul Gompers/Josh Lerner**, Conflict of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence From Venture Capital, *Journal of Law and Economics*, Vol. XLII, April 1999, s. 4; **Fields/Fraser**, s. 46.

⁵⁴⁷ **Benston**, s. 55.

⁵⁴⁸ Söz konusu yasanın “Glass-Steagall Act” olarak anılmasının nedeni, Senatör Carter Glass ve kongre üyesi Henry Steagall tarafından hazırlanmış olmasıdır.

⁵⁴⁹ Fakat sec. 16 hükmü, ticari bankaların kamu kökenli sermaye piyasası araçlarının arzına aracılık etmeleri ihtimalini yasağın kapsamında tutmaktadır (**More**, s. 437 dpn. 17).

yürütmeleri yasaklanmıştır. Bu şekilde, mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığı birbirlerinden kesin hatlarla ayrılmıştır⁵⁵⁰.

Glass-Steagall Act ile mevduat ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin birbirinden ayrılmasının temelinde iki neden yatmaktadır. Bunlardan ilki, ticari bankaların, borçlularına ait sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerinden yüksek bedellerle halka satılmasına aracılık etmek suretiyle üzerlerindeki kredi riskini piyasalara aktarmalarının önüne geçmektir (“*conflict of interest hypothesis*”)⁵⁵¹. İkincisi ise, ticari bankaların kredi tahsis faaliyeti çerçevesinde sahip oldukları istihbarat ve bilgi ağı nedeniyle, sektörde yatırım bankalarına oranla daha avantajlı konuma geçmelerini önlemektir (“*the information assymetry hypothesis*”)⁵⁵². Bu düşünce, ticari bankaların sahip oldukları istihbarat ağı nedeniyle, bunlar tarafından arz olunan sermaye piyasası araçlarına halkın daha fazla güvenebileceği ve bu durumun yatırım bankaları aleyhine haksız rekabet yaratabileceği varsayımını temel almaktadır⁵⁵³. Ayrıca yasanın, gizli fakat temel bir amaç olarak, aracılık piyasasında ticari bankaların yatırım bankalarına yönelik rekabetlerini önleme amacını da taşıdığı ifade edilmektedir⁵⁵⁴. Bunun yanı sıra, ticari bankaların mevduat sahiplerinin sağladığı fonlar ile halka arza aracılık işlemlerinden kaynaklanan risklerin altına girmelerinin doğru olmadığı; yatırım bankalarının ise kendi kaynaklarını kullandıkları, bu nedenle

⁵⁵⁰ Aslında, ABD’nde, New Deal krizinden önce de mevduat bankalarının sermaye piyasalarında aracılık faaliyetinde bulunmalarının tehlikeli olduğu görüşü dile getirilmekteydi. Örneğin 1913 tarihli Pujo Raporu’nda (“Pujo Report”), mevduat kabul eden bankaların sermaye piyasalarında faaliyette bulunma imkânına sahip olmaları; bu kurumların mevduat sahiplerinin paraları ile spekülasyon yapabilecekleri gerekçesiyle riskli görülmekteydi (**More**, s. 450 dnp. 75). Hattâ, Amerikan kamuoyunda, 1837 krizinin temelinde de bu olgunun bulunduğu izlenimi mevcuttu. Şüphesiz ki, bu izlenimde, anılan krizde aracılık faaliyetleri nedeniyle uğradığı zararın çok yüksek boyutlara ulaşması sonucunda iflas eden US Bank of Pennsylvania’nın durumu da önemli bir etkendi (**More**, s. 450 dnp. 74).

⁵⁵¹ **Gregory M. Hebb/Donald R. Fraser**, Conflict of Interest in Commercial Bank Security Underwritings: Canadian Evidence, Journal of Banking & Finance, Vol: 26, 2002, s. 1936. Benzer bir çıkar çatışmasının; bankaların kendi iştiraklerine ait hisse senetlerinin halka arzına aracılık yapmaları olasılığında (**Gompers/Lerner**, s. 2) ve kendi yönetimlerindeki fonlara, halka arzına aracılık ettikleri sermaye piyasası araçlarını gerçek değerlerinden yüksek fiyatla satın aldıkları durumunda da (**Hedva Ber/Yishay Yafeh/Oved Yosha**, Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting and Fund Management, Journal of Monetary Economics Vol: 47, 2001, s. 193 ve 215) söz konusu olabileceği ifade edilmektedir.

⁵⁵² **Hebb/Fraser**, s. 1936; **Puri**, s. 134. Mevduat bankalarının bu avantajlarından faydalanarak halka arza aracılık konusunda piyasayı domine edebileceklerinden korkulmuştur (**Amar Grande/Manju Puri/Antony Saunders**, Journal of Financial Economics, Vol: 54, 1999, s. 168).

⁵⁵³ **Hebb/Fraser**, s. 1936.

⁵⁵⁴ **Mahoney**, s. 21 vd.

söz konusu faaliyetin riskini alabilecek pozisyonda buldukları da vurgulanmaktadır⁵⁵⁵.

Yasanın çıkması ile birlikte Amerikan bankacılık endüstrisinde köklü değişiklikler meydana gelmiş ve bankalar, yasaya uyum sağlamak amacıyla mevduat bankacılığı ile yatırım bankacılığı arasında tercih yapmak durumunda kalmışlardır⁵⁵⁶. Ancak uyum sürecinin sonrasında sistemin yerleşmesi, Amerikan yatırım bankacılığı endüstrisinin ciddi boyutlarda gelişerek dünyada lider konuma gelmesi sonucunu doğurmuş ve *Glass-Steagall Act*, uzun yıllar *New Deal* krizine ait başarı öykülerinden bir tanesi, hattâ belki de bu öykülerin en önemlisi olarak anılmaya başlanmıştır⁵⁵⁷.

Fakat 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren ticari bankaların sermaye piyasalarındaki aracılık faaliyetinin oluşturduğu pazardan pay alabilme amaçlı baskıları karşısında bunalmaya başlayan Amerikan Merkez Bankası, 1956 tarihli *Bank Holding Company Act*'in kendisine tanıdığı yetkiden faydalanarak *Glass-Steagall Act*'in sec. 20 hükmünü yeniden yorumlamış ve 1987 yılında, *JP Morgan and Bankers Trust Co.*'nun iştiraki olan bir şirketin özel sektör sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık yapmasına, ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetler ile sınırlı olmak kaydıyla onay vermiştir⁵⁵⁸. Ticari bankalara, iştirakleri vasıtasıyla yatırım bankacılığı yapma imkânının tanınması anlamına gelen bu yaklaşım yatırım bankacılığı endüstrisinde oldukça büyük bir tepki ile karşılanmış; ancak bu reaksiyonlar, ticari bankaların iştiraklerine tanınan yetkilerin artırılmasını ve bu iştiraklere, 1989 yılında tüm özel sektör borçlanma araçlarının, 1990 yılında ise ortaklık senetlerinin halka arzına aracılık yapma yetkisi tanınmasını engelleyememiştir⁵⁵⁹.

⁵⁵⁵ Lovett, s. 326.

⁵⁵⁶ Örneğin, Amerikan bankacılık sektörünün devlerinden JP Morgan, tercihini mevduat bankacılığı faaliyetine devam etmek yönünde kullanmıştır. Ancak 1935 yılının Eylül ayında, firmanın bazı ortakları ayrılarak Morgan Stanley Co. adlı yatırım bankasını kurmuşlardır (**Mahoney**, s. 28; **Henn/Alexander**, s. 787 dph. 5). Böylece, aynı adı taşıyan, ancak birbirinden bağımsız olan ve farklı alanlarda faaliyet gösteren iki ayrı banka ortaya çıkmıştır.

⁵⁵⁷ Mahoney, s. 31.

⁵⁵⁸ Puri, s. 134; Norayanan/Rangan/Rangan, s. 560.

⁵⁵⁹ Norayanan/Rangan/Rangan, s. 560.

Bu aşamadan sonra, *Glass-Steagall* Yasası'nın öngördüğü ticari bankacılık-yatırım bankacılığı ayırımının kaldırılması gerekip gerekmediğine ilişkin tartışmalar hız kazanmıştır⁵⁶⁰. Doktrinde her iki yönde de görüşler ileri sürülmüştür. **Hebb/Fraser** ve **More**, *Glass-Steagall Act*'in öngördüğü düzenlemenin temelinde yatan nedenlerin ve bu nedenlerden doğan risklerin halen geçerli bulunduğunu belirterek sistemi savunurlarken⁵⁶¹; **Benston**, Büyük Buhran'ı mevduat kabul eden bankaların aracılık faaliyetlerine bağlamanın yanlış olduğunu ve *Glass-Steagall Act*'in rekabeti sınırlamak için yasal düzenlemelerin kullanılmasına güzel bir örnek oluşturduğunu, yatırım bankalarının çıkarlarına hizmet ettiğini ifade etmiştir⁵⁶². **Grande/Puri/Saunders** ve **Poser**'in yaklaşımları da bu düzenlemenin rekabete aykırı ve yatırım bankacılığı endüstrisini koruma amaçlı olduğu yönünde olmuştur⁵⁶³. Tüm bu tartışmaların sonucunda, ticari bankaların yürüttüğü lobi çalışmaları meyvesini vermiş ve Kongre; 1999 yılında *Gramm-Leach-Bliley Act*'i⁵⁶⁴ kabul etmek suretiyle *Glass-Steagall Act*'in ticari bankacılık ile yatırım bankacılığı faaliyetlerini birbirinden ayıran hükümlerini yürürlükten kaldırarak 66 senelik ayırma son vermiştir⁵⁶⁵. Bir diğer ifadeyle, ticari bankacılık ile yatırım bankacılığı faaliyetlerinin birbirinden ayrılması gerektiğini savunan sistemin en önemli temsilcisi olan ABD de, her iki faaliyetin birarada yürütülebileceğini savunan “*universal banking*” sistemine geçmiştir. Bu değişiklikten günümüze kadar olan dönemde ise, ticari bankalar özellikle borçlanma senetlerinin ihraç ve halka arzına aracılık pazarındaki ağırlıklarını giderek artırmışlardır⁵⁶⁶.

⁵⁶⁰ 1991 yılında, dönemin Bush hükümeti tarafından, yasanın kaldırılmasına yönelik olarak bir girişimde bulunulmuş ise de sonuç alınamamıştır (**Richard Dale**, *Regulating Bank's Securities Activities, The Internationalization of Capital Markets and the Regulatory Response* (Edited by: John Angleton), Great Britain 1992, s. 123).

⁵⁶¹ **Hebb/Fraser**, s. 1935; **More**, s. 463.

⁵⁶² **Benston**, s. 54 ve 67.

⁵⁶³ **Grande/Puri/Saunders**, s. 166; **Poser**, s. 17.

⁵⁶⁴ Yasanın ismi, hazırlayıcılarının soyadlarından oluşmaktadır. Senatör Gramm, Senato'nun “Bankacılık Komisyonu Başkanı” sıfatıyla yasayı hazırlayan ekibin de başkanı olarak görev yapmıştır (**Michael P. Malloy**, *Bank Regulation*, St. Paul-Minn., 1999, s. 227; **Dugan**, s. 530).

⁵⁶⁵ **Loss/Seligman**, s. 91. *Gramm-Leach-Bliley Act*'in yasalaşma sürecine ilişkin tartışmalar hakkında geniş bilgi için bkz. **Dugan**, s. 530. *Glass-Steagall Act*'in yürürlükten kaldırılması için Amerikan Merkez Bankası'nın efsanevi başkanı Alan Greenspan'ın de ciddi bir lobi çalışması içine girdiği ifade edilmektedir (**Jonathan R. Macey/Geoffrey P. Miller/Richard Scott Carnell**, *Banking Law and Regulation*, 3rd Ed., New York 2001, s. 556).

⁵⁶⁶ Bu tabloda, ticari bankaların ihraç veya halka arz olunan borçlanma senetlerine garantör olmaları da önemli bir etkidir (**Saunders/ Stauver**, s. 2).

bbb. Diğer Ülkelerdeki Durum

Diğer gelişmiş ekonomilere bakıldığında, mevduat toplayan bankaların yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunmalarına olanak tanıyan “*universal banking*” sisteminin ağırlıklı konumda bulunduğu görülmektedir. İsviçre ve Almanya, bu sistemi çok uzun yıllardır uygulamakta olan iki ülkedir⁵⁶⁷. Avrupa Birliği Komisyonu’nun tercihi de İsviçre-Almanya modelini esas almak yönünde olmuş⁵⁶⁸ ve ikinci bankacılık uyum yönergesinde “*universal banking*” sistemi benimsenmiştir⁵⁶⁹. İngiltere⁵⁷⁰, Hollanda⁵⁷¹, Kanada⁵⁷² ve İsrail⁵⁷³ de ticari bankaların yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunmasında bir sakınca görmeyen ve “*universal banking*” modelini benimseyen ülkelerdir. Gelişmiş ekonomilerden bir tek Japonya’da, ABD’nin II. Dünya Savaşı’ndan sonra işgalci güç olarak empoze ettiği *Glass-Steagall Act* benzeri bir sistem mevcuttur⁵⁷⁴.

bc. Türk Hukuku’nda Mevduat Kabul Eden Bankalar Bakımından Benimsenen Sisteme Yönelik Değerlendirmemiz

Yukarıdaki açıklamalarımızdan da anlaşılacağı üzere, günümüzde gelişmiş ekonomiler tarafından tercih edilen model, mevduat kabul eden bankalara ihraç ve halka arza aracılık faaliyetinde bulunma imkânı tanıyan “*universal banking*” modelidir. Ticari bankacılık ile yatırım bankacılığı faaliyetlerini birbirinden kesin hatlarla ayıran yaklaşım, en önemli uygulayıcılarından olan ABD tarafından dahi terk

⁵⁶⁷ Dale, s. 109. Almanya, yüz yılı aşkın bir süredir “*universal banking*” sistemini uygulamaktadır (Benston, s. 3).

⁵⁶⁸ Dale, s. 121.

⁵⁶⁹ Dale, s. 109. Ayrıca belirtmek gerekir ki, AB Hukuku’nda, aracı kuruluşlar menşei ülkenin iznine dayanarak bu ülke dışındaki üye ülkelerde de faaliyet gösterebilmektedirler. Buna “tek pasaport” (“*single passport*”) sistemi adı verilmektedir (Augerinos, s. 11). AB’de finansal hizmetlerin serbest dolaşımı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Apostolos Gkoutzinis, Free Movement of Services in the EC Treaty and the Law of Contractual Obligations Relating to Banking and Financial Services, Common Market Law Review, Vol: 41, 2004, s. 119-175.

⁵⁷⁰ Dale, s. 120.

⁵⁷¹ Van der Goot, s. 132-133.

⁵⁷² Hebb/Fraser, s. 1936-1937; Dale, s. 109. Kanada’da, 1987 tarihli Bankalar Kanunu yürürlüğe girene değin, mevduat kabul eden bankaların halka arza aracılık faaliyetinde bulunmaları yasaklanmış idi (Hebb/Fraser, s. 1936-1937).

⁵⁷³ Ber/Yafeh/Yosha, s. 191.

⁵⁷⁴ Dale, s. 126.

edilmiş bulunmaktadır. Bunun yanısıra, ülkemiz ile üyelik müzakerelerini yürütmekte olan Avrupa Birliği tarafından benimsenen sistem de “*universal banking*” sistemidir. Şu halde, Türk Hukuku’nda artık terk edilmiş bulunan bir modeli, yani yatırım bankacılığını ticari bankacılıktan kesin hatlarla ayıran sistemi benimsemenin ve mevduat kabul eden bankalara halka arza aracılık faaliyetinde bulunma olanağı tanımaktan kaçınmanın makul bir dayanağı olduğunu söyleyebilmek oldukça güçtür. Bu durum için ancak bankacılık sisteminin yapısal problemlerinden kaynaklanan riskler ve mevduat bankacılığı sektöründeki kırılgan yapı gerekçe gösterilebilir. Nitekim, 2000 krizinden sonra bankacılık sektörümüzün böyle bir konumda bulunduğu bilinen bir gerçektir. Fakat bugün için aynı ölçüde kırılgan ve hassas bir yapıdan bahsedebilmek, bilebildiğimiz kadarıyla mümkün değildir. Kaldı ki, bankacılık sektörünün yapısal problemlerinden doğabilecek riskler sermaye piyasalarının idari otoritesi tarafından değil, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (“BDDK”) tarafından değerlendirilmelidir. Söz konusu Kurum tarafından hazırlanan ve çok yakın bir tarihte yürürlüğe giren 5411 sayılı Bankacılık Yasası’nda mevduat kabul eden bankaların halka arza aracılık faaliyetinde bulunmaları bakımından herhangi bir engel öngörülmediğine göre; kanımızca, Kurul’un da Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’de benimsediği düzenlemeyi gözden geçirmesi ve mevduat kabul eden bankalara aracılık faaliyetinde bulunma imkânını tanıması yerinde olacaktır. Bu şekilde, bankacılık mevzuatı ile sermaye piyasası mevzuatı arasında mevcut olan uyumsuzluğun ortadan kaldırılması da mümkün olabilecektir.

Mevduat kabul eden bankalara halka arza aracılık faaliyetinde bulunma imkânı tanınması halinde, bu kurumlar tarafından yüklenim işlemleri sonucunda satın alınacak sermaye piyasası araçları bakımından kredi sınırlamalarının uygulanıp uygulanmayacağı tartışması ortaya çıkacaktır. Bu konu, Seri:V No: 46 sayılı Tebliğ’den önceki dönemde mevduat kabul eden bankalara aracılık faaliyetinde bulunma imkânı tanınmış olduğundan öğretilerde daha önce tartışmaya açılmış bir meseledir. **Tekinalp**; aracılık faaliyeti çerçevesinde satın alınan sermaye piyasası araçlarının derhal elden çıkarılacağını, kısa vadeli bu alım satım işleminin kredi sınırlamalarının önlemek istediği tehlikenin kapsamında olmadığını belirterek kredi sınırlamalarının aracılık yüklenim işlemlerinde uygulanmaması gerektiği yönünde

görüş bildirmiştir⁵⁷⁵. Bu görüşe *Berzek*'in de katıldığı görülmektedir⁵⁷⁶. Bizim de katıldığımız görüşün sahibi olan *Yasaman* ise, bankacılık sisteminin genel ilkelerinden ayrılmaya lüzum olmadığını ifade etmek suretiyle kredi sınırlamalarının halka arza aracılık işlemleri bakımından da uygulama alanı bulması gerektiğini savunmuştur⁵⁷⁷.

Ne var ki, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 55. maddesinin (g) bendinde; *“Kurulca belirlenecek esas ve süreler çerçevesinde elden çıkarılması kaydıyla halka arza aracılık yüklenimleri kapsamında edinilen ortaklık paylarının kredi sınırlamalarına tabi olmadığı”* öngörülmektedir. Söz konusu düzenleme yalnızca ortaklık senetlerine ilişkin bulunduğundan, borçlanma senetlerinin ihraç ya da halka arzına aracılık işlemleri bakımından kredi sınırlamaları aynen uygulanacaktır. İktisadi olarak borçlanma senedi satın almak ile bir kredi sözleşmesi çerçevesinde kredi kullanırmak arasında hiçbir fark bulunmadığından, borçlanma senetlerinin ihraç ya da halka arzına aracılıkta kredi sınırlamalarının uygulama alanı bulacak olmaları gayet doğaldır. Buna karşılık, hisse senedi yüklenim işlemlerinin kredi sınırlamalarının kapsamı dışında bırakılması kanımızca son derece tehlikelidir. Zira, kredi sınırlamalarının temel amaçlarından biri de, banka kaynaklarının riskin dağıtılması ilkesine uygun olarak kullanılmasının sağlanması; tek bir işlem ile banka kaynaklarının büyük bir bölümünün risk altında bırakılmasının önlenmesidir⁵⁷⁸. Bu sınırlamalar ile, belirli bir borçluya açılacak krediler nedeniyle bankanın mali yapısının düzeltilemeyecek ölçüde bozulması tehlikesinin önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Ortaklık senetlerinin halka arzına aracılıkta bu sınırlamaların uygulanmayacağını öngörmek, bankalarca özkaynaklarının büyük bölümlerine ulaşan (mali yapılarını sarsabilecek nitelikte olan) yüklenim risklerinin alınmasına imkân tanımak anlamına gelmektedir. Piyasa değeri onlarca milyar USD'yi bulan şirketlerin mevcut olduğu düşünüldüğünde, özellikle nispeten sınırlı özkaynaklara sahip küçük bankalarca halka arza aracılık faaliyeti çerçevesinde alınabilecek risklerin ne denli büyük olabileceği de kolaylıkla anlaşılabilir. Fikrimizce, Bankacılık Yasası'nın bu

⁵⁷⁵ Ünal Tekinalp, Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, s. 168.

⁵⁷⁶ *Berzek*, s. 59.

⁵⁷⁷ *Yasaman*, s. 121.

⁵⁷⁸ Özellikle, Bankacılık Yasası'nın 54. maddesinin I. fıkrasında yer alan *“bir gerçek ya da tüzel kişiye veya bir risk grubuna kullanılabilir kredilerin toplamının özkaynakların yüzde yirmibeşini aşamayacağı”* yönündeki sınırlamada bu düşünce ön plandadır.

yaklaşımı, hiçbir şekilde Bankalar Hukuku'na hakim riskin dağıtılması ilkesi ile uyumlu değildir. Sermaye piyasalarının değişken ve dış etkenlere duyarlı yapısı, kalıcı fiyat düşüşleri nedeniyle, bankaların, çaba sarf etseler dahi bu senetleri ellerinden çıkaramamalarına yol açabilir. Bunun sonucu da, bankanın mali yapısının rehabilite edilemeyecek ölçüde bozulması olabilir. Kaldı ki, aracı kurumlar için özkaynaklar üzerinden hesap edilen bir yüklenim üst sınırının mevcut olduğu bir sistemde [Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ md. 40 (g)]⁵⁷⁹, mevduat kabul eden bankalar bakımından kredi sınırlamalarını uygulamamak ne denli doğru ve adildir; kanımızca bu husus da tartışılmaya değerdir.

3. Aracılık Sözleşmesinden Doğan Hak ve Borçların Devri

İngiliz Hukuku'nda, halka arza aracılık sözleşmeleri üçüncü kişilere devredilebilir nitelikte kabul edilmektedir⁵⁸⁰. Ancak, hukukumuz bakımından bu yaklaşımın benimsenebilmesi mümkün değildir. Zira, Türk Hukuku'nda, halka arza aracılık faaliyeti 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 31/I hükmü gereğince ancak Kurul'dan izin almış olan (halka arza aracılık yetki belgesi bulunan) kuruluşlar tarafından yürütülebilir. Halka arza aracılık faaliyeti için Kurul'dan izin alma imkânı ise, hükmün sözü geçen fıkrasının son cümlesi ile yalnızca aracı kuruluşlara tanınmıştır. Dolayısıyla, hukuk sistemimizde, halka arza aracılık sözleşmesinin taraflarından birinin Kurul tarafından bu faaliyette bulunmak üzere yetkili kılınmış bir aracı kuruluş olması zorunludur. Bu itibarla, aracı kuruluşların, halka arza aracılık sözleşmesinden doğan satışa aracılık edimine ilişkin yapma borçlarını; aracı kuruluş statüsünde bulunmayan kişi ya da kuruluşlara yahut da anılan statüde bulunmalarına karşın halka arza aracılık faaliyetinde bulunma yetkileri olmayan aracı kuruluşlara

⁵⁷⁹ Anılan hükme göre; “*Aracı kurumların halka arza aracılık faaliyetleri esnasında yüklenebilecekleri taahhütlerin tutarı, Kurul’un sermaye yeterliliği düzenlemeleri uyarınca belirlenecek sınırı aşamaz*”. Bu sınıra “yüklenim üst sınırı” adı verilmektedir. Ancak aracı kurumun bu sınırı geçecek şekilde yüklenimde bulunması halinde halka arza aracılık sözleşmesi geçerlidir (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 90; **Sönmez**, s. 69, **Oğuz Kürşat Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 632-633). Fakat bu sınırı aşacak biçimde yüklenimde bulunan aracı kurum hakkında Kurul tarafından idari yaptırım uygulanması gündeme gelecektir (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 90). Dolayısıyla, söz konusu hüküm, ihlali işlemin geçersizliğine yol açmayan ve yalnızca ihlali gerçekleştiren taraf hakkında belirli yaptırımların uygulanması sonucunu doğuran bir düzen normu niteliğindedir (**M. Kemal Oğuzman/Nami Barlas**, Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar- Temel Kavramlar, 12. Bası, İstanbul 2005, s. 158 dnp. 227). Yüklenim üst sınırı, aracılık faaliyetlerinin yürütülmesi için konsorsiyum oluşturulması yönündeki uygulamanın da gerekçelerinden birini oluşturmaktadır.

⁵⁸⁰ **Fletcher**, s. 528.

nakledebilmeleri, alacaklının (“satıcı/satıcıların”) rızası bulunsa dahi mümkün olmamak gerekir. Zira, kural olarak her türlü borcun, hattâ bizzat borçlu tarafından ifasında alacaklının menfaati bulunan borçların dahi nakledilebileceğinin kabul edilmesine rağmen, emredici hükümler uyarınca borçlunun şahsen ifasından alacaklının vazgeçemediği borçlar bu kurala istisna oluşturur⁵⁸¹. Dolayısıyla, bu tür bir devir işlemi, SPKn. md. 31/I hükmünün açık düzenlemesi karşısında, BK md. 19/II uyarınca kesin hükümsüz olarak kabul edilmelidir. Ancak aracı kuruluşların, söz konusu sözleşmeden doğan ücret alacaklarını, bir para alacağının mevzu bahis olması nedeniyle, aracılık sözleşmesi ile men edilmiş olmadıkça, satıcı/satıcıların rızalarını aramaksızın, BK md. 162/I hükmü çerçevesinde üçüncü kişilere (bu kişilerin aracı kuruluş statüsünde bulunup bulunmamaları herhangi bir önem arz etmeksizin) temlik edebilmeleri mümkündür. “Satıcı” statüsünde bulunan kişi ya da kuruluşların ise, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etme ediminden doğan alacaklarını devredebilmeleri, işin mahiyeti icabı mümkün değildir. Fakat bu kimselerin, aracı kuruluşun yüklenim taahhüdü doğrultusunda satın alacağı sermaye piyasası araçlarının bedelinden doğan alacaklarını, aracı kuruluşların rızasını aramaksızın üçüncü kişilere devredebilmeleri imkân dahilindedir. Satıcıların aracı kuruluşa ücret ödeme yönündeki borçlarını üçüncü kişilere nakledebilmeleri ise, BK md. 174/III hükmü gereğince ancak aracı kuruluşun rıza göstermesi halinde mümkündür.

Halka arza aracılık sözleşmelerinin, borcun nakli ve alacağın temliki yoluyla sözleşmeden doğan hak ve borçların ayrı ayrı devredilmeleri olasılığının dışında, Anglosakson Hukuku’ndakine benzer bir biçimde tek bir hukukî işlem ile bir bütün halinde üçüncü kişilere devredilmelerine olanak bulunup bulunmadığı da tartışılmalıdır. Borçlar Kanunu’nda, sözleşmelerin bir bütün halinde devredilmesi ile ilgili olarak herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Öğretide ise, konuya ilişkin olarak esas itibarıyla iki ayrı teori ortaya atılmıştır.

Kombinasyon teorisine göre; sözleşme ilişkisi, alacağın temliki ve borcun yüklenilmesi işlemlerinin birlikte yapılması, yani kombine edilmesi suretiyle ilişkiye

⁵⁸¹ **Fikret Eren**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 8. Bası, İstanbul 2003, s. 1200; **M. Kemal Oğuzman/M. Turgut Öz**, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 4. Bası, İstanbul 2005, s. 964.

yabancı üçüncü bir kişi tarafından yüklenilebilir⁵⁸². Bu teoride sözleşmeden doğan hakların devri alacağın temlik müessesesi ile açıklandığından, temlik işleminin BK md. 163/I hükmü uyarınca yazılı şekilde yapılması zorunludur.

Birlik teorisine göre ise, sözleşme ilişkisi unsurlarına ayrılamayan bir organizmadır; bu nedenle, alacağın temlik ve borcun yüklenilmesi işlemlerinin birlikte yapılması suretiyle sözleşmenin üçüncü kişi tarafından yüklenilebilmesi mümkün değildir; sözleşmenin, akit serbestisi ilkesi çerçevesinde, sözleşmeden ayrılan, sözleşmeye dahil olan ve sözleşmede kalan taraflar arasında yapılacak tek bir hukukî işlemle (bir sözleşme ile) yüklenilmesi gerekir⁵⁸³. Bu teori, alacağın temlikinden farklı olarak, def'ilerin sözleşmenin yeni tarafına (devralana) karşı ileri sürülmesine de olanak tanımamaktadır⁵⁸⁴. Halen tartışılma sürecinde bulunan “Türk Borçlar Kanunu Tasarısı”nda da birlik teorisinin benimsendiği ve sözleşmenin bir bütün halinde üçüncü kişilere devrine olanak tanındığı görülmektedir (md. 210/I)⁵⁸⁵.

Kanımızca, halka arza aracılık sözleşmelerinin “*birlik teorisini*” çerçevesinde devri bakımından da bir ayırma gitmek ve sözleşmeden ayrılan tarafın aracı kuruluş olması halinde, ancak onun yerine sözleşmeye dahil olan tarafın da halka arza aracılık yetki belgesine sahip bulunan bir aracı kuruluş olması durumunda devir işlemini geçerli kabul etmek gerekir. Sözleşmeden ayrılan tarafın ihraççı ya da halka arzı gerçekleştirecek pay sahibi olması ihtimalinde ise, sözleşmenin bir bütün halinde devrini geçersiz kabul etmek için herhangi bir neden bulunmamaktadır.

E. Türleri

1. Genel Olarak

Halka arza aracılık faaliyetinin, tarihi gelişim süreci içerisinde üç ayrı türü ortaya çıkmıştır. Bu türlerden ilkinin oluşturan en iyi gayret aracılığında; aracı kuruluş yalnızca sermaye piyasası araçlarının halka satışı için aracılık faaliyetinde bulunmayı

⁵⁸² **Ayrancı**, s. 39; teori hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. age., s. 41-50.

⁵⁸³ bkz. **Ayrancı**, s. 40; teori hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. age., s. 50-53.

⁵⁸⁴ **Ayrancı**, s. 51.

⁵⁸⁵ Tasarı için bkz. çevrimiçi: www.adalet.gov.tr.

taahhüt etmekte, satılmayan sermaye piyasası araçlarının alımı yönünde bir taahhüdün altına girmemektedir. İkinci türü oluşturan bakiyeyi yüklenim işlemlerinde; aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarının satımına aracılık etmenin yanı sıra, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alacağına ilişkin olarak da taahhütte bulunmaktadır. Üçüncü ve son tür olan tümünü yüklenim aracılığında ise, aracı kuruluş önce sermaye piyasası araçlarını ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almakta, daha sonra ise kendi adına ve hesabına halka satmaktadır. Bu üç sözleşmeyi birbirinden ayıran olgu da, aracı kuruluş tarafından taahhüt edilen edimin niteliği ve kapsamı olmaktadır. Söz konusu aracılık türlerine ilişkin sözleşmeler, bu aracılık türlerinin isimlerine uygun olarak; en iyi gayret aracılığı sözleşmesi, bakiyeyi yüklenim sözleşmesi ve tümünü yüklenim sözleşmesi olarak adlandırılmaktadırlar.

Bu üç temel halka arza aracılık türüne ilişkin düzenleme, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. vd. maddelerinde yer almaktadır. Öğretide, aracılık türlerinin mevzuatta düzenlenmesinin doğru bir yaklaşım olmadığını ifade eden görüşler de bulunmaktadır. **Kütükçü**, bunun iktisat ve finans bilimlerine ait bir konu olduğunu; yatırım bankacılığı endüstrisinin devamlı olarak yeni teknikler üzerinde çalışmakla ve yeni yöntemler geliştirmekle meşgul bulunduğunu; hukukun yapması gerekenin yalnızca kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilip getirilmediğini denetlemekten ibaret olup kullanılacak aracılık türlerine sınırlama getirilmemesi gerektiğini ifade etmektedir⁵⁸⁶. Kanımızca, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'de yer verilen düzenlemenin amacı aracılık türlerini sınırlandırmak değildir. Gerçekten, söz konusu Tebliğ'in 38. maddesinde yapılmaya çalışılan, halka arza aracılığın üç temel türünü tanımlamaktan ibarettir. Yoksa, bu türlerin karışımından oluşan ya da bu türlerden türeyen yeni türler yaratılamayacağı ifade edilmek istenmemektedir. Kaldı ki, Kurul, bu üç temel türün dışında kalan iki türe, yani "kısmen bakiyeyi yüklenim" ve "kısmen tümünü yüklenim" türlerine 38. maddede bizzat kendisi işaret etmektedir. Şu halde, Kurul'un; taraflarca bu üç türün dışında kalan aracılık sözleşmeleri akdedilemeyeceği görüşünde bulunduğunu ileri sürmek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Ayrıca, Kurul'un bu tarz bir sınırlama getirerek sözleşme özgürlüğü prensibini zedelemeye yetkisi de bulunmamaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki, finans endüstrisinin yaratabileceği tüm yeni aracılık modelleri, kaçınılmaz olarak bu üç temel türün

⁵⁸⁶ **Kütükçü**, s. 440 dpn. 15 ve 443-444.

kombinasyonları ya da türevleri niteliğinde olacaktır. Bu bakımdan, Tebliğ'in 38. maddesinde yer verilen düzenlemenin arkasında tarafların irade serbestisini sınırlama düşüncesi bulunmadığı, Kurul'un yalnızca temel aracılık türlerini açıklama amacı taşıdığı kanısındayız. Dolayısıyla da, bu üç türün kombinasyonu ya da türevi niteliğindeki aracılık sözleşmelerinin hukuken geçerli şekilde akdedilebileceği konusunda şüphe duymamak gerektiği görüşündeyiz⁵⁸⁷.

Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinde, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türlerinin "aracılık yüklenimi" başlığı altında toplandığı görülmektedir. Bunun nedeni, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık faaliyetlerinde, aracı kuruluşun, en iyi gayret aracılığının aksine; halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satılmayan bölümünü ya da tamamını kendisi satın almak suretiyle ihraççı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin riskini üzerine alması; bu nedenle de "aracılık yüklenim sözleşmesi" teriminin doktrinde benimsenmiş bulunmasıdır⁵⁸⁸. En iyi gayret türü aracılık sözleşmeleri ise, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının kısmen ya da tamamen satılmaması ihtimaline ilişkin olarak herhangi bir mali risk yüklenmemesi nedeniyle aracılık yüklenimi kavramının dışında bırakılmakta⁵⁸⁹ ve bu tür sözleşmelerin "yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri" olarak isimlendirilmesi önerilmektedir⁵⁹⁰. *Yasaman, Berzek ve Ünal* ise bu yaklaşımı eleştirmekte ve en iyi gayret aracılığının da hukukî açıdan bir yüklenim olduğunu ve aracılık yüklenimi kavramı içerisinde kabul edilmesi gerektiğini ifade etmektedirler⁵⁹¹.

En iyi gayret aracılığında yüklenilen edimin de hukukî açıdan bir yüklenim olduğu yönündeki eleştiride kuvvetli bir haklılık payı bulunmasına karşın, burada kastedilen hukukî anlamda yüklenim değil, finansal manada mali açıdan risk altına girmektir. Bir diğer ifadeyle, aracılık yüklenimi ifadesinde yer alan "yüklenim" ibaresi finansal kökenlidir ve "*bir kimseye uzun vadeli finansman sağlamaktan doğan*

⁵⁸⁷ ABD ve Türk öğretisine hakim olan görüş de bu doğrultudadır: **Cary/Eisenberg**, s. 1172; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 192 ve 209; **İnceoğlu**, s. 92; **Sönmez**, s. 65.

⁵⁸⁸ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 72 vd.

⁵⁸⁹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 81.

⁵⁹⁰ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 83; **Taşkın**, s. 55.

⁵⁹¹ **Yasaman**, s. 112; **Berzek**, s. 56; **Ünal**, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 99.

riskin alınması” anlamına gelmektedir⁵⁹². Sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmının ya da tamamının satın alınacağını aracı kuruluş tarafından taahhüt edildiği bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde, ihraççıya finansman sağlanması amacıyla gerçekleştirilen sermaye piyasası aracı satım işleminden doğan riskin aracı kuruluşça üstlenildiği açıktır. Biz de, bu düşünceden hareketle, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerini “yüklenimli aracılık sözleşmeleri” başlığı altında toplamayı, en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri için ise “yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri” terimini kullanmayı tercih etmekteyiz

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

a. Genel Olarak

Anglosakson Hukuku’nda “*best effort underwriting*” olarak anılan en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde⁵⁹³, aracı kuruluşun edimi sadece ihraç ya da halka arz olunan sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmekten ibarettir. Aracı kuruluş, bu sözleşmelerde, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türündeki sözleşmelerden farklı olarak, ihraç ya da halka arza konu oluşturan sermaye piyasası araçlarını kısmen ya da tamamen satın almak gibi bir yükümlülüğünün altına girmemektedir. En iyi gayret aracılığı sözleşmelerinin “yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri” olarak isimlendirilmesinin gerekçesi de budur. Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 38. maddesinin III. fıkrasındaki tanımı ile, 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 satılmasını*” ifade etmektedir. Dolayısıyla, aracı kuruluş, bu tür aracılık işlemlerinde yalnızca sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmeyi yükümlenmekte ve gerçekleştirdiği satış üzerinden “komisyon” adı verilen bir ücret elde etmektedir⁵⁹⁴. Sermaye piyasası araçlarının

⁵⁹² Üreten, s. 40.

⁵⁹³ Fransızca’da, en iyi gayret aracılığı teriminin karşılığını “*placement à la commission*” ifadesi oluşturmaktadır.

⁵⁹⁴ Ancak bu ücretin “aracılık komisyonu” olarak anılması, 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

satılmayan kısmı ise, varsa satıştan önce SPKn. md. 7/III hükmü çerçevesinde bu kısmı satın alacağını taahhüt etmiş bulunan pay sahipleri ya da kuruculara satılmakta, bu yönde bir taahhüdün mevcut olmadığı hallerde ise satışı yapan ihraççı ya da pay sahibine iade edilmektedir.

En iyi gayret aracılığında aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını satın alma yönünde bir yükümlülüğü bulunmayıp, yegâne yükümlülüğü bu araçların halka satışına aracılık etmek ile sınırlı olduğundan; doktrinde bu faaliyetin yalnızca pazarlama (“*marketing*”) faaliyeti niteliğini taşıdığını ileri sürerek bu tür aracılığın “*underwriting*” kavramı içerisinde kabul edilmemesi gerektiğini savunan yazarlar da mevcuttur⁵⁹⁵. Ancak Anglosakson Hukuku’ndaki genel eğilimin, en iyi gayret aracılığını da “*underwriting*” kavramı içerisinde mütalaa etmek yönünde olduğu belirtilmelidir.

Aracı kuruluş, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskini üstlenmediğinden bakiyeyi yüklenim sözleşmelerine oranla daha düşük oranda gelir elde etmektedir. Bu itibarla, en iyi gayret türü aracılığın, ihraççı ya da satışı gerçekleştiren pay sahibi bakımından maliyeti en düşük aracılık türü olduğu söylenebilir⁵⁹⁶. Aracı kuruluşun hak kazanacağı ücret genellikle sermaye piyasası araçlarının satış fiyatının belirli bir yüzdesi olarak belirlenir. Ancak bu ücretin taraflarca uygun bulunacak başka yöntemlerle hesaplanmasına da herhangi bir engel yoktur. Örneğin satışı yapılan her bir sermaye piyasası aracı başına maktu bir komisyon ücreti belirlenebilir ya da gerçekleştirilen satış oranına göre farklılık gösteren komisyon oranları uygulanabilir. Hattâ, İngiliz Hukuku’nda kabul edildiği

araçlarının fiyatlarının belirli bir yüzdesi esas alınarak tespit edilmektedir. Bu nedenle, hem en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri hem de bakiyeyi yüklenim türü sözleşmeler bakımından, aracı kuruluşun ücret alacağı için uygulamada “aracılık komisyonu” ifadesi kullanılmaktadır. Biz de, uygulamada yerleşmiş olan bu terime sadık kalacağız. Ancak bu terimin kullanılmasının ihraççı ile aracı kuruluş arasında komisyon akdi bulunduğu anlamına gelmediğini ve halka arza aracılık sözleşmelerinin hukuki niteliklerinin, her bir tür bakımından ayrı ayrı olmak kaydıyla (II) No’lu başlık altında ayrıntılı olarak incelendiğini hatırlatmak durumundayız.

⁵⁹⁵ **Loss/ Seligman**, s. 85; **Prentice**, s. 439; **Gillen**, s. 18.

⁵⁹⁶ Tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde ise aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarını komisyon karşılığında satmamakta; satış başlamadan önce, ihraççıdan, satış fiyatının altında bir bedelle (“*discount*” ya da “*allowance*” olarak isimlendirilen bir indirimle) satın almakta ve daha sonra kendi adına ve hesabına halka satmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının satış bedeli üzerinden yapılan indirimin tutarı genellikle en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim türü aracılık işlemlerinde aracı kuruluşa ödenecek komisyon tutarından yüksek olduğundan, tümünü yüklenim türü aracılığın ihraççı ya da satışı gerçekleştiren pay sahibi bakımından maliyeti en yüksek aracılık türü olduğu ifade edilebilir.

şekilde, ücret alacağıının doğumu belirli bir oran ya da tutarda satış yapılması şartına dahi bağlanabilir⁵⁹⁷.

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 firmalar tarafından tercih edilen bir aracılık türüdür. Sermaye piyasası araçlarının satılmaması riskini düşük gören yüksek prestijli firmaların da, maliyeti gereksiz şekilde yükseltmemek kaygısıyla bu yöntemi tercih edebildikleri belirtilmektedir⁵⁹⁸. Ülkemiz uygulamasında ise, en iyi gayret aracılığının, mevzuattan kaynaklanan bir yüklenim zorunluluğunun söz konusu olmadığı hallerde yaygın olarak tercih edilen aracılık türü olduğunun altını çizmek gerekir.

b. Alt Türleri

Yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin alt türlerine de burada değinilmelidir. Bunların en önemlisi, ABD Hukuku'nda, en iyi gayret aracılığı işlemlerinde yaygın şekilde kullanılan “*all or none offering*” kavramıdır. Bu tür halka arzlarda, izahname ve halka arza aracılık sözleşmesinde yer verilen bir düzenleme ile, satışa sunulan tüm sermaye piyasası araçlarının satılmaması halinde halka arzın iptal edileceği öngörülmektedir⁵⁹⁹. Satış süreci içerisinde toplanılan fonlar, satış süresinin sonuna kadar bir yeddiemin nezdinde bekletilmekte⁶⁰⁰ ve sermaye piyasası araçlarının tamamının satılmaması halinde, halka arz işlemi iptal edilerek toplanan fonlar sahiplerine iade edilmektedir⁶⁰¹. Bu uygulama, arza oranla düşük talebin söz konusu olduğu durumlarda, satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını iade ederek ödedikleri meblağı geri alabilme imkânı yarattığından yatırımcıların da lehine olmaktadır⁶⁰².

⁵⁹⁷ **Fletcher**, s. 519.

⁵⁹⁸ **Hazen**, 4th Ed., s. 138.

⁵⁹⁹ **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 88; **Loss/Seligman**, s. 85; **Larry D. Soderquist**, Understanding The Securities Laws, New York 1987, s. 39; **Williamson**, s. 90; **Jason Draho**, The IPO Decision, Why and How Companies Go Public, Great Britain 2004, s. 201; **James B. Arkebauer/ Ron Schultz**, Going Public, USA 1998, s. 167; **Kütükçü**, s. 432; **Tülay Kazıcı**, ABD’nde Hisse Senedi ve Tahvil İhraçlarında Aracılık Yüklenimi, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu No: 19, Ankara 1985, s. 11. **Kütükçü**, “all or none offering” terimini “ya hep ya hiç icaplar” şeklinde Türkçe’ye çevirmektedir (s. 432).

⁶⁰⁰ **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 88.

⁶⁰¹ **Loss/Seligman**, s. 85; **Williamson**, s. 90.

⁶⁰² **Williamson**, s. 90.

Halka arzın sermaye piyasası araçlarının tamamının satılması şartına bağlanması yerine, satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının asgari bir oranının ya da tutarının satılması (örneğin satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının % 70 ya da 75'inin veya en az belirli bir rakama ulaşan tutarda sermaye piyasası aracının satılması gibi) şartına bağlanması da mümkündür (“*minimum specified percentage or amount offers*”) ⁶⁰³. Bu takdirde, öngörülen satış oranına ulaşamaması durumunda halka arz iptal edilecektir. Ancak dikkat edilmesi gereken nokta şudur; burada sözü edilen aracı kuruluşun ücret hakkının doğumunun asgari bir satış tutarının gerçekleştirilmesi şartına bağlanması değildir ⁶⁰⁴. Burada bahsi geçen ihtimallerde, sermaye piyasası araçlarının tamamının ya da asgari oranının satılması şartının gerçekleşmemesi nedeniyle halka arz işlemi iptal edilmekte ve aracı kuruluş, bu durumun doğal bir sonucu olarak, ihraççı ile arasındaki akdi düzenleme nedeniyle ücret talep etme hakkından mahrum kalmaktadır.

İngiliz Hukuku'nda “*de laer-manager plan*” adıyla ifade edilen aracılık türü de hukukî niteliği itibariyle bir en iyi gayret aracılığıdır. Bu aracılık türü rüçhan haklarının kullanımında uygulanmakta ve aracı kuruluşlar kullanılmasını sağladıkları rüçhan hakları üzerinden ücrete hak kazanmaktadırlar ⁶⁰⁵.

3. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri

a. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri

İngilizce'de “*strict*”, “*standby*”, “*old fashioned*” ya da “*English style underwriting*” olarak ifade edilen bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde ⁶⁰⁶, aracı kuruluş; sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmenin yanısıra, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almayı da taahhüt etmektedir. Halka

⁶⁰³ Soderquist, s. 39; Williamson, s. 90.

⁶⁰⁴ Zira, aracı kuruluşun ücret alacağına asgari bir satış oranına ulaşılması şartına bağlanması halinde, bu satış oranına ulaşamaması halka arzın iptalini gerektirmez. Bu ihtimalde, halka arzın gerçekleşmiş olmasına karşın; aracı kuruluş ücrete hak kazanma koşullarını gerçekleştirmediğinden ücret talebinde bulunamaz ve yalnızca yaptığı masraflar için talepte bulunma hakkına sahip olabilir.

⁶⁰⁵ Loss/Seligman, s. 75; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 211.

⁶⁰⁶ Bakiyeyi yüklenimin Fransızca'daki karşılığını “*placement avec garantie*” ve “*prise résiduelle*” ifadeleri oluşturmaktadır (de Vauplane/Bornet, s. 103; Edmond C. Perruchoud, Introduction au droit commercial des Etats-Unis, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Herausgegeben von Prof. Dr. Peter Forstmoser, Zürich, s. 175).

arza aracılık esnasında sermaye piyasası araçlarının satılmayan bölümünün satın alınacağına aracı kuruluşça taahhüt edilmesi; ihraçcının, sermaye piyasası araçlarının tümüyle satılmaması riskine karşı aracı kuruluş tarafından sigorta edilmesine benzetilmektedir⁶⁰⁷. Bunun nedeni, bu tür sözleşmelerde, aracı kuruluşun belirli bir ivaz karşılığında sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin riski üstleniyor olmasıdır.

Bakiyeyi yüklenim, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinin IV. fıkrasının (a) bendinde; “*Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılması ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması*” olarak tanımlanmaktadır. Ülkemizde yapılan yüklenim işlemlerinin hemen tamamı bakiyeyi yüklenim modelinde gerçekleştirilmektedir. Daha açık bir biçimde ifade etmek gerekir ise, bakiyeyi yüklenim, ülkemizde tercih edilen temel yüklenim modeli konumundadır. Ancak dünyadaki eğilim ters yöndedir. Bu yüklenim modeli, bugün artık çıkış yeri olan İngiltere’de dahi fazla bir uygulama alanı bulamamaktadır⁶⁰⁸. ABD’nde olduğu gibi, İngiltere’de de yaygın olarak tercih edilen yüklenim modeli tümünü yüklenimdir. Bakiyeyi yüklenim, bu ülkelerde, günümüzde artık sadece rüçhan haklarının kullanılmasında (“*rights offerings*”) uygulama alanı bulmaktadır⁶⁰⁹. Bu şekilde, aracı kuruluşlar, pay sahipleri tarafından kullanılmayan rüçhan haklarına tekabül eden payları bakiyeyi yüklenim modeli çerçevesinde satın almayı yükümlenmektedirler. Bu aracılık türünün eski moda (“*old fashioned*”) olarak nitelendirilmesinin nedenini de, eski popülaritesini kaybetmesi ve günümüzde rüçhan haklarının kullanımı dışında fazlaca bir uygulama alanının kalmaması oluşturmaktadır.

Tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde, aracı kuruluş önce sermaye piyasası araçlarını ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almakta, daha sonra ise kendi adına ve hesabına halka satmaktadır. Dolayısıyla, hem bakiyeyi yüklenim, hem de tümünü yüklenim türü aracılık faaliyetlerinde aracı

⁶⁰⁷ Cary/Eisenberg, s. 1173; Hazen, 4th Ed., s. 136; Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 89; Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 79.

⁶⁰⁸ Cary/Eisenberg, s. 1172; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 210-211.

⁶⁰⁹ Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 89; Cary/Eisenberg, s. 1173; Hazen, 4th Ed., s. 136; Henn/Alexander, s. 789; Loss/Seligman, s. 74; Prentice, s. 439. Bakiyeyi yüklenim, İsviçre’de de rüçhan haklarının halka arzı dışında yaygın bir kullanıma sahip değildir (Malscrido/Watter, s. 73).

kuruluş, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının bir kısmını (satılmayan bölümünü) ya da tamamını kendisi satın almak suretiyle ihraççı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin riskini üzerine almış olmaktadır. Bu iki işlemin farklı yüklenim modelleri olmalarına karşın, ihraççının satıştan beklediği fonu elde etmesinin garanti altına alınması yönündeki aynı iktisadi amaca hizmet ediyor olmaları nedeniyle⁶¹⁰, bazı yazarlar bakiyeyi yüklenim türünün tümünü yüklenimin türevi olduğu yönünde görüş bildirmektedirler⁶¹¹. Ancak söz konusu yüklenim türlerinin hukukî yapıları, aşağıda (II) no'lu başlık altında da inceleneceği üzere birbirlerinden oldukça farklıdır.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde aracılık ücreti iki ayrı kalemden oluşur. Sözleşmede halk tarafından satın alınmayan sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşça satın alınacağı öngörüldüğünden; satış komisyonu, en iyi gayret aracılığından farklı olarak tüm sermaye piyasası araçları fiilen satılmış gibi varsayılarak hesaplanır⁶¹². Bu ilk kalem komisyona Anglosakson Hukuku'nda "garanti komisyonu" ("*standby fee*") adı verilmektedir⁶¹³. İzahnamede asgari aracılık komisyonu tutarı olarak gösterilmesi gereken miktar da bu kalemin toplam tutarıdır⁶¹⁴. İkinci komisyon kalemini ise, aracı kuruluşun bakiyeyi yüklenim taahhüdü çerçevesinde satın aldığı sermaye piyasası araçlarının toplam miktarı üzerinden hesaplanan "alım komisyonu" ("*take-up fee*") oluşturmaktadır⁶¹⁵. Bu kalemin toplam tutarı *ex ante* (satış süresinin sona ermesinden önce) belli olamayacağından, izahnamede uygulanacak komisyon oranının gösterilmesi yeterli kabul edilmektedir. Yerleşik uygulama bu yönde olmakla birlikte, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde aracılık ücretinin taraflarca tespit edilecek daha farklı esaslara göre belirlenmesine herhangi bir engel bulunmamaktadır⁶¹⁶.

⁶¹⁰ Cary/Eisenberg, s. 1173.

⁶¹¹ Soderquist, s. 39; de Vauplane/Bornet, s. 103.

⁶¹² Palmer's Company Law, no. 5. 131; Stephan W. Mayson/Derek French/Christopher Ryan, Mayson, French and Ryan on Company Law, 16th Ed., Great Britain 1999, s. 232.

⁶¹³ Ajai K. Singh, Layoffs and Underwritten Rights Offers, Journal of Financial Economics, Vol: 43, 1997, s. 109.

⁶¹⁴ Singh, s. 109.

⁶¹⁵ Singh, s. 109.

⁶¹⁶ Singh, rüçhan haklarının kullanılmasına aracılık işlemlerinde akdedilen bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluşun garanti ve alım komisyonları dışında üçüncü bir getiri kaleminden daha faydalandığını ifade etmektedir. Yazar, rüçhan hakkını kullanmayan ve kullanmadıkları bu haklarını üçüncü kişilere de satmayan pasif pay sahiplerinden aracı kuruluşlara ekonomik anlamda bir

b. Tümüünü Yüklenim Sözleşmeleri

Anglosakson Hukuku'nda “*firm commitment underwriting*”, “*full underwriting*” ya da “*offer for sale*” olarak ifade edilen tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde⁶¹⁷, aracı kuruluş; halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının tamamını, henüz satış işlemi başlamadan önce, daha sonra kendi adına ve hesabına halka satmak üzere ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almayı taahhüt etmektedir. 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 üstlenilmektedir. İhraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ise, henüz satış süreci henüz başlamadan önce sermaye piyasası araçlarının bedelini tahsil ederek ihtiyaç duyduğu fona kavuşmaktadır.

Tümüünü yüklenim, Seri:V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinin 4. fıkrasının (b) bendinde; “*Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarının tamamının, bedelleri, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle satın alınarak halka satılması*” olarak tanımlanmaktadır. Tümüünü yüklenimin bakiyeyi yüklenimden farkı şu şekilde açıklanabilir. Bakiyeyi yüklenimde; aracı kuruluş, satış sürecinin bitiminde, yalnızca satılmayan sermaye piyasası araçlarını bedellerini ödemek suretiyle satın almayı taahhüt etmektedir. Tümüünü yüklenimde ise; aracı kuruluş,

varlık transferinin söz konusu olduğunu belirtmektedir. Aktarılan varlık tutarı, kullanılmayan rüçhan haklarının piyasa fiyatına eşittir (s. 107). Kanımızca, rüçhan haklarının piyasa değerinin bulunduğu ihtimaller bakımından bu tespit yerindedir.

⁶¹⁷ Tümüünü yüklenimin Fransızca'daki karşılığını “*prise ferme*” ifadesi oluşturmaktadır (**Perruchoud**, s. 174). Kanada Hukuku'nda uygulanan, tümünü yüklenim esasına dayanan ve “*bought deal*” ismiyle anılan (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 106) aracılık modeline de burada değinilmelidir. Bu tür aracılık işlemlerinde de sermaye piyasası araçlarının tamamı aracı kuruluş tarafından satın alınmakta (**Scott/Wellons** s. 707-708); ancak dağıtım sürecini hızlandırmak amacıyla aracı kuruluşun potansiyel müşteri taleplerini topladığı “*book-building*” safhasına yer verilmemektedir (**Loss/Seligman**, s. 90-91). Bir diğer ifadeyle, aracı kuruluş sermaye piyasası araçları için kendi takdirine bağlı olarak belirlediği bir fiyat üzerinden teklifte bulunmakta (ve doğal olarak fiyatı bu araçları üçüncü kişilerle karlı şekilde satabilmesini kesin olarak sağlayacak ölçüde düşük bir seviyede tutmakta) ve bu teklif ihraççı tarafından kabul edilirse sermaye piyasası araçlarını satın alarak süratle dağıtımına başlamaktadır (**Loss/Seligman**, s. 90-91). “*Bought deal*” adı verilen bu türün klasik tümünü yüklenime kıyasla en büyük farkı, potansiyel müşterilerden talep toplama (“*book-building*”) sürecine yer verilmemesidir. Klasik tümünü yüklenim türü aracılıkta aracı kuruluşlar bakımından potansiyel yatırımcılardan talep toplama süreci büyük önem ifade etmekte, sermaye piyasası araçlarının fiyatı bu süreç sonunda tespit edilmekte ve tümünü yüklenim sözleşmesinin imzalanması çoğunlukla bu sürecin sonuna ertelenmektedir. Zira, aracı kuruluşlar öncelikle potansiyel yatırımcılardan talep toplayarak sermaye piyasası araçlarına yönelik talebi ölçmekte ve bu yöntemle, satamayacakları sermaye piyasası araçlarını satın alma riskinden kendilerini korumak istemektedirler.

halka arza konu oluşturan sermaye piyasası araçlarının tamamını satın almakta⁶¹⁸ ve aksi kararlaştırılmış olmadıkça, bu araçların bedellerini de satış süreci başlamadan önce ödemeyi taahhüt etmektedir. Dolayısıyla, aracı kuruluşun satın alma ediminin kapsamı ve satın aldığı sermaye piyasası araçlarının bedellerini ödeme borcunun ifa zamanı bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinden farklıdır. Ayrıca, bakiyeyi yüklenim türü aracılıkta, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarının satımı sürecinde ihraççı ya da satışı gerçekleştiren pay sahibinin temsilcisi olarak hareket etmekteyken; tümünü yüklenimde, sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara satan, yani satıcı konumunda bulunan aracı kuruluştur. Bir diğer ifadeyle, bu ihtimalde, satım akdi sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılarla aracı kuruluş arasında kurulmaktadır⁶¹⁹. Aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarını satın aldıktan sonra yatırımcılarla tümüyle kendi adına ve hesabına ilişkiye girmekte⁶²⁰; ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ile yatırımcılar arasında herhangi bir akdi ilişki söz konusu olmamaktadır.

Aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını önce ihraççıdan satın alarak daha sonra kendi adına ve hesabına halka satması, yeni çıkarılan sermaye piyasası araçlarının halka arzında bir birinci el piyasası işleminin mi, yoksa bir ikinci el piyasası işleminin mi söz konusu olduğu sorusunu gündeme getirmektedir. Bu ihtimalde aracı kuruluşlar tarafından yapılan satım işlemi ikinci el piyasası işlemi olarak algılayan yazarlar bulunmasına karşın⁶²¹; genel eğilim, yeni çıkarılan sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşlar tarafından satın alınmasının bu araçların birinci el piyasasında halka satılmalarının bir aşaması olduğu, bu itibarla da işlemin birinci el piyasası işlemi niteliğini yitirmediği yönündedir⁶²².

Tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarını belirli oranda indirim (“*discount*”) 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 (“*spread*”) ise aracı kuruluşun kârını

⁶¹⁸ Sermaye artırımı yoluyla çıkarılan hisse senetlerinin halka arzının söz konusu olduğu hallerde ise, aracı kuruluş bu paylara ilişkin olarak iştirak taahhüdünde bulunmaktadır (**Malscrido/Watter**, s. 73).

⁶¹⁹ **Nobel**, s. 763.

⁶²⁰ **Fletcher**, s. 510.

⁶²¹ **Rider/Chaikin/Abrams**, s. 135.

⁶²² **Malscrido/Watter**, s. 73; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 34-35.

oluşturmaktadır⁶²³. Aracı kuruluşun, bu getiri dışında talep edebileceği bir ücret söz konusu değildir. Bu getirinin karşılığında, satış sürecinde sermaye piyasası araçlarının tamamının satılamaması ve satılamayan araçların, daha sonra satış fiyatından düşük bir bedelle elden çıkarılmak durumunda kalınması riskleri aracı kuruluş tarafından üstlenilmiş olmaktadır. Aracı kuruluş, satın aldığı sermaye piyasası araçlarını dilediği zaman dilediği bedel üzerinden satışa çıkarma ya da stratejik bakımdan uygun görmesi halinde, satışa çıkarmayarak elinde tutma hakkına da sahip bulunmaktadır⁶²⁴.

Tümünü yüklenim ABD’nde daha çok tercih edilen yüklenim modelini oluşturmakta ve yaygın olarak kullanılmaktadır⁶²⁵. Bu yüklenim türünün, İsviçre’de de bakiyeyi yüklenime oranla daha fazla tercih edildiği ifade edilmektedir⁶²⁶. Bunun nedeni, aracı kuruluşça üstlenilen riskin artmasına karşılık kar marjının da yükselmesidir. Aracı kuruluşların ihraççıya ödedikleri bedel ile satış fiyatı arasındaki farktan elde ettikleri kazanç, genellikle komisyon esasına dayalı ücretlendirmenin benimsendiği bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret aracılığı türlerine oranla daha yüksek olmaktadır⁶²⁷. Türk uygulamasında ise, tümünü yüklenime neredeyse hiç rastlanılmamaktadır. Bunun nedeni, derinliği sınırlı olan ülkemiz piyasalarında, aracı

⁶²³ **Yasaman**, s. 111; **Tanör**, Halka Arz, s. 279; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 77; **Arı**, s. 93; **Robert Lawrence Kuhn**, Investment Banking, The Art of High- Stakes Dealmaking, USA 1990, s. 7.

⁶²⁴ **Tanör**, Halka Arz, s. 279; **Ünal**, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 103.

⁶²⁵ **Hazen**, 4th Ed., s. 136.

⁶²⁶ **Pestalozzi/Gmsers/Patry**, s. 378. İsviçre uygulamasında, hisse senetlerinin sermaye artırımı yoluyla halka arzında, tümünü yüklenim sözleşmesi imzalanmadan önce; ihraççı, ihraççının kontrolünü ellerinde bulunduran pay sahipleri ve aracı kuruluşlar arasında “Nominal Amount Deposit and Subscription Agreement” adı verilen bir sözleşme imzalanmaktadır. Bu sözleşmede, ihraççı ve ihraççının pay sahipleri, ihraççının sermaye artırımı yoluyla yaratılan yeni payları aracı kuruluşu satacağını taahhüt etmekte; aracı kuruluş ise tümünü yüklenim yoluyla halka arz edilecek bu payların nominal tutarını ihraççı adına açılan bir hesaba depo etmeyi yükümlenmektedir. Genel kurulun sermaye artırımına ilişkin kararının ticaret siciline tescili ile birlikte artırım prosedürünün tamamlanmasını takiben tümünü yüklenim sözleşmesi akdedilmekte ve depo edilen meblağ aracı kuruluş tarafından paylar için ödenecek bedelden mahsup edilmektedir (**Malscrido/Watter**, s. 80-81; **Daeniker**, s. 174-176). Bu uygulamanın olumlu yanı, payların satış fiyatı nominal değerlerinden yüksek olsa dahi, en azından ortaklığın sermaye kalemine dahil olacak olan payların nominal değerleri toplamının artırım prosedürü tamamlanmadan önce garanti altına alınıyor olmasıdır. Böylece, artırım prosedürünün tamamlanmasına karşın tümünü yüklenim sözleşmesinin imzalanamaması halinde, paylara ait sermaye borcunun açıkta kalması tehlikesinin önüne geçilmektedir.

⁶²⁷ Zira, tümünü yüklenim işlemlerinde sermaye piyasası araçlarının bedeli ihraççıya peşin olarak satış işlemi başlamadan önce ödenmekte olduğundan, bu araçların satış fiyatı üzerinden normal komisyon oranlarından daha yüksek oranda indirim yapılabilen ve aracı kuruluşun elde ettiği gelir, bakiyeyi yüklenim ve en iyi gayret aracılığına kıyasla daha yüksek olmaktadır. ABD’nde, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türlerinin temel dezavantajının, aracı kuruluş tarafından satın alınan sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı üzerinden hisse devir vergisi ödenmesi olduğu kabul edilmektedir (**Mark S. Rhades**, Transfer of Stock, 6th Ed., San Francisco- California 1985, s. 19).

kuruluşların satış süreci başlamadan önce peşin ödemede bulunarak tüm pazarlama riskini üzerlerine almak konusunda istekli davranmamalarıdır.

3. Karma Türler

Yukarıda incelenen üç temel türün karışımı niteliğinde aracılık sözleşmeleri akdedilmesi mümkündür⁶²⁸. Aşağıda bu karma ya da türev türlerden her biri ayrı ayrı değerlendirilecektir.

a. Kısmen En İyi Gayret Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

En iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin tek bir sözleşme bünyesinde birleştirilmesi imkân dahilindedir⁶²⁹. Örneğin, aracı kuruluşun 100 birimlik ihracın % 50'sine en iyi gayret aracılığı ile, % 50'sine ise bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık edebilmesi mümkündür. Bu türün klasik bakiyeyi yüklenimden ne farkı bulunduğu sorgulanabilir. Aslında, bu yöntemle ulaşılan en önemli sonuç, aracı kuruluşun bakiyeyi yüklenim taahhüdü çerçevesinde satın almak durumunda kalabileceği sermaye piyasası araçlarının tutarına bir üst sınır getirilmiş olması olacaktır. Örneğimize geri dönerek 100 birimlik arzın 80 biriminin satılmadığını varsayalım. Örneğimizdeki aracı kuruluş, ihracın % 50'sine bakiyeyi yüklenim yoluyla aracılık etmeyi yükümlendiğinden, satılmayan 80 birimin 50 birimini satın almakla yetinebilecektir. Oysa ki, ihracının tamamına yönelik klasik bir bakiyeyi yüklenim söz konusu olsa idi, aracı kuruluş satılmayan 80 birimin tamamını satın almak durumunda kalacaktı.

Aracı kuruluşun, satılmayan sermaye piyasası araçlarının sadece bir bölümünü satın almayı taahhüt ederek “*bakiyeyi kısmen yüklenmesi*” de mümkündür. Bu yöntem, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinin IV. fıkrasının (c) bendinde; “*sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmının bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması*” şeklinde tanımlanmaktadır. Durumu bir örnekle açıklamak gerekir ise: 100 birimlik sermaye

⁶²⁸ Cary/Eisenberg, s. 1172; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 192 ve 209; İnceoğlu, s. 92; Sönmez, s. 65.

⁶²⁹ Loss/Seligman, s. 75.

piyasası aracının halka arz edildiğini ve aracı kuruluşun satılmayan kısmın % 40'ını satın almayı taahhüt ettiğini varsayalım. Bu 100 birimden yalnızca 60'ını satılabildiği, kırkının ise satılmadığı varsayılacak olursa; aracı kuruluşun alım yükümlülüğü 16 birim $[(40 \times 40) \div 100 = 16]$ olacaktır. Görüldüğü üzere, “*bakiyeyi kısmen yüklenim*” olarak adlandırılan bu yöntem de, temelde en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin karışımından oluşmasına karşın, yüklenim tutarının belirlenme yöntemi bakımından yukarıdaki paragrafta verilen örneğe oranla farklılık arz etmektedir.

b. Kısmen En İyi Gayret Kısmen Tümünü Yüklenim

En iyi gayret ve tümünü yüklenim sözleşmelerinin de tek bir aracılık sözleşmesi bünyesinde birleştirilmesi mümkündür⁶³⁰. Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinin IV. fıkrasının (c) bendinde “*kısmen tümünü yüklenim*” olarak isimlendirilen bu model; “*sermaye piyasası araçlarının bir kısmının, bedelleri satışın başlamasından önce tam ve nakden ödemek suretiyle satın alınarak halka satılması*” şeklinde tanımlanmaktadır. Durumu örneklendirerek açıklamak amacıyla yine 100 birimlik bir halka arzın mevcut olduğunu ve aracı kuruluşun ihracın % 50'sine en iyi gayret aracılığı yöntemiyle, kalan % 50'sine ise tümünü yüklenim yoluyla aracılık edeceğini varsayalım. Bu takdirde, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarının yalnız % 50'sini bedellerini satıştan önce ödemek suretiyle satın alacak, kalan % 50'yi ise satış süreci içerisinde ücreti karşılığında ihraççı nam ve hesabına satacaktır.

Ancak bu olasılıkta bir çıkar çatışması ortaya çıkabilmektedir. Şöyle ki; bu ihtimalde, aracı kuruluşun elinde, satış süresi içerisinde halka satılmak üzere bekleyen; 50 birimi kendisine 50 birimi de ihraççıya ait toplam 100 birim sermaye piyasası aracı bulunmaktadır. Bu araçların 70 birimine halktan talep geldiğini varsayalım. Aracı kuruluş, tümünü yüklenim işlemlerinde alış ve satış fiyatı arasındaki fark aracılık komisyonundan daha fazla getiri sağladığı için öncelikle kendi 50 birimini satmaya çalışacak; bu takdirde ise ihraççıya ait 30 birim elde kalacaktır. Buna imkân tanınmamalıdır. Kanımızca bu ihtimalde, sermaye piyasası araçlarına gelen toplam talebin, en iyi gayret ve tümünü yüklenim yüzdeleri ile doğru

⁶³⁰ Henn/Alexander, s. 790; Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger, no. 55.2.3; Palmer's Company Law, no. 5.138.

orantılı olarak dağıtılması adil olacaktır. Yani verdiğimiz örnekte, gelen talebin yarısı ihraççının hisselerinden, yarısı ise aracı kuruluşun yüklenim sonucunda satın aldığı hisselerden karşılanmalıdır.

c. Kısmen Tümünü Kısmen Bakiyeyi Yüklenim

Tümünü yüklenim ve bakiyeyi yüklenim modellerinin biraraya getirilmesi suretiyle karma bir tür yaratılması da imkân dahilindedir. Bu türün klasik tümünü yüklenim ya da klasik bakiyeyi yüklenimden farkını açıklamak üzere ise şu örnek verilebilir; aracı kuruluşun ihracın %70'ine bakiyeyi yüklenim %30'una ise tümünü yüklenim modeli ile aracılık yaptığını varsayalım. Aracı kuruluş, klasik bakiyeyi yüklenimden farklı olarak, satış işlemi başlamadan önce % 30'luk bölümü bedellerini peşin ödemek suretiyle satın alacaktır. Kalan % 70'lik bölümün satılmayan kısmı ise, bedeli satış süresinin sonunda ödenerek satın alınmak durumundadır. Bu kısmın yarısının satış süresi içerisinde satıldığı varsayılırsa, aracı kuruluş tarafından satın alınan toplam tutar % 65 [$30 + (70 \div 2) = 65$] olacaktır. Şu halde, bu yöntem sermaye piyasası araçlarının tamamının satın alındığı klasik tümünü yüklenime oranla da farklılık arz etmektedir.

Ancak bu yöntemde de hemen yukarıda ("b") başlığı altında belirttiğimiz tehlike ortaya çıkmakta ve aracı kuruluş, satış süreci içerisinde hem kendisine ait hem de ihraççıya ait sermaye piyasası araçlarını birarada pazarlamak durumunda kalmaktadır. Önerebileceğimiz çözüm tarzı yine aynı doğrultuda olup; toplam talebin, bakiyeyi ve tümünü yüklenim oranları çerçevesinde ihraççı ve aracı kuruluş arasında dağıtılması yönünde olacaktır.

F. Kuruluşu ve Şekli

1. Kuruluşu

Halka arza aracılık sözleşmesi de, diğer tüm rızai akitler gibi, icap ve kabulün biraraya gelmesi ile kurulacaktır (BK md. 1/I).

Anglosakson Hukuku'nda, halka arza aracılık sözleşmesi imzalanmadan önce, taraflar arasında “niyet mektubu” (“*letter of intent*”) adı verilen bir belge imzalanmaktadır. Niyet mektubu; tarafların sözleşmeyi akdetmek konusundaki niyetlerini ve işlemin özelliklerini, yani aracılık türünü, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının niteliğini ve aracılık ücreti konusundaki karşılıklı irade mutabakatlarını ortaya koymak üzere imzaladıkları bir belgedir. Ancak bu belge bir ön sözleşme olarak kabul edilmez ve kural olarak bağlayıcı nitelik de taşımaz⁶³¹. Hattâ bu belgenin, tarafları bakımından sözleşme müzakerelerine devam etme yükümlülüğü dahi doğurmayacağı kabul edilir⁶³². Bu nedenle, aracılık sözleşmesi imzalanana kadar taraflar, niyet mektubunda üzerinde anlaştıkları hususlarda değişiklik yapabilecekleri gibi; sözleşme müzakerelerinden geri çekilme imkânına da sahiptirler⁶³³. Niyet mektubunun bağlayıcı olarak kabul edilen yegâne bölümü, ihraççının, halka arza aracılık sözleşmesinin akdedilmemesi halinde aracı kuruluşun masraflarını karşılayacağı yönünde taahhütte bulunduğu bölümdür⁶³⁴. Bu bakımdan, niyet mektubunun bu taahhüdün dışında kalan kısmı, hukukî olmaktan ziyade ahlaki sonuçları olan bir “centilmenlik anlaşması” (“*gentlemen's agreement*”) olarak kabul edilmektedir⁶³⁵.

Türk uygulamasında niyet mektubu kullanılmamaktadır. Bunun yerine, aracılık sözleşmesi imzalanana kadar geçerli olmak üzere, aracı kuruluş, ihraççıyı Kurul ve diğer resmi makamlar önünde temsil etme yetkisi sağlayan, “yetkilendirme sözleşmesi” (“*mandate agreement*”) adı verilen bir sözleşme akdedilmektedir⁶³⁶. Bu sözleşme, aracı kuruluş, halka arz sürecinin organize edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının kayda alınması için resmi organlar önünde ihraççı adına girişimde

⁶³¹ Jennings/Marsch/Cofee/Seligman, s. 90 dpn. 13; Jack H. Halperin, Blue Sky Considerations in Underwriting Agreements, Blue Sky Laws: State and NASD Regulation of Securities, 1987, s. 483; Malscrido/Watter, s. 78; Kazıcı, s. 9.

⁶³² Jennings/Marsch/Cofee/Seligman, s. 90 dpn. 13.

⁶³³ Malscrido/Watter, s. 78.

⁶³⁴ Halperin, s. 483; Malscrido/Watter, s. 77; Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 194; Arkebauer/ Schultz, s. 176. ABD’nde ise, uygulama, sözleşmenin imzalanamaması halinde masrafların aracı kuruluş üzerinde kalması yönündedir (Bartos, s. 12). Türk Hukuku bakımından, aracı kuruluşun sözleşmenin imzalanamaması halinde masraflarını talep edebilmesi için mutlaka niyet mektubu benzeri bir belge imzalanmasına gerek yoktur. Zira, tacir sıfatını taşıyan aracı kuruluş; arada herhangi bir akdi ilişki bulunmasa dahi, TTK md. 22 hükmü gereğince, sözleşmenin imzalanmayacağına ortaya çıktığı ana değin yaptığı işler için uygun bir ücret isteme ve masraflarını (ödeme tarihinden itibaren işleyecek faizi ile birlikte) talep etme hakkına sahip bulunmaktadır.

⁶³⁵ Halperin, s. 483.

⁶³⁶ Yetkilendirme sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin olarak bkz. II, A.

bulunması için temsil yetkisi sağlamanın yanısıra, aracı kuruluşun rakiplerini konudan uzak tutmasına da yaramaktadır⁶³⁷. Bir diğer ifadeyle, bu sözleşme ile, halka arza aracılık sözleşmesi imzalanana kadar geçecek süreç içerisinde aracı kuruluşun yetkisi resmileştirilmekte ve bu sayede, aracı kuruluşun; ihraççıya halka arz süreci ile ilgili olarak yapacağı danışmanlık faaliyetine, konsorsiyum oluşturma girişimlerine, pazarlama faaliyetine yönelik temaslarına ve sürecin organize edilmesine yönelik diğer çalışmalarına hukukî bir zemin yaratılmış olmaktadır⁶³⁸.

Aracılık sözleşmesi, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ile aracı kuruluş arasında akdedilecektir. Buna karşılık, aracılık faaliyetinin bir konsorsiyum tarafından yürütüleceği hallerde; lider kuruluşun, doğrudan temsil hükümleri çerçevesinde diğer konsorsiyum üyelerini de temsilen sözleşmeyi imzalaması mümkündür⁶³⁹. Bu takdirde, lider kuruluş dışında kalan konsorsiyum üyeleri de, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ile doğrudan sözleşme ilişkisi içerisine girmiş olurlar⁶⁴⁰. Bu noktada, aracı kuruluşun seçimine ilişkin yöntemler üzerinde de durmak gerekir. Aracı kuruluşun seçiminde, “pazarlık” ve “ihale” yöntemi olmak üzere iki temel yöntem bulunmaktadır⁶⁴¹. Pazarlık yönteminde, ihraççı uygun gördüğü kuruluşlarla sözleşme müzakereleri yürüterek işlemde kullanacağı aracı kuruluşu seçmektedir⁶⁴². İhale yöntemi (“*competitive bidding*”) ise, aracılık maliyetini ön planda tutan ihraççılarca⁶⁴³ ve özellikle de kamu kuruluşlarınca

⁶³⁷ **Tanör**, Halka Arz, s. 265.

⁶³⁸ **Tanör**, Halka Arz, s. 265- 266.

⁶³⁹ Aracı kuruluşların halka arz işlemlerine tek başlarına aracılık etmeleri mümkün olduğu gibi, birden fazla sayıda aracı kuruluşun, belirli bir halka arz işlemine aracılık etmek üzere, konsorsiyum oluşturmak suretiyle işbirliği yapmaları da mümkündür. Bu takdirde, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşları, ihraççı ve üçüncü kişilere karşı konsorsiyum lideri temsil eder. Aracılık konsorsiyumları ve bu konsorsiyumların ortağı konumunda bulunan aracı kuruluşlar arasındaki iç ilişkiler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. II, IV.

⁶⁴⁰ **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 91; **Loss/Seligman**, s. 80.

⁶⁴¹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 74.

⁶⁴² **Alan Gart**, Handbok of the Money and Capital Markets, USA 1988, s. 186.

⁶⁴³ Aracı kuruluşun ihale esasına dayalı olarak seçilmesi durumunda, aracılık maliyeti pazarlık yöntemine oranla ciddi oranda düşebilmektedir (**Williamson**, s. 86). İhale yöntemi, daha ziyade borçlanma senetlerinin ihracında uygulama alanı bulmaktadır (**Williamson**, s. 87). ABD ve Türk Hazine Müsteşarlıkları, iç borçlanma senedi ihracı işlemlerinde bu yöntemi fiilen uygulamaktadırlar. Bu yöntemin aracı kuruluşlar bakımından en büyük dezavantajı, ihaleyi kazanacakları kesin olmadığından, ihalenin sonuçlanmasından önce talep toplama çalışması yapamamalarıdır (**Gart**, s. 187).

uygulanan bir yöntemdir⁶⁴⁴. Burada, ihale yönteminin gelişmiş bir versiyonu olan “*dutch auction*” yöntemine de değinilmelidir. Söz konusu yöntemde, aracı kuruluşlardan satın almak istedikleri sermaye piyasası aracı miktarları ve ödemeye hazır buldukları fiyatı içeren teklifler toplanmakta; bu teklifler doğrultusunda, tüm sermaye piyasası araçlarının satılabildiği en yüksek fiyat satış fiyatı olarak belirlenmekte ve sermaye piyasası araçları, bu rakam üzerinden, bu fiyatın üzerinde teklif veren aracı kuruluşlara satılmaktadır⁶⁴⁵. Böylelikle, birden fazla aracı kuruluş, bir konsorsiyum oluşturmaksızın, tümüyle birbirinden bağımsız ve ihraççıya karşı müstakilen sorumlu olacak bir biçimde tek bir halka arz işlemi bünyesinde yüklenimde bulunabilmektedirler⁶⁴⁶.

2. Şekli

İngiliz Hukuku’nda, halka arza aracılık sözleşmesi iki tarafın iradesini somutlaştıran bir yazılı sözleşme ile akdedilebileceği gibi; aracı kuruluşun icap niteliğindeki yazılı teklifine ihraççı tarafından onay verilmesi yolu ile de kurulabilir⁶⁴⁷. Değinilen bu ikinci yöntem uygulamada daha çok tercih edilmektedir. İhraççı ya da halka arzı gerçekleştirecek pay sahibinin, aracı kuruluşun yazılı teklifine karşı kabulünü sözlü olarak bildirmek suretiyle de sözleşmeyi kurabileceği kabul edilmektedir⁶⁴⁸.

Türk Hukuku’nda ise Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 41. maddesi ile halka arza aracılık sözleşmesinin yazılı olarak akdedilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Bu

⁶⁴⁴ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 74; **Hazen**, 4th Ed., s. 138-139. ABD’nde kamu kökenli ihraççılar tarafından tercih edilen yöntem uzunca bir süre ihale yöntemi (“competitive bidding”) olmuştur (**Loss/Seligman**, s. 86). Bu durumda, 1935 tarihli “Public Holding Utilities Act” Rule 50’nin bazı kamu kurumları bakımından bu yöntemi kullanma zorunluluğu öngörmesinin de büyük rolü olmuştur (**Henn/Alexander**, s. 788 dpn. 8; **Williamson**, s. 86). Sözü geçen düzenleme 1994 yılında yürürlükten kaldırılmıştır (**Loss/Seligman**, s. 86 dpn.12).

⁶⁴⁵ **Jenning/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 87; **Kütükçü**, s. 438-439.

⁶⁴⁶ **Hazen**, 4th Ed., s. 139 dpn. 19. Bu yöntemde, tüm aracı kuruluşlar için geçerli olacak tek bir satış fiyatı belirlenmesi yerine, her aracı kuruluşun teklifinde belirttiği fiyatla bağlı olması esası da benimsenebilir. Bu takdirde, aracı kuruluşlar kendi tekliflerinde yer alan fiyat üzerinden, yani birbirlerinden farklı fiyatlardan yüklenimde bulunmuş olacaklardır (**Hazen**, 4th Ed., s. 139 dpn. 19).

⁶⁴⁷ **Geoffrey Morse**, Charlesworth’s Company Law, 13th Ed., London 1987, s. 171; **Fletcher**, s. 513.

⁶⁴⁸ **Palmer’s Company Law**, no. 5. 137.

hükümde öngörülen şekil şartına uyulmamasının hükümsüzlüğe yol açıp açmayacağı konusunda öğretide farklı görüşler bulunmaktadır.

Manavgat, yazılı şekli geçerlilik şartı olarak görmesine karşın; tümünü yüklenim sözleşmelerini aracılık sözleşmesi olarak değil, satım sözleşmesi niteliğinde kabul ettiği için, bu tür aracılık sözleşmelerinde yazılı şekil şartına uyulmasının zorunlu olmadığını savunmaktadır⁶⁴⁹. *Yasaman*, *Berzek*, *Arı* ve *Taşkın* ise yazılı şeklin her üç türdeki halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından da geçerlilik şartı olduğu görüşündedirler⁶⁵⁰. Bizim de katıldığımız görüşün sahibi olan *İnceoğlu* ise; BK md. 11 gereğince kanunda açıklık olmadığı sürece akdin geçerliliğinin herhangi bir şekle tabi olmadığını, bu itibarla asıl olanın şekil serbestisi olduğunu ve idari düzenlemeler ile bunun aksini kabul etmenin mümkün olmadığını, şekil şartına ilişkin düzenlemelerin SPKn.'na eklenmediği sürece sermaye piyasası alanındaki hiçbir sözleşmenin yazılı şekil şartına tabi olarak kabul edilemeyeceğini belirtmektedir⁶⁵¹.

Kanımızca da, şekil serbestisinin esas olduğu bir sistemde genel düzenleyici idari işlemler⁶⁵² vasıtasıyla şekil şartı öngörülmesi doğru bir yaklaşım değildir⁶⁵³. Kaldı ki, Kurul'un yetkilerini belirleyen 3794 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 22 hükmünün hiçbir bendi, Kurul'a, ihraççı ile aracı kuruluşlar arasında akdedilecek

⁶⁴⁹ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 76. Yazar, ayrıca ikinci el piyasasında yapılan halka arz işlemleri için akdedilecek yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin de yazılı şekle tabi olmadıkları görüşündedir.

⁶⁵⁰ *Yasaman*, s. 113; *Berzek*, s. 56; *Arı*, s. 89; *Taşkın*, s. 80.

⁶⁵¹ *İnceoğlu*, s. 34- 35.

⁶⁵² Bu noktada, Kurul tarafından çıkarılan tebliğlerin hukukî niteliğinin de irdelenmesi gerekir. İdarenin genel düzenleyici idari işlemleri, Anayasa'da sayılan KHK, tüzük ve yönetmeliklerle sınırlı değildir. Karar, kararname, tebliğ, sirküler, statü, genel karar, tamim, genelge vb. işlemler "adsız düzenleyici idari işlemler" ("yönetmelik benzeri işlemler") olarak adlandırılmaktadırlar (*Yıldızhan Yayla*, İdare Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1990, s. 112; *İlhan Özyay*, Gümüşğında Yönetim, İstanbul 2002, s. 350). *Yasin*, Kurul'un tebliğlerinin kanun ile verilen düzenleme görevini yerine getirmek amacıyla çıkarıldığını ve bunların Resmî Gazete'de yayımlanmasının SPKn. md. 22 gereği zorunlu olduğunu; bu nedenle, Kurul tebliğlerinin yönetmelikle eşdeğer genel düzenleyici idari işlemler olarak kabul edilmelerinin mümkün bulunduğunu ifade etmektedir (s. 193).

⁶⁵³ *Moroğlu*, SPKn.'da özel hukuk ilişkilerini düzenleyen hükümlere de yer verilmiş bulunduğundan Kurul'un düzenleme yetkisi özel hukuk ilişkilerini de kapsadığını; böylece İdare'ye özel hukuk alanında olması gereken istikrarı ve dolayısıyla hukuk güvenliğini zedeleyecek şekilde istediği zaman kurallar koyabilme veya bunları değiştirebilme imkânı tanınmış olduğunu; bunun, TBMM'nin yasama yetkisine müdahale oluşturduğunun ve Anayasa'nın kuvvetler ayrılığı ilkesine aykırı bulunduğunun ileri sürülebileceğini haklı olarak ifade etmektedir (*Moroğlu*, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, s. 287).

halka arza aracılık sözleşmelerini şekle bağlama yetkisi vermemektedir⁶⁵⁴. Nitekim, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in hukukî dayanağını da SPKn. md. 22 değil; Kurul'a, "aracı kuruluşlarının aracılık faaliyetlerine ilişkin esasları düzenleme" yetkisi tanıyan md. 34/I hükmü oluşturmaktadır. Şu halde, anılan Tebliğ ile getirilen düzenlemelerin ve md. 41 hükmündeki yazılı şekil zorunluluğunun, öngörülme amacı doğrultusunda yalnızca aracı kuruluşlar bakımından bağlayıcı olarak algılanması gerekir. Md. 41 hükmünde aracı kuruluşlara halka arza aracılık sözleşmelerini yazılı şekle uygun olarak akdetme zorunluluğu getirilmesinin nedeni, Kurul tarafından md. 44 hükmü çerçevesinde bu sözleşmelerin içeriğinin kontrol edilecek ve gerektiğinde değişiklik istenecek olmasıdır. Bu itibarla, Tebliğ'de öngörülen yazılı şekil şartının aracı kuruluşlara yönelik bir düzen normu niteliğinde olduğu ve bu zorunluluğa uyulmamasının sözleşmenin hükümsüzlüğüne yol açmaması gerektiği kanısındayız⁶⁵⁵. Fakat vurgulamak gerekir ki, yazılı şeklin geçerlilik koşulu olarak kabul edilmemesi, HUMK md. 288 hükmü anlamında ispat şartı olarak algılanmasını engellemeyecektir. Bu durum da, söz konusu şekil şartına uyulması bakımından fiili bir zorunluluk yaratmaktadır.

G. Asgari İçeriği

Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 41. maddesinin II. cümlesinde, halka arza aracılık sözleşmesinde yer alması gereken asgari unsurların Kurul tarafından belirleneceği ifade edilmektedir. Kurul, anılan hükme dayanarak "*Halka Arza Aracılık Sözleşmelerinde Bulunması Gereken Unsurlar*" başlıklı bir metin yayımlamıştır⁶⁵⁶. Bu metinde, sözleşmede yer alması gereken unsurlar oldukça ayrıntılı bir biçimde belirlenmiştir. Metnin tamamını çalışmamıza yansıtma mümkün olmamakla birlikte, Kurul'un, söz konusu metinde, başlıklar halinde; tarafları tanıtıcı bilgiler, sözleşmede kullanılacak kısaltmalar, sözleşmenin konusu, aracılığın türü ve kapsamı, tarafların hak ve yükümlülükleri, halka arzda öngörülebilecek satış

⁶⁵⁴ Önemle belirtmek isteriz ki, hükmün (a) bendinde ifade edilen "*sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz şartlarını düzenlemek ve denetlemek*" yönündeki yetkinin, halka arza aracılık sözleşmelerinin yazılı şekle bağlanmasına imkân tanıyacak genişlikte algılanmasına olanak yoktur.

⁶⁵⁵ Ancak düzen normlarının karakteristik özellikleri gereği, bu tür normların ihlalleri işlemin geçersizliği sonucuna yol açmasa da, ihlali gerçekleştiren taraf (tartışma konumuzda aracı kuruluşlar) hakkında ilgili otoritece idari yaptırım uygulanması mümkün bulunmaktadır.

⁶⁵⁶ Bkz çevrimiçi: www.spk.gov.tr.

kısıtlamalarına ilişkin bilgiler, halka arz ve satışa ilişkin diğer esaslar, satış sonrası hizmetler, aracı kuruluşa ödenecek ücret veya komisyona ilişkin esaslar, delil anlaşmaları, sözleşmenin sona ermesi, uygulanacak hükümler, yetkili mahkeme ve icra daireleri ile tebligat adreslerine ilişkin düzenlemelere sözleşmede yer verilmesini aradığı ifade edilebilir⁶⁵⁷.

Kurul tarafından yayımlanan asgari içeriğe yer verilmemesinin sözleşmenin geçerliliğine etki edip etmeyeceği tartışılmalıdır. *Manavgat* ve *Acar*, Kurul tarafından belirlenen asgari içeriğe sözleşmede uyulmasının zorunlu olduğunu ifade ederlerken⁶⁵⁸; meseleyi portföy yönetim sözleşmeleri bakımından tartışan *Kaplan*, Kurul tarafından aranan asgari içeriğe yer verilmemesinin akdi geçersiz kılmayacağını savunmaktadır⁶⁵⁹. *İnceoğlu* da, konsorsiyum sözleşmeleri bakımından aynı sonuca ulaşmaktadır⁶⁶⁰. *Sönmez*'in de, inceleme konumuz olan halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından aynı yaklaşımı benimsediği ifade edilmelidir⁶⁶¹.

Kanımızca, Kurul tarafından yayımlanan asgari içeriğin, BK md. 2/I anlamında akdin in'ikadı için zorunlu objektif esaslı unsurlar olarak algılanması ve bu içeriğe uyulmamasının akdi hükümsüz kılacağı sonucuna ulaşılması yerinde olmayacaktır. Her şeyden önce, yazılı şekil şartına ilişkin açıklamalarımız esnasında da vurgulandığı üzere, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 41. maddesine dayanan bu düzenlemenin bir düzen normu olarak algılanması ve ihlalinin geçersizliğe sebep olmadığı kabul edilmesi gerekir. Kaldı ki, Kurul tarafından yayımlanan metinde

⁶⁵⁷ ABD Hukuku'nda ise; izahname ve kayda alma başvurusu ile ihraççı ortaklık ve aracı kuruluşla ilişkin bilgiler, satışa ilişkin koşullar ile satışın başlayacağı tarih, kayda alma başvurusunda yer alan bilgilerin gerçeğe uygun olduğuna dair taraf beyanları, aracılığın türü ve aracı kuruluşların borç ve yükümlülüklerine ilişkin düzenlemeler halka arza aracılık sözleşmelerinde bulunması gereken asgari kayıtlar arasında yer almaktadırlar (bkz. *Ünal*, Aracı Kurumlar, s. 193-194). ABD Hukuku'nda halka arza aracılık sözleşmelerinin asgari muhtevası hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Bartos*, s. 28). Avrupa uygulamasında ise, IPMA'nın ("International Primary Market Association") çalışmaları sonucunda ortaya çıkan standartlaşmış bir halka arza aracılık sözleşmesi bulunduğu ve bu metnin yaygın şekilde kullanıldığı belirtilmektedir (*Cranston*, 335).

⁶⁵⁸ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 76-77; *Faruk Acar*, Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi, Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, Kocaeli 2001, s. 320 dñn. 14.

⁶⁵⁹ *İbrahim Kaplan*, Portföy Yönetim Sözleşmesi, Batider, C. XVIII S. 1-2, Aralık 1995, s. 55; Portföy Yönetim Sözleşmesi- Menfaat Çatışmaları ve Sorumluluk, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No. 119, Ankara 1998, s. 153.

⁶⁶⁰ *İnceoğlu*, s. 121.

⁶⁶¹ *Sönmez*, s. 63- 64.

aranılan unsurlar o derece kapsamlıdır ki, burada asgari içeriğin belirlenmesinden ziyade bir model sözleşme öngörüldüğü ifade edilebilir. Bu modele uyulmamasının; örneğin sözleşmede kullanılan kısaltmalara, delil sözleşmelerine, uygulanacak hükümlere ya da tebligat adreslerine yer verilmemesinin taraflar arasındaki Borçlar Hukuku ilişkisini geçersiz hale getireceğini düşünmenin hiçbir haklı gerekçesi olamaz. Kanımızca, akdin objektif bakımdan esaslı unsurları üzerinde taraf iradeleri uyduğu sürece, Kurul tarafından yayımlanan asgari içeriğe sözleşmede yer verilmemiş olması sözleşmenin in'ikad etmiş olarak kabul edilmesini engellememelidir. Halka arza aracılık sözleşmesinin BK md. 2/I hükmü anlamında objektif bakımdan esaslı unsurları ise, aracılık türü ve ücreti ile ihraç ya da halka arzı yapılacak sermaye piyasası araçlarından, bir diğer ifadeyle aracılık faaliyetine konu olan işlem den ibarettir. Bu unsurlar belirli olduktan sonra, sermaye piyasası araçlarının ihraç ya da halka arz fiyatının dahi sonradan belirlenebilmesi mümkündür⁶⁶².

Kurul tarafından öngörülen asgari içeriğin dışında, taraflarca BK md. 19/I-II hükümlerinin öngördüğü sözleşme serbestisi prensibi çerçevesinde ek düzenlemeler yapılabilmesinin mümkün olduğu da belirtilmelidir⁶⁶³. Ancak Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 13. maddesinin son fıkrası uyarınca; sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümlerle, müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici nitelikte ve aracı

⁶⁶² Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz edileceği fiyat, halka arza aracılık sözleşmesinin özelliği gereği; bu sözleşme akdedildikten sonra, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ile aracı kuruluş tarafından, tabir-i caiz ise müştereken belirlenmektedir. Nihai karar yetkisi ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibine ait olmakla birlikte, aracı kuruluşlar da gerçekleştirdikleri fizibilite çalışmaları ve uzmanlıklarından doğan bilgi birikimleri çerçevesinde fiyat tespit çalışmalarına aktif bir biçimde katılmaktadırlar. Halka arz fiyatının tespitinin genellikle sözleşmesinin imzalanmasından sonraki bir tarihe bırakılmasının nedeni ise, fiyatın mümkün mertebe halka arz tarihine yakın bir dönemde tespit edilmesi suretiyle, piyasa şartlarında meydana gelebilecek olası değişikliklere karşı elastikiyet sağlanması düşüncesidir. Yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri bakımından, sermaye piyasası araçlarının satış fiyatının sözleşmenin objektif açıdan esaslı unsuru olarak değerlendirilmesini gerektirecek bir durum zaten bulunmamaktadır. Fakat, yüklenimli aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluş, sözleşmenin türüne göre, sermaye piyasası araçlarının tümünü ya da satılmayan kısmını satın almayı taahhüt etmektedir. Dolayısıyla, bu tür aracılık sözleşmeleri bakımından halka arz fiyatının objektif açıdan esaslı unsur niteliği taşıyıp taşımadığı tartışılabilir. Kanımızca, satım akdinde semenin tayini bir üçüncü kişiye veya taraflardan birinin takdirine bırakılabildiğine göre (**Haluk Tandoğan**, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri C. I/1, 6. Basım, İstanbul 1990, s. 90); halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının ihraç ya da halka arz fiyatının tespitinin sonraya bırakılmasının, yüklenimli aracılık sözleşmelerinin in'ikad etmiş sayılmalarını engellememesi gerekir.

⁶⁶³ **Acar**, s. 320 dph. 14.

kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin düzenlemelere yer verilemez.

H. İhtiyâri Niteliği

Mevzuatımızda, ihraç veya halka arz işlemlerinde aracı kuruluş kullanımını zorunlu kılan genel bir hüküm mevcut değildir⁶⁶⁴. Bu itibarla, halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmesi kural olarak ihtiyâridir; ihraççılar, Kurul tarafından aksi öngörülemediği sürece sermaye piyasası araçlarını aracı kuruluş kullanmaksızın doğrudan halka arz etme imkânına sahip bulunmaktadır⁶⁶⁵.

Amerikan Hukuku'nda da aracı kuruluş kullanma yönünde bir zorunluluk bulunmamaktadır⁶⁶⁶. İhraççılar, sermaye piyasası araçlarını, aracı kuruluş kullanmaksızın doğrudan halka arz etme yetkisine sahip bulunmakta ve bu tür arz işlemleri “doğrudan halka arz” (ing. “*direct public offering*”, fr. “*placement direct*”) olarak isimlendirilmektedir. Ancak doğrudan halka arz işlemlerinin sayısı oldukça sınırlıdır⁶⁶⁷. Zira, ihraççılar sermaye piyasası araçlarını kendileri pazarlayacak finansal bilgi birikimine ve potansiyel müşteriler ile bağlantıya sahip olmadıkları için bu tür halka arz işlemlerinin başarıya ulaşma şansı daha düşüktür⁶⁶⁸. Bu nedenle, doğrudan halka arz yöntemi genellikle pazarlama aşamasında bir aracı kurumun yardımına ihtiyaç duymayan yüksek prestijli firmalar tarafından tercih

⁶⁶⁴ **Tanör**, Halka Arz, s. 259; **Ünal**, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 104-; Aracı Kurumlar, s. 29; **İnceoğlu**, s. 29; **Karababa**, s. 84; **Taşkın**, s. 74; **Sak**, s. 67.

⁶⁶⁵ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 215.

⁶⁶⁶ **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 86.

⁶⁶⁷ **Hazen**, 4th Ed., s. 132.

⁶⁶⁸ **Hazen**, 4th Ed., s. 132; **Gillen**, s. 17. İhraççıların, özellikle kurumsal yatırımcılarla bağlantı kurabilmeleri bir hayli zordur. Kurumsal yatırımcıların ilgisi ise halka arzın başarı şansını etkileyen en önemli faktörlerden biri, hattâ bu faktörlerin en önde gelenidir. Aracı kuruluşlar, kendi müşteri portföyleri ve kurumsal yatırımcılarla olan bağlantıları sayesinde sermaye piyasası araçlarının etkin şekilde pazarlanmasını sağlamakta ve halka arzın başarı şansını artırmaktadırlar (**Gillen**, s. 17). Ayrıca, halka arz gibi teknik uzmanlık gerektiren bir konuda sermaye piyasası araçlarını halka satmak isteyen anonim ortaklığa piyasa şartlarını ve teknik mekanizmayı bilen bir aracı kurumun yardımcı olması, bu süreçte sorun çıkması olasılığını azaltmaktadır (**Günel**, Araçlar-Kurumlar, s. 173-174). Bunun yanı sıra, hisse senetlerinin fiyatının sektör ve firmanın verileri doğrultusunda gerçeğe uygun şekilde tespit edilebilmesi bakımından da aracı kuruluş kullanılması son derece yararlıdır (**Tanör**, Halka Arz, s. 260; **Akbulak/Akbulak**, s. 110)

edilmektedir⁶⁶⁹. Buna karşılık, önümüzdeki yıllarda, internetin de etkisiyle aracı kuruluş kullanılmaksızın gerçekleştirilen doğrudan halka arzlarda artış olacağı ifade edilmektedir⁶⁷⁰.

1. Akdedilmesinin Zorunlu Olduğu Haller

a. Hisse Senetlerinin Halka Arzında

SPKn. md. 7/III hükmünün ikinci cümlesinde, Kurul'a; halka arz edilen ancak satılmayan hisse senetlerinin kurucular, pay sahipleri ya da yüklenimde bulunacak olan aracı kuruluşlar tarafından satın alınacağı yönünde taahhütte bulunulmasını zorunlu tutma yetkisi tanındığını yukarıda belirtmiştik⁶⁷¹. **Tekinalp**, bu hükmün hisse senetlerinin halka arzında bakiyeyi yüklenim zorunluluğu getirdiği görüşünü savunmuştur⁶⁷². Bu görüş kabul edilecek olursa, hisse senetlerinin halka arzında mutlaka bir aracılık yüklenim sözleşmesi akdedilmesinin zorunlu olduğu sonucuna ulaşılabilecektir. **Çeker** ve **Çağlar**'ın da, hisse senetlerinin halka arzında aracı kuruluş kullanımının zorunlu olduğu yönünde ifadeler kullandıkları görülmektedir⁶⁷³.

Oysa ki, SPKn. md. 7/III hükmünün ikinci cümlesini, aracılık yüklenim sözleşmesi yapılmasının zorunlu kılındığı şeklinde anlamak yerinde olmayacaktır. Zira, sözü geçen hükümde, Kurul'a; satılmayan hisse senetlerinin kurucular, pay sahipleri ya da yüklenimde bulunacak aracı kuruluşlardan biri tarafından satın alınmasını zorunlu tutabilme yetkisi tanınmaktadır. Şu halde, kurucular ya da pay sahipleri tarafından taahhütte bulunulan hallerde aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanması gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır⁶⁷⁴. Demek ki, anılan hükmün

⁶⁶⁹ **Prentice**, s. 440. Örneğin İsviçre'de, bankalar kendi ortaklık ve borçlanma senetlerini aracı kuruluş kullanılmaksızın doğrudan halka arz etme yöntemini tercih etmektedirler (**Pestalozzi/Gmser/Patry**, s. 378).

⁶⁷⁰ **Hazen**, 4th Ed., s. 132; **Malscrido/Watter**, s. 74. İnternet'in, yatırımcılara aracı kuruluş kullanılmaksızın doğrudan ulaşmak için verimli bir yöntem olarak kullanılabilmesi belirtilmektedir (**Hazen**, 4th Ed., s. 134). Özellikle ciddi oranda kurumsal yatırımcı katılımı gerektirmeyen küçük miktarlı halka arzlar bakımından bu tespit yerindedir.

⁶⁷¹ Bkz. yuk. I. Bölüm, II, G, 1, cb.

⁶⁷² **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, s. 80.

⁶⁷³ **Çeker**, s. 104; **Çağlar**, s. 83.

⁶⁷⁴ **Yasaman**, s. 110; **Taşkın**, s. 57.

bakiyeyi yüklenim zorunluluğu getirdiğinden bahsedilmek de mümkün değildir. Doktrinde *Moroğlu* ve *Ünal* tarafından da belirtildiği üzere, Kurul tarafından aracılık yükleniminde bulunulması talep edilmediği sürece, hisse senetlerinin halka arzında aracı kuruluş kullanılması gibi bir zorunluluk yoktur⁶⁷⁵.

Buna karşılık Kurul, SPKn. md. 22 (a) hükmünün kendisine tanıdığı sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz şartlarını düzenleme yetkisine dayanarak, Seri: I No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile, bazı hallerde aracılık yüklenimi yapılmasını zorunlu tutmaktadır. Anılan Tebliğ'in Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik 31. maddesinde; halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılacak halka arzlar ile bu tür ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka açılmak istemeleri halinde (yani Tebliğ'in 5. ve 6. maddelerinde düzenlenen ve halka açık olmayan ortaklıkların halka açılmaları sonucunu doğuran işlemlerde) aracılık yüklenimi yapılması zorunlu tutulmaktadır. Burada aranan yüklenimin, bakiyeyi ya da tümünü yüklenim şeklinde yapılması mümkündür. Bu ihtimaldeki yüklenim oranı ise Seri: I No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik Ek Madde 1'de öngörülen tablolara göre belirlenmekte ve halka arz tutarına göre, kısmi yüklenim söz konusu olabilmektedir. Halka açık olmayan anonim ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla halka açılmaları halinde aracılık yüklenimi yapılmasını zorunlu tutmanın mantığı anlaşılabilir. Buradaki düşünce, satılmayan senetlerin temsil ettiği sermaye payının açıkta kalmasının önlenmesidir. Yukarıda değinilen Ek Madde 1'in son fıkrasında, esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerin sermaye artırımı suretiyle gerçekleştirdikleri halka arzlarda, aracılık yüklenimi dışında kalan kısım için SPKn.'nun md. 7/III hükmü çerçevesinde pay sahiplerinden satın alma taahhütnamesi isteneceğinin belirtilmesi de bu düşünceyi açıkça ortaya koymaktadır⁶⁷⁶. Oysa ki, halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılan halka arzlarda, halka arz edilen hisse senetlerinin temsil ettiği sermaye payının açıkta kalması gibi bir tehlike söz konusu değildir. Zira, halka arz edilebilmeleri için, Tebliğ'in md. 5/I (a) hükmü uyarınca bu senetlere ait sermaye borcunun ödenmiş olması gerekmektedir. Şu halde, halka açık olmayan ortaklıkların

⁶⁷⁵ *Moroğlu*, Sermaye Artırımı, s. 343; *Ünal*, Aracı Kurumlar, s. 215.

⁶⁷⁶ Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklar bakımından ise, satılmayan payların Tebliğ'in md. 22/I (a) hükmü çerçevesinde iptal edilmeleri imkânı bulunduğundan; kısmi yüklenim dışında kalan miktara ilişkin olarak satın alma taahhüdünde bulunulmasına gerek yoktur.

pay sahipleri tarafından yapılan halka arz işlemlerinde kısmi yüklenim zorunluluğu öngörülmesi, hukukî bir gerekçeye dayanmaktan çok, Kurul'un düzenleyici idari otorite sıfatından doğan bir tercihi olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurul, SPKn. md. 22 (a) hükmünün kendisine tanıdığı yetkiye dayanarak bu zorunluluğu getirmek suretiyle; aracı kuruluşları, arzına aracılık ettikleri hisse senetlerinin fiyatını özenle belirlemeye yöneltmekte ve aktif bir ikinci el piyasası yaratmak için gereken minimum sayıda senedin piyasada tedavülünü sağlamaya çaba sarf etmektedir.

Bahsi geçen 31. maddenin II. fıkrası ise; hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarca, yeni pay alma haklarının kullanılmasından sonra kalan payların borsada satışı için aracılık sözleşmesi yapılmasını zorunlu tutmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki; burada söz konusu olan bir yüklenim zorunluluğu değildir, bu ihtimalde en iyi gayret aracılığı yönteminin kullanılması da mümkün bulunmaktadır.

Şu halde, Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 31. maddesi uyarınca; halka açık olmayan ortaklıkların pay sahipleri tarafından yapılan halka arz işlemlerinde, halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirdikleri halka arzlarda ve hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların rüçhan haklarının kullanımından sonra kalan paylarının borsada satışında halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmesi zorunludur. Bunun dışında kalan hallerde ise, örneğin halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirdikleri halka arzlarda ya da halka açık ortaklıkların pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde aracılık sözleşmesi akdedilmesi gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Buna karşın, doktrinde, tüm sermaye artırımları bakımından (halka açık anonim ortaklıklar tarafından gerçekleştirilenler de dahil olmak üzere) aracı kuruluş kullanma zorunluluğu getirilmesinin piyasalarda istikrarı sağlamak bakımından yerinde olacağını savunan görüşler de mevcuttur⁶⁷⁷.

Belirtmek gerekir ki; Seri: I No: 30 sayılı Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁶⁷⁸ 21. maddesi, Seri:VI No:11 sayılı Gayrimenkul Yatırım

⁶⁷⁷ Günal, Araçlar- Kurumlar, s. 24 ve 288.

⁶⁷⁸ RG. 20.3.2003, S. 25054.

Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁶⁷⁹ 11. maddesi ve Seri: VI No: 15 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁶⁸⁰ 10. maddelerinin Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in hisse senetlerinin halka arzına yönelik düzenlemelerine yaptıkları yollama nedeniyle; 31. maddenin öngördüğü aracılık sözleşmesi akdetme zorunluluğu, sayılan tebliğler kapsamında halka arz edilecek hisse senetleri bakımından da uygulama alanı bulacaktır. Ayrıca, Seri: VI No: 4 sayılı Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁶⁸¹ 13. maddesinin (d) bendinde de, bu ortaklıkların pay sahipleri tarafından gerçekleştirilecek halka arz işlemlerinde aracılık yüklenim sözleşmesi akdedilmesinin zorunlu olduğu öngörülmektedir.

b. Hisse Senetlerinin Dışında Kalan Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında

Hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının da, ihraççıları tarafından, aracı kuruluş kullanılmaksızın doğrudan halka arz edilmelerini engelleyen herhangi bir hüküm mevcut değildir. Ancak Kurul, SPKn. md. 22/ (a) hükmü çerçevesinde, hisse senetleri dışında kalan sermaye piyasası araçlarının halka arzında aracı kuruluş kullanılmasını zorunlu kılan düzenlemeler yapmaya yetkili bulunmaktadır⁶⁸². Kurul, bu yetkisini kullanarak hisse senetleri dışında kalan bazı sermaye piyasası araçlarının halka arzında aracılık sözleşmesi akdedilmesini zorunlu kılan düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemelere kısaca değinmekte yarar görmekteyiz.

Seri: II No: 13 sayılı Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁶⁸³ 20. maddesi uyarınca, değişken faizli tahviller ile ihraççının veya tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikte olan tahvillerin halka arz yoluyla satışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunludur. Seri: III No: 13 sayılı Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar

⁶⁷⁹ RG. 8.11.1998, S. 23517.

⁶⁸⁰ RG. 20.3.2003, S. 25054.

⁶⁸¹ RG. 31.7.1992, S. 21301 Mük.

⁶⁸² Ünal, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 104; Aracı Kurumlar, s. 215-216.

⁶⁸³ RG. 14.7.1992, S. 21284.

Tebliğî'nin⁶⁸⁴ 16. maddesinin I. fıkrasında da, finansman bonolarının halka arz yoluyla satışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunlu tutulmuştur. Ancak bu ihtimallerde, aracı kuruluş kullanma zorunluluğu yalnızca halka arz olasılığına münhasır olarak öngörülmüş olup, söz konusu araçların tahsisli olarak satışında bu yönde bir zorunluluk bulunmamaktadır⁶⁸⁵. Benzer bir zorunluluk, Seri: III No: 20 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğı'nin⁶⁸⁶ md. 4/ (g) hükmünde, yabancı sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeleri olasılığına yönelik olarak da öngörülmüştür. Seri: III No: 26 sayılı Altın, Gümüş ve Platin Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğı'nin⁶⁸⁷ 14. maddesinde de; Kurul'un, gerekli görmesi halinde bonoların halka arzının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılmasını zorunlu tutabileceği hüküm altına alınmaktadır. Seri: VII No: 14 sayılı Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğı'nin⁶⁸⁸ 14. maddesinde ise; katılma payı satım işlemlerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması gerektiği öngörülmek suretiyle hem halka arz hem tahsisli satış olasılığında aracı kuruluş kullanım zorunluluğu getirilmiş bulunmaktadır.

Tüm bu hallerde, söz konusu olan yüklenim zorunluluğu değil, aracı kuruluş kullanım zorunluluğudur. Bu nedenle, belirtilen tüm bu olasılıklarda en iyi gayret aracılığı sözleşmesi temelinde aracı kuruluş kullanımı yeterli olabilecektir. Fakat Kurul'un aracılık yüklenimi yapılmasını zorunlu kıldığı haller de mevcuttur. Örneğin, Seri: VII No: 23 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğı'nin⁶⁸⁹ 11. maddesinde; borsa yatırım fonlarının ilk olarak halka arzında, bakiyeyi yüklenim yoluyla satılmayan katılma belgelerinin satın alınacağı aracı kuruluşlar tarafından taahhüt edilmesinin zorunlu kılındığı görülmektedir.

⁶⁸⁴ RG. 31.7.1992, S. 21301 Mük.

⁶⁸⁵ Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, s. 610; Arı, s. 8.

⁶⁸⁶ RG. 20.3.1996, S. 22586.

⁶⁸⁷ RG. 26.12.2002, S. 24622.

⁶⁸⁸ RG. 6.11.1998, S. 23515.

⁶⁸⁹ RG 13.4.2004, S. 25432.

2. Akdedilmesinin Mümkmn Olmadığı Haller

Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ'in 31. maddesinin III. fıkrasında; aracı kuruluşların, portföylerindeki hisse senetlerinin halka satışı ve kendi hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arzında aracılık yükleniminde bulunamayacakları; ancak hisse senetlerinin halka arz edilmesi için bir konsorsiyum oluşturulması halinde, bu konsorsiyuma en iyi gayret aracılığı esasına göre katılabilecekleri hüküm altına alınmıştır.

Aracı kuruluşların kendi portföylerindeki hisse senetlerinin halka arzında aracılık yüklenimi yapamayacaklarının belirtilmesi; bu kuruluşların, kendi portföylerinde yer alan hisse senetlerinin halka arzını en iyi gayret aracılığı esasına göre gerçekleştirmelerinin mümkün olabileceği şekilde yanlış bir izlenim yaratabilmektedir. Bir aracı kuruluşun kendi portföyündeki hisse senetlerini halka arz etmesi halinde, satıcı konumunda bulunan zaten aracı kuruluşun kendisi olacağından, bu kuruluşun ayrıca bir de aracı sıfatıyla hareket edebilmesi mümkün değildir. Aracı kuruluş kendi kendisi ile en iyi gayret aracılığı sözleşmesi akdedemeyeceğine göre; burada bir doğrudan halka arz durumu söz konusudur. Şu halde, böyle bir ihtimalde ne aracılık yükleniminin ne de en iyi gayret aracılığının gündeme gelmesi mümkün olamaz.

Buna karşılık, aracı kuruluşların kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arz edilmesi ihtimalinde aracılık yükleniminde bulunamayacakları yönündeki düzenleme yerindedir. Zira, aracı kuruluşlara kendi paylarına ilişkin olarak yüklenimde bulunma imkânı tanınacak olursa, TTK md. 329 hükmünde anonim ortaklıklar bakımından öngörülen kendi paylarını iktisap yasağı ihlal edilmiş olacaktır⁶⁹⁰. Fakat aracı kuruluşların kendi hisse senetlerinin halka arzını üstlenen konsorsiyuma en iyi gayret aracılığı esasına göre katılmalarına herhangi bir engel yoktur. Zira bu ihtimalde, aracı kuruluş kendi hisse senetlerinden satın alma

⁶⁹⁰ Çeker, s. 106. Ancak TTK Tasarısı'nın 379. maddesinin I. fıkrasında; “*şirketin, kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemeyeceği*” hükmüne yer verilerek TTK md. 329 hükmünde öngörülen yasak yumuşatılmaktadır. Bu itibarla, Tasarı'nın yasalaşması halinde, aracı kuruluşların kendi paylarının hissedarları tarafından halka arz edilmeleri durumunda yüklenimde bulunamayacaklarına ilişkin düzenlemenin gözden geçirilmesi gerekebilecektir.

yükümlülüğü altına girmemekte, bu senetlerin satışına aracılık yapmakla yetinmektedir. Böyle bir durumun ise TTK md. 329 hükmünde öngörülen yasağa aykırılık oluşturmayacağı açıktır. Bu ihtimalde satıcı konumunda bulunan da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi olduğuna göre; halka arz edilen payların ihraççısı olan aracı kuruluşun, bu kişi ya da kuruluş ile en iyi gayret aracılığı sözleşmesi akdetmesini ve sattığı paylar üzerinden ücret almasını engelleyecek herhangi bir neden de gösterilemeyecektir.

II. HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

Halka arza aracılık sözleşmelerinin hukukî niteliğine ilişkin incelemelerimize ışık tutması amacıyla, öncelikle bu sözleşmenin tipik akit niteliği taşıyıp taşımadığının irdelenmesi gerekmektedir. Bilindiği üzere, tipik akit (ya da “isimli sözleşme”) ifadesi, kanunda düzenlenmiş olan akit tiplerini ifade etmektedir. Akit tipleri, Borçlar Kanunu’nun “*Akdin Muhtelif Nevileri*” başlıklı İkinci Kısımında (md. 182-544) düzenlenmiş olabilecekleri gibi, diğer kanunlar ile de düzenlenmiş olabilirler⁶⁹¹. Diğer kanunlar ile düzenlenmiş akitlere örnek olarak; TTK’nda düzenlenen cari hesap sözleşmesi (md. 87 vd.), ticaret işleri tellallığı mukavelesi (md. 100 vd.), acentelik sözleşmesi (md. 116 vd.), taşıma (md. 762 vd. ve md. 1016 vd.) ve sigorta sözleşmeleri (md. 1263 vd.) ile Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu’nda öngörülmüş bulunan tahkim sözleşmesi (md. 516 vd.) gösterilebilir. Bir sözleşmenin tipik akit olarak kabul edilip edilmemesi bakımından önemli olan, o akdin esaslı unsurlarının, Borçlar Kanunu’nun “*Akdin Muhtelif Nevileri*” başlıklı İkinci Kısımında ya da başkaca bir kanunda düzenlenen akit tiplerinden birinin esaslı unsurları (“*essentialia negotii*”) ile uyuşup uyuşmadığıdır. Şayet yasa ile düzenlenmiş olan bir akit tipinin esaslı unsurlarını taşıyan bir sözleşme söz konusu ise, tipik bir akit ile karşı karşıya bulunuyoruz demektir⁶⁹².

Halka arza aracılık sözleşmesi SPKn.’nda düzenlenmiş değildir. Buna karşılık, halka arza aracılık faaliyeti Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in md. 38 vd. hükümleri ile

⁶⁹¹ **Erden Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, Ankara 1971, s. 65.

⁶⁹² **Saibe Oktay**, İsimli Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşlukların Tamamlanması, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. LV S: 1-2, 1995-1996, s. 265.

düzenlenmekte ve anılan Tebliğ'in 41. maddesinde, halka arza aracılık sözleşmesinden de bahsedilmektedir. Ancak söz konusu hükümde; sermaye piyasası araçlarının halka arzının, ihraççı ile aracı kuruluş arasında akdedilecek yazılı bir aracılık sözleşmesine bağlanmasının şart olduğunun ve bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususların Kurul tarafından tespit edileceğinin belirtilmesi ile yetinilmektedir. Bu nedenle, bahsi geçen hükmün halka arza aracılık sözleşmelerinin esaslı unsurlarını ve bu sözleşmelerin tarafları bakımından ortaya çıkardığı hak ve borçları düzenleyecek kapsamda olduğu söylenemez. Hüküm, yalnızca bu ismi taşıyan bir sözleşmenin mevcut olduğunu ve bu sözleşmenin yazılı olarak akdedilmesinin zorunlu bulunduğunu belirtmekle yetinmektedir. Oysa ki, bir sözleşmenin kanun tarafından düzenlenmiş bir tipik akit olarak kabul edilebilmesi için, yalnızca o sözleşmenin yasa tarafından zikredilmiş olması yeterli görülemez; söz konusu sözleşmenin “*essentialia negotii*”sinin, yani esaslı unsurlarının da kanun tarafından düzenlenmiş olması aranır⁶⁹³. Dolayısıyla, Tebliğ'de yer verilen düzenlemenin; akdin niteliklerini, özelliklerini ve yapısal farklılıklarını ortaya koyan bir yapı planı⁶⁹⁴, yani bir akit tipi oluşturduğunu ifade edebilmek mümkün değildir. Kaldı ki, İdare'nin genel düzenleyici idari işlemler yoluyla taraflar arasındaki akdi ilişkiyi ve akdedilen sözleşmeden taraflar bakımından doğan hak ve borçları düzenlemek gibi bir yetkisi de yoktur ve olamaz. Aksi yönde bir yaklaşımın savunulması, Anayasal sistemin üzerine kurulu bulunduğu kuvvetler ayrılığı prensibi karşısında mümkün değildir. Taraflar arasındaki akdi ilişkiye yönelik düzenleme, ancak ve ancak yasama organı tarafından yapılabilir.

Şu halde, bu aşamada yapılması gereken tespit şudur: halka arza aracılık sözleşmesi kanunda düzenlenmiş bağımsız bir akit tipi, yani bir isimli sözleşme değildir. Bu sözleşmelerin, kanunda öngörülen başkaca akit tiplerinin kapsamına girip girmedikleri ise aşağıda her bir sözleşme türü bakımından ayrı ayrı incelenecektir.

A. Yüklenimsiz Aracılık Sözleşmeleri

Yüklenimsiz aracılığın (en iyi gayret aracılığının), Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 38. maddesinin III. fıkrasındaki tanımı ile; “*Kurul kaydına alınacak*

⁶⁹³ Oktay, s. 264.

⁶⁹⁴ Kuntalp, Karışık Muhtevalı Akit, s. 43- 44.

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 satılmasını” ifade ettiğini belirtmiştik. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere, aracı kuruluş, bu tür aracılık sözleşmelerinde yalnızca sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmeyi yükümlenmekte ve gerçekleştirdiği satış tutarı üzerinden ücrete hak kazanmaktadır. Bu sözleşmelerde, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü sözleşmelerden farklı olarak; aracı kuruluşun ihraç ya da halka arza konu oluşturan sermaye piyasası araçlarını (kısmen ya da tamamen) satın almak gibi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu itibarla da, aracı kuruluşun ediminin sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmek ile sınırlı bulunduğu ve herhangi bir sonuç taahhüdü içermediği ifade edilir⁶⁹⁵.

1. Doktrinde İleri Sürülen Görüşler

İngiliz ve Amerikan hukuk sistemlerinde, en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri oybirliği ile vekalet akdi niteliğinde kabul edilmektedir⁶⁹⁶. Türk öğretisinde ise, ağırlıklı görüş; 4487 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 30 hükmünün II. fıkrasında, aracı kuruluşların aracılık faaliyetini “kendi nam ve hesaplarına”, “başkası nam ve hesabına” ve “kendi namına başkası hesabına” yapılabileceklerinin öngörülmesinden hareketle bir ayırım yapmaktadır. Bu ayırımı yapan yazarlara göre, aracı kuruluşların ihraççı nam ve hesabına hareket ettikleri hallerde vekalet; kendi namlarına ihraççı hesabına hareket ettikleri hallerde ise komisyon akdi söz konusu olmaktadır⁶⁹⁷. Bu görüş uyarınca, dış ilişkide (yani yatırımcı ile olan ilişkide); aracı kuruluşun ihraççı nam ve hesabına hareket ettiği hallerde doğrudan, kendi namına ihraççı hesabına hareket ettiği hallerde ise dolaylı temsil ilişkisi mevzu bahis olmaktadır⁶⁹⁸. Değinilen görüşü savunan yazarlardan olan *Yasaman*, bu tür aracılık işlemlerine

⁶⁹⁵ De Vauplane/Bornet, s. 102-103.

⁶⁹⁶ Cary/Eisenberg, s. 1176; Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 194; Loss/Seligman, s. 85; Hazen, 4th Ed., s. 138; Williamson, s. 90; Long, no. 7.4; Henn/Alexander, s. 789; Brown, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 144; Fletcher, s. 518; Gillen, s. 18; Frank E. Dageard, Le Droit Financier Américain, Droit et pratique des marchés financiers aux Etats-Unis, Paris 1989, s. 115. Bu tespitin doğal bir sonucu olarak, aracı kuruluş tarafından kurulan satış grubunun üyeleri de alt vekil olarak kabul edilmektedirler (Cary/Eisenberg, s. 1177; Loss/Seligman, s. 85).

⁶⁹⁷ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 66; Yasaman, s. 114; Berzek, s. 57; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 78; Ayşe Sumer, Türk Sermaye Piyasası ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002, s. 83; Sönmez, s. 62; Taşkın, s. 84-85; Arı, s. 99-100; Acar, s. 320; Karababa, s. 128.

⁶⁹⁸ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 66; Yasaman, s. 114; Berzek, s. 57; Ünal, Aracı Kurumlar, s. 78.

tamamlayıcı olarak ticaret işleri tellallığına ilişkin hükümlerin de uygulanmasının düşünülebileceğini belirtmektedir⁶⁹⁹. Buna karşılık **Ünal** ve **Sönmez**, burada yürütülen aracılık faaliyetinin TTK md. 100'de öngörülen tellallıktan farklı olduğu ve tellallık hükümlerin en iyi gayret aracılığı sözleşmesine uygulanmasının mümkün bulunmadığı düşüncesindedirler⁷⁰⁰. **Tanör** ise, en iyi gayret aracılığında aracı kuruluşun her koşulda ihraççı nam ve hesabına hareket ettiğini ve dolayısıyla da her zaman bir vekalet ilişkisinin söz konusu olduğunu savunmaktadır⁷⁰¹. **Kütükçü** de, herhangi bir ayırım yapma ihtiyacı hissetmeksizin, aracı kuruluşun vekil, satış grubu üyelerinin ise alt vekil statüsünde bulunduğunu ifade etmektedir⁷⁰².

Ağırlıklı görüşün benimsediği yaklaşım **İnceoğlu** tarafından eleştirilmiştir. Yazar, aracı kuruluşun kimin nam ve hesabına hareket ettiğine göre nitelendirme yapılmasının isabetli bir yaklaşım olmadığını, bir sözleşmenin hukukî niteliği tespit edilirken her şeyden önce o sözleşmeden taraflar bakımından doğan borçların neler olduğunun belirlenmesi ve hukukî niteliğin buna göre tespit edilmesi gerektiğini ifade etmektedir⁷⁰³. Yazar, teorik olarak aracı kuruluşun kendi adına ihraççı hesabına hareket etmesini engelleyen bir durumun bulunmadığını, ancak en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin niteliği gereği aracı kuruluşların genellikle ihraççı nam ve hesabına hareket edeceklerini; esasen bu sözleşmenin vekalet ya da komisyon olarak nitelendirilmesinin pratikte fazlaca bir önem taşımayacağını, zira komisyon sözleşmesinin de vekaletin bir türü olduğunu ve vekalet hükümlerinin bu sözleşmeye tamamlayıcı olarak uygulandığını, komisyona ilişkin hükümlerin birçoğunun ise en iyi gayret aracılığı sözleşmesine uygulanmasının zaten mümkün bulunmadığını belirtmektedir⁷⁰⁴.

İnceoğlu tarafından da ifade edildiği üzere, en iyi gayret aracılığı işlemlerinde aracı kuruluşun kendi adına ihraççı hesabına hareket etmesinin önünde hukuk tekniği bakımından herhangi bir engel bulunmamakla birlikte; bu durum pratikte

⁶⁹⁹ **Yasaman**, s. 115.

⁷⁰⁰ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 78; **Sönmez**, s. 67.

⁷⁰¹ **Reha Tanör**, Türk Sermaye Piyasası I. Cilt- Taraflar, İstanbul 1999, s. 285.

⁷⁰² **Kütükçü**, s. 432- 433. **Taşkın** da, satış grubu üyelerini alt vekil olarak statüsünde kabul etmektedir (s. 91).

⁷⁰³ **İnceoğlu**, s. 75-76.

⁷⁰⁴ **İnceoğlu**, s. 80.

rastlanabilecek bir olgu değildir. Gerçekten, sermaye piyasası araçlarının mülkiyetinin satıştan önce aracı kuruluşa devredilmesi suretiyle aracı kuruluşun satış işlemini kendi adına ihraççı hesabına gerçekleştirmesinin sağlanması, hiçbir yararı olmayan gereksiz bir uygulama olacaktır. Nitekim, Amerikan Hukuku'nda da, en iyi gayret aracılığında aracı kuruluşun ihraççı nam ve hesabına hareket ettiği ve sermaye piyasası araçları üzerinde hak sahibi haline gelmeksizin bu araçları yatırımcılara teslim ettiği kabul edilmektedir⁷⁰⁵. Türk Hukuku'nda SPKn. md. 30/II hükmünde yer alan ve aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerini kendi adlarına ve hesaplarına, kendi adlarına başkası hesabına ya da başkası adına ve hesabına yürütebileceklerini öngören ayırım ise, fikrimizce son derece yerinde olarak Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nın söz konusu hükmü karşılayan 39. maddesinin (b) bendi ile halka arza aracılık faaliyeti bakımından kaldırılmış ve alım satım aracılık faaliyetine özgülenmiştir. Zira, değinilen ayırım halka arza aracılık faaliyetinin değil, alım satım aracılık faaliyetinin bünyesi ve niteliğine uygun bulunmaktadır. Bu itibarla, en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin hukukî niteliğini tespit ederken aracı kuruluşun kimin adına ve hesabına hareket ettiğini çıkış noktası olarak almak sağlıklı bir yaklaşım olmayacaktır.

Bu takdirde ise, aracı kuruluşun ihraççı nam ve hesabına gerçekleştirdiği aracılık işleminin temelinde bulunan yüklenimsiz aracılık sözleşmesinin, sonuç taahhüdü içermeyen bir iş görme ediminin söz konusu olması nedeniyle, öğretide ittifakla benimsendiği şekilde vekalet akdi niteliğinde kabul edilip edilemeyeceği sorusu ortaya çıkmaktadır. Hemen belirtelim ki, kanımızca en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin klasik bir vekalet akdi olarak kabul edilebilmesi mümkün değildir.

2. Kişisel Görüşümüz

En iyi gayret aracılığı sözleşmesinde aracı kuruluşun yegâne edimi satış sürecine aracılık etmek değildir. Aracı kuruluşun, tüm diğer halka arza aracılık sözleşmelerinde de olduğu gibi, en iyi gayret aracılığı sözleşmesinde de ihraç veya halka arz sürecinin organize edilmesine yönelik olarak danışmanlık hizmeti verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu yükümlülüğün kapsamı içerisinde; uygun finansal enstrümanın bulunması, satış işleminin zamanlaması konusunda danışmanlık hizmeti

⁷⁰⁵ **Bartlett**, Vol: 1-3 Cumulative Supplement, s. 119.

verilmesi, satış fiyatı ve miktarının belirlenmesi ile izahnamenin hazırlanması süreçlerine aktif bir biçimde iştirak edilmesi, satış öncesi kurumsal yatırımcılarla temas edilerek talep toplanması (“*book-building*”) ve ihraççı ortaklığın finansal tablolarının ve esas sözleşmesinin mevzuatın öngördüğü kriterlere uygun hale getirilmesine yardımcı olunması sayılabilir.

Aracı kuruluşlar, satış fiyatının belirlenmesi ve izahnamenin hazırlanması süreçlerinde aktif olarak katılmakta ve bu katılımları çerçevesinde yatırımcının korunması bakımından önemli bir rol oynamaktadırlar. Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 40. maddesinin (e) bendinde, aracı kuruluşlara, halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde azami özeni gösterme yükümlülüğü getirilmesinin nedeni de yatırımcının korunması yönündeki bu temel amaçtır. Zira, sermaye piyasası araçlarının gerçek değerinin üzerinde bir bedelle halka satılmasının önüne geçilmesi, özellikle küçük yatırımcıların korunması ve piyasalarda güvenin sağlanması bakımından son derece önemlidir. Ayrıca, aracı kuruluşların izahnamenin hazırlanmasına ilişkin süreçte de aktif, etkin ve yönlendirici bir rol üstlendiklerini yukarıda belirtmiştik⁷⁰⁶. Şöyle ki, aracı kuruluşlar, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 40. maddesinin (d) bendi uyarınca, ihraççı ve/veya satışı yapan hissedar hakkında detaylı bir inceleme (“*due diligence*”) yapma konusunda en iyi gayreti gösterme yükümü altında bulunmaktadır. SPKn. md. 7/II hükmü ile aracı kuruluşların izahname içeriğinden sorumlu kılınmaları; bu kuruluşların söz konusu belgenin hazırlanması sürecine aktif bir biçimde katılmalarının sağlanması ve bu sayede, izahnamede ihraççı tarafından kasden veya ihmali nedeniyle gerçeğe aykırı veya yanıltıcı bilgilere yer verilmesinin önlenmesi düşüncesine dayanmaktadır. Bu yaklaşımın yatırımcıların korunmasını hedeflediği açıktır.

İşte en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin klasik bir vekalet akdi olarak nitelendirilmesinin önündeki ilk engel de burada karşımıza çıkmaktadır. Kanımızca, aracı kuruluşların halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının satış fiyatlarının tespiti ve izahnamenin hazırlanması süreçlerine katılımlarının yatırımcıları koruma amacına dayanması; bu kuruluşlarının klasik birer vekil olarak algılanmasına ve değinilen konularda BK md. 389/I hükmü uyarınca ihraççının talimatı ile bağlı kabul edilmelerine engel oluşturmaktadır. Örneğin, ihraççının bazı bilgilere izahnamede yer

⁷⁰⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. I. Bölüm, II, G, 2, c.

verilmemesine veya bu bilgilerin gerçeğe aykırı şekilde ya da yanıltıcı bir biçimde aksettirilmesine ilişkin talimatı ile aracı kuruluşun bağlı bulunduğunu kabul etmek mümkün olamaz. Ya da, bir aracı kuruluşun, ihraççının talimatları ile bağlı olduğu ve bu nedenle de sermaye piyasası araçlarını gerçek değerinin çok üzerinde bir bedelle halka arz etmeye zorunlu bulunduğu söylenemez. Zira, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in md. 40 (e) hükmü dikkate alındığında; aracı kuruluşun böyle bir durumda aracılık yapmaktan kaçınma hakkına sahip olduğu sonucuna ulaşmak gerekir. Şüphesiz ki, fiyatın tespiti bakımından son söz ihraççıya ait bulunmaktadır; ancak bu durum aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının gerçek değerinin üzerinde bir bedelle halka arz edilmeleri yönündeki bir talimata uymak durumunda bulunduğu anlamına gelmez. Oysa ki, vekalet akdinde vekil, BK md. 389/I uyarınca müvekkilin sarih olan talimatına muhalefet etme hakkına sahip değildir.

Ayrıca, vekaletten azil ve istifanın her zaman mümkün olduğuna dair BK md. 396/I hükmünün de en iyi gayret aracılığı sözleşmelerine uygulanabilmesi fikrimizce mümkün değildir. Şöyle ki; söz konusu hükümde taraflara tanınan azil ve istifa imkânı, teknik açıdan bakıldığında sözleşmeyi tek taraflı olarak ortadan kaldırma hakkı niteliğindedir⁷⁰⁷. Bu hakkın kullanılabilmesi için haklı bir nedene dayanılması ya da herhangi bir neden gösterilmesi gerekmemekte⁷⁰⁸; bu hüküm çerçevesinde gerçekleştirilen fesih ise ileriye etkili ("*ex nunc*") olarak sonuç doğurmaktadır⁷⁰⁹. Kural olarak, BK md. 396/I hükmünde öngörülen imkândan yararlanılarak sözleşmenin sona erdirilmesi halinde, sözleşmeyi sona erdiren taraf bakımından tazminat yükümlülüğü doğmaz. Tazminat, ancak sözleşmenin uygun olmayan zamanda sona erdirilmesi halinde söz konusu olmakta ve diğer tarafın "azil ya da istifanın uygun zamanda yapılmış olması halinde içinde bulunacağı durum ile, bu işlemin uygun olmayan bir zamanda yapılmış olması nedeniyle içinde bulunduğu durum arasındaki farktan" ibaret bulunmaktadır (f. II)⁷¹⁰. Bu itibarla, hükümde

⁷⁰⁷ **Franz Werro**, *Commentaire Romand, Code des Obligations I*, Basel 2003, s. 2078.

⁷⁰⁸ **Werro**, *Commentaire Romand*, s. 2079.

⁷⁰⁹ **Haluk Tandoğan**, *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri C. II, 4. Tıpkıbasım*, İstanbul 1989, s. 631. **Werro**, *Commentaire Romand*, s. 2079; **Michel Monod**, *La Résolution des Contrats Synallagmatiques Parfaits*, Thèse de licence et de doctorat présentée à la Faculté de droit de l'Université de Lausanne, 1987, s. 87; **Claude Ramoni**, *Demeure du débiteur et contrats de droit suisse*, Thèse de licence et de doctorat présentée à la Faculté de droit de l'Université de Lausanne, 2002, s. 266.

⁷¹⁰ **Tandoğan**, C. II, s. 640; **Cevdet Yavuz**, *Türk Borçlar Hukuku, Özel Hükümler*, 6. Baskı, İstanbul 2002, s. 607; **Franz Werro**, *Le Mandat et Ses Effets*, Fribourg 1993, s. 106. Fesih uygun zamanda

öngörülen tazminatın menfi tazminat niteliği taşıdığı ifade edilmekte⁷¹¹ ve bu düzenleme, müspet zararın istenememesinin herhangi bir haklı gerekçeye dayanmadığı ileri sürülerek eleştirilmektedir⁷¹². Her ne kadar modern doktrinde, özel bir güven ilişkisinin söz konusu olmadığı vekalet ilişkileri ile vekilin bir ivaz karşılığında işgörmeyi yükümlendiği hallerde BK md. 396/I hükmünün uygulanmaması gerektiği yönünde görüşler mevcut ise de⁷¹³; hem Federal Mahkeme hem de Yargıtay, anılan hükmün emredici nitelikte olduğu ve herhangi bir ayırım yapılmaksızın tüm vekalet sözleşmeleri bakımından uygulama alanı bulacağı görüşünü taşımakta ve tarafların azil ve istifa haklarını sınırlamaya yönelik olarak kaleme aldıkları akdi düzenlemeleri geçersiz olarak kabul etmektedirler⁷¹⁴.

Fikrimizce, vekaletten azil ve istifanın her zaman mümkün bulunduğu dair BK md. 396/I hükmünün en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde uygulama alanı bulması taraflar arasındaki menfaatler dengesine aykırı olacaktır. Gerçekten, aracı kuruluş sözleşmenin imzalanması ile birlikte ihraç ya da halka arz sürecini organize etme yönündeki çalışmalarını ve kurumsal yatırımcılardan talep toplama sürecini başlatmaktadır. Sözleşmenin ihraççı tarafından her an sona erdirilebilmesine imkân tanınması halinde; aracı kuruluşun, organize ettiği halka arz ya da ihraç sürecinin ve topladığı talebin semeresini elde edemeden, yani satış sürecine geçmeden azledilmesi söz konusu olabilecektir. Aracı kuruluşun herhangi bir anda istifa hakkını kullanabilmesi halinde ise; halka arz sürecinin sekteye uğraması, halka arz zamanlamasının zorunlu olarak değişmesi ve ihraççının piyasalardaki şartların

yapılmış olmasa dahi sözleşmeyi ortadan kaldırmakta, ancak tazminat yükümlülüğü doğurmaktadır (**Franz Werro**, La distinction entre le pouvoir et le droit de résilier: la clé de l'interprétation de l'art 404 CO, Droit de la Construction, 1991/3, s. 56). Buna karşılık, feshin haklı bir nedene dayanması halinde sözleşmeyi ortadan kaldıran taraf bakımından tazminat yükümlülüğü doğmaz (**Werro**, Comantaire Romand, s. 2082).

⁷¹¹ **Tandoğan**, C. II, s. 640; **François Chaudet**, Droit Suisse des Affaires, Bâle 2000, s. 382.

⁷¹² **Philippe Abravanel**, L'empreur de Chine et le grain de tabac réflexion sur l'article 404 CO, JdT 135e année No: 15, 1987/I, s. 469-470.

⁷¹³ Bu görüşler için bkz. **Werro**, Comantaire Romand, s. 2079; **Tandoğan**, C. II, s. 627-631; **Türker Yalçınduran**, Vekalet Sözleşmesinde Ücret, Ankara 2004, s. 40-43.

⁷¹⁴ **Werro**, Comantaire Romand, s. 2081; **Chaudet**, s. 381; **Yalçınduran**, s. 37-38. **Werro** ise, Amerikan ve İngiliz hukuklarında akdi düzenleme ile azil ve istifa hakkının bertaraf edilebildiğini, aynı sonuca İsviçre hukukunda da ulaşılabilmesi gerektiğini belirtmekte ve tarafların azil ve istifa hakkını belirli bir süre için kullanmayacaklarını ya da belirlenen süreden önce kullanmaları halinde cezai şart ödeyeceklerini öngören akdi düzenlemelerin geçerli olarak kabul edilmesi gerektiği görüşünü savunmaktadır (La distinction entre le pouvoir et le droit de résilier, s. 59-61). **Oğuzman/Öz** de, temsil yetkisinin sınırlanma ve kaldırılmasına ilişkin BK md. 34/II hükmüne yönelik değerlendirmelerinde aynı görüşü savunmaktadırlar (s. 183).

değişmesi nedeniyle ciddi şekilde zarara uğraması ihtimalleri gündeme gelebilmektedir. Kanımızca, BK md. 396/I hükmünün taraflara vekalet akdini her zaman tek taraflı olarak sona erdirebilme hakkı tanıyan düzenlemesi; halka arz gibi hassas, yüksek rakamların söz konusu olduğu ve zamanlamanın hayati önem taşıdığı bir finans işleminin niteliğine uygun düşmemektedir⁷¹⁵. Bu da, en iyi gayret aracılığının klasik anlamda bir vekalet akdi olarak kabul edilmesinin önündeki ikinci engeli oluşturmaktadır.

Şu halde, en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin klasik bir vekalet akdi olarak kabul edilmesi mümkün olmadığına göre, bu sözleşmenin hukukî niteliğinin ne olduğu sorusu ortaya çıkmaktadır. Kanımızca, bu sözleşme sui generis bir iş görme sözleşmesi niteliğindedir. Diğer akitler hakkındaki kanunî hükümlere tabi olmayan işlerde vekalet hükümlerinin cari olacağını öngören BK md. 386/II hükmü karşısında sui generis iş görme sözleşmelerinin söz konusu olup olamayacağı tartışma konusu olmuştur. Ancak bugün için hakim görüş, bu tür sözleşmelerin mevcut olabileceği yönündedir⁷¹⁶. Federal Mahkeme'nin yerleşik içtihadının da bu doğrultuda olduğu belirtilmelidir⁷¹⁷. Nitelikleri gereği vekaletten azil ve istifanın her zaman mümkün bulunduğu dair BK md. 396/I hükmünün uygulanmadığı iş görme sözleşmeleri sui generis olarak kabul edildiklerine göre⁷¹⁸; en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin de sui generis bir iş görme sözleşmesi niteliğinde kabul edilmesi gerektiği kanısındayız. Sui generis sözleşmelere BK'nun genel hükümleri doğrudan doğruya, özel hükümleri ise ancak benzerlik bulunduğu ölçüde kıyasen uygulanabileceğine göre⁷¹⁹; vekalet akdine ilişkin hükümlerin, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerine, doğrudan doğruya değil,

⁷¹⁵ Nitekim, vekaletten azil ve istifanın her zaman mümkün olduğu kuralı İngiliz Hukuku'nda da geçerli olmasına rağmen, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde bu kuralın uygulama alanı bulamayacağı kabul edilmektedir (**Fletcher**, s. 518).

⁷¹⁶ **Peter Gauch**, *Le Contrat d'entreprise*, Zurich, 1999, s. 6; **Chaudet**, s. 377; **Hüseyin Hatemi/Rona Serozan/Abdülkadir Arpacı**, *Borçlar Hukuku Özel Bölüm*, İstanbul 1992, s. 352; **Tandoğan**, C. II, s. 360; **Alper Gümüş**, *Türk- İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu*, İstanbul 2001, s. 17- 19 (Bu görüşü savunan diğer yazarlar için bkz. **Gümüş**, s. 17 dñn. 40). **Hatemi**, kanımızca son derece isabetli olarak; BK md. 386/II hükmünün iş görme sözleşmeleri için "numerus clausus" ilkesi getiren bir düzenleme olarak değil, isimsiz bir iş görme sözleşmesinden doğan ihtilafın hangi sözleşme türüne ait kurallar ile çözüleceği tespit edilemediği takdirde vekaletle ilişkin kurallardan yararlanılacağını öngören bir düzenleme olarak algılanması gerektiğini ifade etmektedir (**Hatemi/Serozan/Arpacı**, s. 352).

⁷¹⁷ **Gauch**, s. 6. Bkz. JdT 1986 I 253; JdT 1989 I 352.

⁷¹⁸ **Gümüş**, s. 18; **Yalçınduran**, s. 44.

⁷¹⁹ **Kuntalp**, *Karışık Muhtevalı Akit*, s. 15.

BK md. 386/II hükmü çerçevesinde ve ancak niteliğine uygun düştükleri ölçüde, yani kıyasen uygulanmaları söz konusu olabilecektir⁷²⁰.

Bu aşamada, *Yasaman*'ın ticaret işleri tellallığına ilişkin hükümlerin tamamlayıcı olarak uygulanmasının mümkün olabileceği yönündeki görüşüne de değinilmelidir. Kanımızca, tellalın yürüttüğü aracılık faaliyeti ticari sözleşmelerin akdedilmesi için tarafları biraraya getirmekten ibaret olduğundan (TTK md. 100/I), niteliği itibariyle aracı kuruluş tarafından yürütülen aracılık faaliyetinden oldukça farklıdır. Zira, en iyi gayret aracılığını yürüten aracı kuruluş doğrudan temsil hükümleri doğrultusunda ihraççı nam ve hesabına hareket etmekte ve satış aşamasında, yatırımcılarla ihraççı adına sözleşmeler akdetmektedir. Dolayısıyla, en iyi gayret aracılığında aracı kuruluş bir tellal gibi hareket etmemekte, ihraççının temsilcisi konumunda bulunmaktadır. Bu itibarla, ticaret işleri tellallığına ilişkin hükümlerin bu tür sözleşmelere uygulanabilmeleri kanımızca mümkün değildir.

Bu aşamada, yetkilendirme sözleşmelerinin hukukî niteliğinin de incelenmesi faydalı olacaktır. Yetkilendirme sözleşmesi mevzuatımızda düzenlenmiş değildir; uygulamadaki ihtiyaçlardan doğmuştur⁷²¹. Bu sözleşme, halka arza aracılık sözleşmesi imzalanmadan önceki dönemde akdedilmekte ve aracı kuruluş, halka arz sürecinin organize edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının kayda alınması için resmi organlar önünde ihraççı adına girişimlerde bulunmak üzere temsil yetkisi sağlamakta, bunun yanı sıra aracı kuruluşun rakiplerini konudan uzak tutmasına da yaramaktadır⁷²². Ortaklık, bu süreç boyunca aracı kuruluşu tek başına yetkili kılmakta ve yetki verdiği konularda aracı kuruluşun yazılı onayı bulunmadığı sürece başka hiçbir kişi ya da kuruluşu yetkilendirmeyeceğini taahhüt etmektedir⁷²³. Bir diğer

⁷²⁰ En iyi gayret aracılığı sözleşmelerinin sui generis iş görme sözleşmeleri olarak kabul edilmesi gerektiği yönündeki görüşümüz, aracı kuruluşun ücret hakkının doğumunun belirli bir miktar satış yapılması şartına bağlanıldığı ya da halka arzın gerçekleştirilebilmesi için asgari bir satış oranının öngörüldüğü (“all or none” ya da “minimum specified amount offers”) halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından da aynen geçerlidir. Gerçekten, vekalet akdinde ücret hakkının doğumunun belirli bir başarının elde edilmesi şartına bağlanması mümkün bulunduğuna göre (**Yalçınduran**, s. 114 dpn. 82), değinilen türlerdeki yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin de vekalet hükümlerinin kıyasen uygulandığı sui generis iş görme sözleşmeleri olarak kabul edilmelerine herhangi bir engel bulunmamaktadır. Bu itibarla, anılan en iyi gayret aracılığı türlerinde bir sonuç taahhüdünde bulunulması değil, ücret hakkının doğumunun başarı şartına bağlanması söz konusudur.

⁷²¹ **Tanör**, Halka Arz, s. 265.

⁷²² **Tanör**, Halka Arz, s. 265.

⁷²³ **İnceoğlu**, s. 94.

ifadeyle, bu sözleşme ile, halka arza aracılık sözleşmesi imzalanana kadar geçecek süreç içerisinde aracı kuruluşun yetkisi resmileştirilmekte ve bu sayede, aracı kuruluşun; ihraççıya halka arz süreci ile ilgili olarak yapacağı danışmanlık faaliyetine, konsorsiyum oluşturma girişimlerine, pazarlama faaliyetine yönelik temaslarına ve sürecin organize edilmesine yönelik diğer çalışmalarına hukukî bir zemin yaratılmış olmaktadır⁷²⁴. Uygulamada bu sözleşmelerin genellikle süreli olarak yapıldığı görülmekte, bu süre ise çoğunlukla 6 ay ya da 1 yıl olarak belirlenmektedir. Bu sözleşmelere konulan hükümlerle, sözleşmenin haklı bir neden bulunmaksızın feshedilmesi durumunda ihraççı ortaklığın feshi izleyen belirli bir süre boyunca başka bir kişi veya kuruluşu aynı konularda yetkilendiremeyeceği hükme bağlanmaktadır⁷²⁵.

Yetkilendirme sözleşmelerinin temsil yetkisi içeren bir vekalet akdi niteliği taşıdığı öğretilerde haklı olarak ifade edilmektedir⁷²⁶. Zira bu sözleşmeler, halka arza aracılık sözleşmesi imzalanmadan önceki dönemde aracı kuruluşun resmi organlar önünde ihraççıyı vekil sıfatıyla temsil edebilmesine ve pazarlama faaliyetinde bulunabilmesine imkân tanımak üzere akdedilmektedirler. Bu nedenle, tipik bir vekalet akdi niteliği taşıdıkları rahatlıkla söylenebilir. Buna karşılık, yetkilendirme sözleşmelerinin, taraflara halka arza aracılık sözleşmesini akdetme yükümlülüğü getiren BK md. 22 anlamında birer ön sözleşme olarak kabul edilebilmeleri mümkün değildir. Çünkü, halka arza aracılık sözleşmesinin akdedileceği sürece kadar piyasalarda oluşabilecek değişiklikler; sermaye piyasası araçlarının satışı için öngörülen fiyat aralığının, aracılık modelinin, halka arz zamanlamasının, aracı kuruluşça tahsil edilecek komisyon oranının değişmesi sonucunu doğurabilir ve hattâ halka arzın iptal edilmesine dahi yol açabilir. Bu nedenle, yetkilendirme sözleşmesinin akdedildiği anda, tarafların, halka arza aracılık sözleşmesinin her halükarda akdedilmesine, yani kendilerini bağlamaya yönelik bir iradeleri bulunmamaktadır⁷²⁷. Bu itibarla, yetkilendirme sözleşmelerine; aracı kuruluşun asıl akdin imzalanmasına değin vekil sıfatıyla belirli işlemleri yapmak konusunda yetkilendirilmesinin ötesinde bir anlam yüklenmemesi gerekir.

⁷²⁴ **Tanör**, Halka Arz, s. 265- 266.

⁷²⁵ **Tanör**, Halka Arz, s. 267.

⁷²⁶ **İnceoğlu**, s. 94.

⁷²⁷ Kural bu yönde olmakla birlikte, tarafların yetkilendirme sözleşmesini bir ön sözleşme niteliği taşıyacak biçimde kaleme almalarına da herhangi bir engel bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, vekaletten azil ve istifanın her zaman mümkün bulunduğuna dair BK md. 396/I hükmü kural olarak yetkilendirme sözleşmeleri bakımından uygulama alanı bulabilecektir. Ancak, yetkilendirme sözleşmelerinde, azil ve istifa hakkını sınırlandırarak haklı bir nedenin bulunmasına bağlayan ya da sözleşmenin haklı bir neden bulunmaksızın feshedilmesi halinde, ihraççı ortaklığın feshi izleyen belirli bir müddet boyunca başka bir kişi veya kuruluşu aynı konuda yetkilendiremeyeceğini öngören hükümlere de yer verilebilmektedir. Uygulamada, sözleşmenin haklı bir nedene dayanılmaksızın feshedilmesi halinde aracı kuruluşun halka arz gerçekleşmiş olsa idi elde edeceği ücretin tamamına hak kazanacağını öngören hükümlere de rastlanılmaktadır. Yetkilendirme sözleşmesinin feshedilmesi ya da halka arza aracılık sözleşmesinin herhangi bir nedenle imzalanamaması halinde, aracı kuruluş, sözleşmede kararlaştırılmış olmasa dahi, o ana kadar gerçekleştirdiği işlerin karşılığında makul bir ücret ödenmesini ve yaptığı masrafların karşılanmasını talep etme hakkına sahip olacaktır (TTK md. 22).

B. Yüklenimli Aracılık Sözleşmeleri

1. Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmeleri

a. Doktrinde İleri Sürülen Görüşler

Bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluşun; sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmenin yanısıra, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönünde de taahhütte bulunduğunu belirtmiştik. Bu itibarla, anılan türdeki sözleşmelerde; aracı kuruluş öncelikle aynen en iyi gayret türü aracılık işlemlerinde olduğu şekilde halka arz sürecini organize edilmesinde danışmanlık hizmeti vermekte ve sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmekte, satış süresinin sonunda ise satılmayan sermaye piyasası araçlarını kendisi satın almaktadır. Aracı kuruluşun satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alacağı yönünde taahhütte bulunması, burada bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt durumunun mevcut olup olmadığı sorusunu ortaya çıkarmaktadır. Anglosakson doktrininin bu soruya yönelik yanıtı; aracı kuruluşun bu yükümlülüğünün bir garanti

edimi niteliğinde olmadığı⁷²⁸, şarta bağlı bir satın alma taahhüdünün söz konusu olduğu yönündedir⁷²⁹.

Türk öğretisinde yapılan değerlendirmelerin temelinde de aracı kuruluşun satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdü yatmaktadır. Zira, söz konusu sözleşmeyi en iyi gayret aracılığı sözleşmesinden ayıran temel farklılık bu noktada ortaya çıkmaktadır. Öğretide bugün için hakim konumda bulunan görüşü ileri süren yazar olan *Manavgat*; satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın alma taahhüdü ile aracı kuruluşun vekalet sözleşmesinin kendisine yüklediği bir rizikoyu akdi bir taahhüt ile üstlendiğini, bu nedenle söz konusu taahhüdü vekalet akdi içinde yer alan bir yan teminat yükümlülüğü olarak değerlendirmek gerektiğini; dolayısıyla da bu taahhüde asıl akde ilişkin kuralların uygulanacağını, ancak satım akdine ilişkin hükümlerin de tamamlayıcı olarak uygulanmasının mümkün olabileceğini savunmuştur⁷³⁰. Satın alma taahhüdünü vekalet akdi içerisinde yer alan bir yan teminat yükümü olarak kabul eden bu görüşe *Yasaman*, *Berzek*, *Taşkın* ve *Sönmez*'in de katıldıkları görülmektedir⁷³¹. Buna karşılık *Ünal*, aracı kuruluşun satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdünün üçüncü kişinin fiilini taahhüdün özel bir çeşidi olduğu görüşündedir⁷³².

İnceoğlu ise, sermaye piyasası araçlarının satılamayan kısmının satış süresi sonunda aracı kuruluş tarafından satın alınması borcunu asıl sözleşme olan vekalet sözleşmesi içinde yer alan bir teminat yükümü olarak kabul etmenin mümkün

⁷²⁸ **Detlev F. Vagts**, Basic Corporation Law, 2nd Ed., New York 1979, s. 177.

⁷²⁹ **Fletcher**, s. 508; **Morse**, s. 170.

⁷³⁰ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 86.

⁷³¹ **Yasaman**, s. 115; **Berzek**, s. 57; **Taşkın**, s. 86; **Sönmez**, s. 67.

⁷³² **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 274-275. **Arı**'nın görüşü de, burada aracı kuruluş tarafından verilen bir garantinin söz konusu olduğu yönündedir (s. 95-96). SPKn. md. 7/III hükmünde yer alan ve Kurul'a hisse senetlerinin halka arzında satılamayan hisse senetlerinin satın alınacağı yönünde kurucular, pay sahipleri ya da aracı kuruluşlar tarafından taahhütte bulunulmasını talep etme yetkisi tanıyan düzenleme uyarınca verilen taahhütlerin tümü bakımından aynı görüş için bkz. **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 169. **Somer**'e göre ise, SPKn. md. 7/III hükmü uyarınca taahhütte bulunanın yükümlendiği, üçüncü kişinin fiili değil kendi edimidir. Dolayısıyla, burada geciktirici şarta bağlı bir edim (taahhüt) söz konusudur (s. 81- 83). Yazar, burada satılamayan payları satın alma yönünde verilen taahhüdün BK md. 110 anlamında bir üçüncü kişinin fiilini taahhüt olamayacağını; zira bu tarz bir taahhüdün hukukî sonucunun müspet zararın tazmini olduğunu, oysa tartışılan ihtimalde taahhütte bulunanların payları bizatihi satın almalarının söz konusu olduğunu vurgulamaktadır (s. 82). Yazar, ayrıca bu ihtimalde yöneltme amaçlı bir garanti sözleşmesinden bahsedilmesinin de mümkün bulunmadığını; zira, taahhütte bulunanların ortaklığı halka arza yöneltme gibi bir amaçları olmadığını haklı olarak belirtmektedir (s. 82).

olmadığını, zira bu borcun asli bir borç olmadığı ve yan edim niteliği taşıdığı söylenemeyeceğini, buradaki taahhüdün bağımsız bir borç oluşturduğunu ve bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerinin karakteristik edimi olduğunu belirterek; satın alma taahhüdünü vekalet akdi içerisinde yer alan bir yan teminat yükümü olarak nitelendiren hakim görüşü eleştirmektedir⁷³³. Yazar, bakiyeyi yüklenim işlemlerinde, alım satım ve vekalet sözleşmelerine ait unsurları kanunun öngörmediği bir biçimde biraraya getiren karma bir sözleşmenin söz konusu olduğunu; ancak satılmayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına ilişkin taahhüdün halka arzın tamamlanması, yani ihraççının bir işinin görülmesi amacına yönelik olduğu düşünüldüğünde, bu sözleşmeye soğurma teorisi uyarınca vekalet sözleşmesine ilişkin hükümlerin uygulanmasının menfaatler dengesine daha uygun olacağını belirtmektedir⁷³⁴.

b. Kişisel Görüşümüz

Biz, değerlendirmemize, aracı kuruluşun satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yükümlülüğünü üçüncü kişinin fiilini taahhüt olarak algılayan azınlık görüşünü irdeleyerek başlamayı uygun buluyoruz. Bilindiği üzere, garanti sözleşmelerinin iki türü bulunduğu kabul edilmektedir. Bunlardan ilki teminat amaçlayan garanti sözleşmesi (“kefalet benzeri garanti sözleşmesi”), ikinci ise yönlendirme amaçlı garanti sözleşmesidir (“saf garanti sözleşmesi”)⁷³⁵. Teminat amaçlayan garanti sözleşmesi, garanti verenin; teminat sağlamak amacıyla, temel ilişkideki alacaklıya karşı, temel ilişkideki borçtan bağımsız olarak, borçlunun edimi için sorumlu olmayı yükümlendiği sözleşme olarak tanımlanmaktadır⁷³⁶. Halka arz işlemlerinde yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını satın alma yönünde bir yükümlülüğünden bahsedebilmek mümkün olmadığına göre, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alma taahhüdünün teminat amaçlı garanti sözleşmesi olarak

⁷³³ **İnceoğlu**, s. 83-84. Yazar, aracı kuruluşun satın alma yönündeki taahhüdü bulunmasaydı, bu sözleşmenin bakiyeyi yüklenim olarak değil en iyi gayret aracılık sözleşmesi olarak nitelendirilmesi gerektiğini; sözleşmede yer alan bir borcun sözleşmenin nitelendirilmesinde etkili olmasının, bu borcun bir yan edim niteliğinde olmayıp asli edim niteliği taşıdığını gösterdiğini haklı olarak ifade etmektedir (s. 84).

⁷³⁴ **İnceoğlu**, s. 85-87.

⁷³⁵ **Tandoğan**, C. II, s. 804 vd. Kefalet benzeri garanti sözleşmeleri ile kefalet sözleşmesi arasındaki farklar hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. **Hüseyin Murat Develioğlu**, *Les garanties indépendantes examinées à la lumière des règles relatives au cautionnement*, Berne 2006, s. 257 vd.

⁷³⁶ **Tandoğan**, C. II, s. 804.

kabul edilebilmesi olasılığı da bulunmamaktadır. Yönelme amaçlı garanti sözleşmelerinde ise, garanti alanı üçüncü kişilerle yeni hukukî ilişkiler kurmaya, mevcut hukukî ilişkileri değiştirmeye veya ortadan kaldırmaya sevk etmek için üçüncü kişilerin davranışına bağlı rizikoların üstlenilmesi söz konusudur⁷³⁷. Kanımızca, aracı kuruluşun satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdünün ihraççı ya da pay sahibini halka arza yönelme amacı taşıdığını kabul edebilmek mümkün değildir. Bu yönde bir taahhüdün mevcut olmaması halinde dahi, mevzuatın bakiyeyi yüklenim yapılmasını zorunlu tuttuğu istisnai haller dışında, halka arzın en iyi gayret aracılığı yöntemiyle ya da aracı kuruluş kullanılmaksızın doğrudan ihraççı tarafından gerçekleştirilebilmesi mümkün bulunmaktadır. Aracı kuruluşun bakiyeyi yüklenim taahhüdünde bulunup bulunmaması, ihraççı ortaklık ya da pay sahibinin halka arzı gerçekleştirme yönündeki karar sürecini etkileyebilecek bir faktör değildir. Tam tersine, ihraççı ya da pay sahibinin halka arz konusunda karar almasını takiben, bu arzın gerçekleştirilme biçimine ilişkin görüşmeler sırasında bakiyeyi yüklenim modeli gündeme gelmektedir. Şu halde, söz konusu taahhüdün ihraççıyı halka arza yönelme amaçlı bir garanti sözleşmesi olarak nitelendirilebilmesi imkânı yoktur.

Bizce, aracı kuruluşun satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdünü vekalet akdi içerisinde yer alan bir yan teminat yükümü olarak nitelendiren hakim görüşe de katılma olanağı bulunmamaktadır. Zira, *İnceoğlu*'nun da belirttiği üzere, aracı kuruluşun bu taahhüdü asli ve bağımsız bir borç niteliği taşımakta ve bakiyeyi yüklenim türü sözleşmelerin karakteristik edimini oluşturmaktadır⁷³⁸. Gerçekten, aracı kuruluşun bu yönde bir taahhüdü bulunmasa idi; bakiyeyi yüklenim sözleşmesi değil en iyi gayret aracılığı sözleşmesi söz konusu olacaktı. Şu halde, halka arza aracılık sözleşmesinin türünü belirleyen bir edimi yan edim olarak kabul ederek asıl akdin mukadderatına tabi kılmak doğru bir yaklaşım olmasa gerektir. Kaldı ki, bu görüşü savunan yazarlarca vekalet akdi asıl akit olarak kabul edildiğinden; satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınması yönündeki taahhüde de öncelikle vekalet akdi hükümlerinin uygulanması gerekecek, satım akdine ilişkin hükümler ise ancak tamamlayıcı olarak uygulama alanı bulabileceklerdir. Bir satın alma taahhüdüne, iş görmeye yönelik bir sözleşmeye

⁷³⁷ **Tandoğan**, C. II, s. 806.

⁷³⁸ **İnceoğlu**, s. 83-84.

ilişkin düzenlemelerin uygulanmasının nasıl mümkün olabileceği de ciddi bir soru işareti olarak ortaya çıkmaktadır⁷³⁹. Bu nedenle, aracı kuruluşun inceleme konumuz olan taahhüdünü vekalet akdi içerisindeki bir yan teminat yükümü olarak değerlendiren hakim görüşe katılma imkânı bulamadığımızı belirtmek durumundayız.

Fikrimizce, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde; hem halka arz sürecinin organize edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık edilmesi yönündeki iş görme edimlerinin, hem de satılmayan sermaye piyasası araçlarının satın alınması yönündeki taahhüdün aracı kuruluşun asli edimleri olarak kabul edilmeleri gerekir. Bu noktada, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin, bir iş görme sözleşmesi ile satım akdinden oluşan bir birleşik sözleşme olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği sorusu akla gelmektedir⁷⁴⁰. Birleşik akit; birden ziyade bağımsız akdin, bu niteliklerine bir hanel gelmeksizin, tarafların iradeleriyle, birinin varlığı ve geçerliliği diğerine bağlı olacak şekilde birbirlerine bağlanmaları olarak tanımlanmaktadır⁷⁴¹. Dolayısıyla, birleşik akitlerde, mevcudiyet ve geçerlilikleri birbirine bağlanmış birden fazla bağımsız akit söz konusudur. Bir diğer ifadeyle, birleşik akitlerde, birden ziyade tipik akdin her birinden birer unsur değil, birden fazla bağımsız akit tipinin tamamı biraraya gelmektedir⁷⁴². Ancak **İnceoğlu**'nun da haklı olarak belirttiği üzere, aracı kuruluşun satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdünün şarta bağlı bir alım satım sözleşmesi niteliğinde bulunduğu kabul edilecek olsa dahi, burada bir iş görme sözleşmesi ile satım

⁷³⁹ Örneğin, bu görüş kabul edilecek olursa, BK md. 396/I uyarınca vekaletten azil ve istifa her zaman mümkün bulunduğuna göre; aracı kuruluşun henüz satış sürecine başlamadan ya da satış süreci içerisinde herhangi bir an sözleşmeyi ortadan kaldırmak suretiyle satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdünden kurtulup kurtulamayacağı tartışması ortaya çıkabilecektir. Bu örnek karşısında, böyle bir istifanın uygun olmayan zamanda istifa niteliği taşıyacağı ve aracı kuruluş bakımından BK md. 396/II hükmü uyarınca tazminat yükümlülüğü doğuracağı ifade edilebilir ise de; söz konusu hükümde öngörülen tazminat menfi tazminat niteliğinde olduğundan, ihraçının zararını karşılamak bakımından büyük olasılıkla yetersiz kalacaktır. Şüphesiz ki, bu olasılığı ilişkin tartışmayı genişletmek ve derinleştirmek mümkündür. Ancak bu örneği gündeme getirmek suretiyle tarafımızca yapılmaya çalışılan, yalnızca; bir satın alma taahhüdünün, iş görmeye ilişkin bir sözleşmenin mukadderatın tabi kılınmasının isabetli bir yaklaşım olmayacağını ortaya koymaktan ibarettir.

⁷⁴⁰ Bu yönde bir değerlendirme yapılabileceği konusunda bkz. **Poroy**, s. 24.

⁷⁴¹ **Tandoğan**, C. I/1, s. 75-76; **Şener Akyol**, Borçlar Hukuku (Özel Borç İlişkileri) I. Fasikül, İstanbul 1984, s. 7; **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 103 vd.; **Kenan Tunçomağ**, Borçlar Hukuku C. II, Özel Borç İlişkileri, 2. Bası, İstanbul 1974, s. 9; **Feyzi Necmeddin Feyzioğlu**, Borçlar Hukuku İkinci Kısım- Akdin Mehtelif Nevileri (Özel Borç İlişkileri), Cilt: I, 4. Bası, İstanbul 1980, s. 62-63. Hatemi/**Serozan**/Arpacı, s. 41.

⁷⁴² **Tandoğan**, C. I/1, s. 76; **Akyol**, I. Fasikül, s. 7.

sözleşmesinden oluşan bir birleşik akdin bulunduğu kabul edilemez⁷⁴³. Zira, bu iki sözleşmenin bağımsız olarak varlıklarını koruduklarının ve sadece ekonomik amaçlarla biraraya getirildiklerinin kabul edilebilmesi mümkün değildir; tam tersine, bu iki sözleşmeye ait unsurlar tek bir sözleşmenin bünyesi içerisinde erimektedirler⁷⁴⁴. Şu halde, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin birleşik akit niteliği taşıdığını ileri sürebilmek pek mümkün gözükmemektedir.

Bu koşullar altında, aynen *İnceoğlu* gibi, biz de bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin karışık muhtevalı bir akit olduğu sonucuna ulaşmaktayız⁷⁴⁵. Ancak bizim karışık muhtevalı akdin bileşenlerine ve bu akde uygulanacak hükümlere ilişkin tespitimiz adı geçen yazarın tespitlerine oranla farklıdır. Şöyle ki; bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluşun öncelikle aynen en iyi gayret türü aracılık işlemlerinde olduğu şekilde sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecini organize etmekte ve satış işlemine aracılık yapmakta olduğunu; buna ek olarak ise satış süresinin sonunda satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın almayı taahhüt ettiğini yukarıda vurgulamıştık. Şu halde, en iyi gayret aracılığını sui generis bir iş görme sözleşmesi olarak kabul eden görüşümüz hatırlanacak olursa, buradaki karışık muhtevalı akdin ilk bileşenini de, yine sui generis nitelikte bir iş görme sözleşmesi olarak algılama eğiliminde olduğumuz kolaylıkla anlaşılacaktır⁷⁴⁶. İkinci bileşen ise, sermaye piyasası araçlarının tümüyle satılamaması şartına bağlı bir alım satım sözleşmesidir. Dolayısıyla, bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerinin, sui generis nitelikte bir iş görme sözleşmesi ile şarta bağlı bir alım satım akdinin

⁷⁴³ *İnceoğlu*, s. 85.

⁷⁴⁴ *İnceoğlu*, s. 85.

⁷⁴⁵ Öğretide “karma sözleşmeler” olarak da anılan “karışık muhtevalı akitler” (“*contrat mixtes*”), kanunun başka başka akitlerde öngördüğü unsurları kanunun öngörmediği bir tarzda biraraya getiren akitler olarak tanımlanmaktadırlar (*Tandoğan, C. I/1, s. 12*). **Kuntalp** ise, karışık muhtevalı akitleri; “*edimin muhteva ve yüklenilme biçimine bağlı akitlerin esaslı unsurlarını kısmen veya tamamen kanunun öngörmediği bir bütünlük içinde birleştiren tek bir akit*” olarak tanımlamaktadır (**Kuntalp, Karışık Muhtevalı Akit, s. 102**).

⁷⁴⁶ Bu noktada, sui generis bir sözleşme ile bir tipik akdin unsurlarının biraraya gelerek karışık muhtevalı bir akit oluşturup oluşturamayacakları sorusu ortaya çıkmaktadır. Bazı yazarlar, karışık muhtevalı bir akitten bahsedebilmek için mutlaka kanunda düzenlenmiş akitlere ait unsurların kanunun öngörmediği bir biçimde biraraya getirilmiş olmasını aramaktadırlar (*Tandoğan, C. I/1, s. 69; Akyol, I. Fasikül, s. 7, Yavuz, s. 21*). Buna karşılık, bizim de katıldığımız diğer bir görüşe göre ise, kanunda düzenlenmemiş (“sui generis”) sözleşmelere ait unsurlarla kanunda düzenlenmiş sözleşmelere ait unsurların biraraya gelerek bir karışık muhtevalı akit oluşturmaları mümkündür (**Kuntalp, Karışık Muhtevalı Akit, s. 64; Oktay, s. 274; İnceoğlu, s. 92** dpn. 68). Aktarılan bu ikinci görüşe taraftar olduğumuzdan, sui generis bir iş görme sözleşmesini karışık muhtevalı bir akdin bileşeni olarak algılamamız çelişkili bir yaklaşım oluşturmamaktadır.

unsurlarının bileşiminden oluşan karışık muhtevalı bir akit niteliği taşıdığı ifade edilebilir.

Yine *İnceoğlu*'ndan farklı olarak, karışık muhtevalı olan bu akde uygulanacak hükümlerin soğurma teorisi çerçevesinde belirlenmesinin de doğru olmayacağı kanısındayız. Bilindiği üzere, karışık muhtevalı akitlere uygulanacak hükümlerin belirlenmesi bakımından iki temel yaklaşım mevcuttur. Bu tür sözleşmelere sadece Borçlar Kanunu'nun genel hükümlerinin uygulanabileceğini kabul eden yaklaşım, hakimin karar serbestisini geniş ölçüde sınırlaması nedeniyle günümüzde terk edilmiştir⁷⁴⁷. Bu sözleşmelere BK'nun özel hükümlerinin uygulanabileceğini kabul eden ve bugün için geçerli olan yaklaşım ise kendi içerisinde üç görüşe ayrılmaktadır.

Bu görüşlerin ilkini oluşturan *soğurma teorisine* (“*imtisas*”, “*theorie de l'absorption*”) göre; karışık muhtevalı akde, ihtiva ettiği unsurlardan hangisi daha önemli (“*baskın*”) ise, o unsurun ait olduğu tipin hükümleri doğrudan doğruya uygulanır⁷⁴⁸.

İkinci görüş olan *birleştirme teorisi* (“*theorie de la combinaison*”); karışık muhtevalı akitlere, ihtiva ettikleri unsurların ait oldukları tiplerin hükümleri doğrudan doğruya uygulanacağını kabul etmektedir⁷⁴⁹.

Konuya ilişkin üçüncü ve son görüş olan *kıyasen uygulama ve yaratma görüşüne* (“*theorie de l'application analogique du droit, theorie de création*”) göre ise; karışık muhtevalı akit kanunen düzenlenmemiş bir sözleşme olduğundan, kanunî akit tiplerinin hükümleri bu akde ancak kıyasen uygulanabilirler. Karışık muhtevalı akdin temelinde yatan menfaatler dengesinin ilgili tiplerin düzenlediklerinden tamamen farklı olması halinde; yargıç, MK md. 1/II'ye göre yasa koyucu gibi hareket

⁷⁴⁷ **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 126-127; **Tandoğan**, C. I/1, s. 73; **Akyol**, I. Fasikül, s. 10.

⁷⁴⁸ Esas itibarıyla, bu görüş de kendi içerisinde ikiye ayrılmaktadır. “Saf imtisas” olarak isimlendirilen söz konusu görüşün ilk şekline göre, karışık muhtevalı akit yalnızca baskın olan unsurun ait olduğu tipin hükümlerine tabi olacaktır. Görüşün “saf olmayan imtisas” olarak adlandırılan ikinci biçimine göre ise, akit baskın olan unsurun ait olduğu tipe tabi olmakta ancak bu tabiyet inhisari nitelikte algılanmamakta; tali tipin hükümleri de, asli tipin hükümlerinin yetersiz kalması halinde uygulama alanı bulabilmektedirler (**Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 122-123).

⁷⁴⁹ **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 124; **Tandoğan**, C. I/1, s. 74; **Feyzioğlu**, s. 61; **Akyol**, I. Fasikül, s. 10; **Tunçomağ**, Özel Borç İlişkileri, s. 11.

ederek bir hüküm öngörecek, yani hukuk yaratacaktır⁷⁵⁰. Takdir edilecektir ki, bu görüşün benimsenmesi halinde BK'nun genel hükümleri doğrudan doğruya özel hükümleri ise kıyasen uygulama alanı bulacağından; karışık muhtevalı akit, hüküm ve neticelerinin tayini açısından sui generis akitlere nazaran bir farklılık arz etmeyecektir⁷⁵¹.

Kanımızca, bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerine uygulanacak hükümlerin belirlenmesinde soğurma teorisinin uygulanması yerinde bir tercih olmayacaktır. Zira, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık yapma borcu ve satılmayan araçları satın alma taahhütlerinden birinin diğerine oranla baskın olduğunu kabul etmek ve akdi bu tipe ait hükümlere tabi kılmak tatminkar bir sonuç vermeyecektir⁷⁵². Burada, her iki akde ait unsurların da eşit derecede önem taşıdığı kabul edilmelidir. Bu itibarla, kanımızca, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerine uygulanacak hükümler kıyasen uygulama ve yaratma görüşüne göre belirlenmelidir. Bu takdirde ise, sui generis bir iş görme sözleşmesinin ve şarta bağlı bir satım sözleşmesinin söz konusu olması nedeniyle, bakiyeyi yüklenim türü sözleşmelere; vekalet ve satım akdi hükümlerinin, bu sözleşmenin niteliğine uygun düştükleri ölçüde, yani kıyasen uygulanmaları gerektiği sonucuna ulaşılabacaktır⁷⁵³.

⁷⁵⁰ **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 141; **Tandoğan**, C. I/1, s. 75; **Feyzioğlu**, s. 61-62; **Akyol**, I. Fasikül, s. 10; **Tunçomağ**, Özel Borç İlişkileri, s. 11.

⁷⁵¹ **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 126. Nitekim, söz konusu görüşe yöneltilen en önemli eleştirilerden biri de budur. Ancak “kıyasen uygulama ve yaratma görüşü”, karışık muhtevalı akdin kendisine has anlam yapısına en uygun ve en adil sonuçların elde edilmesini sağlayan görüştür (**Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 142). Bu görüş uyarınca, bazen ilgili tiplerin hükümlerinin yan yana kıyasen uygulanmaları, bazen bu tiplerden birine bağlanmış hükümlere akdin gayesi göz önünde tutularak üstünlük tanınması; bazen de, bu tiplere bağlanmış hükümlerin akde uygulanmasından kaçınılarak yargıcın kendisinin kanun koyucu imiş gibi kural koyması tercih edilebilmekte, seçeneklerin çokluğu da taraflar arasındaki menfaatler dengesine uygun bir sonuca ulaşma olanağını artırmaktadır (**Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s. 142). Dikkat edilecek olursa, kıyasen uygulama ve yaratma görüşü; ilgili tiplerin hükümlerinin yan yana kıyasen uygulanmaları ve bu tiplerden birine bağlanmış hükümlere akdin gayesi göz önünde tutularak üstünlük tanınması imkânlarını, yani soğurma ve birleştirme teorilerinin çözüm tarzlarını bünyesinde zaten barındırmaktadır. Bunlara ek olarak ise, yargıca, taraflar arasındaki menfaatler dengesinin bunu gerekli kılması halinde, ilgili tiplerin hükümlerini uygulamaktan kaçınarak hukuk yaratabilme olanağı tanımaktadır. Bu itibarla, söz konusu görüş, somut olayın şartları ve işlemde gözetilen menfaatler dengesi doğrultusunda yorum yapabileceği esnekliği sağladığından kanımızca da tercihe şayandır.

⁷⁵² Doktrinde **İnceoğlu** tarafından benimsenen bu tarz bir yorum (s. 85-87), satın alma taahhüdünün iş görme sözleşmesine ait hükümlere tabi kılınması şeklinde bir sonuç ortaya çıkarmaktadır. Daha önce de belirttiğimiz üzere, bu yönde bir yaklaşım tarafımızca paylaşılabilir. Soğurma teorisinin uygulanmasına ilişkin görüşe katılmamızın nedenlerinden bir tanesini de bu çekince oluşturmaktadır.

⁷⁵³ Bu tespitimizi daha da açacak olursak ortaya çıkan tablo şu olacaktır; aracı kuruluşun halka arz sürecinin organize edilmesi ve satışa aracılık edilmesi yönündeki edimlerine vekalet, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdüne ise satım akdine ilişkin hükümler kıyasen

2. Tümünü Yüklenim Sözleşmeleri

Tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluş; halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının tamamını, satış süreci başlamadan önce, daha sonra kendi adına ve hesabına halka satmak üzere ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluştan satın almayı taahhüt etmektedir. Bu türdeki aracılık sözleşmelerinde, en iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerinden farklı olarak; aracı kuruluş, sermaye piyasası araçlarını satın aldıktan sonra yatırımcılarla tümüyle kendi adına ve hesabına ilişkiye girmekte; ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ile yatırımcılar arasında herhangi bir akdi ilişki söz konusu olmamaktadır.

a. Doktrinde İleri Sürülen Görüşler

Anglosakson doktrinindeki hakim görüş, tümünü yüklenim sözleşmelerinin alım satım akdi niteliğinde olduğu yönündedir⁷⁵⁴. İsviçre doktrininde ise, aynı yönde görüş bildiren yazarlar olduğu gibi⁷⁵⁵; burada karışık muhtevalı bir akdin bulunduğunu savunan görüşlere de rastlanılmaktadır. İsviçre doktrini, özellikle borçlanma senedi ihraçları bakımından; bir satım akdinin mi, karz akdinin mi, yoksa satım ve vekalet sözleşmelerinin unsurlarını biraraya getiren karma bir sözleşmenin

uygulanacaktır. Ticari satıma ilişkin TTK md. 25 hükmünün de, satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın alınması yönündeki taahhüde uygulanabileceğinde tereddüt etmemek gerekir. Bu noktada, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin karışık muhtevalı akitler içerisinde hangi gruba dahil buldukları da belirlenmelidir. Karışık muhtevalı akitler, öğretide farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilmektedirler. **Kuntalp** tarafından önerilen, bizim de benimsediğimiz ayırım ise karışık muhtevalı akitleri iki gruba ayırmaktadır; “*tarafardan birine birden çok tipik akit asli edim borcu yükleyen karışık muhtevalı akitler*” ve “*iki tipik edim borcunun karşılıklı olarak yüklenildiği akitler*” (Karışık Muhtevalı Akit, s. 151). Kanımızca, bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri ikinci grup içerisinde algılanmaya daha müsaittir. Zira, aracı kuruluş iş görme edimini (iş görme sözleşmesinin karakteristik edimi), ihraççı ise sermaye piyasası araçlarının mülkiyetini devretmeyi (satım sözleşmesinin karakteristik edimi) karşılıklı olarak yüklenmektedirler. İhraççının aracılık faaliyeti için ücret ödeme yükümü ile aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme borcu, konuları bakımından para borcu niteliğinde olduklarından herhangi bir tipe ait bir karakteristik edim niteliği taşımamaktadırlar. Bu nedenle de, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, “*tarafaların karşılıklı olarak iki tipik akdin karakteristik edimini yükümlendiği bir karışık muhtevalı akit*” söz konusu olmaktadır.

⁷⁵⁴ **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 89; **Henn/Alexander**, s. 789; **Williamson**, s. 90; **Cranston**, s. 336; **Long**, no. 7.4; **Dangeard**, s. 115; **Marian Stepcaynski/Michael Wyler**, Guide Bancaire et Financier, 1991, s. 134; **Tunc**, s. 103.

⁷⁵⁵ **Emch/Renz/Bösch/Montavon/deWarra/Bizzozero/Wermelinger**, no. 55.2.1; **Malscrido/Watter**, s. 73.

mi mevcut olduğu konusunda görüş birliğine ulaşamamıştır⁷⁵⁶. Hisse senedi ihraçları bakımından ise, sermaye artırımlarında iştirak taahhüdünde bulunulması söz konusu olduğu için sui generis bir sözleşmenin, pay sahipleri tarafından gerçekleştirilen halka arzlarında ise satım ve vekalet sözleşmelerinin unsurlarından oluşan karma bir sözleşmenin mevcut olduğu görüşleri savunulmaktadır⁷⁵⁷.

Türk öğretisinde hakim olan görüş de tümünü yüklenim sözleşmelerini satım sözleşmesi niteliğinde kabul etmektedir⁷⁵⁸. *İnceoğlu* ise bu yaklaşımın isabetli olmadığı görüşündedir. Yazar, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını ihraççıdan satın alarak halka satmayı taahhüt etmesinin ortaklığın menfaatlerinin ağır bastığı bir saf inancılı işlem olduğunu; zira aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını satın almasının halka arzın tamamlanabilmesini sağlama amacına, dolayısıyla da ortaklığın bir işini görme amacına yöneldiğini ve vekaletin ifa edilmesi yöntemine ilişkin olduğunu; aracı kuruluşun sonucun istenilen şekilde olmamasına ilişkin rizikoyu üstlenmesinin buradaki inanç sözleşmesinin sui generis nitelikte kabul edilmesini gerektirdiğini ifade etmektedir⁷⁵⁹. Yazar, bu tespitinden hareketle, tümünü yüklenim sözleşmesinde vekalet akdine ait unsurlar ile sui generis sözleşme niteliği taşıyan inanç anlaşmasının birarada bulunduğu bir karma sözleşmenin söz konusu olduğu ve bu sözleşmeye, soğurma teorisi uyarınca vekalet hükümlerinin uygulanması gerektiği sonucuna ulaşmaktadır⁷⁶⁰.

b. Kişisel Görüşümüz

Bu görüşleri değerlendirme aşamasında, önceliği Türk öğretisinde hakim konumda bulunan ve tümünü yüklenim sözleşmelerini klasik bir satım akdi şeklinde algılayan görüşe vereceğiz. Kanımızca, aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını satın almadan önceki aşamada yerine getirdiği edimleri göz ardı eden bu görüşün

⁷⁵⁶ Karma sözleşme görüşü için bkz. **Lombardini**, s. 408 dpn. 829 ve **Hardegger**, s. 112.

⁷⁵⁷ **Lombardini**, s. 408-409.

⁷⁵⁸ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 65 ve 76; **Yasaman**, s. 114; **Berzek**, s. 57; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 75-76; **Tanör**, Taraflar, s. 285; **Sumer**, s. 83; **Sönmez**, s. 67; **Taşkın**, s. 58; **Arı**, s. 99; **Karababa**, s. 128; **Acar**, s. 320.

⁷⁵⁹ **İnceoğlu**, s. 89-91.

⁷⁶⁰ **İnceoğlu**, s. 91-92.

kabulüne olanak yoktur. Gerçekten, aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarının halka arz sürecinin organize edilmesi, uygun enstrümanın belirlenmesi, izahnamenin düzenlenmesi, satışı yapılacak araçların kayda alınması, satış fiyatı ve halka arz zamanlamasının tespiti konularında danışmanlık hizmeti vermekte ve genellikle, bu süreçteki belirli iş ve işlemleri Kurul nezdinde bizzat takip etmektedir. Bu koşullar altında, aracı kuruluşun halka arz sürecini yöneten ve yönlendiren bu katkısını bir kenara bırakarak klasik anlamda bir satım sözleşmesinin mevcut bulunduğu sonucuna ulaşmak fikrimizce isabetli bir yaklaşım olmayacaktır.

İnceoğlu tarafından savunulan ve tümünü yüklenim sözleşmelerini vekalet akdine ait unsurlar ile sui generis sözleşme niteliği taşıyan inanç anlaşmasının birarada bulunduğu bir karma sözleşme olarak yorumlayan görüşe katılmamız da mümkün olamamaktadır. Yazarın sözü edilen görüşü; sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluş tarafından satın alınmasının aslında bunların mülkiyetinin nihai olarak aracı kuruluşa geçirilmesi amacına yönelik olmadığı, halka arzın tamamlanabilmesini sağlama amacına dönük bulunduğu, dolayısıyla da bu araçların satın alınmasına ilişkin taahhüdün ortaklığın menfaatlerinin ağır bastığı bir saf inançlı işlem olarak değerlendirilmesi gerektiği şeklindeki düşüncüyü temel almaktadır⁷⁶¹. Oysa ki, burada bir saf inançlı işlemin bulunduğunu kabul edebilmek kanımızca mümkün değildir. Zira, tümünü yüklenim türü sözleşmelerde, aracı kuruluş; ihraççıdan satın aldığı sermaye piyasası araçlarını, dilediği zamanda dilediği bedel üzerinden elden çıkarma ya da stratejik bakımdan uygun görmesi halinde elinde tutma hakkına sahip bulunmaktadır⁷⁶². Aracı kuruluşun, ihraççı ortaklık tarafından bu araçları elden çıkarmaya zorlanabilmesi mümkün değildir. Bir başka anlatımla, aracı kuruluşun ihraççıdan satın aldığı sermaye piyasası araçlarının halka satışını piyasa koşullarındaki değişime ya da başkaca bir ticari değerlendirmeye bağlı olarak ertelemesi veya iptal etmesi halinde, ihraççı ortaklığın akdin ihlali hükümleri çerçevesinde aracı kuruluşu dava etme imkânı bulunmamaktadır⁷⁶³. Bu itibarla, ihraççıdan satın alınan sermaye piyasası araçlarının halka satılması, aracı kuruluşun dava edilebilir bir edimi değil, satın alma işleminin nedeni, yani “*causa*”sıdır. Zira,

⁷⁶¹ *İnceoğlu*, s. 90.

⁷⁶² *Tanör*, Halka Arz, s. 279; *Ünal*, Halka Arz Sözleşmeleri, s. 102.

⁷⁶³ Bu nedenle, halka satış sürecinin mutlaka gerçekleşmesini ve bu konuda aracı kuruluşun herhangi bir takdir yetkisi bulunmamasını arzu eden ihraççılar, tümünü yüklenim modeli yerine bakiyeyi yüklenim modelini tercih etmelidirler.

aracı kuruluş, ihraççıdan belirli bir indirimle satın aldığı sermaye piyasası araçlarını, satış süresi içerisinde, satış fiyatı üzerinden (dolayısıyla da, ihraççıya ödediğinden daha yüksek bir bedelle) halka satmak amacıyla hareket etmektedir. Ancak aracı kuruluşun satın aldığı bu araçları halka satmaya zorlanabilmesi mümkün olmadığına göre, burada bir inanca ilişkin işlemin bulunduğunu söyleyebilmek de mümkün olmayacaktır.

Kanımızca, tümünü yüklenim sözleşmeleri; halka arzın organize edilmesine ilişkin süreçte danışmanlık hizmeti verilmesini konu alan sui generis nitelikte bir iş görme sözleşmesi ve alım satım akdinden oluşan bir karışık muhtevalı akit niteliğindedir. Biz, bakiyeyi yüklenim sözleşmesine uygulanacak hükümlerin tespiti aşamasında benimsediğimiz bakış açısına sadık kalarak, tümünü yüklenim sözleşmesine uygulanacak hükümlerin de kıyas ve yaratma görüşü çerçevesinde belirlenmesi gerektiği kanısındayız. Bu görüş benimsendiği takdirde ise; aracı kuruluşun halka arzı organize etmeye yönelik edimlerine vekalet, sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki edimine ise satım akdi hükümlerinin kıyasen uygulanması söz konusu olacaktır⁷⁶⁴.

C. Karma Aracılık Sözleşmelerinin Hukukî Niteliği

Bu üç temel türün karışımı niteliğinde aracılık sözleşmeleri akdedilmesinin mümkün bulunduğunu ifade etmiştik. Bu karma türlerin hukukî nitelikleri, kendilerinden türedikleri temel türlerin hukukî nitelikleri dikkate alınarak tespit edilmelidir. Örneğin, “bakiyeyi kısmen yüklenim” ve “kısmen tümünü yüklenim” türleri hakkında, yukarıda aktarılan temel türlere ilişkin tespitler aynen geçerlidir. Bu akitlerdeki “kısmen” ibaresi, yalnızca satın alınacak sermaye piyasası aracı miktarı bakımından önemli olup bu sözleşmelerin hukukî niteliğini değiştirmemektedir. “Kısmen en iyi gayret kısmen bakiyeyi yüklenim” ve “kısmen en iyi gayret kısmen

⁷⁶⁴ Ünal’ın da haklı olarak belirttiği üzere, tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerine, Borçlar Kanunu’nun menkul mal satımına ilişkin hükümlerinin yanısıra, ticari bir satım akdi söz konusu olduğu için TTK md. 25 hükmünün de uygulanması gerekir (Ünal, Aracı Kurumlar, s. 77). Ayrıca, karışık muhtevalı akitlerin klasifikasyonu bakımından bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde benimsediğimiz yaklaşıma benzer bir yaklaşımla, tümünü yüklenim sözleşmelerinde de “ tarafların karşılıklı olarak iki tipik akdin karakteristik edimini yükümlendiği bir karışık muhtevalı akdin” söz konusu olduğu söylenebilir.

tümünü yüklenim” türlerinde ise, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerinin bileşiminde sui generis nitelikte bir iş görme sözleşmesi zaten mevcut bulunduğundan, kısmi olarak en iyi gayret aracılığının da bulunması bu akitlerin hukukî niteliği üzerinde etkili olmayacaktır. “Kısmen tümünü kısmen bakiyeyi yüklenimde” ise, yine sui generis nitelikte bir iş görme sözleşmesi ile bir satım akdinden oluşan karışık muhtevalı bir akit söz konusu olmakta, ancak satımının bir kısmı şarta bağlı olarak, bir kısmı ise herhangi bir şarta bağlı olmaksızın yapılmaktadır.

III. HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMELERİNDE TARAFLARIN BORÇLARI

A. İhraççı ya da Pay Sahibinin Borçları

1. İhraççı ya da Pay Sahibinin Asli Edim Yükümlülükleri

a. Aracılık Ücretinin Ödenmesi

Halka arza aracılık ücret karşılığı gerçekleştirilen bir faaliyettir. Bu nedenle, halka arza aracılık sözleşmelerindeki sinallagma ilişkisi; aracı kuruluşun satışta aracılık ve yüklenim edimleri ile ihraççının (ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin) ücret ödeme ve sermaye piyasası araçlarının mülkiyetini nakletme yönündeki edimleri arasında mevcut bulunmaktadır⁷⁶⁵.

⁷⁶⁵ Hem ihraççının hem de pay sahibinin satış yaptığı karma halka arzlarda, ihraççı ve paysahibi halka arza aracılık sözleşmesine birlikte taraf olmaktadır. Bu takdirde ise, BK md. 395/I’ın “*Bir kimseyi birlikte tevkil eden müteaddit kimseler, vekile karşı müteselsilen mes’ul olurlar*” şeklindeki hükmü gereği, aracılık ücretinden müteselsilen sorumlu olacaklardır (Belirtmek gerekir ki, ihraççı bakımından söz konusu olan ticari mahiyeti haiz bir iş olduğundan, aynı sonuca TTK md. 7/I hükmü çerçevesinde ulaşmak da mümkündür). Oysa ki, bu tür karma halka arzlarda ihraççı ve pay sahibinin kendi paylarına düşen aracılık ücretini birbirlerinden bağımsız olarak ödemeleri hedeflenmektedir. Şu halde, taraf iradeleri belirttiğimiz yönde ise; ihraççı ve pay sahibinin kendi paylarına düşen aracılık ücretinden münferiden sorumlu olacakları, bir müteselsil sorumluluk durumunun söz konusu olmadığı mutlaka halka arza aracılık sözleşmesinde hüküm altına alınmalıdır.

Yukarıda da ayrıntılı olarak incelendiği üzere⁷⁶⁶, aracı kuruluşu ödenecek aracılık ücreti halka arza aracılık sözleşmesinin türüne göre değişmektedir. Ancak kısaca tekrar etmek gerekirse; aracı kuruluş, en iyi gayret aracılığında gerçekleştirdiği satış miktarı üzerinden satış komisyonuna hak kazanmaktadır. Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde ise, aracılık ücreti iki ayrı kalemden oluşmaktadır. Sözleşmede halk tarafından satın alınmayan sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluşu satın alınacağı öngörüldüğünden, “*standby fee*” adı verilen garanti komisyonu, tüm sermaye piyasası araçları fiilen satılmış gibi varsayılarak hesaplanmaktadır⁷⁶⁷. İkinci komisyon kalemini ise, aracı kuruluşun bakiyeyi yüklenim taahhüdü çerçevesinde satın aldığı sermaye piyasası araçlarının toplam miktarı üzerinden hesaplanan alım komisyonu (“*take-up fee*”) oluşturmaktadır⁷⁶⁸. Tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerde ise durum daha farklıdır. Aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarını belirli oranda indirim (“*discount*”) uygulanarak hesaplanan satış fiyatının altında bir bedelle satın almakta; satış fiyatı ile ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibine ödenen tutar arasındaki fark (“*spread*”) ise aracı kuruluşun karını oluşturmaktadır⁷⁶⁹. Aracı kuruluşun, tümünü yüklenim işlemlerinde bu getiri dışında başkaca bir kazancı söz konusu değildir. Ancak sermaye piyasası araçlarının satış fiyatı üzerinden belirli bir indirimle satın alınması esasına dayanan bu sistem de, finansal açıdan incelendiğinde, aslında aracılık ücretinin sermaye piyasası araçlarının toplam satış değerinden düşülmesi anlamına gelmektedir⁷⁷⁰.

⁷⁶⁶ Bkz. yuk. I, E ve II no’lu başlık altında yapılan açıklamalarımız.

⁷⁶⁷ **Palmer’s Company Law**, no. 5. 131; **Mayson/French/Ryan**, s. 232.

⁷⁶⁸ **Singh**, s. 109. Bu iki komisyon, ihraççı kuruluş tarafından nakden ödenebileceği gibi, aracı kuruluşun bakiyeyi yüklenim taahhüdü çerçevesinde satın alacağı sermaye piyasası araçlarının bedelinden de mahsup edilebilir (**Mayson/French/Ryan**, s. 233). En iyi gayret aracılığında ise, uygulamada, aracı kuruluşun; sermaye piyasası araçlarının satış süreci sonunda toplanan tutarı, aracılık ücretini bu tutardan mahsup ederek ihraççıya aktarması söz konusu olmaktadır.

⁷⁶⁹ **Yasaman**, s. 111; **Tanör**, Halka Arz, s. 279; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 77; **Arı**, s. 93.

⁷⁷⁰ Tümünü yüklenim türü sözleşmeleri klasik bir alım satım akdi olarak nitelendiren hakim görüşün tarafımızca reddedilmesi ve bu sözleşmelerin karışık muhtevalı akit olarak kabul edilmesinin önemli gerekçelerinden biri de budur. Tümünü yüklenim türü sözleşmelerin klasik bir alım satım akdi olarak kabul edilmeleri halinde, sermaye piyasası araçlarının fiyatında ihraççı tarafından yapılan indirimi açıklayabilmek mümkün olmayacaktır. Oysa ki, buradaki indirim, karışık muhtevalı akdin ilk bileşeni olan sui generis iş görme sözleşmesinden aracı kuruluş lehine doğan ücret (komisyon) hakkının, bu akdin ikinci bileşeni olan satım akdindeki semenden mahsup edilmesi şeklinde açıklanabilir. Dolayısıyla, yukarıdaki ifademiz, tümünü yüklenim sözleşmelerinin hukukî niteliğine ilişkin tespitimiz ile de uyum içerisindedir.

ABD’nde temel yüklenim türünü tümünü yüklenim modeli oluşturduğundan, bu tür işlemlerdeki indirim oranı üzerinde etkili olan faktörlere de değinmek gerekir. ABD uygulamasında, tümünü yüklenim işlemlerinde indirim oranının genellikle % 7 civarında yoğunlaştığı belirtilmektedir⁷⁷¹. Bu oran belirlenirken, halka arzın taşıdığı riske göre değerlendirme yapılmaktadır⁷⁷². Başarısızlık riski az olan halka arzlarda bu oran düşmektedir⁷⁷³. Ayrıca, halka arzın miktarı büyüdükçe bu oran da giderek azalmaktadır⁷⁷⁴. Tümünü yüklenim işlemlerindeki indirim oranını etkileyen bu faktörlerin bakiyeyi yüklenim işlemlerinde belirlenecek komisyon oranları üzerinde de etkili olduklarının altını çizmek yerinde olacaktır.

Bu aşamada, ABD ve İngiliz hukuk sistemlerinde aracılık ücretleri için öngörülen kısıtlamalara da değinmek faydalı olacaktır. ABD Hukuku’nda, NASD, “*Rules of Fair Practice*” md. 3 sec. 1 hükmünün kendisine tanıdığı yetkiye dayanarak aracılık ücretleri üzerinde denetim yapmakta ve bu ücretlerin makul ve adil (“*fair and reasonable*”) olmasını zorunlu tutmaktadır⁷⁷⁵. Aracılık ücretinin denetimi, satış aşamasına geçilmeden önce halka arza aracılık sözleşmesinin NASD’ye sunulması yoluyla yapılmakta ve bu kuruluşun onay vermesinden önce satış işlemine başlanamamaktadır⁷⁷⁶. Aracılık ücretinin makul ve adil olarak kabul edilebilmesi bakımından genel kural, bu ücretin halka arzın toplam tutarının %10’unu geçmemesi yönündedir⁷⁷⁷. Fakat bu kesin bir kural değildir; hangi oranın makul ve adil olarak kabul olarak edilebileceği halka arzın özellikleri ve aracı kuruluşların yükledikleri risk dikkate alınarak değerlendirilir⁷⁷⁸. NASD bu değerlendirmeyi yaparken aracı kuruluş tarafından tahsil edilen masrafları, komisyonu, danışmanlık ücretlerini ve

⁷⁷¹ **How/Yeo**, s. 348. Hem İngiltere hem de ABD’nde, uygulanan indirim oranlarının genellikle belirli rakamlar çevresinde ciddi şekilde yoğunlaşması nedeniyle rekabet otoriteleri tarafından soruşturma açılmış, ancak bir ihlal tespit edilememiştir (**How/Yeo**, s. 347-348).

⁷⁷² **How/Yeo**, s. 355.

⁷⁷³ **Tomczyk**, s. 259; **Harold S. Bloomenthal/Holme Roberts**, *Securities Law Handbook*, 1989-90 Edition, New York 1989, s. 108.

⁷⁷⁴ **How/Yeo**, s. 354; **Tomczyk**, s. 259; **Bloomenthal/Roberts**, s. 108. Özellikle özelleştirmeler gibi büyük halka arzlarda bu oranda ciddi bir düşüş gözlenebilmektedir (**Tunc**, s. 102). Bunun yanı sıra, indirim oranı, borçlanma senedi ihraçlarında ortaklık senetlerine oranla genellikle daha düşük olmaktadır (**Bloomenthal/Roberts**, s. 108).

⁷⁷⁵ **Bloomenthal/Roberts**, s. 104.

⁷⁷⁶ **Hazen**, 4th Ed., s. 140.

⁷⁷⁷ **Barber**, s. 12.

⁷⁷⁸ **Hazen**, 4th Ed., s. 142.

aracı kuruluş lehine tahsis olunan hisse alım opsiyonlarını birarada dikkate almaktadır⁷⁷⁹. NASD, bu değerlendirmenin sonucunda aracılık ücretinin fahiş olduğu sonucuna ulaşırsa, halka arzın ilerleyen aşamalarına geçilmesini önleyebilme yetkisine sahip bulunmaktadır⁷⁸⁰.

İngiliz Hukuku'nda ise, bir dönem hisse senedi ihraçlarında aracılık ücreti ödenmesinin ortaklığın ehliyeti dahilinde (“*intra vires*”) olup olmadığı ciddi biçimde tartışılmıştır⁷⁸¹. Bu tartışma 1985 tarihli *Companies Act*'in sec. 97 hükmü ile aşılmış ve hisse senedi ihraçlarında, hükmün öngördüğü şartlara riayet etmek kaydıyla ihraççılar tarafından aracılık ücreti ödenmesine olanak tanınmıştır. Söz konusu hükme göre, hisse senedi ihraçlarında aracılık ücreti ödenebilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde buna ilişkin bir hüküm bulunmalı ve ödenecek aracılık ücreti, esas sözleşme ile öngörülen oran ya da tutarı veya ihraç tutarının %10'unu (hangisi daha az ise) geçmemelidir⁷⁸².

Görüldüğü üzere, hem İngiliz hem de Amerikan sistemlerinde aracılık ücreti konusunda bazı kısıtlamalar söz konusudur. Türk mevzuatında ise bu konuda herhangi bir sınırlama getirilmemiştir. Bunun temel nedeni, ülkemiz uygulamasında tümünü yüklenim türünün neredeyse hiç kullanılmamasıdır. İngiliz ve Amerikan sistemlerindeki %10'luk sınırlamalar ise esas itibariyle tümünü yüklenim işlemlerini hedef almaktadırlar. Bakıyeyi yüklenim ve en iyi gayret aracılığı işlemlerinde söz konusu olan ücret oranları, zaten piyasa şartları doğrultusunda çok daha düşük

⁷⁷⁹ **Barber**, s. 11. ABD ve İngiliz Hukuklarında, aracı kuruluşlara, nakit aracılık komisyonu yerine hisse alım opsiyonu verilmesi yönünde bir uygulama mevcuttur [**Palmer's Company Law**, no. 5. 133; **Dennis Keenan**, *Smith and Keenan's Company Law* (Scottish Supplement by Josephine R. Bizacre), 12th Ed., England 2002, s. 194]. Bu nedenle, aracı kuruluşlara tanınan bu tip opsiyonlar da aracılık ücretine dahil kabul edilmektedirler. Ayrıca, aracı kuruluşun ihraççıdan halka arzdan altı ay önce ve altı ay sonraki dönem arasında piyasa fiyatının altında bir bedelle satın aldığı hisse senetleri de aracılık ücretinin toplam tutarı belirlenirken göz önüne alınmaktadır (**Barber**, s. 11).

⁷⁸⁰ **Bartlett**, Vol: 1-3 Cumulative Supplement, s. 117.

⁷⁸¹ **Palmer's Company Law**, no. 5.132. Bu durum, halka arz yoluyla yapılan sermaye artırımlarında aracılık ücreti ödenmesinin; satışın itibari değer üzerinden yapıldığı durumlarda, nominal değer altında bir bedelle ihraç durumuna yol açılıp açılmayacağı yönündeki tartışmadan kaynaklanmaktadır. Borçlanma senedi ihraçlarında bu yönde bir tehlike mevcut olmadığından, aracılık ücretine miktar yönünden getirilmiş herhangi bir sınırlama da söz konusu değildir (**Gullick**, s. 97).

⁷⁸² **Palmer's Company Law**, no. 5.132. Ancak %10'luk sınırlama borsaya kotasyonun söz konusu olduğu halka arzlarda uygulanmamaktadır (**Keenan**, s. 194). Avustralya ve Singapur mevzuatlarında da, hisse senedi ihraçlarında aracılık ücreti ödenebilmesi İngiliz sisteminden esinlenilerek aynı koşullara tabi kılınmıştır (**H.A.J. Ford/R.P. Austin**, *Ford and Austin's Principles of Corporation Law*, 7th Ed., Sydney 1995, s. 636; **Lee/Tan**, s. 165).

oranlarda seyretmektedir. Türk uygulamasında tümünü yüklenim türü pek tercih edilmediğinden, Kurul da aracılık ücretleri yönünden bir üst sınır getirmeyi gerekli görmemiş olabilir. Ancak bu türün uygulamada daha çok kullanılmaya başlanması ile birlikte, bu yönde bir ihtiyaç ülkemiz bakımından da gündeme gelecektir. Bu noktada, aracılık ücretinin sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde serbestçe kararlaştırılabileceği, taraf iradelerine müdahalede bulunmanın gerekli olmadığı şeklinde bir yaklaşımın da doğru olmayacağını vurgulama ihtiyacı hissetmekteyiz. Zira, aracılık ücretinin fahiş tutulması, yatırımcılardan toplanan paraların belirli bir bölümünün aracı kuruluşa kanalize edilmesi sonucunu doğurabilecek ve kötüye kullanmaya açık bir durum oluşturabilecektir. Böyle bir ihtimalin bulunması, yatırımcıların korunması bakımından yaklaşıldığında son derece olumsuz bir tablodur. Bu bakımdan, kanımızca Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda yer verilecek bir düzenleme ile Kurul'a bu konuda bir üst sınır belirleme yetkisi tanınması yerinde olabilir.

Aracı kuruluş, bakiyeyi yüklenim işlemlerinde satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almak üzere ödeyeceği bedel ile, en iyi gayret aracılığında ise ihraççı adına gerçekleştirdiği satış işlemi sonucunda topladığı meblağla ücret alacağını takas edebilecektir. Tümünü yüklenim türü işlemlerde ise, aracılık ücreti zaten sermaye piyasası araçlarının bedelinden düşülmektedir. Ayrıca, aracı kuruluşun, her üç tür sözleşme bakımından da, bu sözleşmeler tam iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliği taşıdıklarından, muaccel olan ücret ödeme borcunu yerine getirmeyen ihraççı ya da pay sahibine karşı BK md. 81 hükmü çerçevesinde ödemezlik def'inden ("*exceptio non adimpleti contractus*") yararlanma imkânı bulunduğu da vurgulanmalıdır⁷⁸³. Bunun yanısıra, yine her üç tür aracılık sözleşmesinde de vekalet hükümlerinin kıyasen uygulama alanı bulacağını kabul ettiğimizden; aracı kuruluş, aracılık ücreti ödenene değin, MK md. 950 hükmü çerçevesinde satılmayan sermaye piyasası araçları ve halka arzla ilgili olarak ihraççı tarafından kendisine sağlanan ve

⁷⁸³ **Daniel Guggenheim**, *Le Droit Suisse des Contrats Principes Généraux*, Tome II: Les Effets des Contrats, s. 89; **Ramoni**, s. 279; **Tandoğan**, C. II, s. 532, **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 91-92; **Taşkın**, s. 91.

resmi makamlardan edinilen diğer belgeler üzerinde aynî hapis hakkı kullanma imkânına da sahip olabilecektir⁷⁸⁴.

b. Sermaye Piyasası Araçlarının Mülkiyetini Nakletme

İhraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin bir diğer asli borcu da, yüklenimli aracılık sözleşmelerinde, sözleşmenin türüne göre sermaye piyasası araçlarının tamamının ya da satılmayan kısmının mülkiyetini aracı kuruluş nakletmektir. Hem bakiyeyi yüklenim hem de tümünü yüklenim sözleşmelerini bünyesinde satım akdini de barındıran karışık muhtevalı birer akit olarak kabul eden yaklaşımımız gereği, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin bu edimine, menkul mal satımına ilişkin BK md. 184-212, kıymetli evraka ilişkin TTK md. 557 vd. ve ticari satıma ilişkin TTK md. 25 hükümlerinin kıyasen uygulanması gerektiği kanısındayız.

2. İhraççı ya da Pay Sahibinin Yan Edim Yükümlülükleri

a. Aracılık Masraflarını Ödeme

İhraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, BK md. 394/I hükmü gereğince aracı kuruluşun halka arza aracılık esnasında yaptığı masrafları faizi ile birlikte ödeme yükümlülüğü altında bulunmaktadır⁷⁸⁵. Masrafların ödenmesi borcu buna ilişkin alacağın ileri sürülmesiyle muaccellik kazanır, ayrıca ihtarda bulunulmasına gerek yoktur⁷⁸⁶. Aracı kuruluş tarafından yapılan masraflara örnek olarak; resmi daireler nezdinde yapılan işlemler dolayısıyla ödenen harçlar, izahname ve sirkülerin basım ve dağıtım masrafları, reklam ve ilanlar için yapılan giderler, hukukî ve mali danışmanlık giderleri ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler nedeniyle ortaya çıkan maliyet gösterilebilir⁷⁸⁷. Şüphesiz ki, halka arza aracılık

⁷⁸⁴ **Tandoğan**, C. II, s. 504; **Ramoni**, s. 279. Zira bu ihtimalde, aracı kuruluşun ihraççının rızası ile zilyetliği altında bulundurduğu satılmayan sermaye piyasası araçları ve halka arzla ilgili belgeler ile ücret alacağı arasında, MK md 950 anlamında “bağlantı” mevcuttur.

⁷⁸⁵ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 94-95; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 291-292.

⁷⁸⁶ **Tandoğan**, C. II, s. 585.

⁷⁸⁷ Ancak ABD uygulamasında fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin maliyetini aracı kuruluşlar da üstlenebilmektedirler. Çalışmanın ilk bölümünde (II, G, 4) no’lu başlık altında ayrıntılı olarak incelenen olan “ek alım opsiyonu”, bu işlemlerin aracı kuruluşlara yüklediği mali yükü azaltma amacına dönük olarak kullanılan bir mekanizmadır.

sözleşmesinde yer verilecek bir düzenleme ile bu kalemlerden bazılarının aracı kuruluş tarafından üstlenileceği kararlaştırılabilir. Fakat bu yönde bir akdi düzenlemenin söz konusu olmadığı hallerde, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, aracı kuruluşun aracı sıfatı ile yaptığı tüm masrafları faizi ile birlikte ödeme yükümlülüğü altında olacaktır. Buradaki faiz temerrüt faizi niteliğinde olmayıp kapital faizi niteliğindedir ve masrafların yapıldıkları günden itibaren işletilebilir⁷⁸⁸. Belirtmek gerekir ki, BK md. 394/I hükmü hiç mevcut olmasa idi dahi, aynı sonuca, aracı kuruluşlar TTK md. 18 hükmü gereği tacir sıfatını taşıdıklarından TTK md. 22 hükmünden hareketle ulaşılması da mümkün olabilecekti⁷⁸⁹.

Ayrıca yine BK md. 394/I hükmü gereğince, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, aracı kuruluşu için görülmesi amacıyla deruhte ettiği borçlardan da kurtarmak yükümlülüğü altındadır. Bunun yanısıra, şayet böyle bir durum mevcutsa, aracı kuruluşun için görülmesi esnasında uğramış olduğu zarar da tazmin edilmelidir (BK md. 394/II). Bu hüküm, özellikle izahname içeriğinde gerçeğe aykırı ve yanıltıcı bilgi bulunması nedeniyle aracı kuruluşun yatırımcıların dava ve takiplerine maruz kalması ve bu nedenle zarara uğraması olasılığında ihraççıya (ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibine) rücu imkânı sağlaması bakımından önemlidir. Dolayısıyla, halka arza aracılık sözleşmesinde ihraççının böyle bir olasılıkta aracı kuruluşun uğrayacağı zararı tazmin edeceğine dair bir taahhüdü bulunmasa dahi, aracı kuruluş BK md. 394/II hükmünün kendisine tanıdığı imkândan faydalanarak uğradığı zarar için ihraççıya rücu edebilecektir. Ancak, aracı kuruluşun durumu bilmesine karşın izahnamedeki gerçeğe aykırılığa sessiz kaldığı ya da bu konuda kusurlu hareket ettiği durumlarda, rücu isteminin BK md. 44 hükmü gereğince reddedilmesi gerekecektir.

b. Belirli Bir Süre Boyunca Yeni Bir Halka Arz Gerçekleştirmeme

Yan edim yükümlülükleri kanun ve dürüstlük kurallarından doğabilecekleri gibi, sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde taraflarca da öngörülebilmektedirler⁷⁹⁰. İşte ihraççı ortaklık ve pay sahipleri bakımından belirli bir süre boyunca yeni bir

⁷⁸⁸ Tandoğan, C. II, s. 586.

⁷⁸⁹ Nitekim Ünal, aracı kuruluşların masrafları talep hakkını doğrudan TTK md. 22 hükmüne dayandırmaktadır (Aracı Kurumlar, s. 291).

⁷⁹⁰ Kuntalp, Karışık Muhtevalı Akit, s. 88.

halka arz yapılmasını yasaklayan ve “*lock-up clause*” olarak adlandırılan sözleşme hükümleri de, bu tür taraflarca yaratılmış yan edim yükümlülükleri olarak nitelendirilebilirler. Ancak ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi halka arza aracılık sözleşmesinde (yahut da haricen) bu yönde bir taahhütte bulunmuşsa böyle bir borcun mevcudiyetinden bahsedilebilir. Fakat belirtmek gerekir ki, uygulamada aracı kuruluşların yüklenimde bulunduğu halka arza aracılık sözleşmelerinin neredeyse tamamında bu tür düzenlemelere yer verilmektedir. Bu itibarla, belirli süreyle yeni halka arz yasağı getiren sözleşme hükümlerinin yüklenimli aracılık sözleşmelerinin mutad bir parçası haline gelmiş oldukları söylenebilir.

Belirli süreyle yeni bir halka arz gerçekleştirme yasağı öngören hükümlerin mantığı şu şekilde açıklanabilir: aracı kuruluş, yüklenim sonucunda portföyüne aldığı sermaye piyasası araçlarını piyasa şartları nedeniyle derhal elinden çıkartamayabilir. Bu esnada ihraççı ya da ihraççının pay sahiplerinden birinin yeni bir halka arz gerçekleştirmesi halinde, aracı kuruluşun elinden çıkarmak üzere beklettiği sermaye piyasası araçlarının fiyatı düşebilir ve aracı kuruluş ciddi şekilde zarara uğrayabilir. İşte bu tür sözleşme hükümleriyle, yeni bir halka arz yoluyla tedavülde bulunan sermaye piyasası aracı sayısının artırılması ihtimalinin önüne geçilmek istenmektedir. Bu noktaya kadar aktardığımız açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, belirli süre ile yeni halka arzı yasaklayan düzenlemeler, aslında aracı kuruluşun yüklenim işlemi çerçevesinde satın aldığı sermaye piyasası araçlarının fiyatında düşüş oluşmasını önleme düşüncesine dayanmaktadırlar. Dolayısıyla da, herhangi bir yüklenim ediminin söz konusu olmadığı en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde bu tip düzenlemelere yer verilmesi fazlaca rastlanılan bir uygulama değildir⁷⁹¹.

⁷⁹¹ Ancak bu ifademiz, en iyi gayret aracılığının söz konusu olduğu hallerde belirli süre ile halka arz yasağı öngören düzenlemelere hiç yer verilmediği şeklinde anlaşılmalıdır. Uygulamada, ihraççı tarafından gerçekleştirilen hisse senedi halka arzı işlemlerinde, en iyi gayret aracılığı söz konusu olsa dahi ihraççının pay sahiplerinden bu yönde taahhüt alınmaktadır. Bu şekilde, ihraççı tarafından gerçekleştirilen halka arz ile eş zamanlı olarak ihraççının pay sahipleri tarafından ikinci bir halka arzın gerçekleştirilmesi ve bu nedenle satış sürecinde başarısızlığa uğranılması olasılıklarının önüne geçilmek istenmektedir. Aracı kuruluşlar ücretlerini gerçekleştirdikleri satış üzerinden elde ettiklerinden, ihraççının pay sahiplerinden bu yönde bir taahhüt almak suretiyle, halka arz sürecinde olası bir ortak satışı ile karşılaşmayacağından emin olmak istemektedirler. Aynı olasılığın bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık işlemleri bakımından da geçerli olduğu ve bu sözleşmelerde kullanılan halka arz yasağına yönelik hükümlerin, pay sahiplerinin olası bir eş zamanlı halka arz gerçekleştirmesini önleme düşüncesine dayanabileceğinin altı çizilmelidir.

ABD uygulamasında yeni halka arz yasağına ilişkin süre genellikle altı ay olarak belirlenmektedir⁷⁹². Altı aylık sürenin Türk uygulamasında da benimsendiği ve yaygın bir şekilde kullanıldığı söylenebilir. Hisse senedi halka arzlarında, belirli süre ile yeni bir halka arzda bulunulmayacağına ilişkin taahhüt genellikle hem ihraççıdan hem de ihraççının pay sahiplerinden alınmaktadır. ABD uygulamasında ise, anılan taahhüdü yapan pay sahiplerinin, taahhüdün geçerli olduğu süre boyunca saklanması amacıyla sahibi buldukları hisse senetlerini yeddiemine tevdi etmeleri gibi bir ek önlem de söz konusu olabilmektedir⁷⁹³.

B. Aracı Kuruluşun Borçları

1. Aracı Kuruluşun Asli Edim Yükümlülükleri

Halka arza aracılık sözleşmelerinde aracı kuruluşların üç asli ediminin bulunduğu kabul edilmektedir. Bunlar; halka arz sürecinin organize edilmesine yönelik olarak danışmanlık hizmeti verilmesi, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmı ya da tamamına ilişkin olarak yüklenimde bulunulmasıdır⁷⁹⁴. Halka arz sürecinin organize edilmesine yönelik olarak danışmanlık hizmeti verilmesi, her üç tip aracılık sözleşmesi bakımından da söz konusu olan bir edimdir. Buna karşılık, sermaye piyasası araçlarının satılmayan kısmı ya da tamamına ilişkin olarak yüklenimde bulunulması borcu, yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinde (en iyi gayret aracılığı sözleşmesinde) bahis konusu olmamaktadır. Sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etme borcu ise tümünü yüklenim türü sözleşmeler bakımından geçerli olmayacaktır. Zira, tümünü yüklenim türü sözleşmelerde aracı kuruluş sermaye piyasası araçlarını ihraççı ya da pay sahibinden satın alarak kendi adına ve hesabına halka sattığından; satış sürecine aracılık edilmesi söz konusu değildir. Aracı kuruluş, bu ihtimalde satışı bizatihi kendi adına gerçekleştirmekte ve satıcı konumunda bulunmaktadır.

⁷⁹² **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 148; **Bochner/Finseth**, s. 20.

⁷⁹³ **Halperin**, s. 485.

⁷⁹⁴ **Karyotis**, s. 57; **Üreten**, s. 44-45.

a. Danışmanlık Hizmeti Verme

aa. Genel Olarak

Aracı kuruluşlar, sermaye piyasaları hakkındaki bilgi ve tecrübeleri çerçevesinde halka arz süreçlerini organize etmekte, satış işleminin mevzuata uygun biçimde ve doğru bir zamanlama ile gerçekleştirilmesini sağlamaktadırlar. Bu bakımdan, söz konusu kuruluşların, halka arz sürecinin başlangıcından, hattâ halka arz fikrinin olgunlaşmasından itibaren belirleyici rol oynadıkları ve ihraççıları yönlendirdikleri ifade edilebilir. Bu kuruluşlar; tercih edilmesi gereken finansal enstrümanın tespiti, ihracın büyüklüğünün, ihraç olunacak sermaye piyasası aracının fiyatının (ya da bir borçlanma senedi söz konusu ise faiz oranının) ve satış zamanlamasının belirlenmesi gibi son derece hassas ve teknik finansal konularda, piyasa koşullarına hakim uzman kuruluşlar olarak ihraççılara danışmanlık hizmeti vermektedirler⁷⁹⁵. Özellikle ihraç edilecek sermaye piyasası araçları için piyasa tarafından kabul edilebilecek bir fiyatın tespiti, yani fiyatlandırma süreci aracı kuruluşların en önemli fonksiyonlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır⁷⁹⁶. Halka arzın başarısı üzerinde, zamanlama da en az fiyat kadar önemli bir etken oluşturmaktadır⁷⁹⁷. İşte aracı kuruluşlar, finansal uzmanlıkları çerçevesinde; doğru zamanda, doğru fiyatla, doğru finansal enstrümanın (sermaye piyasası aracının) satılmasını sağlayarak halka arz sürecini yapılandırmaktadırlar⁷⁹⁸.

⁷⁹⁵ **Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger**, no. 55.1.2 ve 55.2.4; **Prentice**, s. 438; **Karyotis**, s. 57; **Üreten**, s. 63.

⁷⁹⁶ **Üreten**, s. 64.

⁷⁹⁷ **Vagts**, s. 176. Bilindiği üzere, hisse senedi ihraçlarındaki genel eğilim, halka arzların piyasaların yükselişte olduğu dönemlerde gerçekleştirilmesi yönündedir (**Bartlett**, Vol: I, s. 314).

⁷⁹⁸ İhraççının fon gereksinimini karşılamak amacıyla kullanılacak uygun finansal enstrümanın belirlenmesi son derece önemli bir konudur. Şayet daha önceden halka açılmış ve hisse senetleri borsaya kote edilmiş bir şirket söz konusu ise; bu ortaklığın hisse senetlerinin borsada gerçek değerlerinin altında bir fiyatla işlem gördüğü düşünülmeğe, hisse senedi değil borçlanma senedi ihraç edilmesi yoluna gidilecektir. Ancak hisse senetlerinin borsa fiyatının gerçek değerlerinin üzerine çıktığı düşünülmeğe ise, bu defa da borçlanma senedi ihracı değil hisse senedi ihracı daha rasyonel bir tercih olacaktır. Aslında, yeni bir halka arz yapılacağı yönündeki duyuruların genellikle hisse senetlerinin borsa fiyatında düşüşe neden olmasının gerekçesi de burada ortaya çıkmaktadır. Yeni bir halka arz yapılacağı duyurusu üzerine, kurumsal yatırımcılar, ortaklık yönetiminin hisse senetlerinin borsa değerinin gerçek değerlerinin üzerine çıktığı düşüncesinde bulunduğunu varsaymakta ve bu durum da senet üzerinde satış baskısı yaratmaktadır (**Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 94-95). Daha önceden bir halka arz gerçekleştirerek hisse senetlerini borsaya kote ettirmemiş ortaklıklar bakımından ise, uygun finansal enstrüman, ihraççının tercihleri ve ihtiyaç duyduğu fon miktarı dikkate alınarak belirlenmektedir. Bu verilerin yanısıra, piyasaların genel durumu da finansal enstrümanın belirlenmesi aşamasında belirleyici olmaktadır. Örneğin faizlerin yüksek seyretmesi durumunda, borçlanma maliyeti yüksek olacağından borçlanma senedi ihracına sıcak bakılmayacaktır.

Aracı kuruluşların bu sürecin organizasyonuna ilişkin rolleri finansal danışmanlık hizmeti ile de sınırlı kalmamaktadır. Bu kuruluşlar, mevzuata uyum sağlanması amacıyla ihraççı ortaklığın esas sözleşmesinde değişiklik yapılması ya da başkaca işlemlerin gerçekleştirilmesi gerekmekte ise, bu konularda da yönlendirici rol oynamaktadırlar. Ayrıca, izahname ve sirkülerin hazırlanması sürecine de yasal sistem gereği aktif olarak katılmakta ve izahname içeriğinden doğan sorumluluğu ihraççı ile paylaşmaktadırlar. Bunun yanısıra, ihraççı tarafından yetkilendirilmeleri halinde, sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına ve borsa kotuna alınması için başvuruda bulunulmasına yönelik işlemleri de bizzat gerçekleştirmekte ve takip etmektedirler⁷⁹⁹.

Görüldüğü üzere, aracı kuruluşlar, halka arz sürecinin organize edilmesi aşamasında danışmanlık hizmeti sunmak suretiyle bu sürecin yapılandırılmasında önemli bir rol üstlenmektedirler. Danışmanlık sözleşmeleri vekalet akdi niteliğinde kabul edildiklerinden⁸⁰⁰, her üç tür halka arza aracılık sözleşmesi bakımından da, vekalet akdi hükümlerinin aracı kuruluşun bu edimine kıyasen uygulanmaları gerekecektir. Aracı kuruluşun halka arz sürecinin organize edilmesine ilişkin tüm faaliyetlerini detaylı olarak incelemek mümkün olmamakla birlikte, arz ettiği önem nedeni ile fiyatın belirlenmesine ilişkin süreç üzerinde ayrıntılı olarak durma ihtiyacı hissetmekteyiz.

ab. Fiyatın Tespiti

Yüklenimli aracılık sözleşmelerinde, sermaye piyasası araçlarının fiyatının tespiti aşamasında ihraççı (ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi) ile aracı kuruluş arasında kaçınılmaz olarak bir menfaat çatışması ortaya çıkmaktadır. İhraççı ortaklık sermaye piyasası araçlarının fiyatının olabildiğince yüksek olarak belirlenmesini isterken; aracı kuruluş, yüklenimde bulunmuş olması nedeniyle fiyatın mümkün mertebe düşük tutulmasını tercih edecektir⁸⁰¹. İşte, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in

⁷⁹⁹ İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 6. maddesinin son fıkrası ve Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin (RG. 19.2.1996, S. 22559) md. 30/III hükümleri uyarınca, kotasyon ve hisse senetleri piyasasında halka arz başvuruları, ihraççılar tarafından yetkilendirilen aracı kuruluşlar tarafından da yapılabilmektedir.

⁸⁰⁰ **Tandoğan**, C. II, s. 36-362 dpn. 29; **Gümüş**, s. 240.

⁸⁰¹ **Selami Şengül**, Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları, Ankara 2002, s. 62. Aslında aynı problem yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri bakımından da karşımıza çıkmaktadır. Aracı

40. maddesinin (e) bendi ile, aracı kuruluşlara halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde azami özeni gösterme yükümlülüğü getirilmesinin sebebi de budur. Aracı kuruluşlar, Tebliğ’de yer verilen bu düzenleme ile, sermaye piyasası araçlarının fiyatını gerçek değerlerine uygun olarak belirleme yükümlülüğü altında bırakılmaktadırlar. Böylelikle, bir yandan aracı kuruluşlar ile ihraççılar arasındaki olası menfaat çatışmalarını gidermek hedeflenmekte; diğer yandan ise satışı yapılacak olan sermaye piyasası araçlarını satın alacak yatırımcıların çıkarları gözetilmektedir. Değinen hüküm gereğince, aracı kuruluşlar, yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri de dahil olmak üzere, ihraççıların sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerinin üzerinde bir bedelle satılması yönündeki taleplerine karşı çıkmak durumundadırlar. Ancak, kendileri de, yüklenimde bulunmaları nedeniyle bu araçların gerçek değerlerinin altında bir bedelle satılması yönünde talepte bulunmamalıdırlar. Aksi takdirde, yani aracı kuruluş ihraççıyı sermaye piyasası araçlarını gerçek değerlerinin altında bir bedelle satmaya yönlendirecek olursa, özen borcunun ihlali nedeniyle ihraççı ortaklığa karşı sorumlu duruma düşebilecektir.

Buna karşılık, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerinden bir miktar düşük bir bedelle satılmaları, alım avantajı sağlanarak talebin artırılması ve aktif bir ikinci el piyasası yaratılması amaçları doğrultusunda aracı kuruluşlar tarafından sıkça tavsiye edilen bir pazarlama stratejisidir⁸⁰². Pazarlama aşamasında kolaylık sağlanması düşüncesi ile sermaye piyasası araçlarının gerçek değeri üzerinden yapılan bu tür indirimler, olağan ve ticari yaşamın akışına uygundur. Önemli olan, sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerinin üzerinde bir bedelle satılması sonucunda yatırımcıların ya da gerçek değerlerinin ciddi oranda altında bir bedelle satılması sonucunda ihraççının zarara uğramamasıdır⁸⁰³. Bu

kuruluşlar, pazarlama kolaylığı sağlamak amacıyla yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinde de fiyatı düşük olarak belirleme eğilimi taşırken, ihraççılar toplayacakları fonu artırabilmek için fiyatın mümkün mertebe yüksek olarak belirlenmesini istemektedirler.

⁸⁰² **Malscrido/Watter**, s. 86.

⁸⁰³ Sermaye piyasası araçlarının satış fiyatının gerçek değerlerinin üzerinde belirlenmesi (“overpricing”), kurumsal yatırımcıların zarara uğramaları olasılığını yarattığından aracı kuruluşun piyasadaki itibarı üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır (**Fields/Fraser**, s. 71 dnp. 6; **Tomczyk**, s. 251; **Gompers/Lerner**, s. 7). Bir konsorsiyumun söz konusu olduğu hallerde, bu olumsuz etki fiyatlama işlemini gerçekleştiren lider aracı kuruluşun itibarı üzerinde ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının fiyatının gerçek değerlerinin altında belirlenmesi halinde ise (“underpricing”), bir itibar kaybı söz konusu olmamasına karşın, bu defa da müşterinin kaybedilmesi olasılığı ortaya çıkmaktadır.

itibarla, aracı kuruluşlar, finansal piyasalardaki bilgi ve tecrübeleri ile kendileri, yatırımcılar ve ihraççı arasında fiyatlama konusunda ortaya çıkan menfaat çatışmalarını çözmek üzere görevlendirilmiş uzman kuruluşlar olarak düşünülebilirler⁸⁰⁴.

Halka arz işleminin doğası gereği, sermaye piyasası araçlarının fiyatı (ya da borçlanma senedi söz konusu ise faiz oranı) üzerindeki son söz hakkı, ihraççı ortaklık ya da pay sahibine aittir. Zira, halka arzı gerçekleştirip gerçekleştirilmeme konusundaki nihai karar satışı yapacak ihraççı ya da pay sahibine ait bulunmaktadır. Ancak bu durum, ihraççı ortaklığın belirli bir fiyatı aracı kuruluşa dikte ettirebileceği anlamına gelmemektedir. Böyle bir durumda, Tebliğ'in 40. maddesinin (e) bendi gereğince aracı kuruluşun aracılıktan çekilme ve şayet daha önce imzalanmış ise, aracılık sözleşmesini feshetme hakkının bulunduğu kabul edilmelidir. Son sözün ihraççıya ait olmasına karşın, aracı kuruluşların da teknik bilgi ve uzmanlıkları çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının gerçek değerinin belirlenmesinde etkin rol oynadıkları ve fiyatın, uygulamada *de facto* ihraççı ile aracı kuruluş tarafından müştereken belirlendiğinin belirtilmesi yerinde olacaktır. Yerleşik uygulama, halka arza esas olacak şirket değerinin bir fiyat aralığı ("bant") olarak belirlenmesi ve taraflara, fiyatın bu bandın dışına çıkması durumunda sözleşmeyi tek yanlı olarak feshetme imkânı tanınması yönündedir.

Bu noktada, satış fiyatının belirlenmesi sürecindeki aşamalara da değinmek gerekmektedir. Ortaklık senetlerinin fiyatlandırılması, borçlanma senetlerine oranla daha zorlu bir süreçtir⁸⁰⁵. Zira, borçlanma senetlerindeki prosedür faiz oranının tespit edilmesinden ibarettir. Bu oranın tespiti için ise, piyasada cari olan faiz oranları gibi oldukça objektif bir kriter mevcuttur. Oysa ki, ortaklık senetlerinin fiyatlarının belirlenmesi bakımından, halka arzı gerçekleştiren ortaklığın hisse senetlerinin daha önceden borsaya kote edilmiş olması ve bu nedenle bir borsa değeri bulunması olasılığı hariç olmak üzere, bu tür objektif kriterlerden bahsedebilmek mümkün değildir. Fiyat, ihraççı ortaklığa ilişkin subjektif verilerden hareketle belirlenmek

Çünkü, düşük fiyatlama nedeniyle ciddi oranda fon kaybeden ihraççının aracı kuruluş ile yeniden çalışma olasılığı azalmaktadır.

⁸⁰⁴ Bu sebeple, fiyatlama faaliyetinin, yüklenim ile birlikte aracı kuruluşların iki temel fonksiyonundan birini oluşturduğu ifade edilmektedir (**How/Yeo**, s. 369).

⁸⁰⁵ **Lombardini**, s. 410.

durumundadır. Fiyatlama esnasında dikkate alınan bu kriterler arasında; ortaklığın varlık/borç oranı, ciro ve net satış tutarları, verimlilik ve karlılığı, içinde bulunduğu sektörün durumu ve ortaklığın bu sektör içerisindeki payı, yatırımları, gelişme potansiyeli ve faaliyette bulunduğu toplam zaman dilimi sayılabilir⁸⁰⁶. Bunlar ve benzeri kriterler fiyat tespit yöntemleri çerçevesinde değerlendirilmekte ve piyasa koşulları da dikkate alınarak fiyatlama işlemi yapılmaktadır⁸⁰⁷.

Fiyat tespit yöntemlerini kapsamlı olarak incelemek bu çalışmanın amacını aşabileceğinden, sadece hisse senedi ihraçlarında kullanılan başlıca yöntemlere değinmekle yetineceğiz⁸⁰⁸. En objektif fiyat tespit yöntemi olarak “borsa değeri” yöntemi gösterilebilir. Bu yöntemde, halka arz olunacak olan hisse senetlerinin fiyatı, aynı ortaklığın borsada işlem gören senetlerinin fiyatı baz alınarak belirlenmektedir. Fakat bu yöntem, takdir edileceği üzere ancak daha önceden hisse senetlerini borsaya kote ettirmiş bulunan ortaklıklar tarafından gerçekleştirilen ihraçlarda kullanılabilir. Özellikle halka açılma işlemlerinde sıkça kullanılan yöntem ise “piyasa çarpanları yöntemi”dir. Bu yöntemde, halka açılacak olan ortaklığın piyasa değeri, belirli değişkenler esas alınmak suretiyle, hisse senetleri borsada işlem gören (genellikle aynı sektöre ait) bir başka ortaklığın piyasa değerinden hareketle hesaplanmaktadır. Burada kullanılan değişkenler ise fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/net satışlar oranı ya da piyasa değeri/defter değeri oranı olmaktadır. Söz konusu yöntemde, örneğin halka açılacak ortaklık ile hisse senetleri borsada işlem gören model ortaklığın fiyat/kazanç oranları kıyaslanmakta ve halka açılacak ortaklığın değeri, model ortaklığın piyasa değeri üzerinden hesaplanabilmektedir. Günümüzde çok kullanılan bir başka fiyat tespit yöntemi ise “indirgenmiş nakit akımları” yöntemidir. Bu yöntemde, bir şirketin değerinin gelecekte belirli bir süre boyunca elde edeceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayılmakta ve uygun bir iskonto oranı uygulanarak yapılan hesaplama sonucunda ulaşılan meblağdan hareketle halka arz edilecek hisse senetlerinin fiyatları

⁸⁰⁶ **Van der Goot**, s. 132. Ortaklığın faaliyette bulunduğu zaman diliminin uzun olması finansal verilerin nispeten fazla olmasını sağlamakta, bu verilerin güvenilirliğini artırmakta ve ortaklığın ticari faaliyetinin gelişim sürecinin analizini kolaylaştırmaktadır.

⁸⁰⁷ **Prentice**, s. 440.

⁸⁰⁸ Hisse senedi değerlendirme yöntemleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Ataman/Kibar**, s. 89 vd.; **A. Gültekin Karaşin**, Sermaye Piyasası Analizleri, Ankara 1986, s. 30 vd.; **Akbulak/Akbulak**, s. 117-119.

belirlenmektedir⁸⁰⁹. Bu üç yöntemin yanısıra, hisse senetlerinin fiyatını ihraççı ortaklığın “net aktif değeri” ve “defter değeri” üzerinden hesaplayan iki ayrı yöntem daha mevcuttur. Ancak özellikle defter değeri yöntemi günümüzde pek kullanılmamaktadır.

Hangi fiyat tespit yönteminin kullanılacağına taraflarca birlikte karar verilmesi gerekir. Aracı kuruluş, seçilecek yöntemi tek başına belirlemeye yetkili değildir. Ancak piyasalar hakkında sahip olduğu bilgi ve tecrübe nedeniyle, aracı kuruluşun yöntemin tespitinde yönlendirici rol oynayacağı vurgulanmalıdır. Özellikle bazı sektörlerde ait ortaklıklar bakımından belirli fiyat tespit yöntemlerinin benimsenmesi konusunda ağırlık kazanmış uygulamalar bulunabilmektedir. Sermaye piyasası araçlarını “satılabilir” kılacak bir fiyat belirlenmeye çalışıldığından, aracı kuruluşların piyasalarda yerleşik uygulamalar hakkındaki tavsiyeleri önem arz edecektir. Aksi takdirde, yanlış fiyat tespit modellerinin benimsenmesi sonucunda yüksek fiyatlama yapılması ve buna bağlı olarak halka arzın başarısızlıkla sonuçlanması tehlikesi ortaya çıkabilecektir.

Sayılan bu yöntemlerden uygun görülen birinin kullanılması sonucunda, halka arz edilecek hisse senetleri için bir fiyat aralığı belirlenmekte ve bu noktadan sonra kurumsal yatırımcılardan talep toplanması aşamasına geçilmektedir. Kurumsal yatırımcıların ilgisi, özellikle yüksek miktarda halka arz işlemlerinin başarılı olabilmesi bakımından hayati önem taşımaktadır⁸¹⁰. Bu nedenle, fiyatın tespiti aşamasında kurumsal yatırımcılarla temasa geçilerek bu kurumların talepleri toplanmaktadır. ABD kökenli bir uygulama olan ve “*book-building*” adı ile anılan bu talep toplama süreci içerisinde, kurumsal yatırımcılar ihraç edilen sermaye piyasası araçları ve ihraççı hakkında “*road show*” adı verilen toplantılar vasıtasıyla bilgilendirilmekte ve bu kuruluşlardan, belirlenmiş olan fiyat aracılığı içerisinde, hangi fiyattan ne miktarda alım yapabileceklerini bildiren talepler toplanılmaktadır⁸¹¹. Ancak kurumsal yatırımcılar tarafından bu aşamada bildirilen talepler hukuken

⁸⁰⁹ Akbulak/Akbulak, s. 119.

⁸¹⁰ Sackman/Coltman, s. 21.

⁸¹¹ Sackman/Coltman, s. 28; Mahoney, s. 24. ABD Hukuku’nda “book-building” olarak isimlendirilen bu uygulama, mevzuatımıza Seri: I No: 26 sayılı Tebliğ’in md. 13 vd. hükümleri ile “ön talep toplama” adıyla ithal edilmiştir.

bağlayıcı nitelik taşımazlar⁸¹². Dolayısıyla, “*book-building*” süreci, hukukî bir bağlayıcılığı olmayan, halka arza yönelik ilgiyi ölçmeyi ve muhtemel alıcılarla temasa geçmeyi hedefleyen bir nabız yoklama süreci olarak değerlendirilebilir. Bu sürecin sonunda, kurumsal yatırımcılardan gelen alım talepleri dikkate alınarak, olabildiğince fazla sayıda sermaye piyasası aracı satılmasını ve mümkün olduğunca fazla fon elde edilmesini sağlayacak bir satış fiyatı tespit edilmektedir. Böylece, satış fiyatı bakımından kurumsal yatırımcıların beklenti ve tutumlarının belirleyici olması sağlanmakta ve bu şekilde, halka arzın başarısızlığa uğraması olasılığı da azaltılmaktadır⁸¹³.

Yukarıda da belirtildiği üzere, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının fiyatı, açıklanan bu süreç dahilinde ihraççı ve aracı kuruluş tarafından müştereken belirlenmektedir. Kural olarak, Kurul’un sermaye piyasası araçlarının satış fiyatına müdahalede bulunmak gibi bir yetkisi yoktur. Bu durumun tek istisnası ise SPKn. md. 7/I hükmünde yer almaktadır. Söz konusu hükme göre, Kurul; sermaye artırımlarında kullanılmayan rüçhan haklarına tekabül eden payların piyasa değerinin nominal değerlerinin üzerinde olduğunu saptaması halinde, bunların primli fiyattan satılmasını isteyebilmektedir⁸¹⁴.

b. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışına Aracılık Yapma

Aracı kuruluşların halka arza aracılık sözleşmesinden doğan ikinci asli edimleri, sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etme borcudur. Bu borç, en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim sözleşmeleri bakımından geçerli olup; tümünü yüklenim sözleşmelerinde, aracı kuruluşlar satış işlemi kendi adları ve hesaplarına gerçekleştirdiklerinden söz konusu değildir. Halka arza aracılık sözleşmelerinin hukukî niteliklerine ilişkin tespitlerimiz doğrultusunda, aracı kuruluşların iş görme edimi niteliğindeki bu borcuna da vekalet hükümlerinin kıyasen uygulanması gerektiği düşüncesindeyiz.

⁸¹² Sackman/Coltman, s. 28.

⁸¹³ Sackman/Coltman, s. 28.

⁸¹⁴ Karababa, bu hüküm vasıtasıyla, ihraççı ortaklıkların kullanılmayan rüçhan haklarına ilişkin payları tahsisli satış yoluyla gerçek değerinden düşük bir bedelle belirli kimselere satmaları olasılığının önüne geçilmeye çalışıldığını; ayrıca, olası fiyat dalgalanmalarının da önlenmiş olduğunu ve çeşitli menfaat grupları ile yatırımcılar arasında denge sağlandığını ifade etmektedir (s. 90).

Aracı kuruluşlar, satışa aracılık etme yönündeki edimlerinin doğal bir sonucu olarak, BK md. 392 hükmü gereğince; satış işleminden elde edilen hasılatı, satılmayan sermaye piyasası araçlarını ve halka arz süreci içerisinde ihraççı tarafından sağlanan ya da resmi makamlar tarafından kendilerine teslim olunan belgeleri ihraççıya iade etmekle mükelleftirler. Fakat ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin kendi edimini yerine getirmemesi halinde, tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme söz konusu olduğundan; aracı kuruluşun, muaccel olan borcunu yerine getirmeyen ihraççıya karşı iadededen kaçınma amacıyla ödemezlik def'inden yararlanma imkânı bulunduğu unutulmamalıdır⁸¹⁵. Bunun yanı sıra, aracı kuruluş, aracılık ücreti ödenene değin, satılmayan sermaye piyasası araçları ile halka arzla ilgili olarak ihraççı tarafından kendisine sağlanan ya da resmi makamlardan alınan diğer belgeler üzerinde MK md. 950 hükmü çerçevesinde hapis hakkı kullanma imkânına da sahip bulunmaktadır⁸¹⁶.

Aracı kuruluşun, iade yükümlülüğünü yerine getirmeden önce 4487 sayılı Kanun ile değişik SPKn. md. 46 (h) hükmü çerçevesinde tedrici tasfiyeye girmesi ya da iflas etmesi hallerinde, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin, satılmayan sermaye piyasası araçları bakımından BK md. 393/II- III hükümlerinden yararlanıp yararlanamayacağı, diğer bir anlatımla ayırma hakkını kullanıp kullanamayacağı öğretide tartışılmıştır⁸¹⁷. Aracı kuruluşların, sermaye piyasası araçlarının satışı sürecinde kendi adlarına ihraççı hesabına hareket etmelerine hukuk tekniği bakımından bir engel bulunmadığını; ancak bunun teorik bir imkândan öteye geçemeyeceğini, zira uygulamada satış işleminin hemen daima ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin nam ve hesabına yapılmasının kararlaştırıldığını yukarıda belirtmiştik⁸¹⁸. Aracı kuruluşların kendi adlarına ihraççı hesabına hareket ettikleri istisnai durumlarda, satılmayan sermaye piyasası araçları bakımından ayırma hakkının kullanılabilmesine ilişkin görüş tarafımızdan da paylaşılmaktadır⁸¹⁹.

⁸¹⁵ **Guggenheim**, s. 89; **Ramoni**, s. 279; **Tandoğan**, C. II, s. 532, **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 91-92; **Taşkın**, s. 91.

⁸¹⁶ **Tandoğan**, C. II, s. 504; **Ramoni**, s. 279. Zira bu ihtimalde, aracı kuruluşun ihraççının rızası ile zilyetliği altında bulundurduğu satılmayan sermaye piyasası araçları ve halka arzla ilgili belgeler ile ücret alacağı arasında, MK md 950 anlamında “bağlantı” mevcuttur.

⁸¹⁷ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 90- 91; **Nobel**, s. 763.

⁸¹⁸ Bkz. yuk. II, A.

⁸¹⁹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 91. Buna karşılık, satışa ilişkin hasılat üzerinde; iadesi söz konusu olan bir para borcu olduğundan ve bu meblağ aracı kuruluşa ait paralar ile karıştığından, ayırma

Ancak aracı kuruluşlar çoğunlukla ihraççı nam ve hesabına hareket ettiklerinden bu yönde bir tartışmaya genellikle gerek kalmayacak ve ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, satılmayan sermaye piyasası araçları üzerinde, bu araçların mülkiyeti halen kendisine ait bulunduğundan istihkak iddiasında bulunabilecektir⁸²⁰. Buna karşılık, satış hasılatı ihraççı adına açılan bir hesapta toplanmamış, yani hasılatı oluşturan paralar aracı kuruluşa ait paralar ile karışmış ise; söz konusu kuruluşun iflas ya da tedrici tasfiyeye girmesi ihtimalinde, bu meblağ için ancak garameye giren bir alacak hakkı ileri sürülebilecektir⁸²¹. Bu nedenle, uygulamada akdedilen sözleşmelerde satışı yapılan sermaye piyasası araçlarının bedellerinin en kısa sürede ihraççı adına açılmış hesaplara intikalini sağlayan düzenlemelere yer verilmektedir.

c. Sermaye Piyasası Araçlarının Bedellerini Ödeme

Sözleşmenin türüne göre halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tümünü ya da satılmayan kısmını satın alma ve bu araçların bedellerini ödeme borcu, yüklenimli aracılık sözleşmelerine özgü bir borç olup yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinde söz konusu değildir. Hemen belirtelim ki, aracı kuruluşların bu edimine, takdir edileceği üzere, menkul mal satımına ilişkin BK md. 182-212 ve ticari satıma ilişkin TTK md. 25 hükümleri kıyasen uygulanmak gerekecektir.

Tebliğ'in 38. maddesinin III. fıkrasında bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türlerinin tanımı verilirken, aracı kuruluşlar tarafından satın alınacak sermaye piyasası araçlarının bedellerinin tam ve nakden ödeneceği belirtilmektedir. Anılan hüküm, aracı kuruluşların, ihraç ya da halka arzına aracılık ettikleri sermaye piyasası araçlarının türü ne olursa olsun, bu araçların bedelini mutlaka tam ve nakden ödemek durumunda buldukları şeklinde algılanmaya müsait bir biçimde kaleme alınmıştır. Oysa ki, böyle bir yorumu kabul etmek doğru olmaz. Söz konusu hüküm, aslında SPKn. md. 7/III c. 1 hükmünde öngörülen tam ve nakden ödeme ilkesi paralelinde getirilmiş bir düzenlemedir. Şu halde, aracı kuruluşlar tarafından satın alınacak sermaye piyasası araçları bakımından tam ve nakden ödeme kuralının

hakkının kullanılabilmesine olanak yoktur (**Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 90; **Tandoğan**, C. II, s. 536). Fakat satış hasılatı aracı kuruluş adına bir bankaya yatırılmış ise, ihraççı, BK md. 391/I'de öngörülen yasal temlik hükümlerinden yararlanabilecektir.

⁸²⁰ **Tandoğan**, C. II, s. 500.

⁸²¹ **Tandoğan**, C. II, s. 500.

uygulanması; ancak ve ancak, hisse senetlerinin ya da Kurul tarafından ilkenin uygulama alanı içerisine alınan başkaca bir sermaye piyasası aracının halka arz edilmesi halinde söz konusu olacaktır⁸²². Yoksa, tam ve nakden ödeme ilkesine tabi bulunmayan bir sermaye piyasası aracının halka arzına aracılık eden bir aracı kuruluşun, sırf aracılık faaliyetinde bulunuyor diye bu araçların bedelini tam ve nakden ödemek zorunda kalacağı düşünülmemelidir. Ayrıca, tam ve nakden ödeme ilkesi halka arz yolu ile yapılan satışlara hasredildiğinden; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satış işlemlerine aracılık eden aracı kuruluşların, bu tür satışın konusunu oluşturan sermaye piyasası araçlarının bedellerini tam ve nakden ödemek gibi bir yükümlülük altında bulunmadıkları da ifade edilmelidir. Aynı gerekçe ile, ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde aracılık rolünü üstlenen aracı kuruluşların da, bu piyasada halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının bedellerini tam ve nakden ödemek gibi bir yükümlülük altında bulunmadıkları sonucuna ulaşmak gerekecektir. Zira, ikinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemleri de tam ve nakden ödeme ilkesinin uygulama alanı dışında kalmaktadır. Bu ihtimallerde, sermaye piyasası araçlarının bedellerinin niteliği ve ödenme şekli, bu araçları halka arz edecek kişi ya da kurum ile aracı kuruluş arasında istenildiği şekilde kararlaştırılabilmelidir.

Dolayısıyla, aracı kuruluşların, yalnızca tam ve nakden ödeme ilkesine tabi kılınan sermaye piyasası araçlarının halka arz yolu ile satışında, halka arza aracılık sözleşmesi gereği satın alacakları sermaye piyasası araçlarının bedellerini tam ve nakden ödemek ile yükümlü bulduklarının altı çizilmelidir. Buradaki tartışma; aracı kuruluşların, yüklenim taahhütleri gereğince satın almak durumunda oldukları sermaye piyasası araçlarının tam ve nakden ödenmesi gereken bedeli ile, halka arza aracılık sözleşmesinden kaynaklanan alacaklarını takas etme imkânlarının bulunup

⁸²² Anılan hükümde yalnızca hisse senetlerinden söz edilmesine karşın, Kurul; sermaye piyasası araçlarının ihraç, halka arz ve satış şartlarını düzenleme ve denetleme yetkisini kendisine tanıyan 3794 sayılı Kanun md. 18 ile değişik SPKn. md. 22 (a) hükmüne dayanarak, ilkenin uygulama alanını, hisse senetleri dışında kalan bazı sermaye piyasası araçlarını da kapsayacak şekilde genişletmiştir. Kurul tarafından yapılan düzenlemeler gereğince, tam ve nakden ödeme ilkesi; yatırım fonları, borsa yatırım fonları ve kar zarar ortaklığı belgelerinin halka arz edilmeleri halinde de uygulama alanı bulmaktadır. Kurul, katılma intifa senetleri bakımından ise yalnızca nakit karşılığı olarak çıkarılma zorunluluğu öngörmüş, bu senetlerin bedellerinin halka arz esnasında vadeye bağlanılmaksızın tam olarak ödenmesi gibi bir zorunluluk getirmemiştir (Tam ve nakden ödeme ilkesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. yuk. I. Bölüm, II, G, 3, d).

bulunmadığı noktasında ortaya çıkmaktadır. Konuya ilişkin olarak öğretilerde farklı görüşler mevcuttur.

Yasaman, Manavgat ve *Ünal*; aracı kuruluşların, tam ve nakden ödemek durumunda buldukları sermaye piyasası araçlarının bedeli ile, halka arza aracılık sözleşmesinden doğan ücret ve masraflara ilişkin alacaklarını takas edebilecekleri yönünde görüş bildirmektedirler⁸²³.

Karşıt görüş ise *İnceoğlu*'na aittir⁸²⁴. Yazar, tam ve nakden ödeme ilkesini öngören SPKn. md. 7/III hükmünün kesin ifadesi karşısında, aracı kuruluşların halka arza aracılık sözleşmesinden doğan alacakları ile sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme borçlarını takas etmelerinin mümkün gözükmediğini belirtmektedir.

Kanımızca, aracı kuruluşların halka arza aracılık sözleşmesinden doğan alacakları ile bu sözleşmeden doğan yükümlülükleri gereğince satın almak durumunda buldukları sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme yönündeki borçlarını takas etmelerine herhangi bir engel bir yoktur. Burada, BK md. 123 hükmünde belirtilen takası kabil olmayan alacaklardan herhangi biri söz konusu değildir. SPKn. md. 7/III c. 1 hükmünde ifadesini bulan tam ve nakden ödeme kuralının aynı zamanda takası kabil olmayan bir alacak ihdas ettiğini ve aracı kuruluşların takas imkânını kaldırma amacını güttüğünü ileri sürmek ise, kanımızca ilkenin öngörülme amacını aşan bir yorum olacaktır. Nitekim, uygulamada, aracı kuruluşlara takas hakkını açıkça tanıyan hükümlere aracılık sözleşmelerinde yer verildiği görülmektedir.

İngiliz Hukuku'nda, aracı kuruluşun yüklenim taahhüdünün gereğini yerine getirmemesi durumunda mahkemece aynen ifaya mahkum edilip edilemeyeceği konusunda bir ayırım bulunmaktadır. 1985 tarihli *Companies Act*'in sec. 195 hükmü, borçlanma senedi ihracına ilişkin aracılık sözleşmeleri bakımından bu imkânı

⁸²³ *Yasaman*, s. 110; *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 90; *Ünal*, Aracı Kurumlar, s. 288. Aynı görüşte bkz. *Mustafa Özçam*, Birincil ve İkincil Piyasalar ile Aracılık Yükleniminin Genel Olarak Açıklanması ve Bunların Mevzuattaki Düzenlemesi, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu No. 1, Ankara 1988, s. 35.

⁸²⁴ *İnceoğlu*, s. 111.

tanımaktadır⁸²⁵. Buna karşılık, ortaklık senetlerinin halka arzına aracılık için akdedilen sözleşmelerde ihraççının aynen ifa talebinde bulunma imkânı mevcut değildir; ihraççı, tazminat talebi ile yetinmek durumundadır. İşte bu nedenle ihraççılar, sermaye artırımını sonucu yaratılan payların halka arzına ilişkin aracılık sözleşmelerinde; aracı kuruluşların, belirli ortaklık yöneticilerini, kendilerini temsilen iştirak taahhüdünde bulunmaya yetkili kılmalarını şart koşturmaktadırlar⁸²⁶. Bu temsil yetkisi, İngiliz Hukuku'na göre, temsilcinin menfaati doğrultusunda verilmiş bir yetki olduğundan tek taraflı olarak geri alınamamakta⁸²⁷ ve böylece akdi bir düzenleme ile aynen ifa sağlanmış olmaktadır. Türk Hukuku'nda ise, mütemerrit duruma düşen aracı kuruluşa karşı ihraççı, aynen ifa talebinde bulunma veya BK md. 106 hükmünde yer alan seçimlik haklardan yararlanma imkânına sahiptir. Ancak ihraççı bakımından avantajlı olan seçenek, çoğunlukla müspet zararın tazmini yönünde talepte bulunmak olacaktır.

2. Aracı Kuruluşun Yan Borçları

a. Talimatlara Uygun Hareket Etme

Aracı kuruluşun ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin talimatlarına uyma borcu BK md. 389/I hükmünden doğmaktadır. Ancak söz konusu hükmü aracı kuruluşun halka arz sürecinin organizasyonu aşamasında danışmanlık hizmeti verme ve satışa aracılık etme yönündeki iş görme edimlerine kıyasen uygularken dikkatli davranmak ve bu borcun sınırlarını son derece dar olarak çizmek gerekir⁸²⁸. Zira, sermaye piyasası mevzuatında yer alan emredici düzenlemeler bir çok noktada taraf iradelerinin önüne geçebilmektedir. Bu durum da, ihraççı ortaklığın vereceği talimatlarla aracı kuruluşu yönlendirme olanağını oldukça sınırlamaktadır⁸²⁹. Örneğin, halka arza aracılık sözleşmelerinin hukukî niteliği tespit edilirken de ayrıntılı olarak incelendiği üzere, izahnamenin hazırlanma süreci ve sermaye piyasası

⁸²⁵ Cranston, s. 335; Palmer's Company Law, no. 5.135; Fletcher, s. 532; Pennington, s. 358-359 dpn. 9.

⁸²⁶ Pennington, s. 358.

⁸²⁷ Keenan, s. 195; G. Brian Parker/Martin Buckley/Sir Raymond Walton, Buckley on the Companies Act, Vol: I, 14th Ed., London 1981, s. 152; Morse, s. 171.

⁸²⁸ İnceoğlu, s. 104-105.

⁸²⁹ İnceoğlu, s. 104.

araçlarının satış fiyatının tespiti konularında aracı kuruluşların tümüyle ihraççı ortaklığın talimatları ile bağlı bulduklarını kabul edebilmek mümkün değildir. Bu itibarla, ihraççının talimatlarına uyma borcunun, ancak yapılacak ilan ve reklamlar gibi sınırlı bazı alanlarda mevcut olduğunun altı çizilmelidir⁸³⁰.

Öğretide, halka arza aracılık sözleşmesine konulacak hükümlerle ihraççı ortaklığın talimat verme yetkisinin sınırlandırılabilceği, hattâ tamamen ortadan kaldırılabileceği savunulmaktadır⁸³¹. Vekalet sözleşmelerinde, kural olarak müvekkilin talimat verme hakkından önceden feragat edemeyeceği kabul edilmesine rağmen⁸³²; aracı kuruluşun halka arz sürecinin organize edilmesi ve satışa aracılık yönündeki edimlerini sui generis bir iş görme sözleşmesi olarak nitelendiren yaklaşımımız doğrultusunda, sözleşmede yer verilecek düzenlemelerle ihraççı ortaklığın talimat verme yetkisinin ortadan kaldırılmasına bir engel bulunmadığı kanısındayız.

b. İşi Bizzat Yapma

BK md. 390/III hükmü uyarınca, vekil, başkasını tevkile mezun veya halin icabına göre mecbur olmadıkça veya adet başkasını kendi yerine ikameye müsait bulunmadıkça vekaleti kendisi ifa etmeye mecburdur. Bu nedenle, aracı kuruluşlar da, kural olarak halka arza aracılık sözleşmelerinden doğan iş görme edimlerini bizzat ifa etmekle mükellef bulunmaktadırlar.

Buna karşılık, halka arza aracılık sözleşmesinde yer verilecek bir düzenleme ile, aracı kuruluşa, başkaca aracı kuruluşlar ile mevduat bankalarından oluşan bir “satış grubu” oluşturma yetkisi verilmesine herhangi bir engel bulunmamaktadır⁸³³.

⁸³⁰ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 88; **İnceoğlu**, s. 105.

⁸³¹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 105. **İnceoğlu** ise, ihraççı ortaklığın talimat verme hakkından önceden feragat etmesinin geçerli olmadığı; buna karşılık, talimat verme yetkisinin sınırlandırılmasının mümkün bulunduğu görüşündedir (s. 105). Yazara göre, aracılık sözleşmesinde yer alan halka arzın gerçekleştirilme tarzına ilişkin düzenlemeler, bir anlamda ihraççının bu konudaki talimat verme yetkisinin sınırlandırılması anlamını taşımaktadır.

⁸³² **Tandoğan**, C. II, s. 439-440; **Yavuz**, s. 591.

⁸³³ Satış grubu üyeleri, yalnızca satış işlemi esnasında devreye giren, pazarlama işlemine yardımcı olan ve sattıkları sermaye piyasası aracı miktarı üzerinden komisyon alan aracı kuruluşlardır. Dolayısıyla, satış grubu üyelerinin, halka arza aracılığı yürüten aracı kuruluşa satış aşamasında yardımcı olan alt

Zira, aracı kuruluşun, ihraççı ortaklığın onayı ile alt vekil ataması imkân dahilindedir⁸³⁴. Bu takdirde, aracı kuruluş, BK md. 391/II hükmü uyarınca yalnızca alt vekili seçmede ve ona talimat vermede kusurlu bulunduğu takdirde sorumlu olacaktır⁸³⁵. Fakat, ihraççı ortaklığın izni bulunmaksızın bir başka aracı kuruluşu alt vekil olarak atayacak olursa, atadığı alt vekilin kusuru bulunmasa dahi, BK md. 391/II hükmü çerçevesinde ihraççı ortaklığın bu nedenle uğradığı zarardan sorumlu tutulacaktır⁸³⁶. İhraççı ortaklığın, BK md. 391/III hükmünün kendisine tanıdığı imkân çerçevesinde aracı kuruluşu karşı haiz olduğu hakları alt vekillere karşı ileri sürebilme imkânına sahip bulunmasına karşın; alt vekil konumunda bulunan aracı kuruluşların ihraççı ortaklığa başvurabilmelerine imkân tanıyan bir düzenleme mevcut değildir. Bu takdirde, ancak verilen onay nedeniyle ihraççı ortaklık ile alt vekil arasında doğrudan bir akdi ilişki kurulup kurulmadığı ya da vekaletsiz iş görme hükümlerinin uygulama alanı bulup bulamayacağı tartışma konusu yapılabilecektir⁸³⁷.

vekiller olarak kabul edilebilmeleri mümkündür. Öğretideki genel eğilim de satış grubu üyelerini alt vekil olarak kabul etmektedir (**Kütükçü**, s. 432- 433; **Taşkın**, s. 91; **Cary/Eisenberg**, s. 1177; **Loss/Seligman**, s. 85). **İnceoğlu** ise, yalnızca ihraççı ortaklığın onayı ile alt vekil atanmasının mümkün olmaması gerektiğini; zira alt vekil tayinine izin vermenin aracı kuruluşlarca yüklenilebilecek azami sorumluluk miktarına ilişkin emredici kuralın dolanılmasına yol açabileceğini ve alt vekilin bu işlem ile azami sorumluluk miktarını aşmış olmasının denetiminin mümkün olmayacağını ifade etmektedir (s. 109). Dikkat edilecek olursa, yazarın dile getirdiği olasılık, sermaye piyasası araçlarının satışı sürecinde yardımından yararlanılacak bir alt vekil atanmasından ziyade, halka arza aracılığı yüklenen aracı kuruluşun, yüklenimden doğan riskini dağıtmak amacıyla diğer aracı kuruluşlarla alt yüklenim sözleşmeleri imzalanmasıdır. Alt yüklenim sözleşmelerinin geçerliliğini alt vekil atanmasına ilişkin BK md. 390/III hükmü çerçevesinde tartışan bu görüşe katılma olanağı bulamadığımızı belirtmek durumundayız. Zira, alt yüklenim sözleşmeleri klasik birer vekalet akdi olmayıp, kimi zaman klasik bir satım akdi, kimi zaman ise bileşenleri akdin içeriğine göre belirlenen karışık muhtevalı birer akit niteliğinde olduklarından; bu akitlerin geçerliliklerini alt vekil atanıp atanamayacağı noktasından hareketle tartışmak doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Ayrıca, aracı kuruluşların azami yüklenim sınırının aşılması da, bu sınırlamayı getiren düzenlemenin düzen normu niteliğinde olması nedeniyle alt yüklenim sözleşmelerinin geçerliliğini etkilememektedir. Tüm bunların yanısıra, alt yüklenim sözleşmelerinin (“sub-underwriting agreements”), ihraççının onayı söz konusu olmasa dahi, hem Anglosakson sisteminde hem de İsviçre Hukuku’nda, tartışma konusu yapılmaksızın geçerli kabul edildikleri vurgulanmalıdır. Alt yüklenim kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. IV, 5, a.

⁸³⁴ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 89.

⁸³⁵ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 89.

⁸³⁶ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 89. Vekilin bu ihtimaldeki sorumluluğu, öğretide “olağan sebep sorumluluğu” olarak nitelendirilmektedir (**Gümüş**, s. 170).

⁸³⁷ **Tandoğan**, C. II, s. 476-478; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 89-90. İhraççı ortaklığın alt vekil atanmasına izin vermediği hallerde, alt vekilin ancak BK md. 414 hükmüne dayanarak vekaletsiz iş görme hükümleri çerçevesinde ihraççı ortaklığa başvurabilmesi mümkün olacaktır (**Tandoğan**, C. II, s. 478-479).

c. Sadakat ve Özenle İfa

Bir iş görme edimini içeren sui generis ve karma nitelikteki sözleşmelere, BK md. 386/II uyarınca, genel bir sorumluluk ve özen ölçüsü hükmü olarak BK md. 390/I-II hükümlerinin uygulanacağı kabul edilmektedir⁸³⁸. Bu nedenle, aracı kuruluşların halka arza aracılık sözleşmesinden doğan edimlerini ifa ederken göstermeleri gereken özen de BK md. 390/II hükmü çerçevesinde belirlenecektir.

Sözü geçen hüküm, “*vekilin, müvekkile karşı vekaleti iyi bir surette ifa ile mükellef*” olduğunu belirtmektedir. Buradaki “iyi bir surette ifa” deyimini, mehz İBK md. 398/II’ye uygun olarak “sadakat ve özen ile ifa” olarak anlaşılmaktadır⁸³⁹. Sadakat borcu, vekilin gerek vekaletin ifası sırasında gerek vekalet bittikten sonra, kendisine karşı duyulan güvene uygun olarak müvekkilinin menfaatlerini sözleşme ile güdülen amaç doğrultusunda koruması ve kendi menfaatini müvekkilinininkine tabi kılması olarak tanımlanmakta ve bu borcun, vekilin bir başkasına ait bir işi görmesinin doğal bir sonucu olduğu ifade edilmektedir⁸⁴⁰. Bu itibarla, aracı kuruluş, sadakat borcu gereği ihraççı ortaklığın yararına olacak davranışlarda bulunma ve ona zarar verecek davranışlardan kaçınma yükümlülüğü altındadır⁸⁴¹.

Özen borcu ise, vekilin iş görme ile hedef tutulan sonuca ulaşılması için hayat deneylerine ve işlerin normal akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunması ve başarılı sonucu engelleyecek davranışlardan kaçınması olarak tanımlanmaktadır⁸⁴². Dolayısıyla, aracı kuruluşun özen borcuna aykırı davranmış olduğunun kabul edilebilmesi için, sonucun umulan şekilde gerçekleşmemesinde halka arzlar

⁸³⁸ **Gümüş**, s. 19-20. Bugün için, Türk Hukuku’ndaki hakim öğretisi, vekilin özen yükümünü bir yan borç olarak görmektedir (bkz. **Gümüş**, s. 130 ve orada anılan yazarlar). **Gümüş**’e göre ise; vekilin özen yükümü, vekalet sözleşmesinden doğan iş veya hizmet görme edimine eklenerek onu tamamlayan ve onun gereği gibi ifasını sağlayan bir yükümdür. Diğer bir deyişle, vekilin özen yükümü, doğrudan asli edimi oluşturan edim fiiline yöneliktir. Dolayısıyla da, vekilin bir yan yükümünün ihlali akdın müspet ihlalini teşkil ederken; özen yükümünün ihlali tek başına akdın müspet ihlalini oluşturmamakta, ancak asli edim yükümünün ihlaline dayalı olarak BK md. 96’ya göre bir tazminat talebinden bahsedilebilmektedir (**Gümüş**, s. 142).

⁸³⁹ **Tandoğan**, C. II, s. 407; **Yavuz**, s. 585; **Gümüş**, s. 153.

⁸⁴⁰ **Tandoğan**, C. II, s. 407; **Yavuz**, s. 585.

⁸⁴¹ **Tandoğan**, C. II, s. 407; **Lombardini**, s. 406.

⁸⁴² **Tandoğan**, C. II, s. 410; **Yavuz**, s. 586; **Gümüş**, s. 133; **Ramoni**, s. 264.

konusundaki genel deneyimlere ve işlerin normal akışına göre aracı kuruluşun davranışları etken olmuş olmalıdır⁸⁴³.

Öğretide *Sönmez* tarafından savunulan görüşe göre, bakiyeyi yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde gösterilmesi gereken özenin derecesi; aracı kuruluş satılmayan sermaye piyasası araçlarını kendisi satın almayı taahhüt ettiğinden, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerine oranla daha düşük olabilir⁸⁴⁴. Bu görüşe katılma olanağı bulamamaktayız. Zira, aracı kuruluşun, yalnızca satış süreci esnasında değil, satış aşamasından önce halka arzın organize edilmesi sürecinde de özen gösterme yükümlülüğü söz konusudur. Dolayısıyla, aracı kuruluşun gerekli özeni göstermemesi nedeniyle arzın yanlış zamanlama ile ve daha düşük miktarla yapılmak durumunda kalınması ya da uygun olmayan bir finansal enstrümanın seçilmesi sebebiyle ihraççı ortaklığın zarara uğrayabilmesi gibi ihtimaller mevcuttur. Bu olasılıklarda, bakiyeyi yüklenim taahhüdü söz konusu diye gösterilmesi gereken özenin daha az şiddette takdir edilmesinin haklı bir nedeni olamaz. Kanımızca, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinin, aracı kuruluş tarafından gösterilmesi gereken özenin daha az şiddette takdir edilmesine yol açmaktan ziyade; satılmayan sermaye piyasası araçlarının aracı kuruluş tarafından satın alınacağına ilişkin bir taahhüt içermeleri nedeniyle, satış sürecinde gösterilmesi gereken özenin gösterilmemesi nedeniyle ihraççı ortaklığın zarara uğramasını engelleyen bir yapı arz ettikleri ifade edilebilir.

BK md. 390/I hükmü, vekilin sorumluluğunu, hizmet akdinde işçinin sorumluluğuna ilişkin hükümlere tabi kılmaktadır. İşçinin özen borcunu düzenleyen BK md. 321 hükmünün II. fıkrasının ikinci cümlesi ise, bu borcun kapsamı konusunda biri objektif diğer subjektif olmak üzere iki ayrı kıstas öngörmüştür⁸⁴⁵. Objektif kıstas, sözleşmeye uygun olarak görülecek işin çeşidini, güçlüğü ve gerektirdiği önem ve mesleki bilgi derecesini göz önünde tutmaktadır⁸⁴⁶. Bu kıstas gereğince, işin güçlüğü ve müvekkil için taşıdığı önem arttıkça gösterilmesi gereken

⁸⁴³ **İnceoğlu**, s. 100.

⁸⁴⁴ **Sönmez**, s. 105.

⁸⁴⁵ Ancak taraflar arasındaki sözleşmede aracı kuruluşun göstereceği özenin derecesine ilişkin olarak düzenleme yapılmış ise, öncelikle bu düzenleme dikkate alınmalıdır. Dolayısıyla, halka arza aracılık sözleşmelerinde yer alan bu tür düzenlemeler, BK md. 321/II hükmünün önünde uygulama alanı bulacaklardır (**Arı**, s. 73).

⁸⁴⁶ **Tandoğan**, C. II, s. 410; **Yavuz**, s. 586.

özen de artmaktadır⁸⁴⁷. Sübjektif kıstasa göre ise, işçinin iş sahibince bilinen ve bilinmesi gereken bilgi derecesi, yetenekleri ve diğer nitelikleri hesaba katılmalıdır⁸⁴⁸. Öğretide ileri sürülen ve vekaletteki güven unsuru ile vekilin kişiliğinin taşıdığı önem nedeniyle, uzmanlığı gerektiren, özellikle resmi bir makamdan izin alınmak suretiyle icra edilen faaliyetlerde sübjektif kıstasın uygulanmaması gerektiği yönündeki görüş⁸⁴⁹, halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından da aynen benimsenmektedir⁸⁵⁰.

Biz, bu görüşe katılmakla birlikte, bir adım daha ileri gitmekte ve aracılık sözleşmelerinde objektif kıstasın uygulanması aşamasında, halka arzın güçlüğü ve ihraççı için taşıdığı önem arttıkça gösterilmesi gereken özenin de artacağı yönündeki⁸⁵¹ ifadeleri de reddetmekteyiz. Gerçekten, Anglosakson Hukuku kökenli olan ve günümüzde neredeyse tüm sermaye piyasası hukuku sistemlerinde kabul gören “*Shingle Theory*”⁸⁵², aracı kuruluşları, aracılık işlemlerini yürütürken mümkün olan en yüksek özen ve ihtimamı göstermekle yükümlü tutmaktadır. Ayrıca, tacirin ticari faaliyetleri bakımından oldukça objektifleştirilmiş bir ölçüyü, ticaret alanına özgü ortalama bir tacirin hareket tarzını esas alan TTK md. 20/II hükmü⁸⁵³ de bu tür bir yoruma engel oluşturmaktadır. Halka arz işlemleri, işin tabiatı gereği ihraççı açısından önem arz eden işlemlerdir. Bu işlemler arasında ihraççı açısından taşıdıkları önem ve arz sürecinin güçlüğüne göre ayırım yapabilmek kolay olmadığı gibi, böyle bir ayırımı yapmaya çalışmak da doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Zira, finans dünyasındaki tüm işlemler özel ve yüksek önemde kabul edildiklerinden, “*Shingle Theory*” ile aracı kuruluşlara bu işlemlerde mümkün olan en yüksek özen ve ihtimamı gösterme yükümlülüğü getirilmektedir. Dolayısıyla, halka arzın güçlüğü ve ihraççı için taşıdığı önemin nispeten az olduğu halka arzlarda özen borcunun daha az şiddette takdir edilebileceği yönünde yorum yapmak doğru olmayacaktır. Aracı kuruluşların, tüm halka arz işlemlerinde en yüksek özen ve ihtimamı göstermek zorunda olduklarını kabul etmek, işin niteliğinden kaynaklanan bir zorunluluk olmaktadır.

⁸⁴⁷ Tandoğan, C. II, s. 411; Yavuz, s. 586.

⁸⁴⁸ Tandoğan, C. II, s. 411; Yavuz, s. 586.

⁸⁴⁹ Tandoğan, C. II, s. 411-412; Gümüş, s. 314.

⁸⁵⁰ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 88; İnceoğlu, s. 98; Kırca, s. 124; Taşkın, s. 90; Sönmez, s. 109; Arı, s. 73.

⁸⁵¹ Bu görüş için bkz. Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 88; Arı, s. 73.

⁸⁵² Ünal, Aracı Kurumlar, s. 264.

⁸⁵³ Gümüş, s. 349-350.

İnceoğlu, aracı kuruluşun personelinin gerekli bilgi derecesine, yeteneğe ve diğer niteliklere sahip olmadığı somut olayda ihraççı ortaklık tarafından bilinmekte ise, sorumluluğun daha az şiddetle takdir edilmesinin BK md. 98/II yollamasıyla BK md. 44/I hükmü çerçevesinde mümkün olabileceği yönünde görüş bildirmektedir⁸⁵⁴.

Fikrimizce, bu yaklaşım isabetli değildir. Bir defa, aracı kuruluş halka arza aracılık yetki belgesi sahibi olduğuna göre, bu faaliyeti yürütmek için Kurul tarafından yeterli görülmüş demektir. Dolayısıyla, ihraççı ortaklık, ilgili idari otorite tarafından “yeterli” görülen bir aracı kuruluşun gerçekten yeterli olup olmadığını sorgulamak durumunda değildir. Ayrıca, aracı kuruluşun halka arzı gerçekleştirmek için çeşitli sebeplerle (personel ya da teknik imkân yetersizliği gibi) yeterli olmadığı bir halka arz işlemine aracılık etmeyi kabul etmesi, kusurlu kabul edilmesi için yeterlidir⁸⁵⁵. Şu halde, aracı kuruluş, kendi yeterliliğine ilişkin yanlış tespitinin sonucuna da kendisi katlanmak durumunda olmalıdır⁸⁵⁶. İhraççı ortaklığın, halka arza aracılık yetki belgesine sahip bulunan aracı kuruluşun yeterliliğini sorgulamak gibi bir yükümlülüğü bulunmadığına göre, müterafık kusuru bulunduğu bahsedilmek de fikrimizce mümkün olmamalıdır.

Vekaletin muhtevası ile bu sözleşmedeki güven unsurunun, özellikle bir idari imtiyaz çerçevesinde yürütülen işlerde vekilin kendisinin ve yardımcılarının kusurundan doğan sorumluluğunu kaldıran sorumsuzluk anlaşmaları ile bağdaşmadığı yönündeki görüş⁸⁵⁷ halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından da aynen benimsenmekte ve aracı kuruluşların BK md. 99/I ve md. 100/II hükümlerinde öngörülen sorumsuzluk kayıtlarını aracılık sözleşmesine koyamamaları gerektiği

⁸⁵⁴ *İnceoğlu*, s. 99.

⁸⁵⁵ Vekilin, işi özenle görebilecek durumda bulunmadığını, bireysel yetenek ve tecrübelerinin yeterli olmadığını bilmesi gerekirken vekaleti kabul etmesi öğretide “yüklenme kusuru” olarak isimlendirilmektedir (*Gümüş*, s. 249).

⁸⁵⁶ Aynı yönde; *Arı*, s. 73 dpn. 99.

⁸⁵⁷ *Tandoğan*, C. II, s. 433-434. Bu görüş *Gümüş* tarafından eleştirilmekte ve müvekkilin, vekilin içinde bulunduğu meslek grubunun ehliyetli bir üyesinin göstereceği özene tekabül eden standartlarda özen göstermesini beklemeye yetkili olduğu; ancak bunun, sorumsuzluk anlaşmasının vekilin hafif ihmalden dolayı sorumluluğunu kaldıramayacağı anlamına gelmediği ifade edilmektedir. Yazar, bugün için BK md. 99/II'nin öngördüğü sınırlamalar içerisinde vekilin hafif kusurundan dolayı sorumluluğunu kaldıran sorumsuzluk anlaşmalarını geçerli olduğu sonucuna ulaşmaktadır (s. 368-369). Bu görüşün benimsenmesi halinde, sorumluluktan beraat şartının, sahip olduğu yetkiye istinaden yargıç tarafından BK md. 99/II hükmü çerçevesinde hükümsüz kabul edilebilmesi olasılığı gündeme gelecektir.

ifade edilmektedir⁸⁵⁸. *Manavgat*'ın da haklı olarak belirttiği üzere; ücretli bir sözleşme olan aracılık sözleşmesinde, aracı kuruluşların, kendilerinin hafif, kullanacağı yardımcılarının ise ağır ve hattâ her türlü kusurlarından sorumlu tutulamayacaklarına dair kayıtların; bu sözleşmenin temelinde bulunan güven ilişkisi ile bağdaştırılabilmesi mümkün değildir⁸⁵⁹. Bu yaklaşım tarafımızca da paylaşılmaktadır.

Prensip olarak, vekilin vekaleti gereği gibi ifa etmemiş olması halinde, müvekkilin tazminat ve ücretin indirilmesini talep hakları doğmaktadır⁸⁶⁰. Özen borcunun ihlal edildiğini ispat yükünün kimde olduğu konusunda ise farklı görüşler mevcuttur. *İnceoğlu ve Sönmez, Tandoğan*'ın konuya ilişkin görüşü doğrultusunda, özen borcunun ihlal edildiğinin ihraççı ortaklık tarafından ispat edilmesi gerektiğini belirtmektedirler⁸⁶¹. Bizim de katıldığımız karşıt görüş ise, BK md. 96 hükmündeki kanunî ispat yükü dağılımından ayrılmaya gerek bulunmadığını; bu nedenle de, vekilin, sorumluluktan kurtulmak için ortalama bir vekilin göstermesi gereken özeni gösterdiğini, yani objektifleştirilmiş ölçüdeki özeni sarf ettiğini ispatlaması gerektiğini savunmaktadır⁸⁶². Bu görüşün kabulü halinde, aracı kuruluş, halka arz işlemlerinde gösterilmesi gereken yüksek özeni sarf ettiğini ispatlamak zorunluluğu altında olacaktır ki; uzman sıfatını taşıyan bir kuruluşun, uzmanlık sıfatının gerektirdiği özen ve ihtimamı gösterdiğini ispat etmek durumunda bırakılması fikrimizce daha adil ve daha makul bir çözüm tarzıdır. Aracı kuruluş, halka arz zamanlamasının doğru ve seçilen finansal enstrümanın ihraççının ihtiyaçlarına uygun olduğunu, satış sürecinin mevzuata ve sektördeki mutad uygulamalara uygun olarak organize edildiğini ve gerçekleştirildiğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulmaya çalışacaktır.

⁸⁵⁸ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 88; *Sönmez*, s. 111.

⁸⁵⁹ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 88.

⁸⁶⁰ *Tandoğan*, C. II, s. 575-576; *Yalçınduran*, s. 267.

⁸⁶¹ *İnceoğlu*, s. 100; *Sönmez*, s. 110; *Tandoğan*, C. II, s. 432.

⁸⁶² *Gümüş*, s. 380-381; *Yalçınduran*, s. 262-273.

d. Bilgi ve Hesap Verme

Aracı kuruluşun bilgi ve hesap verme borcu, BK md. 392/I hükmünden doğmakta ve aracı kuruluşun bir başkasına ait bir işi görmesinin doğal bir sonucudur⁸⁶³. Vekilin bu borcu, sadakat yükümünün bir görünümü olarak algılanmaktadır⁸⁶⁴. Bu itibarla, aracı kuruluşlar, ihraççı ortaklıkları; halka arzın her safhasında, bu ortaklıkları ilgilendirebilecek her türlü konuda, herhangi bir şekilde kendilerinden talepte bulunulmasını beklemeksizin bilgilendirme yükümlülüğü altındadırlar⁸⁶⁵. Nitekim, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 11. maddesinin (d) bendi de, aracı kuruluşların, müşterileri ile olan ilişkilerinde, müşterileri ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamalarının zorunlu olduğunu öngörmek suretiyle; bu kuruluşların bilgi ve hesap verme yükümlülüğünün doğması için ihraççı ortaklık tarafından talepte bulunmasına gerek olmadığını açıkça ortaya koymaktadır.

e. Satılmayan Sermaye Piyasası Araçlarını ve Aldıklarını Geri Verme

Aracı kuruluşun satılmayan sermaye piyasası araçlarını ve halka arzla ilgili olarak kendisinde bulunan dökümanları ihraççı ortaklığa geri verme borcu BK md. 392/I hükmünden kaynaklanmaktadır. Aracı kuruluşun bu borcu hakkında “satış işlemine aracılık borcu” incelenirken açıklama yapıldığı için, burada anılan başlık altında yapılan açıklamalarımıza atıfta bulunmakla yetinmeyi tercih etmekteyiz⁸⁶⁶.

⁸⁶³ Tandoğan, C. II, s. 479; Yavuz, s. 596.

⁸⁶⁴ Gümüş, s. 161-162.

⁸⁶⁵ İnceoğlu, s. 103. BK md. 392/I hükmünün lafzı dikkate alındığı takdirde, “müvekkilin talebi üzerine” ifadesine yer verildiğinden, vekilin hesap verme borcunun ihraççı ortaklığın talebine bağlı bulunduğu sonucuna ulaşılabilir. Ancak komisyon sözleşmesi bakımından öngörülen ve bilgi verme borcunu talebe bağlı kılmayan BK md. 417 hükmünün tüm vekalet sözleşmeleri bakımından uygulama alanı bulacağı kabul edilmektedir (Tandoğan, C. II, s. 480). Belirtmek gerekir ki, aracı kuruluşun işin gidişatı hakkında bilgi verme yükümünün, “halka arz sürecinin organize edilmesi” aşamasındaki danışmanlık hizmeti verme borcu ile de karıştırılmaması gerekir. Danışmanlık hizmeti verme yükümü, bir yan borç değil, aracı kuruluşun asli edimlerinden biri konumunda bulunmaktadır. Bilgi verme borcu ise, halka arz sürecinin fiilen aracı kuruluş tarafından yürütülen bölümleri hakkında ihraççıya bilgi aktarılmasını öngören bir yan edim niteliğindedir.

⁸⁶⁶ Vekilin geri verme yükümünün, müvekkilin asıl menfaatinin vekaletin görülmesiyle elde edilenlerin temlikine ilişkin olduğu hallerde bir asli edim yükümü teşkil ettiği kabul edilmektedir (Gümüş, s. 176). Bu itibarla, sermaye piyasası araçlarının satışı sonucunda toplanan hasılatın ihraççı ortaklığa verilmesi, bir yan edim borcundan ziyade, asli edim borcu olarak değerlendirilmelidir. Biz, söz konusu

Ancak bir noktanın altı çizilmelidir: satılmayan sermaye piyasası araçlarını geri verme borcu, yalnızca en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri bakımından söz konusu olmaktadır. Ayrıca, vekalet sözleşmesinde iadenin kural olarak müvekkile yapılması gerekirken, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde; tarafların, satılmayan sermaye piyasası araçlarının ihraççı ortaklığa iade edilmesi yerine daha önceden bu araçları satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını kararlaştırmaları da mümkün bulunmaktadır⁸⁶⁷.

f. Sır Saklama

Borçlar Kanunu'nda bu konuda açık bir hüküm bulunmamasıyla birlikte, karşılıklı güven ilişkisinin ve sadakat borcunun doğal bir sonucu olarak, vekilin vekaletin icrası dolayısıyla öğrendiği müvekkiline ait sırları saklı tutmakla yükümlü olduğu kabul edilmektedir⁸⁶⁸. Halka arz işlemlerinde ihraççı ortaklıklar aracı kuruluşlarca ayrıntılı bir finansal ve hukukî incelemeye tabi tutulduklarından; aracı kuruluşlar, ihraççı ortaklıklara ait her türlü bilgi ve ticari sırlara ulaşabilecek bir konumda bulunmaktadır. Bu kuruluşların halka arz sürecinde öğrendikleri sırları ifşa etmeleri, ihraççı ortaklıkların ciddi şekilde zarara uğramaları ihtimalini gündeme getirebilecektir.

Yukarıda da belirtildiği üzere, aracı kuruluşların ihraççıya ait sırları saklama yükümlülüğü, sadakat borcunun bir uzantısı konumundadır. Söz konusu borç, yalnızca halka arza aracılık sözleşmesinin yürürlükte kaldığı dönem için değil, sözleşmenin sona ermesinden sonra da varlığını devam ettirir⁸⁶⁹. Ancak mevzuat gereği yapılan ilan ve duyurular, hali hazırda kamuya mal olmuş olan bilgilerin açıklanması, adli veya idari inceleme ve soruşturma halleri ile, suç oluşturan durumlara ilişkin bilgilerin ilgililere verilmesi sır saklama borcunun ihlali olarak kabul edilmez⁸⁷⁰.

borcu, aracı kuruluşun satış işlemine aracılık yönündeki asli edimi ile bağlantılı olarak gördüğümüzden; ayrı bir başlık oluşturmaksızın, anılan borcun kapsamında incelemiş bulunmaktayız.

⁸⁶⁷ İnceoğlu, s. 102.

⁸⁶⁸ Tandoğan, C. II, s. 450.

⁸⁶⁹ İnceoğlu, s. 106.

⁸⁷⁰ İnceoğlu, s. 107.

Bu noktada, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in md. 40 (f) hükmünde öngörülen düzenlemeye de dikkat çekmek gerekir. Anılan hükme göre, aracı kuruluşlar, halka arz sürecinde kamuya açıklanmamış bilgilerin kurum dışına çıkmasını ve kurum içinde farklı birimlerin eline geçmesini engellemek ile yükümlüdürler. Burada, aracı kuruluşlara mevzuat ile getirilmiş bir sır saklama yükümlülüğü söz konusudur. Bu yükümlülük, kamuya açıklanmamış bilgilerin aracı kuruluş içerisindeki farklı birimlere ulaştırılmasını dahi engellemektedir. Bunun nedeni, halka arza aracılık faaliyeti çerçevesinde yürütülen finansal ve hukukî inceleme sonucunda elde edilen ve henüz kamuya açıklanmamış olan sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyebilecek nitelikteki bilgilerin, aracı kuruluşun alım satım birimince kullanılarak haksız kazanç elde edilmesini ve diğer aracı kuruluşlar ile haksız rekabet yaratılmasını önleme düşüncesidir. Bir diğer ifade ile, aracı kuruluşun halka arza aracılık faaliyeti ile uğraşan birimi ("*corporate finance department*") ile alım satım işleri ile uğraşan biriminin ("*brokerage department*"), meslek etiği gereği görünmeyen bir duvar ile birbirinden ayrılması gerektiği belirtilmekte ve bu görünmeyen duvar "Çin Seddi" ("*Chinese Wall*") olarak isimlendirilmektedir⁸⁷¹.

IV. ARACILIK KONSORSİYUMU

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında söz konusu olan meblağların giderek büyümesi, aracı kuruluşları, halka arza aracılık faaliyeti esnasında işbirliği yapmaya yöneltmektedir. Bu şekilde, hem aracılık yükleniminin beraberinde getirdiği ekonomik riskler paylaşılmış hem de sermaye piyasası araçlarının mümkün mertebe fazla sayıda yatırımcıya ulaştırılması bakımından daha kapsamlı bir satış ağı yaratılmış olmaktadır. İşte, aracı kuruluşlar tarafından belirli bir halka arz işlemine aracılık faaliyetini gerçekleştirmek üzere oluşturulan birlikler, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 42. maddesinde "aracılık konsorsiyumu" ismiyle anılmaktadırlar⁸⁷².

⁸⁷¹ **English As a Legal Language**, s. 131.

⁸⁷² **Barlas**, halka arza aracılık faaliyetinin icrası için oluşturulan birlikleri, "emiyon konsorsiyumu" olarak isimlendirmektedir (**Barlas**, s. 180-181). Ancak aracılık konsorsiyumları, bir emiyon ("ihraç") durumunun söz konusu olmadığı ikinci el piyasasında gerçekleştirilecek halka arz işlemlerine aracılık etmek amacıyla da kurulabilmektedirler. Ayrıca, bu ifade, ihracın konsorsiyum üyeleri tarafından gerçekleştirildiği şekilde anlaşılmaya da müsait bulunmaktadır. Biz, bu gerekçeler ile tercihimizi "aracılık konsorsiyumu" teriminden yana kullanmaktayız. Aracılık konsorsiyumu kavramının İngilizce'deki karşılığını ise "underwriting syndicate" ifadesi oluşturmaktadır.

A. Genel Olarak

1. Aracılık Konsorsiyumlarının Oluşum Süreci ve İşlevleri

Halka arza aracılık faaliyetinin gerçekleştirilmesi aşamasında konsorsiyum oluşturulmasının iki temel nedeni bulunduğu söylenebilir. Bunlardan ilki, bir yüklenim işleminin söz konusu olduğu hallerde, yüklenim işlemi nedeniyle ortaya çıkan ekonomik riskin paylaşılması düşüncesidir. Bu noktada, yüksek miktarlı halka arzların söz konusu olduğu hallerde, mevzuatta öngörülen yüklenim üst sınırı⁸⁷³ nedeniyle konsorsiyum oluşturulmasının zorunlu hale gelebileceği de belirtilmelidir. Bu şekilde, tek bir aracı kuruluşun yüklenim üst sınırının üzerinde kalabilecek bir halka arz işlemi; konsorsiyum üyesi birden fazla aracı kuruluş tarafından, yüklenim üst sınırı ihlali söz konusu olmaksızın yüklenilebilmektedir⁸⁷⁴. Konsorsiyum oluşturma yönteminin tercih edilmesinin ardındaki ikinci neden ise, nispeten geniş bir satış ağının oluşturulması halinde daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşılabileceği yönündeki düşüncedir. Bu şekilde, konsorsiyuma üye tüm aracı kuruluşların müşteri portföyünden yararlanılması imkânı yaratılmakta ve sermaye piyasası araçlarının daha etkin bir biçimde pazarlanması sağlanmaktadır⁸⁷⁵. Dolayısıyla, aracılık konsorsiyumunun pazarlama sürecinin etkinliğinin artırılması ve yüklenimden kaynaklanan riskin dağıtılması amaçlarına hizmet ettiğini ifade etmek yanlış olmayacaktır.

Halka arza aracılık faaliyetinde bulunmanın, yalnızca bu aracılık faaliyeti için yetkili kılınmış aracı kuruluşlar bakımından mümkün olduğunu yukarıda belirtmiştik⁸⁷⁶. Bu durumun doğal bir sonucu olarak, ancak halka arza aracılık yetki belgesine sahip aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankalar aracılık konsorsiyumlarına üye olabileceklerdir⁸⁷⁷. Konsorsiyumun oluşturulma süreci

⁸⁷³ “Yüklenim üst sınırı” kavramı hakkında dpn. 579.

⁸⁷⁴ **İnceoğlu**, s. 114; **Günel**, Araçlar- Kurumlar, s. 278.

⁸⁷⁵ Büyük miktarlı halka arzlarda, yurt içi ve yurt dışı talep toplama (“book-building”) işlemleri, günümüzde genellikle konsorsiyum lideri ile eş lider arasında paylaşılmaktadır. Bunlardan biri yalnız yurt içi talep toplama süreci ile, diğeri ise yalnız yurt dışı talep toplama süreci ile ilgilenmekte ve bu iş bölümü çerçevesinde, halka arzın başarıya ulaşması bakımından büyük önem arz eden talep toplama sürecinden en yüksek şekilde verim elde edilmesi hedeflenmektedir.

⁸⁷⁶ Bkz. yuk. I, D, 2, a.

⁸⁷⁷ ABD Hukuku’nda ise; yatırım bankaları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ya da diğ. NASD üyesi müesseseler aracılık konsorsiyumlarına üye olabilmektedirler.

(“*syndication process*”), ABD’nde genellikle kayda alma başvurusunun yapılmasından sonra başlamaktadır⁸⁷⁸. Benzer bir zamanlamanın Türk uygulaması bakımından da geçerli bulunduğu vurgulanmalıdır. Genellikle halka arzın türü, büyüklüğü, sermaye piyasası araçlarının birim fiyatı (fiyat henüz kesinlik kazanmadı ise belirlenen fiyat aralığı), aracılık türü ve komisyon oranları belirlendikten sonra; ihraççı ya da halka arzı gerçekleştirecek olan pay sahibi ile işbirliği halinde olan aracı kuruluş (“lider”), birlikte çalışmak istediği diğer aracı kuruluşlara bu bilgileri içeren bir davet mektubu yollamaktadır⁸⁷⁹. Aracı kuruluşlardan yüklenebilecekleri sermaye piyasası aracı miktarını bildirmelerinin istenildiği bu davet, **İnceoğlu** tarafından icaba davet olarak kabul edilmektedir⁸⁸⁰. Kanımızca, bu davete, müzakere sürecini başlatma önerisinden daha fazla bir anlam yüklemek gerekir. Aracı kuruluşların bu davete karşılık olarak lidere yolladıkları, yüklenmeyi düşünebilecekleri sermaye piyasası aracı miktarını içeren bildirimler ise icaba davet olarak yorumlanabilir. Lider aracı kuruluş, bu bildirimleri değerlendirerek, uygun bulduğu aracı kuruluşlara konsorsiyum ve aracılık sözleşmelerinin bir örneğini göndermek suretiyle icapta bulunmaktadır. Bu aşamayı takiben ise, taraflar konsorsiyum sözleşmesinin hükümlerini müzakere etmekte ve mutabakata ulaştıkları noktada sözleşmeyi akdetmektedirler.

Konsorsiyum sözleşmesi, Anglosakson Hukuku’nda “*Agreement Among Underwriters*” olarak adlandırılmaktadır⁸⁸¹. Bu sözleşmenin, aracılık sözleşmesinden ayrı olarak akdedilmesi mümkün olduğu gibi; aracılık sözleşmesi içerisinde yer

⁸⁷⁸ **Loss/Seligman**, s. 79.

⁸⁷⁹ **Tanör**, Halka Arz, s. 268-269. Uygulamada, ihraççı, çoğunlukla lider konumunda bulunacak aracı kuruluşa konsorsiyumu oluşturması için yetki belgesi ile ön onay vermektedir. Davet mektubu ekinde, ihraççı ortaklık hakkında lider aracı kuruluş tarafından hazırlanmış bir tanıtım raporu ile ortaklığa ilişkin bağımsız denetim raporları da davet edilen üyelere gönderilmekte ve kendilerine daha sonra ayrıntılı bilgi vermek üzere bir sunum yapılacağı belirtilerek, yüklenmeyi taahhüt edecekleri sermaye piyasası aracı adedini belirli bir tarihe kadar bildirmeleri talep edilmektedir (**Tanör**, Halka Arz, s. 268-269).

⁸⁸⁰ **İnceoğlu**, s. 115-116 dpn. 155. Yazara göre, konsorsiyum sözleşmesinin zorunlu unsuru olan hangi aracı kuruluşun ne miktarda yüklenim taahhüdü altına gireceği bu aşamada henüz belli olmadığından bir icaptan bahsedebilmek olanaksızdır (s. 115-116 dpn. 155). Yazar, aracı kuruluşların bu davete verdikleri cevabın da bir icap olarak değerlendirilmesine olanak bulunmadığını; çünkü aracı kuruluşlarda sözleşme ile bağlanma iradesinin bu aşamada mevcut olmadığını; ancak lider aracı kuruluşun konsorsiyum sözleşmesi ile aracılık sözleşmesinin birer örneğini yollamasından ve bu örneklerin diğer aracı kuruluşlarca incelenip uygun bulunmasından sonra sözleşme ile bağlanma iradesinin söz konusu olabileceğini belirtmektedir (s. 115-116 dpn. 155).

⁸⁸¹ **Loss/Seligman**, s. 79.

alması da imkân dahilindedir⁸⁸². Hattâ, uygulamada ağırlıklı olarak kullanılan yöntemin, konsorsiyum ilişkisini aracılık sözleşmesi içerisinde düzenlemek olduğu söylenebilir⁸⁸³. Konsorsiyum sözleşmesinin aracılık sözleşmesinden ayrı olarak akdedildiği hallerde ise, çoğunlukla aracılık sözleşmesine atıfta bulunulmak suretiyle, bu sözleşmenin konsorsiyum sözleşmesinin ayrılmaz bir parçası niteliğinde olduğu hükme bağlanmaktadır⁸⁸⁴.

Konsorsiyumun aracılık sözleşmesinin imzalanmasından önce oluşturulduğu hallerde, konsorsiyum üyeleri de genellikle aracılık sözleşmesine taraf olacaklardır⁸⁸⁵. Lider kuruluşun, doğrudan temsil hükümleri çerçevesinde diğer konsorsiyum üyelerini de temsilen sözleşmeyi imzalaması da imkân dahilindedir⁸⁸⁶. Buna karşılık, konsorsiyumun aracılık sözleşmesinin imzalanmasından sonra oluşturulduğu haller bakımından, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 42. maddesinin I. fıkrası, konsorsiyumun oluşturulabilmesi için satışı yapan ihraççı ya da pay sahibinin onayının alınmasının zorunlu olduğunu öngörmektedir. Bunun nedeni, konsorsiyum ilişkisinin yapısı ve aracılık sözleşmesinin hükümleri gereğince her üye ihraççıya karşı kendi taahhüt ettiği yüklenim tutarından münferiden sorumlu olacağı ve müteselsil sorumluluk söz konusu olmayacağından; ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibine, her üyenin münferit sorumluluk taşıyacağı konsorsiyumun kompozisyonunu inceleme imkânı tanınmak istenmesidir. Bu şekilde, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştirecek pay sahibine, gerekli görmesi halinde, lider kuruluşun konsorsiyumun yapısına ilişkin teklifine onay vermekten kaçınmak suretiyle, önerilen konsorsiyum üyelerinin hali hazırda imzalanmış bulunan aracılık

⁸⁸² **İnceoğlu**, s. 120-121; **Arı**, s. 102. Nitekim, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 41. maddesinin II. fıkrasında, her iki sözleşmede yer alması gereken hükümlere birarada yer verilmesi kaydıyla, buna açıkça imkân tanınmaktadır.

⁸⁸³ **Fletcher**, s. 510.

⁸⁸⁴ **Hardegger**, s. 112. Bu noktada, eş zamanlı olarak birden fazla ülkede gerçekleştirilen halka arz işlemleri için, halka arzın gerçekleştirildiği her ülkede ayrı bir konsorsiyumun oluşturulabilmesinin de mümkün bulunduğu ve bu tür halka arz işlemlerinde, söz konusu konsorsiyumların faaliyetlerini koordine etmek amacıyla "intersyndicate agreement" adı verilen bir konsorsiyumlar arası sözleşmenin de imzalandığını belirtmekte fayda vardır (**Bartos**, s. 30).

⁸⁸⁵ "Genellikle" ifadesini kullanmamızın nedeni, liderin tek başına ihraççı ile aracılık sözleşmesini akdetmesine karşın, yüklenim konusu sermaye piyasası araçlarının iç ilişkide aracı kuruluşlar arasında taahhütleri oranında paylaşılmasının, yani konsorsiyum ilişkisinin ihraççıya aksettirilmemesi suretiyle alt yüklenim yapılmasının imkân dahilinde bulunmasıdır. Alt yüklenim kavramı aşağıda (5, a) başlığı altında ayrıntılı olarak incelenecektir.

⁸⁸⁶ Bu takdirde, lider kuruluş dışında kalan konsorsiyum üyeleri de, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibi ile doğrudan sözleşme ilişkisi içerisine girmiş olurlar (**Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 91; **Loss/Seligman**, s. 80).

sözleşmesine taraf haline gelmelerini engelleyebilme olanağı tanımak istenmektedir⁸⁸⁷. Takdir edileceği üzere, söz konusu hüküm Tebliğ’de hiç yer almasa idi dahi, BK md. 1/II hükmü gereğince aynı sonuca ulaşmak kaçınılmaz olacaktı. Fakat, bir alt yüklenim ilişkisinin söz konusu olduğu ve konsorsiyum ilişkisinin alt yükleniciler ile lider arasında mevcut bulunmasına karşın ihraççıya aksettirilmediği hallerde; konsorsiyum üyeleri halka arza aracılık sözleşmesine taraf haline gelmediklerinden, konsorsiyumun kompozisyonuna ilişkin olarak ihraççının onayının alınmasına da gerek bulunmamaktadır⁸⁸⁸. Zira, değinilen ihtimalde aracılık sözleşmesi ihraççı ile lider aracı kuruluş arasında akdedilmiş olmakta ve lider aracı kuruluş ihraççıya karşı yüklenim miktarının tamamından sorumlu bulunmaktadır. Konsorsiyum ilişkisi ise, lider aracı kuruluş ile alt yükleniciler arasında mevcut olan bir iç ilişki niteliğindedir. Dolayısıyla da, alt yüklenim amacıyla konsorsiyum oluşturulması halinde aracılık sözleşmesinin taraflarının değişmesi gibi bir durum söz konusu olmadığından, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibinin onayının alınmasını gerektiren bir durum da bulunmamaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının pazarlanma sürecinin daha etkin ve daha verimli bir biçimde gerçekleştirilebilmesi için, konsorsiyumun dışında ayrıca bir de “satış grubu” (“*selling group*”) oluşturulabilmesi mümkündür⁸⁸⁹. ABD Hukuku’nda; ihraççıların üreticilere, aracı kuruluşların toptancılara, dealer’ların perakendecilere ve

⁸⁸⁷ Zira, ihraççı ya da halka arzı gerçekleştirecek pay sahibinin konsorsiyum oluşturulmasına onay vermesi halinde; konsorsiyum ilişkisinin niteliği gereği, diğer konsorsiyum üyeleri de halka arza aracılık sözleşmesinin tarafı haline gelecek ve ihraççıya karşı taahhüt ettikleri miktar oranında münferiden sorumlu olacaklardır.

⁸⁸⁸ **Sönmez**, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşları alt vekil statüsünde kabul ettiğinden, alt yüklenim işlemleri için ihraççı ortaklığın onayının bulunması gerektiği görüşündedir (s. 113). Oysa ki, alt yüklenimde bulunmak, satışa işlemine aracılık yönündeki iş görme edimine katılmak anlamına gelmemektedir. Kanımızca, yüklenime ilişkin edim bir iş görme edimi niteliği taşımadığından, burada bir alt vekil tayininden söz edebilmek de mümkün değildir. Bir alt vekil tayininin söz konusu olması nedeniyle ihraççının onayının gerekmesi, ancak alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşların aynı zamanda satış grubuna da üye olmaları ve bu nedenle satış işlemine aracılık ediminin ifasına iştirak etmeleri halinde söz konusu olabilir. Bu takdirde ise, alt yüklenim işlemi nedeniyle değil, satış işlemine aracılık yönündeki edime iştirak edilecek olması nedeniyle ihraççı ortaklığın onayı aranacaktır. Yoksa, satış işlemine aracılık yönündeki ediminin ifasına iştirak söz konusu olmadıkça, alt yüklenim işlemi ihraççı ortaklığı ilgilendiren ya da onun onayını gerektiren bir işlem değildir. Zira, söz konusu işlem, halka arza aracılık sözleşmesi çerçevesinde yapılan yüklenim neticesinde satın alınacak sermaye piyasası araçlarının bir bölümünün satın alınacağı, aracılık sözleşmesi ile yüklenimde bulunan aracı kuruluşa karşı, başkaca aracı kuruluşlarca taahhüt edilmesinden ibarettir. Kanımızca, bu işlemde ihraççı ortaklığın onayını gerektiren bir durum söz konusu değildir.

⁸⁸⁹ Şüphesiz ki, satış grubu oluşturulabilmesi, bir aracılık konsorsiyumunun söz konusu olmadığı, yani aracılık faaliyetinin bir aracı kuruluş tarafından tek başına üstlenildiği durumlarda da mümkündür.

yatırımcıların da müşterilere benzetildiğini daha önce belirtmiştik⁸⁹⁰. İşte satış grubu üyeleri, aracılık faaliyetini yürüten aracı kuruluşlar ile akdettikleri bir sözleşme (“*Selected Dealers Agreement*” ya da “*Selling Agreement*”) çerçevesinde faaliyet gösteren⁸⁹¹ ve sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara satışı aşamasında, belirli bir ücret karşılığında hizmet sunan perakendeci satıcılar olarak düşünülebilirler⁸⁹². Satış grubu üyeleri, tümünü yüklenim türü aracılığın söz konusu olduğu hallerde, konsorsiyum liderinden belirli bir indirim (“*allowance*”) ile satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını, yine lider tarafından satış işlemi için öngörülen miktar, zaman ve coğrafi sınıra ilişkin sınırlamalar çerçevesinde yatırımcılara satarlar⁸⁹³. En iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim türü aracılıklarda ise, pazarladıkları sermaye piyasası araçları üzerinden ücrete hak kazanırlar⁸⁹⁴. Ancak satış grubu üyeleri her iki halde de sermaye piyasası araçlarını yüklenimde bulunan aracı kuruluşlardan alarak yatırımcıya sattıklarından, bu grubun üyeleri tarafından yapılan işlem halka arza aracılık değildir⁸⁹⁵. Satış grubu üyelerinin, aracılığı yüklenen konsorsiyumun satış acenteleri konumunda buldukları benzetmesi yapılabilir. Konsorsiyum lideri ve üyelerinin, aynı zamanda satış grubu içerisinde de yer almalarına herhangi bir engel yoktur⁸⁹⁶. Yaygın şube ağlarından faydalanmak amacıyla, özellikle mevduat bankacılığı yapan bankaların satış grubu içerisine alınması, satış sürecinin daha etkin ve verimli bir biçimde değerlendirilmesi amacıyla tercih edilen bir yöntemdir⁸⁹⁷.

⁸⁹⁰ **Cary/Eisenberg**, s 1173; **Loss/Seligman**, s. 76.

⁸⁹¹ **Henn/Alexander**, s. 791.

⁸⁹² **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 93. ABD Hukuku’nda, aynen konsorsiyum üyeleri gibi satış grubu üyelerinin de NASD üyesi olmaları zorunludur (s. 93). Türk Hukuku’nda ise, halka arza aracılık yetki belgesi bulunan aracı kuruluşların yanısıra, bu yetkiye sahip olmayan mevduat kabul eden bankalar da, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ’in 38. maddesinin VII. fıkrasının son cümlesinin kendilerine tanıdığı imkân çerçevesinde satış grubuna dahil olma imkânına sahiptirler.

⁸⁹³ **Mahoney**, s. 8. Bu şekilde, satış grubu üyeleri, sermaye piyasası araçlarını konsorsiyumdan satın aldıkları indirimli fiyat ile halka arz için tespit olunan satış fiyatı arasındaki fark oranında kazanç elde etmiş olmaktadır. Dolayısıyla, satış grubu üyelerine yapılan satış esnasında uygulanan indirim nedeniyle sermaye piyasası araçlarının halka arzı için belirlenen fiyatın altına inilebilmesi mümkündür (**Soderquist**, 39). Konsorsiyum lideri tarafından satış işlemine ilişkin olarak öngörülebileceği yukarıda belirtilen sınırlamalar arasında, genellikle; satış grubu üyelerince, yatırımcılara izahnamede yer alan bilgiler dışında başkaca beyan ve taahhütlerde bulunulmaması ve sermaye piyasası araçlarının satışının belirli bir fiyatın altında bir bedelle yapılmaması hususları yer almaktadır (**Wood**, s. 182).

⁸⁹⁴ Belirtmek gerekir ki, en iyi gayret ve bakiyeyi yüklenim türü aracılık işlemlerinde de, satılan miktar üzerinden komisyon ödenmesi yerine, satış grubu üyelerinin sermaye piyasası araçlarını önce satın alıp daha sonra kendi adlarına pazarlamaları yönünde bir sistemin benimsenmesine herhangi bir engel yoktur.

⁸⁹⁵ **Mahoney**, s. 8.

⁸⁹⁶ **Wood**, s. 181.

⁸⁹⁷ **Üreten**, s. 25.

Bu noktada, en iyi gayret aracılığının söz konusu olduğu hallerde, konsorsiyum üyeleri ile satış grubu üyeleri arasındaki statü farkının ne olduğu sorusu akla gelebilir. Burada iki temel farktan bahsedilebilir. Birincisi tümüyle hukukî niteliktedir. Şöyle ki; satış grubu üyeleri, satış işleminde belirli bir ücret karşılığında rol almayı, ihraççıya karşı değil, ihraçcının aracılığını yürüten konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlara karşı taahhüt etmektedirler. Bu nedenle, ihraççı ile aralarında herhangi bir akdi ilişki bulunmamaktadır. Dolayısıyla, satış grubu üyelerinin alt vekil statüsünde buldukları ifade edilebilir. Halka arza aracılık faaliyetini en iyi gayret aracılığı esasına göre yüklenen aracı kuruluşlar ise, ihraççı ile doğrudan akdi ilişki içerisindedirler ve aracılık faaliyetinde bulunmayı, sui generis bir iş görme sözleşmesi çerçevesinde ihraççıya karşı yükümlenmiş bulunmaktadırlar. İkinci önemli fark ise, sağlanan kazanç bakımından ortaya çıkmaktadır. Aracılık faaliyetini üstlenen konsorsiyumun üyesi olan aracı kuruluşlar, aracılık sözleşmesi çerçevesinde elde edecekleri komisyonun yalnızca bir bölümünü satış grubu üyeleri ile paylaşmakta ve bu nedenle de daha fazla getiri elde etmektedirler⁸⁹⁸. Burada en iyi gayret türü aracılığın söz konusu olması varsayımı dikkate alınarak yapılan bu açıklamaların, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim türü aracılık faaliyetlerinin bahis konusu olduğu haller için de geçerli bulunduğu vurgulanmalıdır. Gerçekten, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlar ile satış grubu üyeleri arasındaki hukukî statü farkına ilişkin açıklamalarımız bu ihtimaller bakımından da aynen geçerlidir. Sağlanan gelirler arasındaki farka ilişkin açıklamalarımız ise bakiyeyi yüklenim türü aracılığın mevzu bahis olduğu haller bakımından aynen geçerli olmasına karşın, tümünü yüklenim türü aracılık hallerinde bir nüans söz konusudur. Bu ihtimalde, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlar ile satış grubu üyelerinin elde ettiği gelir farkını nedenini komisyon oranları değil, sermaye piyasası araçlarının edinim fiyatı oluşturmaktadır. Örneğin, birim fiyatı 14 YTL olan hisse senetlerinin konsorsiyum üyelerine 13 YTL'den satılması ve bu üyelerce de, 13.6 YTL'lik bir fiyat üzerinden satış grubu üyelerine aktarılmaları olasılığında olduğu gibi.

⁸⁹⁸ Aracılık sözleşmesi gereğince konsorsiyum üyelerinin her satış işlemi başına % 0.75 komisyon elde ettiği bir halka arzda, satış grubu üyelerinin gerçekleştirdikleri satış başına % 0.30 komisyon ücretine hak kazanmaları örneğinde olduğu gibi.

2. Aracılık Konsorsiyumunun Hukukî Niteliği

İsviçre Hukuku'nda *Lombardini*; aracılık konsorsiyumlarına ödünç konsorsiyumlarına (sendikasyon kredilerine) hakim olan ilkelerin uygulanacağını, dolayısıyla da bu konsorsiyumların adi ortaklık niteliği taşıdıklarını ifade etmekte; ancak üçüncü kişilere karşı müteselsil sorumluluk, iştirak halinde mülkiyet ve kâr ile zararın paylaşımına ilişkin adi ortaklık hükümlerinin, konsorsiyum ilişkilerinin niteliği ile bağdaşmamaları nedeniyle aracılık konsorsiyumları bakımından uygulama alanı bulamayacaklarını vurgulamaktadır⁸⁹⁹.

Lombardini'nin yukarıda açıklanan yaklaşımını değerlendirebilmek bakımından, öncelikle ödünç konsorsiyumlarının hukukî niteliği konusunda ortaya atılan görüşlere değinmek gerekir. Kredi verenlerin tamamının borçlu ile doğrudan sözleşme ilişkisi içerisinde bulunduğu ödünç konsorsiyumlarında (“*syndication directe*”), üye kreditorler arasındaki hukukî ilişkiyi açıklayan iki ayrı görüş bulunmaktadır. Bunlardan ilki, kredi verenler arasında bir adi ortaklık ilişkisi bulunduğunu kabul ederken⁹⁰⁰; *Dohm* tarafından savunulan ikinci görüş, tek bir borçlu ile konsorsiyum üyesi kreditorler arasında yapılmış münferit sözleşmelerin birbirlerine bağlanmış olduğunu ve üye kredi kuruluşları arasında sui generis bir işbirliği sözleşmesinin bulunduğunu savunmaktadır⁹⁰¹.

Kredi alanın akdi ilişki içerisinde bulunduğu yegâne kreditorün konsorsiyum lideri olduğu ve onun dışındaki kreditorlerin borçlu ile akdi ilişki içerisine bulunmadıkları ödünç konsorsiyumları (“*syndication indirecte*”) bakımından da, üye kredi kuruluşları arasındaki hukukî ilişkinin niteliği konusunda yine iki ayrı görüş göze çarpmaktadır⁹⁰². Bunlardan ilki, yukarıdaki olasılığa benzer şekilde burada da

⁸⁹⁹ *Lombardini*, s. 409.

⁹⁰⁰ **Bovet; Meier-Hayoz/Frostmoser, Siegwart ve Tercier**'nin bu görüşte olduğunu ifade etmektedir (**Christian Bovet**, *La Nature Juridique des Syndicats de Pret et les Obligations des Banques Dirigeantes et Gérantes*, Fribourg 1991, s. 81 dpn. 272).

⁹⁰¹ Zikreden **Bovet**, s. 82 dpn. 274. Her iki görüş hakkında ayrıntılı açıklama ve değerlendirme için bkz. **Bovet**, s. 81 vd. Yazarın kişisel görüşü, tartışma konusu yapılan olasılıkta konsorsiyum üyesi kreditorler arasında adi ortaklık ilişkisi bulunduğu yönündedir (s. 90-91).

⁹⁰² Bu tür ödünç konsorsiyumlarındaki durum, takdir edileceği üzere, alt yüklenim işlemlerine çok benzemektedir. Zira, alt yüklenim işlemlerinde de, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluş ile ihraççı arasında bir akdi ilişki söz konusu olmayıp; yüklenim, halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşa karşı taahhüt edilmektedir. Söz konusu işleme, bu nedenle “alt yüklenim” adı verilmektedir.

üye kredi kuruluşları arasında bir adi ortaklık ilişkisi bulunduğunu kabul ederken⁹⁰³; **Dohm** tarafından ileri sürülen ikinci görüş ise, bu olasılıkta konsorsiyum üyesi kreditorler arasında “*affectio societatis*” bağı ve “*animus societatis*” bulunmadığını, kreditorler arasında oluşturulan birliktelikte ortak bir amaç aranmasının yapay bir yaklaşım olacağını, burada lider bankaya borçlu ile olan kredi ilişkisini yönetme ve yönlendirme yetkisini veren vekalet ve ona eşlik eden satım akitlerinden oluşan bir karışık muhtevalı akdin bulunduğunu savunmaktadır⁹⁰⁴.

Bovet ise, tartışma konusu yapılan her iki ihtimalde de, yani hem konsorsiyum üyesi tüm kreditorlerin borçlu ile doğrudan akdi ilişki içerisinde buldukları “*syndication directe*” türü ödünç konsorsiyumlarında, hem de akdi ilişkinin yalnızca lider kredi kuruluşu ile borçlu arasında mevcut bulunduğu “*syndication indirecte*” türü konsorsiyum ilişkilerinde, üye kredi kuruluşları arasında bir adi ortaklık ilişkisinin söz konusu olduğu; buna karşın, tarafların müteselsil sorumluluğa ve iştirak halinde mülkiyete ilişkin adi ortaklık hükümlerinin aksini akdi düzenleme ile kararlaştırmış buldukları görüşündedir⁹⁰⁵. İşte, **Lombardini**'nin aracılık konsorsiyumunu adi ortaklık olarak nitelendiren yaklaşımının temelinde, ödünç konsorsiyumlarının hukukî niteliğine ilişkin bu değerlendirmeler yatmaktadır.

Türk Hukuku'ndaki ağırlıklı görüş de aracılık konsorsiyumu üyeleri arasındaki hukukî ilişkiyi adi ortaklık olarak nitelendirmektedir⁹⁰⁶.

Ünal tarafından savunulan ve azınlıkta kalan görüş ise, aracılık konsorsiyumuna yalnızca halka arza aracılık yetki belgesine sahip bulunan aracı kurum ve mevduat kabul etmeyen bankaların üye olabileceği noktasından hareketle; aracılık konsorsiyumunun, adi ortaklık hükümlerinin SPKn. ve ilgili mevzuatta

⁹⁰³ Fransız Hukuku'nun etkisi altında gelişen bu görüş hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. **Bovet** s. 99 ve s. 102 vd. **Bovet**'e göre ise, burada alacağın idaresine ilişkin bir ortak amaçtan söz etmek mümkündür (s. 103).

⁹⁰⁴ Zikreden **Bovet**, s. 99-102.

⁹⁰⁵ **Bovet**, s. 109.

⁹⁰⁶ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 98 ve 101; **Yasaman**, s. 116; **Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)**, 9. Bası, no. 70; **Barlas**, s. 184-185; **Berzek**, s. 60; **Kütükçü**, s. 435; **Sönmez**, s. 69; **Taşkın**, s. 66; **Arı**, s. 101; **İnceoğlu**, s. 122.

hüküm bulunmayan hallerde kıyasen uygulanabileceği sui generis bir topluluk olduğunu savunmaktadır⁹⁰⁷.

Ancak *İnceoğlu* tarafından da haklı olarak belirtildiği üzere, aracılık konsorsiyumuna yalnızca halka arza aracılık yetki belgesine sahip aracı kuruluşların üye olabilmesi yönündeki düzenlemeyi adi ortaklığın “kişi” unsurundan sapma olarak algılamamak gerekir⁹⁰⁸. Bu durum, işin niteliğinden kaynaklanan bir gerekliliktir. İnşaat işlerini yüklenecek konsorsiyumlara yalnızca müteahhitlik işleri ile uğraşan firmaların üye olmaları nasıl işin niteliğinden kaynaklanmakta ise, aracılık konsorsiyumlarına sadece halka arza aracılık yetki belgesi bulunan aracı kuruluşların katılabilmesi de aynı ölçüde yapılacak işin niteliği ile bağlantılıdır. Şu halde, salt bu gerekçeye dayanarak aracılık konsorsiyumlarının sui generis bir topluluk olduğu düşüncesini ileri sürmek, en azından fikrimizce yerinde bir yaklaşım değildir.

Konsorsiyum ilişkisi, kişilerin belirli bir işi veya işler dizisini birlikte gerçekleştirmek amacıyla biraraya gelmeleri ve bunlardan her birinin diğerlerinden bağımsız olarak işin sadece bir bölümünün yerine getirilmesine ilişkin sorumluluğu üstlenmesi olarak tanımlanmaktadır⁹⁰⁹. Konsorsiyum ilişkisini diğer adi ortaklık türlerinden ayıran özellik de budur; yani, konsorsiyum üyelerinin, iş sahibine karşı, işin yalnızca bir bölümünün sorumluluğunu üstleniyor olmalarıdır. Bu nedenle, iş sahibi ile yapılan sözleşmede konsorsiyuma katılan ortakların müteselsil sorumlulukları bertaraf edilmektedir ki; aracılık yüklenim sözleşmelerinde de rastladığımız bu durum, esasen konsorsiyum ilişkisinin yapısından kaynaklanan bir gerekliliktir⁹¹⁰. Konsorsiyum ilişkilerinde, çoğu zaman işleme konu ekonomik değerler üzerinde elbirliği ya da paylı mülkiyete tabi bir ortaklık malvarlığı da bulunmaz⁹¹¹. Aynen yüklenimli aracılık sözleşmelerinde olduğu gibi, işleme konu ekonomik değerler (halka arzı yapılan sermaye piyasası araçları) üzerinde konsorsiyum üyelerinin bireysel mülkiyet hakları söz konusu olur. Ayrıca, konsorsiyumlarda her ortak işin kendi payına düşen bölümünün kazanç ve kaybına

⁹⁰⁷ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 201 ve 205.

⁹⁰⁸ **İnceoğlu**, s. 118.

⁹⁰⁹ **Barlas**, s. 174. Ayrıca bkz. **Tekinalp/Tekinalp**, s. 162; **Kaplan**, Joint Venture, s. 19.

⁹¹⁰ **Barlas**, s. 178.

⁹¹¹ **Barlas**, s. 179.

kendisi katlanmak durumunda olduğundan, kazanç elde edilmesi ve paylaşılması olgusu nadiren gündeme gelebilmektedir⁹¹². Bu bakımdan, konsorsiyumlarda müşterek amacın iktisadi nitelikte olduğu; fakat mutlaka kazanç elde etmeye ve paylaşmaya yönelik olmasının zorunlu bulunmadığı ifade edilir⁹¹³.

Aracılık yüklenim konsorsiyumu olarak isimlendirilen birliklerin konsorsiyum ilişkisinin yukarıda sayılan karakteristik özellikleri ile uyum içerisinde oldukları, bu nedenle de klasik birer konsorsiyum olarak değerlendirilmelerinin mümkün bulunduğu söylenebilir. Bu noktada, konsorsiyum ilişkisinin hukukî niteliği hakkında yapılan değerlendirmeler önem kazanmaktadır. Konsorsiyum sözleşmeleri, Fransız Hukuku'nda sui generis sözleşme olarak nitelendirilmektedir⁹¹⁴. Buna karşılık, Türk, İsviçre ve Alman hukuklarında, konsorsiyum üyeleri arasındaki ilişki gerek öğreti gerek yargı organları tarafından oybirliğiyle adi ortaklık niteliğinde kabul edilmektedir⁹¹⁵. Zira, müteselsil sorumluluğun ve elbirliği mülkiyetine tabi bir ortaklık malvarlığının mevcudiyeti adi ortaklık ilişkisinin zorunlu unsurlarından değildir⁹¹⁶. Şu halde, aracılık yüklenim konsorsiyumlarının da adi ortaklık niteliği taşıdığı sonucu kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Bu tespitimizden hareketle, aracılık yüklenim konsorsiyumu sözleşmelerine, BK md. 520 vd. hükümlerinde öngörülen düzenlemelerin doğrudan uygulanacağı; ancak bu uygulama esnasında konsorsiyum ilişkisinin yapısı ve özelliklerinin de göz önünde bulundurulması gerekeceği ifade edilebilir⁹¹⁷. Örneğin; adi ortaklık ortaklarının üçüncü kişilere karşı müteselsil sorumluluklarına ilişkin BK md. 534 c. 3⁹¹⁸ ve ortaklık malvarlığı üzerinde elbirliği

⁹¹² **Barlas**, s. 186. Aracılık konsorsiyumlarında kazanç elde etme ve paylaşma amacının bulunup bulunmadığı, konsorsiyum ilişkisinde sermaye piyasası araçlarının satışı için benimsenen yöntemle bağlantılı bir konudur. Özellikle bakiyeyi yüklenim türü işlemlerde, sermaye piyasası araçlarının halka satışına ilişkin süreç liderin gözetiminde tüm üyelerin iş birliği ile gerçekleştirildiğinden ve bu süreç sonunda, yapılan satışlar üzerinden elde edilen komisyon ücreti paylaşıldığından, kazanç elde etme ve paylaşma amacı bulunduğunu söyleyebilmek mümkündür. Tümünü yüklenim türü işlemlerde ise, her aracı kuruluş kendi yüklenimine konu oluşturan miktarı kendisi pazarlamakta ve bu miktara ilişkin risk ve getiri yalnızca o aracı kuruluşu ilgilendirmekte olduğundan, kazanç elde etme ve paylaşma amacından söz edebilmek genellikle mümkün olmamaktadır.

⁹¹³ **Barlas**, s. 176.

⁹¹⁴ **Charles Henry Chenut**, *Le Contrat de Consortium*, Paris 2003, s. 110-112.

⁹¹⁵ **Barlas**, s. 184-185.

⁹¹⁶ **Barlas**, s. 185.

⁹¹⁷ **Barlas**, s. 185.

⁹¹⁸ Bu noktada bir ayırım yapmanın gerekli olduğu kanısındayız. Aracılık yüklenim konsorsiyumlarında müteselsil sorumluluğa ilişkin BK md. 534 c. 3 hükmünün uygulanmayacağına yönelik tespitimiz, aracı kuruluşların yüklenim taahhütlerini esas almaktadır. Yoksa konsorsiyum ortağı aracı kuruluşlar, satış işlemine aracılık edilmesine ilişkin iş görme ediminden, bu edimin niteliği

mülkiyeti öngören BK md. 534 c. 1 hükümleri yüklenim konsorsiyumlarına uygulanmayacaktır. Ayrıca, sözleşme serbestisi ilkesinin doğal bir sonucu olarak, adi ortaklığa ilişkin hükümler ancak konsorsiyum sözleşmesinde hüküm bulunmayan hallerde tamamlayıcı olarak devreye girecek ve konsorsiyum sözleşmesi hükümleri, emredici nitelik taşıyan düzenlemeler hariç olmak üzere, adi ortaklığa ilişkin hükümlere oranla öncelikli olarak uygulama alanı bulacaklardır⁹¹⁹.

Buna karşılık, yüklenimsiz aracılık faaliyeti için oluşturulan birliklerin klasik anlamda bir konsorsiyum olarak nitelendirilemeyeceği kanısındayız. Hatırlanacağı üzere, yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin sui generis bir iş görme sözleşmesi niteliğinde olduğu görüşünü savunmuştuk. Bu tür aracılık sözleşmelerinde, yüklenimli aracılık sözleşmelerinden farklı olarak yalnızca bir iş görme ediminin üstlenilmesi söz konusudur. Yukarıda da belirtildiği üzere, konsorsiyum ilişkisini diğer adi ortaklı türlerinden ayıran özellik, konsorsiyum üyelerinin, iş sahibine karşı, işin yalnızca bir bölümünün sorumluluğunu üstlenmeleridir. Şayet konsorsiyum ortakları diğer akide karşı böyle bir paylaşım olmaksızın herbiri işin tümünün ifasından sorumlu olmak üzere taahhüt altına girmekte iseler, bu takdirde ortada gerçek ve teknik anlamda bir konsorsiyum bulunduğu söylenemeyecektir⁹²⁰. Yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin konu aldığı “satışa aracılık” yönündeki iş görme edimi niteliği itibariyle bölünmeye müsait olmadığından⁹²¹, aracı kuruluşların halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında ihraççıya karşı olan sorumluluklarının birbirlerinden bağımsız olarak algılanabilmesi mümkün değildir. Bu takdirde, aracı kuruluşlar, hem BK md. 534 c. 3, hem de vekalet akdi hükümleri kıyasen uygulanacağından BK md. 395/II hükümleri gereği ihraççı ortaklığa karşı müteselsilen sorumlu olacaklardır. Şu halde, yüklenimsiz aracılık ya da diğer adıyla

bölünmeye müsait olmadığından; hem BK md. 534 c. 3, hem de, vekalet akdi hükümleri bu edime kıyasen uygulanacağından BK md. 395/II hükmü gereği müteselsilen sorumlu olacaklardır. Halka arz işleminin organize edilmesi sürecinde danışmanlık hizmeti verilmesine ilişkin edim ise, halka arza aracılık faaliyetinin geleneksel yapısında liderin sorumluluğunda bulunmakta ve bu durum, halka arza aracılık sözleşmesi imzalanırken ihraççı ortaklık tarafından bilinmektedir. Buna karşılık, liderin bu edimini yerine getirmesini engelleyen gelişmelerin ortaya çıkması ihtimalinde ihraççı ortaklığı korumak ve bu hizmeti diğer üyelerden alabilmesini sağlamak adına, yukarıda satışa aracılık edimi bakımından ortaya konulan çözüm tarzının bu ihtimalde de benimsenmesi faydalı olacaktır.

⁹¹⁹ **Barlas**, s. 185.

⁹²⁰ **Barlas**, s. 178.

⁹²¹ Halka arz sürecinin organize edilmesi aşamasında danışmanlık hizmeti verilmesine ilişkin edim bakımından ise yukarıda 918 no’lu dipnotta sunulan açıklamalarımız yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri bakımından da aynen geçerli olacaktır.

satış konsorsiyumlarının, teknik anlamda bir konsorsiyum olmaktan ziyade, klasik bir adi ortaklık niteliğinde olduklarını söylemek yanlış olmayacaktır.

3. Konsorsiyum Sözleşmesinin İçeriği

Seri: V No: 46 Sayılı Tebliğ'in 43. maddesi, konsorsiyum sözleşmelerinde yer verilmesi gereken asgari hususların Kurulca belirleneceği hükmünü taşımaktadır. Kurul'un bu hükme dayanarak yayımladığı asgari unsurlar listesi⁹²² ise, aynen halka arza aracılık sözleşmesinin asgari muhtevasına ilişkin düzenleme gibi, asgari içerik düzenlemesinden ziyade bir model sözleşme tarzında kaleme alınmıştır. Buna göre, sözleşmede, sırasıyla; tarafları tanıtıcı bilgilere, sözleşmede kullanılan kısaltmalara, sözleşmenin konusuna, aracılığın türü ve kapsamına, tarafların hak ve yükümlülüklerine, satış sürecine ilişkin esas ve kısıtlamalara, satış sonrası hizmetlere, aracı kuruluşlara ödenecek ücret veya komisyonun tespit ve ödenme esaslarına, taraflarca kullanılacak delillere, konsorsiyumun işlem ve hesaplarının tasfiyesine, sözleşmeye uygulanacak hükümlere, yetkili mahkeme ve icra dairelerine ve tarafların tebligat adreslerine ilişkin bilgilere yer verilmelidir. Şüphesiz ki, taraflar, sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde, Kurulca belirlenen bu asgari içeriğin dışında kalan konular hakkında da düzenlemeler öngörebilirler⁹²³. Fakat burada önem arz eden mesele, Kurul tarafından belirlenen bu asgari içeriğe konsorsiyum sözleşmesinde tam olarak yer verilmemesinin sözleşmeyi geçersiz kılp kılmayacağıdır.

İnceoğlu tarafından da belirtildiği üzere, Kurulca belirlenen asgari içeriğe uyulmaması konsorsiyum sözleşmesini geçersiz kılmayacaktır⁹²⁴. Zira, Kurul tarafından yayımlanan asgari içeriğin BK md. 2/I anlamında akdin in'ikadı için gerekli objektif esaslı unsurlar şeklinde algılanması ve bu içeriğe uyulmadığı takdirde konsorsiyum sözleşmesinin hükümsüz olacağıın ifade edilebilmesi mümkün değildir. Biz, Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 43. maddesine dayanan bu düzenlemenin bir düzen normu olarak algılanması ve ihlalinin geçersizliğe sebep olmaması gerektiği görüşündeyiz. Kaldı ki, Kurul tarafından yayımlanan metinde aranılan unsurlar o

⁹²² Konsorsiyum sözleşmelerinde aranılacak asgari muhteva hakkında Kurul tarafından alınan ilke kararı için bkz. www.spk.gov.tr.

⁹²³ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 101-102.

⁹²⁴ **İnceoğlu**, s. 121.

derece kapsamlıdır ki, burada asgari muhtevanın belirlenmesinden ziyade bir model sözleşme öngörüldüğü söylenebilir. Bu modele uyulmamasının; örneğin sözleşmede kullanılan kısaltmalara, delil sözleşmelerine, uygulanacak hükümlere ya da tebligat adreslerine yer verilmemesinin taraflar arasındaki Borçlar Hukuku ilişkisini geçersiz hale getireceğini düşünmenin hiçbir haklı gerekçesi olamaz. Kanımızca, akdin objektif esaslı unsurları üzerinde taraf iradeleri uyuştugu sürece, Kurul tarafından yayımlanan asgari içeriğe konsorsiyum sözleşmesinde yer verilmemiş olsa dahi sözleşme in'ikad etmiş olarak kabul edilmelidir.

Uygulamada, konsorsiyum sözleşmelerinde, yukarıda sayılan hususların yanısıra; her üyenin ihraççıya karşı kendi taahhüt ettiği yüklenim oranı dahilinde sorumlu olacağına ve müteselsil sorumluluk esasının geçerli olmayacağına, yönetim ve temsil yetkilerinin lidere devredilmiş olduğuna, halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler yapılacak ise bu işlemlere ve üyelerin satış yapabilecekleri coğrafi alanlar ile yatırımcı gruplarına ilişkin sınırlamalara yer verilmektedir⁹²⁵. Bunların yanında, lider kuruluşun finansal ve hukukî incelemeyi (“*due diligence*”) gereği gibi yapmaması nedeniyle diğer üyelerin yatırımcılara karşı sorumlu duruma düşmeleri halinde, bu üyelerin uğradıkları zararın lider kuruluş tarafından tazmin edileceği yönünde klozlara da konsorsiyum sözleşmelerinde genellikle yer verildiği görülmektedir⁹²⁶. Olağan dışı durumların ortaya çıkması halinde halka arzı iptal etme veya erteleme hakkı tanıyan “*market out*” klozlarında öngörülen koşulların gerçekleşip gerçekleşmediğini takdir yetkisi de, çoğunlukla sözleşmede yer verilen bir hükümlerle lider aracı kuruluşa bırakılmaktadır⁹²⁷. Ayrıca, lider aracı kuruluşa, satış grubu üyelerine konsorsiyum ortağı aracı kuruluşların hesabından satış yapabilme yetkisi verilmekte ve konsorsiyum üyeleri, ek alım opsiyonunun kullanılması nedeniyle gelebilecek ekstra hisseleri satın almayı da taahhüt etmektedirler⁹²⁸.

⁹²⁵ **Malscrido/Watter**, s. 81-82.

⁹²⁶ **Golding**, s. 420 dph 149; **Current Issues and Developments in the Duties and Liabilities of Underwriters and Securities Dealers**, s. 349

⁹²⁷ **Current Issues and Developments in the Duties and Liabilities of Underwriters and Securities Dealers**, s. 345.

⁹²⁸ **Hugh L. Sowards**, *Business Organizations Vol: 11, The Federal Securities Act*, New York 1982, no. 4.01 [2]. ABD uygulamasında, aracı kuruluşların asıl fonksiyonunun halka arz edilen sermaye piyasası araçlarını yatırım amacı taşıyan kimselere plase etmek olduğu düşüncesinden hareketle, konsorsiyum sözleşmelerinde; halka arzı yapılan araçları kısa vadede elinden çıkaran yatırımcılara satış yapan aracı kuruluşların aldıkları satış komisyonunu iade edeceklerine ilişkin hükümlere de yer

4. Konsorsiyum Sözleşmesinin Şekli

Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in 43. maddesinde, aracılık konsorsiyumu sözleşmelerinin yazılı şekilde akdedilmesi gerektiği öngörülmektedir. Burada öngörülen şekil şartının hukukî niteliği konusunda öğretilerde farklı görüşler mevcuttur. *Arı*'ya göre, anılan Tebliğ hükmünde öngörülen yazılı şekle uyulmamasının sonucu konsorsiyum sözleşmesinin geçersiz addedilmesi olacaktır⁹²⁹.

İnceoğlu ise, BK md. 11 hükmü uyarınca akdin geçerliliğinin kanunda açıklık bulunmadığı sürece hiçbir şekle tabi olmadığı; dolayısıyla tebliğ hükümleri ile sözleşmelerin yazılı şekle bağlanmasının mümkün bulunmadığı; bu nedenle de inceleme konumuz olan Tebliğ'de öngörülen yazılı şekil zorunluluğunun bir geçerlilik şartı olarak algılanmaması gerektiği görüşündedir⁹³⁰.

Aynı tartışmanın Tebliğ'in 41. maddesinde halka arza aracılık sözleşmeleri yönünden öngörülen yazılı şekil şartı bakımından da söz konusu olduğunu belirtmek ve o konuya ilişkin bölümde yaptığımız açıklamalara atıfta bulunmak suretiyle, benzer bir yaklaşımı konsorsiyum sözleşmesinin şekline ilişkin Tebliğ hükmü yönünden de benimsediğimizi vurgulamak durumundayız. Bu itibarla, şekil serbestisinin asıl olduğu bir sistemde genel düzenleyici idari işlemler vasıtasıyla şekil şartı öngörülmesinin doğru bir yaklaşım olmadığı; kaldı ki, Kurul'un böyle bir şekil şartını öngörmeye yetkisi de bulunmadığı kanısındayız. Dolayısıyla, Tebliğ'in md. 43 hükmünde öngörülen yazılı şekil zorunluluğunun, öngörülme amacı doğrultusunda yalnızca aracı kuruluşlar bakımından bağlayıcı olarak algılanması gerekir. Zira, anılan hükümle konsorsiyum sözleşmelerinin yazılı şekilde akdedilmesi zorunluluğunun getirilmesinin nedeni, Kurul tarafından md. 44 hükmü çerçevesinde bu sözleşmelerin içeriğinin kontrol edilecek ve gerektiğinde değişiklik istenecek olmasıdır. Bu itibarla, Tebliğ'de öngörülen yazılı şekil şartının aracı kuruluşlara yönelik bir düzen normu niteliğinde olduğu ve bu zorunluluğa uyulmamasının

verilmektedir (**Current Issues and Developments in the Duties and Liabilities of Underwriters and Securities Dealers**, s. 339).

⁹²⁹ *Arı*, s. 104.

⁹³⁰ *İnceoğlu*, s. 120. Konsorsiyum üyelerinin satış yapabilecekleri coğrafi alanlara ve yatırımcı gruplarına ilişkin sınırlamalar, Anglosakson Hukuku'nda "selling restrictions" ya da "ring fencing restrictions" adıyla anılmaktadır (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 147).

sözleşmenin hükümsüzlüğüne yol açmaması gerektiği kanısındayız⁹³¹. Fakat belirtmek gerekir ki, yazılı şeklin geçerlilik koşulu olarak kabul edilmemesi, HUMK md. 288 hükmü çerçevesinde ispat şartı konumunda bulunduğu gerçeğini değiştirmeyecektir. Bu durum da, söz konusu şekil şartına uyulması bakımından fiili bir zorunluluk yaratmaktadır.

5. Aracılık Konsorsiyumunun Türleri

Aracılık konsorsiyumları farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilmektedirler. Aşağıda bu sınıflandırmalar üzerinde durulacaktır.

a. Satış- Yüklenim Konsorsiyumları

Aracılık konsorsiyumları, güttükleri amaç çerçevesinde “satış” ve “yüklenim” konsorsiyumları olarak ikiye ayrılmaktadırlar⁹³². Satış konsorsiyumları, herhangi bir yüklenim işleminin söz konusu olmadığı en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri çerçevesinde gerçekleştirilecek aracılık işlemlerini yerine getirmek üzere oluşturulan ve yukarıda konsorsiyum sözleşmesinin hukukî niteliğine ilişkin açıklamalarımız çerçevesinde de belirtildiği üzere, hukukî anlamda bir konsorsiyum niteliği taşımaktan ziyade klasik adi ortaklık niteliği arz eden birliklerdir⁹³³. Satış konsorsiyumuna üye bulunan aracı kuruluşlar, en iyi gayret aracılığı sözleşmesine vekalet akdi hükümleri kıyasen uygulanacağından, BK md. 395/II hükmü çerçevesinde birlikte vekil konumunda bulunmakta ve satış işlemine aracılığa ilişkin iş görme ediminden dolayı, ihraççıya karşı müteselsilen sorumlu konumda bulunmaktadır. Ayrıca, satışa aracılık ediminin ifasında bir alt satış konsorsiyumundan ya da bir satış grubundan faydalanılacaksa, teknik anlamda bir alt vekil kullanımı söz konusu olacağından, BK md. 390/III hükmü gereği ihraççı ortaklıktan onay alınmak gerekecektir.

⁹³¹ Ancak düzen normlarının karakteristik özellikleri gereği ihlalleri işlemin geçersizliği sonucuna yol açmasa da, ihlali gerçekleştiren taraf (tartışma konumuzda aracı kuruluşlar) bakımından ilgili otoritece idari yaptırım uygulanması mümkün bulunmaktadır.

⁹³² **Karyotis**, s. 56; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 98. **Barlas**, satış konsorsiyumları için “saf tedavül konsorsiyumu”, yüklenim konsorsiyumları için ise “üstlenme konsorsiyumu” terimlerini kullanmaktadır (s. 180).

⁹³³ Dolayısıyla, “satış konsorsiyumu” ifadesindeki “konsorsiyum” ibaresi, teknik hukuk yönünden haiz bulunduğu anlamda düşünülmemelidir. Bu ifade, uygulamada yerleşmiş olduğundan tarafımızca da kullanılmaktadır.

Buna karşılık, yüklenim konsorsiyumlarındaki amaç, bakiyeyi yüklenim ya da tümünü yüklenim türü bir yüklenimli aracılık sözleşmesinden doğan yükümlülüklerin ifa edilmesidir⁹³⁴. Bu tür birliklerin hukuk tekniği bakımından gerçek birer konsorsiyum niteliği taşıdıklarını ve aracı kuruluşların yüklenim edimlerinden ötürü ihraççı ortaklığa karşı olan sorumluluklarının, halka arza aracılık sözleşmesinde yer verilen kayıtlar ile müteselsil sorumluluk olmaktan çıkarılıp münferit sorumluluk haline getirildiğini konsorsiyum sözleşmelerinin hukukî niteliğine ilişkin açıklamalarımızda ortaya koymuş idik. İşte bu hukukî yapı içerisinde, bakiyeyi ya da tümünü yüklenim esasına göre gerçekleştirilecek aracılık işlemlerini gerçekleştirmek amacıyla kurulan yüklenim konsorsiyumları, aracılık konsorsiyumlarının amaçlarına göre ayırımında ikinci türü oluşturmaktadırlar. Belirtmek gerekir ki, vekalet akdi hükümlerinin kıyasen uygulanacağı bir iş görme edimi olan satış aracılık borcunun ifasında kullanılmak üzere satış grubu oluşturulması halinde; satış grubu üyelerinin alt vekil statüsünü taşıyacak olmaları nedeniyle BK md. 390/III hükmü çerçevesinde ihraççı ortaklığın onayının aranması gerekeceğine ilişkin tespitimiz, bakiyeyi yüklenim amacıyla oluşturulan aracılık yüklenim konsorsiyumları bakımından da aynen geçerlidir. Zira, bu tür aracılık işlemlerinde de, aynen en iyi gayret aracılığında olduğu gibi, ihraççı ortaklık nam ve hesabına gerçekleştirilecek bir satış süreci söz konusudur. Buna karşılık, tümünü yüklenim işlemlerinde satış işlemi yüklenimde bulunan aracı kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesaplarına gerçekleştirildiğinden, satış grubu oluşturulabilmesi için ihraççı ortaklığın onayının alınmasına ihtiyaç bulunmamaktadır.

Bu aşamada, alt yüklenim konsorsiyumlarına da değinmekte fayda bulunmaktadır. Alt yüklenim işlemlerinde, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluş ile ihraççı ortaklık arasında bir akdi ilişki söz konusu olmayıp; yüklenim, halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşa karşı taahhüt edilmektedir⁹³⁵. Söz konusu işleme bu

⁹³⁴ Ancak bu tür konsorsiyumlara da, yüklenim taahhüdü bazı üyelerce yapılmışken, diğer bazı üyelerin en iyi gayret aracılığı esasına göre katılmalarına herhangi bir engel bulunmamaktadır.

⁹³⁵ **Loss/Seligman**, s. 74. Bu nedenle, alt yüklenim işlemi, ihraççıya karşı ihracın tamamına ilişkin olarak yüklenimde bulunan aracı kuruluşun bu yüklenimden doğan riskinin paylaşılmasına (reasürans işlemine) benzetilmektedir (**Loss/Seligman**, s. 74; **Cary/Eisenberg**, s. 1173; **Gillen**, s. 19). Bu benzetmenin nedeni, ihraççı ortaklığı sermaye piyasası araçlarının tamamının satılamaması ihtimaline karşı sigortalayan aracı kuruluşun riskinin, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşlarca reasüre edildiğinin düşünülmesidir. ABD Hukuku'nda, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşların da NASD üyesi olmaları zorunludur (**Bartos**, s. 16). Türk Hukuku bakımından ise, alt yüklenimde bulunacak aracı kuruluşların halka arza aracılık yetki belgesi sahibi olmaları aranılacaktır.

nedenle “alt yüklenim” (“*sub-underwriting*”) adı verilmektedir. Bir diğer ifadeyle, bu ihtimalde aracılık sözleşmesi ihraççı ile lider aracı kuruluş arasında akdedilmiş olmakta ve lider aracı kuruluş, yüklenim miktarının tamamından ihraççıya karşı sorumlu bulunmaktadır. Konsorsiyum ilişkisi ise, lider aracı kuruluş ile alt yükleniciler arasında mevcut olan bir iç ilişki niteliğindedir⁹³⁶. Dolayısıyla, bir “iç ortaklık” ilişkisi söz konusudur⁹³⁷.

Ancak alt yüklenim konsorsiyumlarını teknik anlamda konsorsiyum olarak kabul edebilmek mümkün değildir. Zira, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşlar ihraççı ile akdi bir ilişki içerisinde bulunmayıp ihraççıya karşı sorumlu bulunmadıklarından; gerçek anlamda bir konsorsiyum ilişkisi çerçevesinde müteselsil sorumluluğun bertaraf edilmesi ve bireysel sorumluluğun benimsenmesi gibi bir durum söz konusu değildir. Bu nedenle, alt yüklenim konsorsiyumlarının, hukukî nitelikleri bakımından iç ortaklık niteliği taşıyan birer adi ortaklık oldukları kanısındayız.

Yüklenim konsorsiyumuna iştirak etmiş bulunan aracı kuruluşlar da, konsorsiyum ilişkisi çerçevesinde haiz oldukları hak ve yükümlülükleri, akdedecekleri sözleşmeler vasıtasıyla konsorsiyuma üye olmayan aracı kuruluşlarla paylaşabilmektedirler (“*sub-participation*”)⁹³⁸. Dikkat edilecek olursa, buradaki ilişki

⁹³⁶ Nitekim, alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşlar halka arza aracılık sözleşmesine taraf olmadıklarından, alt yüklenim sözleşmelerinde, ihraççı ile bu sözleşmeyi akdeden aracı kuruluş; alt yüklenimde bulunan aracı kuruluşların taahhütlerinin gereğini yerine getirmemeleri olasılığına karşı bir önlem olarak, sermaye artırımının söz konusu olduğu hallerde bu kuruluşlar adına iştirak taahhüdünde bulunma yetkisini tanıyan hükümlere yer verilmektedir. Bu tür hükümlerin tanıdığı temsil yetkisi, Anglosakson Hukuku’nda, “temsilcinin menfaatine yönelik temsil yetkisi” (“*authority coupled with an interest*”) olarak nitelendirilmekte ve buradaki temsil yetkinin, yetkiyi veren kimse tarafından tek taraflı olarak geri alınmasına imkân tanınmamaktadır (**Pennington**, s. 360; **Palmer’s Company Law**, no. 5.139; **Ivamy**, s. 127; **Morse**, s. 172).

⁹³⁷ İç ortaklık, ortakların dışı karşı bir ortaklık ilişkisinin tarafı sıfatıyla, bir “kişi birliği” halinde ortaya çıkmadıkları; işlemlerin ortaklardan biri veya bir üçüncü kişi tarafından kendi adına fakat iç ilişkide tüm ortaklar hesabına sonuç doğuracak biçimde gerçekleştirildiği bir ortaklık modelidir (**Barlas**, s. 89). İç ortaklıklar, hukukî nitelikleri itibarıyla adi ortaklık münasebetidirler (**Barlas**, s. 97).

⁹³⁸ Örneğin, bir yüklenim konsorsiyumuna ortak olan bir aracı kuruluşun, akdedeceği bir sözleşme ile; aracılık sözleşmesi çerçevesinde taahhüt ettiği yüklenim miktarının yarısının konsorsiyuma ortak olmayan bir başka aracı kuruluşça yüklenilmesini ve bu miktara ilişkin yüklenim (“garanti”) komisyonunun paylaşılmasını sağlaması gibi. Burada, konsorsiyuma üye olan aracı kuruluş, elde edeceği yüklenim komisyonunun tamamını değil, belirli bir bölümünü konsorsiyum üyesi olmayan aracı kuruluşu aktarmaktadır (İki oran arasındaki fark “*overriding commission*” olarak anılır; **Palmer’s Company Law**, no. 5.131; **Oliver**, s. 96. Aynı esas alt yüklenim konsorsiyumları bakımından da geçerlidir). Takdir edileceği üzere, taraflar bu ihtimalde akdettikleri sözleşme ile, aslında konsorsiyuma ortak olan aracı kuruluşun konsorsiyum ortaklığından doğan getiri ve yükümlülükleri paylaşmaktadırlar.

yalnızca konsorsiyumdaki hissesine katılınan aracı kuruluşla, o aracı kuruluşun hissesine katılan konsorsiyum ortağı olmayan aracı kuruluşlar arasındadır⁹³⁹. Üye aracı kuruluşun hissesine katılan aracı kuruluş konsorsiyuma ortak olmamakta, yalnızca konsorsiyuma üye olan aracı kuruluşla akdi bir ilişki içerisine girmektedir⁹⁴⁰. Kanımızca, burada bahsedilen hissesine iştirak edilen ortak ile konsorsiyum üyesi olmayan aracı kuruluş arasındaki hukukî ilişki “alt katılım ortaklığı” niteliğindedir⁹⁴¹. Alt katılım ortaklığı ilişkileri sadece asıl ortak ile alt katılan arasındaki bir sözleşme bağına dayanmakta olduğundan; diğer konsorsiyum üyeleri ile ihraçcının alt katılım ortaklığının oluşumuna onay vermeleri aranmayacaktır⁹⁴². Buna karşılık, BK md. 532 c. 2’de yer alan “Şeriklerden biri kendi kendine bir üçüncü şahsı şirketteki hissesine iştirak ettirir veya hissesini ona devrederse bu üçüncü şahıs şerik sıfatını ihraz etmez ...” hükmü gereği, alt katılan da konsorsiyum ortağı sıfatını kazanamayacaktır. Dolayısıyla, alt katılan, alt katılım ortaklığından doğan haklarını sadece bu ilişkinin diğer tarafı konumundaki asıl ortağa (yani hissesine iştirak ettiği konsorsiyum ortağına) karşı ileri sürebilecektir⁹⁴³.

b. Geçici- Sürekli Konsorsiyumlar

Aracılık konsorsiyumları, konsorsiyum ilişkisinin süresi bakımından “geçici” ve “sürekli” olarak ikiye ayrılmaktadırlar⁹⁴⁴. Bilindiği üzere, konsorsiyumların çoğu zaman geçici ortaklık niteliği taşımalarına karşın, nadiren de olsa bazı konsorsiyumların geçici ortaklık hüviyetinden uzaklaşarak sürekli nitelik taşımaları mümkün bulunmaktadır⁹⁴⁵.

⁹³⁹ **Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger**, no. 55.6.1.

⁹⁴⁰ **Hans Klaus**, *Lexique Bancaire*, Berne-Switzerland 1984, s. 253.

⁹⁴¹ **Barlas**, s. 115 vd.; **Fatih Bilgili**, *Türk Ortaklıklar Hukukunda Gizli Ortaklık İlişkileri*, Ankara 2003, s. 98. Alt katılım ortaklığı, hukukî nitelik bakımından iç ortaklık niteliğinde bir adi ortaklıktır (**Barlas**, s. 120 ve 125). **Bilgili** ise alt katılım ortaklıklarını gizli ortaklık niteliğinde kabul etmektedir (*Gizli Ortaklık İlişkileri*, s. 98). Alt katılım ilişkisinin oluşabilmesi bakımından bir ortaklık payının varlığı yeterlidir, bu ortaklığın türünün ne olduğu fark yaratmaz; bir adi, kolektif, komandit, limited veya anonim şirket payı üzerinde alt katılım ortaklığı kurulabilir (**Barlas**, s. 117).

⁹⁴² **Barlas**, s. 119.

⁹⁴³ **Barlas**, s. 122.

⁹⁴⁴ **Hardegger**, s. 111; **Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger**, no. 55.5.1; **Stepcaynski/Wyler**, s. 135.

⁹⁴⁵ **Barlas**, s. 174.

“Geçici” olarak isimlendirdiğimiz aracılık konsorsiyumları (“*syndicats d’émission ad hoc*”), belirli sayıda (genellikle de tek bir) ihraç ya da halka arz işlemine aracılık yapmak üzere oluşturulmuş birliklerdir. Buna karşılık, sürekli aracılık konsorsiyumları (“*syndicats d’émissions permanent*”), tek bir ihraç ya da halka arz işlemi için değil; belirli bir süre boyunca faaliyet göstermek üzere ya da herhangi bir süre ile sınırlandırılmaksızın oluşturulmuş birliklerdir. Bu tür aracılık konsorsiyumlarında, ortak sıfatını haiz her aracı kuruluş, rotasyon sistemi ile belirli dönemlerde yönetimi üstlenmektedir⁹⁴⁶.

Sürekli aracılık konsorsiyumlarına ülkemizde pek rastlanılmamasına karşın, bu tür konsorsiyumlar İsviçre’de en azından bir dönem için ciddi bir uygulama alanı bulmuştur. Örneğin, bu ülkede 1989 yılının sonuna kadar faaliyetini sürdüren ve büyük miktarda kamu ihraçlarına aracılık etmek için kurulmuş bulunan “*Grand Syndicat*”nın ortakları arasında ülkenin büyük bankaları, bazı kantonal bankalar ve Cenevre’de mukim bazı küçük çaplı özel bankalar yer almış; ancak söz konusu konsorsiyum, Rekabet Komisyonu’nun talebi üzerine 31 Aralık 1989 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere feshedilmiştir⁹⁴⁷. Aynı ülkede yabancı ihraçlara aracılık etmek üzere 1988 yılında kurulmuş bulunan “*Syndicat des Grandes Banques*” ise, konsorsiyum sözleşmesinin konsorsiyumun katılmadığı ihraçlara ortakların tek başlarına katılmalarını engelleyen bir hüküm içermesi nedeniyle Rekabet Hukuku açısından soruşturmaya tabi tutulmuş ve Rekabet Komisyonu, yaptığı değerlendirme sonrasında bu hükmün konsorsiyum sözleşmesinden çıkartılması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Söz konusu hüküm olmadan konsorsiyum sözleşmesinin fazlaca bir anlam taşımayacağını düşünen konsorsiyum ortakları, 31 Aralık 1990 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere konsorsiyumu feshetmişlerdir⁹⁴⁸. Görüldüğü üzere, sürekli aracılık konsorsiyumlarının Rekabet Hukuku yönünden bir takım problemleri de beraberlerinde getirdikleri ve hassas bir biçimde değerlendirilmeleri gerektiği ortadadır.

⁹⁴⁶ Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger, no. 55.5.1.

⁹⁴⁷ Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger, no. 55.5.2.

⁹⁴⁸ Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger, no. 55.5.3.

c. Sabit Fiyatla Satım Konsorsiyumları (“*Fixed Price Reoffering Syndicates*”)

En iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim işlemlerinde sermaye piyasası araçlarının satış fiyatı belirli olduğundan ve satış işlemi ihraççı nam ve hesabına gerçekleştirildiğinden, tüm konsorsiyum üyelerinin aynı fiyat üzerinden satış yapmaları işin niteliği gereğidir. Ancak tümünü yüklenim türü işlemlerde, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşların, ihraççıdan satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını diledikleri zaman, diledikleri fiyattan satmakta serbest olduklarını yukarıda belirtmiştik⁹⁴⁹. ABD’nde en çok kullanılan aracılık yöntemi konumunda bulunan tümünü yüklenim türü işlemlerde, konsorsiyum üyelerinin değişik zamanlarda değişik fiyatlarla satış yaparak piyasanın bütünlüğünü bozmalarını engellemek amacıyla, konsorsiyum liderinin ihraççıdan satın alınan sermaye piyasası araçlarının satış zamanını ve fiyatını belirlemesi esasına dayanan “sabit fiyatla satım” (“*fixed price reoffering*”) sistemi geliştirilmiştir⁹⁵⁰. Bu sistemde, lider aracı kuruluş her üyenin dilediği fiyattan satış yapabileceğini deklare edene kadar (bu deklarasyona “*breaking the syndicate*” adı verilmektedir) belirli bir fiyatın altında satış yapılamamakta ve konsorsiyum sözleşmesi buna göre düzenlenmektedir⁹⁵¹.

d. Satış İşleminin Gerçekleştirilme Şekline İlişkin Ayırımalar

Yine tümünü yüklenim türü aracılık işlemleri bakımından önem arz eden bir diğer ayırım ise, satış sürecinin gerçekleştirilme biçimini temel almaktadır. Tümünü yüklenim türü aracılık işlemlerinde, yüklenimde bulunan her aracı kuruluşun satın aldığı miktarı kendi çabası ile pazarlamasının esas olduğu konsorsiyumlar “*syndicat lyonnaise*” adıyla anılmaktadırlar⁹⁵². Konsorsiyum üyelerinin satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını kendileri pazarlamayıp, satış sürecinin konsorsiyum lideri tarafından tüm konsorsiyum üyeleri adına organize edildiği ve yönetildiği hallerde ise “*syndicat parisienne*” söz konusu olmaktadır⁹⁵³. Liderin satış işlemine ilişkin organizasyonu, konsorsiyum sözleşmesi hükümlerinin kendisine tanıdığı imkân

⁹⁴⁹ Bkz. yuk. I, E.

⁹⁵⁰ Mahoney, s. 4.

⁹⁵¹ Scott/Wellons, s. 711; Lombardini, s. 407 dpn. 76.

⁹⁵² Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger, no. 55.4.2.

⁹⁵³ Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger, no. 55.4.2.

çerçevesinde şu şekilde gerçekleşmektedir; üye aracı kuruluşlara, yüklenimde buldukları miktarın tamamı değil “*retention*” adı verilen bir bölümü verilmekte ve bakiye kısımlar lider aracı kuruluşun kontrolü altında bulunan “*pot*” adı verilen bir konsorsiyum hesabında toplanarak⁹⁵⁴ bu hesaptan satış grubu üyelerine satış yapılmaktadır. Ayrıca, konsorsiyum üyelerinin satış performanslarına bakılmak suretiyle, performansı yüksek olan üyelere bu hesaptan yeniden tahsisat da yapılabilmektedir. Satış işleminin sonucunda ise, her üyenin yüklenim tutarı toplam ihraç miktarına oranlanmak suretiyle yüklenim oranı bulunmakta ve satış yapılamayan bakiye kısım belirlenen bu oranlar dahilinde üye aracı kuruluşlara dağıtılmaktadır. Bu şekilde, satış sürecinin daha etkin ve verimli bir biçimde gerçekleştirilmesi sağlanmakta ve herhangi bir üyenin satış performansının yetersiz kalmasına ilişkin risk, normalde o üyeye ait bulunmasına karşın, bu yöntem çerçevesinde tüm konsorsiyum tarafından paylaşılmaktadır.

B. Konsorsiyum Üyeleri Arasındaki İç İlişki

Bu başlık altında, konsorsiyumun yönetim ve temsili ile yönetici ortağın sorumlulukları, konsorsiyum üyelerinin diğer ortaklara karşı olan borçları ve kâr ile zararın paylaşımı konularının irdelenmesi hedeflenmektedir.

1. Yönetim Yetkisi

Konsorsiyumun işlerini sevk ve idare yetkisi, konsorsiyum sözleşmesi veya sonradan alınacak bir karar ile hemen daima bu ortaklığa katılan ortaklardan birine bırakılmakta ve bu ortağa “konsorsiyum lideri” (*ing. “lead manager”* ya da “*leading manager*”, *fr. “chef de file”*) adı verilmektedir⁹⁵⁵. Lider yönetim yetkisinin yegâne sahibidir; diğer ortakların yönetime doğrudan katılma veya müdahalede bulunma imkânları yoktur⁹⁵⁶. Ancak yönetim yetkisinin aynı anda birden fazla ortağa bırakılması da mümkün olup, uygulama bazen “eş liderlik” (*ing. “co-lead manager”*,

⁹⁵⁴ Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 93; Loss/Seligman, s. 81; Kütükçü, s. 442.

⁹⁵⁵ Barlas, s. 177. Lider ve eş liderlere, “joint lead managers” şeklinde de hitap edilebilmektedir (Brown, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 145). Birden fazla ülkede eş zamanlı olarak gerçekleştirilen halka arzlarda rol alan konsorsiyumlar arasındaki koordinasyonu sağlayan aracı kuruluşlara ise “global coordinator” denilmektedir (Daeniker, s. 173).

⁹⁵⁶ Barlas, s. 177.

fr. “*co chef de file*”) adı altında iki ya da daha fazla sayıda ortağa birarada liderlik sıfatının tanındığı görülebilmektedir⁹⁵⁷.

Aracılık konsorsiyumunda liderin ne derece önemli bir konumda bulunduğunu anlatabilmek için liderin halka arz sürecinde oynadığı rolün incelenmesi gerekmektedir. Aracılık işinin alınması, konsorsiyumun oluşturulması ve konsorsiyum ortaklarının yüklenim oranlarının belirlenmesi lider tarafından gerçekleştirilmektedir⁹⁵⁸. Ayrıca, halka arz sürecinin organize edilmesine yönelik danışmanlık hizmetinin verilmesi ve ihraççı ortaklığın hukukî ve finansal açıdan incelenmesi (“*due diligence*”) işlemleri de liderin sorumluluğu altındadır⁹⁵⁹. Halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesi, kayda alma başvurularının yapılması ve kurumsal yatırımcılardan talep toplanması konuları da yine liderin sorumluluğu altında bulunmaktadır⁹⁶⁰. Satış grubunun oluşturulması⁹⁶¹, reklam ve tanıtım faaliyetlerinin yürütülmesi, satış sürecinin idaresi ve satış süreci sonrasında gerçekleştirilecek fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin gerçekleştirilmesi gibi konular da lider aracı kuruluşun sorumluluk alanına dahil bulunmaktadır⁹⁶². Dolayısıyla, esasında liderin halka arz sürecini fiilen yürüten aracı kuruluş olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Üyeler yalnızca satış ve yüklenim aşamalarında devreye girmekte, halka arz sürecine ait tüm alt yapı ve organizasyon iş ve işlemleri lider tarafından yürütülmektedir. Bu itibarla, lider aracı kuruluşun halka arz sürecindeki rolünün son derece hayati ve belirleyici olduğu unutulmamalıdır.

Lider aracı kuruluşun, bu sıfatı sayesinde sağladığı iki getiri söz konusudur. Bunlardan ilki, konsorsiyumu ve halka arz sürecini idare etmesi nedeniyle diğer aracı kuruluşlarca kendisine ödenen yönetim ücretidir (“*management fee*”). Bu ücret, en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim işlemlerinde aracı kuruluşlarca elde edilen komisyon gelirlerinden; tümünü yüklenim işlemlerinde ise, sermaye piyasası araçlarının ihraççıdan alım ve piyasaya satım fiyatları arasındaki fark (“*spread*”)

⁹⁵⁷ Barlas, s. 177.

⁹⁵⁸ Norayanan/Rangan/Rangan, s. 558; Bartos, s. 29.

⁹⁵⁹ Norayanan/Rangan/Rangan, s. 559; Karyotis, s. 57.

⁹⁶⁰ Norayanan/Rangan/Rangan, s. 558-559.

⁹⁶¹ Loss/Seligman, s. 80; Cary/Eisenberg, s. 1175.

⁹⁶² Lider aracı kuruluş tarafından halka arz sürecinde gerçekleştirilen işlemler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Pestalozzi/Gmser/Patry, s. 378.

nedeniyle elde edilen getiriden düşülmektedir⁹⁶³. Liderlik sıfatının ikinci önemli getirisi ise “prestij”dir⁹⁶⁴. Gerçekten, özellikle büyük miktarda halka arz işlemlerinde konsorsiyum lideri konumunda bulunmak sektör üyeleri ve potansiyel müşteriler nezdinde büyük bir itibar sağlamaktadır⁹⁶⁵.

Konsorsiyum lideri, bu görevi nedeniyle bir yönetim ücreti aldığından, BK md. 528/II hükmü uyarınca bir vekil gibi sorumlu olacaktır. Dolayısıyla, konsorsiyum liderinin görevini yerine getirirken göstermesi gereken özen de, BK md. 390/I ve II hükümleri çerçevesinde tespit edilecektir.

Bu noktada, lidere konsorsiyum sözleşmesi ile tanınacak yönetim yetkisinin halka arz sürecine (konsorsiyumun mutad işlerinin ifasına) yönelik olduğunun ve olağan dışı iş ve işlemlerde BK md. 525/II c. 3 hükmü uyarınca tüm ortakların oylarının aranması gerektiğinin de altı çizilmelidir⁹⁶⁶. Ayrıca, lider aracı kuruluşun yönetime ilişkin yetkisinin doğal bir sonucu olarak BK md. 530/II hükmü gereğince diğer ortaklara hesap verme yükümü altında bulunduğu da vurgulanmalıdır⁹⁶⁷. Yine belirtmek gerekmektedir ki, liderin yönetim yetkisinin karşılığını oluşturan (BK md. 531 hükmü ile diğer ortaklara tanınan) bilgi alma ve ortaklık defter ve dökümanlarını inceleme yetkisi, hükmün emredici niteliğini yansıtan açık ifadesi gereğince konsorsiyum sözleşmesinde aksine düzenleme öngörmek suretiyle dahi bertaraf edilemeyecektir⁹⁶⁸.

Konsorsiyum liderinin yönetim yetkisinin BK md. 529 hükmü çerçevesinde mahkemece haklı nedenle kaldırılıp kaldırılamayacağı konusu ise tartışmalıdır.

⁹⁶³ Norayanan/Rangan/Rangan, s. 558; Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 94.

⁹⁶⁴ Norayanan/Rangan/Rangan, s. 558.

⁹⁶⁵ Özellikle yatırım bankacılığı endüstrisinin ciddi ölçüde gelişmiş bulunduğu ABD’nde konsorsiyum liderliği sıfatının kurumsal itibara ilişkin etkisi çok önemsenmektedir. Örneğin Morgan Stanley, 1979 yılında, devamlı iş yaptığı bir müşterisi olan IBM’in 1 milyar USD’lik bir halka arzından, sırf liderliği bir başka yatırım bankası olan Salomon Brothers ile paylaşması yönünde ısrar edilmesi nedeniyle çekilmiştir (Jennings/Marsch/Coffee/Seligman, s. 92).

⁹⁶⁶ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 99; Taşkın, s. 68.

⁹⁶⁷ Barlas, s. 187.

⁹⁶⁸ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 100; Taşkın, 68-69.

Barlas, konsorsiyum yapılanmasında liderin yerinin oldukça önemli ve onun varlığının diğer ortaklar bakımından konsorsiyuma katılma noktasında özel önem taşıyan bir etken olduğu; yönetim yetkisinin yargı kararıyla liderden alınmasının konsorsiyum ilişkisinin mahiyeti ile bağdaşmayacağı; bu nedenle BK md. 529 hükmünün konsorsiyum ilişkilerinde uygulanmaması gerektiği; liderin kendisine düşen görevleri yerine getirmemesi halinde diğer ortakların BK md. 535/I b. 7 uyarınca haklı nedenle fesih talebinde bulunmaları gerekeceği görüşündedir⁹⁶⁹.

İnceoğlu ise, bu görüşü değerlendirmek amacıyla kaleme aldığı satırlarda; konsorsiyum liderinin görevlerini vahim bir derecede ihmal etmesi durumunda, liderin taşıdığı öneme rağmen yönetim yetkisinin kendisinden alınmasının ve ortakların alacakları bir kararla yeni bir lider yaratmalarının mümkün kabul edilmesi gerektiğini savunmakta ve buna olanak tanınmaması halinde, konsorsiyumun sona erecek olması nedeniyle gerek konsorsiyum ortakları gerek yatırımcılar açısından daha olumsuz sonuçların doğabileceğini vurgulamaktadır⁹⁷⁰.

Fikrimizce, özellikle aracılık konsorsiyumu gibi liderin yönlendirici rolü ve etkisinin oldukça belirgin olduğu, genellikle tek bir halka arz işlemini gerçekleştirmek üzere kurulmuş bulunan geçici ortaklık eksenli bir yapıda, sürekli adi ortaklık ilişkileri düşünülerek öngörülmüş olan yönetim yetkisinin haklı nedenle kaldırılması prosedürünün kural olarak uygulanmaması gerekir. Zira, liderin mahkemece azline imkân tanınması halinde; hem azledilen lider ile olan ilişkileri nedeniyle konsorsiyuma katılan ortaklar hem de aracılık işini aslında lidere vermiş bulunan ihraççı ortaklık bakımından işlemin şartlarında oldukça önemli bir değişiklik gündeme gelmiş olacaktır. Bu nedenle, BK md. 529 hükmünün tanıdığı azil imkânı, kanımızca konsorsiyum ilişkisinin niteliği ve liderin bu ilişki içerisindeki etkin ve öncü rolü ile temelde bağdaşmamaktadır. Fakat hükmün açtığı kapı tümüyle kapatılmamalı ve istisnai bazı hallerde bu yola gidilebilmesine imkân tanınmalıdır. Özellikle lider aracı kuruluşun kendi iç bünyesinde yaşanan kilitlenme nedeniyle görevini ifa edemeyecek duruma düşmesi ihtimalinde ya da halka arz sürecinin gidişatını ciddi biçimde olumsuz etkileme olasılığı bulunan ve işlemin gerçekleştirilmesini tehlikeye düşüren hallerde, diğer üyelere BK md. 529

⁹⁶⁹ **Barlas**, s. 186.

⁹⁷⁰ **İnceoğlu**, s. 126.

hükmünden yararlanma olanağı sağlanmalıdır. Bir diğer ifadeyle, anılan hükmün kullanımına, aracılık konsorsiyumları bakımından istisnai olarak imkân tanınmalıdır.

2. Temsil Yetkisi

Öğretideki hakim görüş, temsil yetkisinin kullanımında, BK md. 395/II hükmü gereği aracılık konsorsiyumu üyelerinin birlikte hareket etme zorunluluğu altında buldukları yönündedir⁹⁷¹. Ancak konsorsiyum ilişkilerinde diğer ortakları temsil yetkisi kural olarak konsorsiyum liderine ait bulunmaktadır⁹⁷². Biz bu kuralın aracılık konsorsiyumları bakımından da aynen geçerli bulunduğu kanısındayız. Liderin temsil yetkisini icra biçimi konsorsiyumun yapılanma tarzına bağlı olup, şayet konsorsiyum bir dış ortaklık biçiminde yapılmışsa lider, konsorsiyumun diğer üyeleri adına ve hesabına hareket edecek; böylelikle de, konsorsiyumun varlığı ve halka arzın konsorsiyum aracılığı ile gerçekleştirildiği ihraççı tarafından da bilinecektir⁹⁷³. Buna karşılık, alt yüklenim konsorsiyumlarında olduğu gibi konsorsiyum bir iç ortaklık biçiminde yapılmış ise; o takdirde lider, ihraççıya karşı işlemi kendi adına fakat iç ilişkide diğer konsorsiyum ortakları hesabına gerçekleştirecek ve yapılan işlemlerin sonuçları, ilk planda doğrudan doğruya liderin üzerinde doğacaktır⁹⁷⁴.

Eş liderlik müessesesinin benimsenmesi yoluyla birden fazla sayıda liderin belirlendiği konsorsiyumlarda ise, konsorsiyum sözleşmesi farklı bir sonuca ulaşmaya yol açacak bir hüküm içermediği sürece, lider sıfatını taşıyan tüm aracı kuruluşların diğer üyeleri temsil yetkisi bulunduğu kabul edilmelidir; zira, bu yöntemin benimsenmesi ile güdülen amaç işlerin organizasyonunu kolaylaştırmaktır⁹⁷⁵.

⁹⁷¹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 99; **Arı**, s. 106.

⁹⁷² **Barlas**, s. 177. Konsorsiyum sözleşmesi ile yönetim yetkisi münhasıran lidere bırakılınca, sözleşmede açıkça belirtilmiş olmasa dahi BK md. 533 c. 3 hükmü gereği temsil yetkisi de ona ait olacaktır (**Barlas**, s. 177). Ancak konsorsiyum sözleşmelerinde temsil yetkisi hemen daima açık bir hükümle konsorsiyum liderine tanınmış olduğundan, BK md. 533 c. 3 hükmünün öngördüğü karine fazlaca uygulama alanı bulamayacaktır (**Barlas**, s. 186).

⁹⁷³ **Barlas**, s. 177-178.

⁹⁷⁴ **Barlas**, s. 178.

⁹⁷⁵ **İnceoğlu**, s. 124.

3. Ortakların Konsorsiyuma (Diğer Ortaklara) Karşı Borçları

Konsorsiyum ortaklarının, konsorsiyuma karşı, katılma payının ifası ile sadakat ve özen borçları olmak üzere iki temel borçları bulunduğu ifade edilebilir.

a. Katılma Payını İfa Borcu

Ünal'a göre, aracılık konsorsiyumu üyelerinin taahhüt ettikleri edim sermaye piyasası araçlarının satımına aracılık ve satılmayan kısmın satın alınması olduğundan, ortaklarca getirilecek katılma payı her şeyden önce para olmalıdır. Yazara göre, aracılık konsorsiyumlarına emek ve ticari itibarın da katılma payı olarak konulabilmesi mümkündür; ancak satılmayan sermaye piyasası araçlarını satın almayı taahhüt etmiş olan ortaklar sadece emek ve ticari itibarlarını katılma payı olarak koyamazlar, zira bu durumda emek ve ticari itibar ortak amacı gerçekleştirmeye elverişli nitelikte değildir⁹⁷⁶.

Ünal'ın bakiyeyi yüklenim türü aracılık işlemlerinden hareketle yaptığı bu tespit *İnceoğlu* tarafından haklı olarak eleştirilmiştir. Yazar, aracılık konsorsiyumlarında katılma payının çoğu zaman emek ve ticari itibar olduğunu; zira, bakiyeyi yüklenim türü aracılık işlemlerinde ortakların satın alma borcunun doğup doğmayacağına satış süresi sonuna kadar belli olmadığını; ayrıca, satın alınan sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme taahhüdünün de konsorsiyuma karşı değil, ihraççı ortaklığa karşı yapıldığını; dolayısıyla da, diğer ortakların ancak ödemenin ihraççıya yapılmasını talep etme imkânına sahip olduklarını; bu durumda ortakların katılma payının bir miktar para olduğunu ileri sürmenin ancak tümünü yüklenim türü aracılık işlemleri için oluşturulan konsorsiyumlar bakımından mümkün olabileceğini ifade etmektedir⁹⁷⁷.

Kanımızca, tümünü yüklenim türü işlemlerde de ödeme taahhüdü konsorsiyuma değil ihraççı ortaklığa karşı yapıldığından, konsorsiyuma para niteliğinde bir katılım payı getirildiğinden bahsedebilmek mümkün değildir.

⁹⁷⁶ *Ünal*, Aracı Kurumlar, s. 203.

⁹⁷⁷ *İnceoğlu*, s. 119-120.

Dolayısıyla, hangi aracılık yöntemi tercih edilirse edilsin, aracılık konsorsiyumlarına konulan katılım payının emek ve ticari itibar olduğu kabul edilmelidir.

b. Sadakat ve Özen Borçları

Adi ortaklık ortaklarının ortaklığa karşı olan sadakat ve özen borçlarına ilişkin BK md. 526 ve md. 528 hükümleri konsorsiyum ilişkileri bakımından da uygulama alanı bulmaktadır⁹⁷⁸. Dolayısıyla, konsorsiyum ortaklarından her biri ortaklık işlerinde mutad veçhile gösterdiği özeni sarf etmeye mecbur olup; her ortak, diğer ortaklara karşı kendi kusuruyla sebebiyet verdiği zararı tazmin yükümlülüğü altında bulunmaktadır (BK md. 528/I).

Ortaklardan hiçbirinin, kendi hesabına ortaklığın gayesine aykırı iş ve işlemlerde bulunamayacağını öngören BK md. 526 hükmünün öngördüğü sadakat yükümü ve buna bağlı olan rekabet yasağının yorumu konusunda ise doktrinde farklı görüşler mevcuttur.

Manavgat, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satışa sunulduğu dönemde, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşlardan birinin, elinde bulunan aynı ihraççıya ait değişik tertip ve serideki sermaye piyasası araçlarını büyük miktarda satışa sunmasının bu yasağı kapsamı içerisinde kalacağını savunmaktadır⁹⁷⁹.

Yasaman ise birinci el piyasasını ilgilendiren ihraçlarda, konsorsiyuma dahil ortakların aynı ihraççıya ait değişik tertip ve serideki sermaye piyasası araçları için ikinci el piyasasında işlemde bulunmalarının her zaman rekabet yasağının ihlali anlamına gelmeyeceğini ve somut olayın özelliklerine göre değerlendirme yapılması gerektiğini belirtmektedir⁹⁸⁰.

Kanımızca da, somut olayın şartlarını dikkate alarak değerlendirme yapabilme imkânını saklı tutmak daha adil ve yerinde sonuçlara ulaşma olanağı yaratabilir. Bu ihtimalin yanısıra, herhangi bir aracı kuruluşun aynı anda birden fazla aracılık

⁹⁷⁸ **Barlas**, s. 187.

⁹⁷⁹ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 99.

⁹⁸⁰ **Yasaman**, s. 117 dpn. 18.

konsorsiyumuna üye olmasının da rekabet yasağının ihlali anlamına gelip gelmeyeceği tartışmaya açılabilir. Bizim düşüncemize göre, bir aracı kuruluşun aynı anda birden fazla aracılık konsorsiyumuna üye olması sektörde rastlanılan bir uygulama olup, ihraççı ortaklıkların aynı sektörde faaliyet göstermeleri gibi aksi yönde bir sonuca ulaşmayı haklı gösterecek verilerin söz konusu olduğu haller dışında, bu durum rekabet yasağının ihlali olarak algılanmamalıdır.

4. Kârın ve Giderlerin Paylaşımı

Barlas, aracılık konsorsiyumlarında her ortağın kendi emisyon diliminin rizikosuna katlandığını ve buna paralel olarak kârın ve zararın paylaşımı olgusunun söz konusu olmadığını belirtmektedir⁹⁸¹.

Biz ise, satış işleminin ihraççı nam ve hesabına yürütüldüğü yüklenimsiz aracılık işlemleri ile bakiyeyi yüklenim türü işlemlerde, konsorsiyum tarafından gerçekleştirilen satış tutarı üzerinden ödenecek olan komisyon ücretinin paylaşımına yönelik bir kazanç elde etme ve paylaşma amacının bulunduğu düşüncesindeyiz⁹⁸². Bu ihtimallerde, lider aracı kuruluş, elde edilen toplam komisyon tutarı üzerinden kendi yönetim ücretini mahsup etmekte ve kalan miktarı, satış komisyonu olarak, yaptıkları satış tutarında üye aracı kuruluşlara dağıtmaktadır. Ancak konsorsiyum sözleşmesinde elde edilen kazancın paylaşımına ilişkin olarak bir formül belirlenmiş olacağından, BK md. 523/I hükmünün kârın paylaşımına ilişkin olarak öngördüğü eşit paylaşım modeli uygulama alanı bulmayacaktır. Bunun yanısıra, yine konsorsiyum sözleşmesinde belirlenen sistem doğrultusunda, konsorsiyumun yönetim masrafları ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemlerin ortaya çıkardığı maliyet de üye aracı kuruluşlar tarafından paylaşılacaktır⁹⁸³.

⁹⁸¹ *Barlas*, s. 181. *Lombardini*'nin de aynı görüşte olduğu gözlemlenmektedir (s. 409).

⁹⁸² Aynı yorum, satış sürecinin konsorsiyum adına lider tarafından yönetildiği tümünü yüklenim konsorsiyumları ("syndicat parisienne") bakımından da geçerlidir. Ancak burada, konsorsiyum lideri yönetiminde gerçekleştirilen satış sürecinde, konsorsiyum üyelerine ait sermaye piyasası araçları bu üyeler adına ve hesabına satışa sunulmakta, satış sonucunda elde edilen gelir ise konsorsiyum sözleşmesi hükümleri doğrultusunda paylaşılmaktadır.

⁹⁸³ *Scott/Wellons*, s. 708; *Cary/Eisenberg*, s. 1176; *Loss/Seligman*, s. 82.

C. Konsorsiyum Üyelerinin Üçüncü Kişilere Karşı Sorumlulukları

1. İhraççı Ortaklığa Karşı Sorumlulukları

Türk öğretisine egemen olan görüş, konsorsiyum üyelerinin ihraççı ortaklığa (ya da halka arzı gerçekleştiren pay sahibine) karşı olan sorumluluklarının, bu kuruluşların birlikte vekil konumunda bulunmaları nedeniyle BK md. 395/II hükmü uyarınca müteselsil nitelik taşıdığı yönündedir⁹⁸⁴. Adi ortaklıklara ilişkin BK md. 534 c. 3 hükmü de konsorsiyum üyelerinin ihraççı ortaklığa karşı müteselsilen sorumlu tutulmalarının bir diğer dayanağı olarak gösterilmektedir⁹⁸⁵. Buna karşılık, buradaki müteselsil sorumluluğun halka arza aracılık sözleşmesine konulabilecek bir kayıtle münferit sorumluluğa dönüştürülebileceği de ifade edilmektedir⁹⁸⁶.

Kanımızca, konsorsiyum üyesi aracı kuruluşların birlikte vekil konumunda olup müteselsilen sorumlu buldukları yönündeki ifade ancak satış konsorsiyumları bakımından yerinde bir ifadedir. Gerçekten, yüklenimsiz aracılık işlemlerini gerçekleştirmek üzere kurulan satış konsorsiyumlarının konusunu bölünemeyen bir iş görme edimi oluşturduğundan, bu tür konsorsiyumlara üye olan aracı kuruluşların birlikte vekil statüsünde kabul edilmeleri ve ihraççı ortaklığa karşı müteselsilen sorumlu addedilmeleri son derece doğaldır. Satış konsorsiyumlarının hukukî anlamda konsorsiyum olmayıp klasik bir adi ortaklık niteliği taşıdığı sonucuna ulaşmamızın gerekçesi de budur. Ancak yüklenim konsorsiyumları bakımından aynı sonuca ulaşabilmek mümkün değildir. Bu tür konsorsiyumlar karışık muhtevalı akit niteliğindeki bakiyeyi ya da tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinden doğan edimleri ifa etmek üzere kurulduklarından, üye aracı kuruluşların birlikte vekil konumunda buldukları, yalnızca satışa aracılık yönündeki iş görme edimi için söylenebilecek, yüklenim edimi bakımından ise benzer bir ifade kullanılmayacaktır. Dolayısıyla da, aracı kuruluşların, yüklenime ilişkin taahhütleri bakımından ihraççı ortaklığa karşı müteselsilen sorumlu tutulmaları mümkün olamayacaktır. BK md. 534

⁹⁸⁴ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 100; **Yasaman**, s. 117; **İnceoğlu**, s. 123-124; **Taşkın**, 67-68; **Arı**, s. 102 ve 105.

⁹⁸⁵ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 100.

⁹⁸⁶ **Yasaman**, s. 117; **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 207; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 100. Ancak müteselsil sorumluluğun kaldırıldığına ilişkin kaydın aracılık sözleşmesinde yer alması gerekmektedir; sözleşmelerin nisbiliği ilkesi nedeniyle bu kayda yalnızca konsorsiyum sözleşmesinde yer verilmesi yeterli görülmemektedir (**İnceoğlu**, s. 123-124).

c. 3 hükmünün de üye aracı kuruluşların yüklenim ediminden müteselsilen sorumlu bulduklarına dair bir gerekçe oluşturabilmesi mümkün değildir. Zira, söz konusu hükmün, niteliğine uygun düşmemesi nedeniyle konsorsiyum ilişkilerinde uygulanamayacağı kabul edilmektedir⁹⁸⁷.

Nitekim, aracılık yüklenim işlemlerindeki yerleşik uygulama, mukayeseli hukukta da yüklenimde bulunan ortakların ihraççıya karşı sorumluluğunun müteselsil değil, münferit, yani birbirinden bağımsız olarak düzenlenmesi yönündedir⁹⁸⁸. ABD uygulamasında aracılık sözleşmesine konulan açık hükümlerle müteselsil sorumluluğun bertaraf edilmesinin en önemli nedenini; 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nun 11. maddesi ile, aracı kuruluşların izahnameden doğan sorumluluğunun yüklenimde buldukları miktar ile sınırlanmış olması oluşturmaktadır. Aracı kuruluşlar, müteselsil sorumluluğun benimsenmesi halinde sec. 11 hükmü uyarınca sorumlu buldukları meblağ gerçek yüklenim miktarlarının üzerine çıkarak tüm ihracı kapsayacağından, sözleşmelere koydukları hükümlerle müteselsil sorumluluğu bertaraf etmeyi tercih etmektedirler⁹⁸⁹. Bazı büyük miktarda ihraçlarda ise (British Telecom hisselerinin halka arzı gibi), ihracın büyüklüğü nedeniyle müteselsil sorumluluk altına girilebilmesi iktisaden mümkün olamamaktadır⁹⁹⁰. Avrupa uygulamasında, ABD'ndeki yerleşik uygulamadan farklı olarak, özellikle borçlanma senedi ihraçlarında konsorsiyum üyesi aracı kuruluşların müteselsilen sorumlu buldukları yönünde düzenlemelere yer verilebildiği görülmektedir⁹⁹¹. İtalya ve Fransa'daki bazı özelleştirme uygulamalarında ise, hükümetlerin konsorsiyum üyelerinin müteselsil sorumluluk üstlenmelerini zorunlu tuttıkları halka arz işlemlerine de rastlanılmıştır⁹⁹².

⁹⁸⁷ **Barlas**, s. 186.

⁹⁸⁸ **Loss/Seligman**, s. 80; **Cary/Eisenberg**, s. 1174; **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 90; **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 157; **Henn/Alexander**, s. 790; **Lombardini**, s. 409; **Malscrido/Watter**, s. 79; **Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger**, no. 55.4.1.

⁹⁸⁹ **Jennings/Marsch/Coffee/Seligman**, s. 90; **Greene/Beller/Rosen/Silverman/Braverman/Sperber**, no. 2.45.

⁹⁹⁰ Bu nedenle, müteselsil sorumluluğun küçük miktarda ihraçlara özgü bir yöntem olduğu ifade edilir (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 60).

⁹⁹¹ **Greene/Beller/Rosen/Silverman/Braverman/Sperber**, no. 2.45 dph. 165. Ancak Avrupa pazarında da ortaklık senetlerinin ihracına ilişkin işlemlerde münferit sorumluluk esaslı benimsenmektedir (**Greene/Beller/Rosen/Silverman/Braverman/Sperber**, no. 2.45 dph. 165).

⁹⁹² **Greene/Beller/Rosen/Silverman/Braverman/Sperber**, no. 2.45 dph. 165.

Şu halde, aracılık yüklenim konsorsiyumu üyelerinin ihraççı ortaklığa karşı olan sorumlulukları, halka arza aracılık sözleşmesinde benimsenen düzenleme doğrultusunda tespit edilmek gerekecektir. Ancak, asıl olanın konsorsiyum üyelerinin müteselsil olarak değil münferit şekilde sorumlu buldukları yönünde aracılık sözleşmesine hüküm konulması olduğu unutulmamalıdır. Zira, aracılık sözleşmesinde bu tür bir hükme yer verilmemesi halinde; iki veya daha fazla kimsenin, içlerinden yalnız biri veya hepsi için ticari mahiyeti haiz bir iş dolayısıyla diğer bir kimseye karşı müştereken borç altına girmeleri durumunda, aksi kararlaştırılmış olmadıkça müteselsilen sorumlu kabul edileceklerini öngören TTK md. 7/I hükmü devreye girecektir. Dolayısıyla da, bu ihtimalde yüklenim konsorsiyumu üyesi aracı kuruluşlar bakımından ihraççıya karşı müteselsil sorumluluk söz konusu olacağından; teknik anlamda bir konsorsiyumdan değil, klasik bir adi ortaklıktan bahsetmek gerekecektir. Buna karşılık, aracılık yüklenim sözleşmesine konsorsiyum üyelerinin herbirinin münferiden sorumlu bulunacağına ve müteselsil sorumluluğun söz konusu olmadığına dair hüküm koyulan hallerde, yani uygulamada yerleşik bulunan sistemde gerçek anlamda bir konsorsiyum ilişkisi söz konusu olmaktadır.

Konsorsiyum ilişkisinin yapısında bulunan bireysel sorumluluğun yegâne istisnası; iş sahibinin teminatını artırmak amacıyla, konsorsiyum liderinin, akdi düzenleme ile diğer üyelerin ediminden müteselsilen sorumlu tutulmasıdır⁹⁹³. Aynı imkânın, aracılık yüklenim işlemleri bakımından da mevcut bulunduğu vurgulanmalıdır. Bu ihtimalde, tüm ortakların değil, yalnızca liderin müteselsil sorumluluğu söz konusu olacağından; konsorsiyum ilişkisinin klasik anlamda bir adi ortaklık ilişkisine dönüştüğünü söylemek de mümkün olmayacaktır.

2. Yatırımcılara Karşı Sorumlulukları

SPKn. md. 7/II (“Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı” md. 8/II) hükmü, izahname ve sirkülerin, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından imzalanacağını öngörmektedir. Burada “aracı kuruluşlar” şeklindeki çoğul ifade ile kastedilen, konsorsiyuma üye tüm aracı kuruluşlardır. Dolayısıyla, konsorsiyuma üye

⁹⁹³ **Chenut**, s. 202.

olan bütün aracı kuruluşlar, izahname ve sirkülerin içeriği nedeniyle yatırımcılara karşı sorumlu bulunmaktadır.

Aracı kuruluşların SPKn. md. 7/II hükmünden doğan sorumluluklarının, ihraççılara nazaran tali nitelikte ve zararın ihraççılardan tazmin ettirilemeyen bölümü ile sınırlı olduğu yukarıda belirtilmişti⁹⁹⁴. Ancak konsorsiyum üyesi tüm aracı kuruluşlar, ihraççıdan tazmin ettirilemeyen meblağın tamamı için müteselsilen sorumlu bulunacaklardır⁹⁹⁵. Bir diğer ifadeyle, ikinci derecede sorumlulukları söz konusu olan aracı kuruluşlar, kendilerine başvuru şartlarının oluşması halinde yatırımcılara karşı müteselsilen sorumlu konumda bulunacaklardır.

D. Konsorsiyum İlişkisinin Sona Ermesi

Adi ortaklıkların sona erme nedenlerine ilişkin BK md. 535 hükmünün konsorsiyumlar bakımından da uygulama alanı bulacağı; ancak hükümdeki sona erme nedenlerinden yalnızca müşterek amaca ulaşılması veya amacın elde edilmesinin imkânsız hale gelmesi (f. I, b. 1), ortakların oybirliğiyle sona erdirme kararı almaları (f. I, b. 4) ve haklı nedenle fesih (f. I, b. 7) hallerinin konsorsiyum ilişkileri bakımından önem arz edeceği, hükümde belirtilen diğer sona erme hallerinin ise konsorsiyum ilişkileri yönünden pratikte fazlaca bir önem taşımayacağı belirtilmiştir⁹⁹⁶. Konsorsiyum sözleşmesi ile güdülen amaca ulaşılmasının, yani halka arzın tamamlanmasının konsorsiyum ilişkisini sona erdireceği açıktır. Konsorsiyum sözleşmesi ile güdülen amaca ulaşılmasının olanaksız hale gelmesi konusunda ise, tekrardan kaçınmak amacıyla, halka arza aracılık sözleşmesinin ifasının imkânsızlık nedeniyle mümkün olmamasına ilişkin detaylı açıklamalarımıza atıfta bulunmakla yetinmekteyiz. BK md. 535/I b. 2 hükmündeki “şeriklerden birinin ölmesi” şeklindeki ifade ise, üye aracı kuruluşlardan herhangi birinin tedrici tasfiyeye girmesi veya tüzel kişiliğini kaybetmesi şeklinde anlaşılmalıdır⁹⁹⁷. BK md. 535/I b. 3 hükmü gereğince,

⁹⁹⁴ Bkz. yuk. I. Bölüm, II, G, 2, ed.

⁹⁹⁵ Arı, s. 83.

⁹⁹⁶ Barlas, s. 187.

⁹⁹⁷ Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 103.

üye aracı kuruluşlardan herhangi birinin iflası da konsorsiyum sözleşmesini sona erdiren bir neden olacaktır⁹⁹⁸.

Şirket müddetinin hitamı ise (f. I, b. 5), ancak sürekli nitelik taşıyan aracılık konsorsiyumları bakımından gündeme gelebilecektir⁹⁹⁹. Fesh-i ihbar yoluyla sona erme de (f. I, b. 6) geçici nitelik taşıyan aracılık konsorsiyumlarının yapısı ile bağdaşmadığından¹⁰⁰⁰, yalnızca sürekli aracılık konsorsiyumları bakımından sona erme nedeni olarak kabul edilebilecektir. Haklı bir neden bulunması halinde, ortaklardan birinin talebi üzerine, mahkeme kararı ile konsorsiyum ilişkisinin feshedilebilmesi de mümkündür¹⁰⁰¹. Fakat halka arz sürecinin bütünlük arz etmesi ve bu süreçte hem ihraççı ortaklığın hem de yatırımcıların çıkarlarının bulunması, mahkemeleri fesih kararı konusunda çekingen davranmaya itecektir¹⁰⁰².

Buna karşılık, *Manavgat*'ın aksi yöndeki görüşüne rağmen¹⁰⁰³, herhangi bir üyenin mahkeme kararı ile haklı nedenle çıkarılabilmesi mümkün değildir¹⁰⁰⁴. Ancak, konsorsiyum sözleşmesinde BK md. 535 hükmünde öngörülen sona erme sebepleri dışında sona erme nedenleri öngörülmesi mümkün olduğuna göre, bu sözleşmede haklı nedenle çıkarmaya olanak tanınması imkân dahilindedir¹⁰⁰⁵.

Kural olarak konsorsiyumlara ait bir malvarlığı bulunmadığından, sona ermeyi takiben icrası gereken bir tasfiye prosedürü de söz konusu olmayacaktır¹⁰⁰⁶. Yalnızca, satış sürecinde elde edilen satış konsorsiyumlarının dağıtımını sona erme anına değin

⁹⁹⁸ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 103.

⁹⁹⁹ Sürekli aracılık konsorsiyumu yapılanmaları hakkında bkz. (5, b).

¹⁰⁰⁰ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 102; *Taşkın*, s. 69.

¹⁰⁰¹ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 103-104; *Barlas*, s. 179.

¹⁰⁰² *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 104; *İnceoğlu*, s. 128. Kanımızca, haklı nedenle fesih özellikle sürekli nitelik taşıyan aracılık konsorsiyumları bakımından önem arz edecektir. Ancak tek bir halka arz işlemi gerçekleştirilmek üzere oluşturulan aracılık konsorsiyumlarının da, şartların gerçekleşmesi halinde mahkeme kararı ile feshedilmelerine herhangi bir engel yoktur. Bu takdirde, mahkemenin konsorsiyum ilişkisinin feshine dair olan kararının, üye aracı kuruluşları halka arza aracılık sözleşmesinden doğan yükümlülüklerinden kurtarmayacağına (BK md. 541) da altı çizilmelidir.

¹⁰⁰³ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 100.

¹⁰⁰⁴ *Ramoni*, s. 425; *Bilgili*, s. 150.

¹⁰⁰⁵ *Manavgat*, Aracı Kurumlar, s. 100.

¹⁰⁰⁶ *Barlas*, s. 186.

henüz yapılmamış ise, bu meblağın BK md. 539 çerçevesinde gerçekleştirdikleri satış oranında üyelere dağıtımını gündeme gelebilecektir.

V. SONA ERME

A. Genel Sona Erme Nedenleri

Halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından BK md. 113 vd. hükümlerinde düzenlenen borcun sukutu hallerinin uygulama alanı bulacağına fikir birliği mevcuttur¹⁰⁰⁷. Bu itibarla; ifa, yenileme, alacaklı ve borçlu sıfatlarının birleşmesi, kusursuz imkânsızlık ve takas halka arza aracılık sözleşmelerinin sona erme nedenleri arasında ilk akla gelen haller olarak sayılabilir.

Halka arza aracılık sözleşmelerine, BK md. 113 vd.'nda öngörülen borcun sukutu hallerinin yanısıra, vekalet akdine ilişkin sona erme nedenleri de, niteliklerine uygun düştüğü ölçüde uygulanabilecektir. Zira, hatırlanacak olursa, bu sözleşmelerin hukukî niteliklerine ilişkin incelememizde; yüklenimsiz aracılık sözleşmesinin sui generis bir iş görme sözleşmesi; bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerinin ise sui generis iş görme sözleşmeleri ile satım akdinden oluşan karışık muhtevalı birer akit oldukları sonucuna ulaşmış ve bu tespitimiz doğrultusunda, her üç tür aracılık sözleşmesi bakımından da, vekalet akdi hükümlerinin kıyasen uygulama alanı bulacağı düşüncesinde olduğumuzu belirtmiştik.

Vekalet akdine ilişkin sona erme nedenlerinden BK md. 397 hükmünde düzenlenen ölüm, ehliyetin kaybı ve iflas halka arza aracılık sözleşmeleri bakımından da uygulama alanı bulabilecektir. Bu noktada, hükümde yer alan “ölüm” ifadesini, ihraççı ortaklık ve aracı kuruluş bakımından tüzel kişiliğin ortadan kalkması şeklinde algılamak gerekir. Ancak hisse senetlerini halka arz eden gerçek kişi bir pay sahibinin söz konusu olduğu hallerde, ifa süreci henüz tamamlanmamış sözleşmelerde ölümün de bir sona erme nedeni olarak karşımıza çıkabilmesi mümkündür. Bunun yanısıra,

¹⁰⁰⁷ Ünal, Aracı Kurumlar, s. 238; Manavgat, Aracı Kurumlar, s. 95-96.

aracı kuruluşun tedrici tasfiyeye girmesi de, tasfiye amacı göz önüne alınarak, aynen ölüm ve iflas gibi bir sona erme nedeni olarak kabul edilmelidir¹⁰⁰⁸.

BK md. 396/I hükmünün vekaletten azil ve istifanın her zaman mümkün bulunduğunu öngören, yani taraflara herhangi bir gerekçe göstermeksizin akdi ilişkiyi tek taraflı irade beyanları ile sona erdirebilme imkânı tanıyan düzenlemesi ise; öğretilerde aksi yöndeki eğilime rağmen¹⁰⁰⁹, kanımızca halka arza aracılık sözleşmelerinin bünyesine uygun bulunmamaktadır. En iyi gayret aracılığı sözleşmesini klasik bir vekalet akdi olarak değil de sui generis bir iş görme sözleşmesi olarak nitelendirmemizin temel gerekçelerinden birinin de bu husus olduğunu hatırlatarak, bu konuda, söz konusu sözleşmenin hukukî niteliğini inceleyen yaptığımız açıklamalara atıfta bulunmakla yetinmekteyiz. Bu itibarla, BK md. 396 hükmünün aracılık sözleşmelerine uygulanmasının mümkün bulunmadığı yönündeki görüşümüzü de tekrarlamış olmaktadır.

B. İmkansızlık Nedeniyle Sona Erme

Bu bölümde tartışılacak olan husus, halka arza aracılık sözleşmesinin konusunun baştan itibaren imkânsız olması (örneğin, sermaye piyasası aracı niteliği taşımayan kıymetli evrakın halka arzına aracılık için sözleşme imzalanması gibi) değil, bu sözleşmeden doğan borçların ifasının sözleşmenin in'ikadından sonradan imkânsız hale gelmesidir. Zira, takdir edileceği üzere, sözleşme konusunun baştan itibaren imkânsız olması halinde, sözleşme BK md. 20/I hükmü uyarınca zaten kesin hükümsüz addolunacaktır.

İfanın sonradan imkânsızlaşması bakımından ise iki ayrı olasılık düşünülebilir. İfanın imkânsızlaşması borçlunun kusurundan kaynaklanmamakta, yani bir kusursuz imkânsızlık durumu söz konusu bulunmakta ise borç BK md. 117 uyarınca sukut edecektir. Bu takdirde, tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmelerde, bu nedenle borçtan kurtulan borçlu, sebepsiz zenginleşme hükümleri çerçevesinde almış olduğu şeyleri iadeye mecbur ve henüz tediye edilmemiş şeyleri isteme hakkından mahrum

¹⁰⁰⁸ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 97.

¹⁰⁰⁹ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 239; **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 96.

olacaktır¹⁰¹⁰. Örneğin, Kurul'un, halka arz edilmesi planlanan sermaye piyasası araçlarını kayda almaktan imtina etmesi, halka arza aracılık sözleşmelerine özgü hukukî bir kusursuz imkânsızlık hali olarak gösterilebilir¹⁰¹¹. Buna karşılık, kayda alma işlemi için Kurul tarafından çeşitli şartlar ileri sürülmesi, örneğin eksik belgelerin tamamlanmasının istenilmesi ya da halka arza aracılık sözleşmesinde değişiklik yapılmasının talep edilmesi imkânsızlık olarak kabul edilemez¹⁰¹². Aracı kuruluşun, işin görülmesi borçluya isnat edilemeyen nedenlerle mümkün olamazsa, imkânsızlığın ortaya çıktığı ana değin yaptığı işlerin karşılığı olarak, vekaletsiz iş görme hükümleri çerçevesinde hakkaniyete uygun bir ücret talep edebileceği kabul edilmektedir¹⁰¹³. Bu görüşe katılmakla birlikte, aracı kuruluşun talebi bakımından TTK md. 22 hükmünün de bir hukukî mesnet oluşturabileceği düşüncesinde bulunduğumuzu belirtmeliyiz.

Bu noktada, aracı kuruluşun halka arza aracılık yetki belgesinin sözleşmenin imzalanmasından sonra iptal edilmesi halinde, bu durumun hukukî açıdan nasıl değerlendirilmesi gerekeceği tartışılabilir. Şüphesiz ki, yetki belgesinin iptali aracı kuruluşun kusuruna dayanmakta ise kusurlu imkânsızlık hükümleri uygulanacaktır. Ancak belgenin iptalinde aracı kuruluşun kusurunun bulunmadığı hallerde ne olacağı tartışmalıdır. *Manavgat*, yetki belgesinin iptaline karşın aracı kuruluşun sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki taahhüdünün geçerliliğini koruyacağı görüşündedir¹⁰¹⁴. *Arı* ise, bu yaklaşımı eleştirmekte ve yetki belgesinin iptalinin, bu belgeye dayanılarak yapılan yüklenim işlemi de geriye etkili olarak ortadan kaldıracağını ileri sürmektedir¹⁰¹⁵.

¹⁰¹⁰ Doktrinde, burada sona eren bir sebebe dayanan zenginleşmenin iadesi talebinin (“conductio ob causam finitam”) söz konusu olduğu kabul edilmektedir (**Mustafa Dural**, Borçlunun Sorumlu Olmadığı Sonraki İmkansızlık, İstanbul 1976, s. 114; **Selahattin Sulhi Tekinay/Sermet Akman/Haluk Burcuoğlu/Atilla Altop**; Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. Baskı, İstanbul 1993, s. 1011; **Oğuzman/Öz**, s. 446; Aksi görüş için bkz. **Rona Serozan**, İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme, 3. Bası, İstanbul 2002, § 15 no. 8a, s. 162). İade talebine uygulanacak zamanaşımı ise, BK md. 66 hükmünde sebepsiz zenginleşme davaları için öngörülen 1 yıllık süre değil, BK md. 125 hükmünde öngörülen 10 yıllık genel zamanaşımı süresi olarak kabul edilmektedir (**Dural**, s. 164-165; **Serozan**, İfa Engelleri, § 15 no. 8a, s. 163. Karşıt görüş için bkz. **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop**, s. 1011).

¹⁰¹¹ **Ünal**, Aracı Kurumlar, s. 239; **Tanör**, Halka Arz, s. 275.

¹⁰¹² **İnceoğlu**, s. 127. Uygulamada, aracılık sözleşmelerine, aracı kuruluşu bu tür durumlarda halka arzı erteleme ya da iptal etme hakkı veren hükümler konulmaktadır (**Tanör**, Halka Arz, s. 275).

¹⁰¹³ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 93; **Taşkın**, s. 88.

¹⁰¹⁴ **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 60.

¹⁰¹⁵ **Arı**, s. 78.

Kanımızca, meseleye bir kusursuz imkânsızlık durumunun mevcut olup olmadığını tartışarak yaklaşmak gerekir. Öğretideki bir görüş, yalnızca objektif imkânsızlık hallerini BK md. 117 hükmünün kapsamına dahil kabul etmekte¹⁰¹⁶; bizim de katıldığımız diğer bir görüş ise, objektif imkânsızlık halleri kadar, borçlunun şahsı ile bağlantılı subjektif imkânsızlık hallerini de BK md. 117 hükmünün kapsamı dahilinde algılamaktadır¹⁰¹⁷. Yetki belgesinin, aracı kuruluşun kusuru bulunmaksızın iptal edilmesi de bir subjektif imkânsızlık hali olarak düşünülebilir. Kanımızca, yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin, yetki belgesinin iptali ile birlikte (aracı kuruluşun kusurunun bulunmadığı hallerde) BK md. 117 uyarınca sona ereceği kabul edilmelidir. Buna karşılık, karışık muhtevalı birer akit olan bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerinde, sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına yönelik taahhüdün sukut ettiğini kabul etmenin yerinde bir yaklaşım olmayacağı kanısındayız. Zira, yetki belgesinin iptali ile imkânsızlaşan, aracı kuruluşun halka arz sürecinin organize edilmesi aşamasında danışmanlık hizmeti verilmesine ve satış işlemine aracılık edilmesine ilişkin edimleridir. Yetki belgesinin hukuken mevcut bulunduğu bir dönemde yapılan satın alma taahhüdü iptal işleminden etkilenmemelidir. Bir diğer ifade ile, karışık muhtevalı bir akitte, tarafların birinin yüklendiği birden fazla sayıda edimin biri ya da birkaçının imkânsızlaşması, diğer edimlerin de imkânsızlaştığı anlamına gelmemeli ve sözleşmenin, borçların tamamının sona ermesi nedeniyle tümüyle ortadan kalktığı kabul edilmemelidir¹⁰¹⁸.

İfanın sonradan imkânsızlaşması bakımından ikinci olasılık ise, imkânsızlaşmanın borçlunun kusurundan kaynaklanmasıdır. Bu ihtimalde, ifa imkânsız hale gelse bile taraflar arasındaki borç ilişkisi devam eder; böyle bir imkânsızlık sadece alacak hakkının muhtevasını değiştirir ve alacak hakkı tazminat talep hakkına dönüşür¹⁰¹⁹. Dolayısıyla, alacaklı, ifanın imkânsızlaşması nedeniyle uğradığı zararın tazminini BK md. 96 hükmü çerçevesinde talep edebilme imkânına

¹⁰¹⁶ Dural, s. 89; Eren, s. 1249-1250.

¹⁰¹⁷ Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altóp, s. 909; Serozan, İfa Engelleri, § 15 no. 1-4, s. 156-159; Kenan Tunçomağ, Türk Borçlar Hukuku I, Genel Hükümler, 6. Bası, İstanbul 1976, s. 179 ve 461.

¹⁰¹⁸ Nitekim, kısmi imkânsızlık hallerinde de, edimin imkânsızlaşmayan kısmının ifa edilmesi gerektiği kabul edilmektedir (Oğuzman/Öz, s. 449; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altóp, s. 910).

¹⁰¹⁹ Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altóp, s. 853-854. Oğuzman/Öz ise, imkânsızlığın borçlunun kusurundan kaynaklandığı hallerde dahi borç ilişkisinin sona ereceği, fakat BK md. 96 hükmü gereğince borçlunun alacaklının uğradığı zararı tazmin etme yükümlülüğü altına gireceği görüşündedirler (s. 444-445).

sahip olacaktır. Halka arza aracılık sözleşmelerinin ifasının borçlunun kusuru ile imkânsızlaşması haline örnek olarak; ihraççı tarafından gerekli esas sözleşme değişikliğinin yapılmaması nedeniyle sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınamaması ya da aracı kuruluşu ait halka arza aracılık yetki belgesinin bu kuruluşun kusuru sebebiyle iptal edilmesi gösterilebilir.

C. Haklı Nedenle Fesih

Borçlar Kanunu'nda, bütün sürekli borç ilişkilerinin haklı nedenle fesih olarak sağlayan bir hüküm yer almamaktadır. Haklı nedenle fesih hakkı, kanunda düzenlenen sürekli borç ilişkilerinde ayrı ayrı hükümlerle öngörülmüştür. Haklı sebebe fesih, adi kira ve hasılat kirası (BK md. 264, md. 286), hizmet akdi (BK md. 344), ölünceye kadar bakma sözleşmesi (BK md. 517) ve adi ortaklık ilişkisinde (BK md. 535/b. 7) açık hükümle düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu noktada, haklı sebebe dayanan olağanüstü fesih hakkının tüm sürekli borç ilişkilerine teşmil edilip edilemeyeceği sorunu ortaya çıkmaktadır.

Bazı yazarlar, haklı nedenle fesih imkânının tüm sürekli borç ilişkilerine teşmil edilmesi gerektiği görüşündedirler¹⁰²⁰. *Seliçi*, haklı sebeple fesih hükümlerinin nitelikleri itibariyle MK md. 2'de yer alan ve tüm hukuk düzeni için geçerli olan dürüstlük kuralının özel uygulama halleri olduğunu belirtmekte ve bu imkânın tüm sürekli borç ilişkilerine teşmil edilmesi gerektiği görüşünü savunmaktadır¹⁰²¹. Yazara göre, haklı nedenle fesih imkânı tüm sürekli borç ilişkileri bakımından bir ihtiyaç oluşturduğu söylenebilir. Yazar, kanunda haklı nedenle feshedilebileceği belirtilen sözleşmeler dışında kalan sürekli borç ilişkilerinde bu imkândan yararlanılabilmesi için kıyas yoluna başvurulmasının da gerekmediği, haklı nedenle fesih hakkının doğrudan doğruya MK md. 2 hükmüne dayanılarak tanınmasının yerinde olacağı görüşündedir¹⁰²².

Oğuzman/Öz ise, özellikle kısmî imkânsızlık ve borcun gereği gibi ifa edilmemesi için alacaklıya BK md. 96 genel hükmü yerine, sözleşmeden dönme/fesih

¹⁰²⁰ **Rona Serozan**, *Sözleşmeden Dönme*, İstanbul 1975, s. 177 vd.; **Özer Seliçi**, *Borçlar Kanununa Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi*, İstanbul 1977, s. 202-204.

¹⁰²¹ **Seliçi**, s. 202-203.

¹⁰²² **Seliçi**, s. 203.

hakkı sağlayacak bir genel kaideye ihtiyaç bulunduğu fikrine katıldıklarını; fakat bugün için kanunda böyle bir genel esasın mevcut olduğunu söylemenin, sözleşmeden dönme hakkını sadece iki tarafa borç yükleyen sözleşmelerde borçlunun temerrüdü için öngörmüş bulunan Borçlar Kanunu'nun tanzim tarzı karşısında güç gözüküğünü belirtmektedirler¹⁰²³.

Sürekli borç ilişkisi doğuran tüm sözleşmelerin haklı nedenle feshedebileceğini kabul eden hakim görüşe biz de katılmaktayız. Bu itibarla, halka arza aracılık sözleşmelerinin, haklı bir nedene dayanılarak, tek taraflı bir irade beyanı ile ileriye etkili olarak ortadan kaldırılabilmelerinin mümkün olduğu düşüncesindeyiz¹⁰²⁴.

Fesih nedeninin “haklı” olup olmadığını MK md. 4 hükmü gereğince yargı takdir edecektir¹⁰²⁵. Sözleşme tarafından sürekli borç ilişkisine devam etmesini beklemenin dürüstlük kuralına aykırı düştüğü hallerde bir haklı sebebin bulunduğu kabul edilecektir¹⁰²⁶. Özellikle ihraçcının izahnamede gerçeğe aykırı ve yanıltıcı hususlara yer verilmesi yönünde talep ve girişimlerde bulunması aracı kuruluş bakımından bir haklı nedenle fesih sebebi olarak kabul edilmelidir¹⁰²⁷. Çünkü, aracı kuruluş da, ihraççı ile birlikte, SPKn. md. 7/II hükmü uyarınca üçüncü kişilere karşı izahnamenin içeriğinden sorumlu bulunmaktadır. İhraççı, aracı kuruluşu, izahnamenin ilanından sonra da, mali bünyesinde ve izahnamede yer alan bilgilerde meydana gelebilecek değişiklikler hakkında en kısa zamanda bilgilendirmelidir¹⁰²⁸. Bu bilgilendirmenin yapılmaması da, durumun ağırlığına göre bir haklı nedenle fesih sebebi teşkil edebilir. İhraçcının, izahname üzerinde, aracı kuruluşu bilgilendirmeksizin tek taraflı olarak değişiklik yapması halinde de aracı kuruluşun sözleşmeyi haklı nedenle feshedebileceği kabul edilmelidir¹⁰²⁹. Kanımızca,

¹⁰²³ **Oğuzman/Öz**, s. 384.

¹⁰²⁴ **Monod**, s. 87.

¹⁰²⁵ **Seliçi**, s. 187.

¹⁰²⁶ **Seliçi**, s. 202.

¹⁰²⁷ **Hazen**, 4th Ed., s. 138; **Fletcher**, s. 532.

¹⁰²⁸ **Tanör**, Halka Arz, s. 274.

¹⁰²⁹ Fakat haklı nedenle fesih için, izahnamede yapılan değişikliğin aracı kuruluşun içinde bulunduğu durumu ağırlaştırarak nitelikte olması aranmalıdır. Sermaye piyasası araçlarının satış şartlarının (örneğin satış fiyatı ve miktarının) değiştirilmesinin yanısıra; izahnamede yapılan değişiklik nedeniyle aracı kuruluşun SPKn. md. 7/II hükmü çerçevesinde yatırımcılara karşı sorumlu duruma düşme riskinin arttığı haller de bu kapsamda değerlendirilmelidir. İngiliz Hukuku'nda da, izahnamede yapılan değişikliğin aracı kuruluşun durumunu ağırlaştırdığı tüm hallerde, bu kuruluşun sözleşmeyi ortadan

yüklenimli aracılık sözleşmesinin söz konusu olduğu hallerde; taraflarca halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının fiyatı üzerinde anlaşılabilmesi olasılığında, her iki taraf yönünden de haklı nedenle fesih imkânı bulunduğu kabul edilmelidir.

D. Sözleşmenin Hakim Tarafından Çözülmesi

Halka arza aracılık sözleşmesinin imzalanmasından ve sermaye piyasası araçlarının fiyatının tespit edilmesinden sonra ortaya çıkabilecek önceden öngörülemeyen gelişmeler, piyasalardaki dengelerin değişmesine ve halka arzın başarı şansının azalmasına neden olabilirler. Gerçekten, ülkenin makro ekonomik parametrelerini etkileyebilecek nitelikteki her türlü gelişme; hangi nedenden kaynaklanırsa kaynaklansın, para ve sermaye piyasalarında yansımaları mutlaka bulunmaktadır. Bu yansıma kimi zaman küçük parametre değişimleri ile sınırlı kalmakta, kimi zaman ise piyasalardaki dengeler bozulmakta ve buna bağlı olarak para değer kaybedebilmekte (veya aşırı değerlenebilmekte) ya da faiz oranları aşırı yükselebilmekte veya düşebilmektedir. Bir diğer ifade ile, bazı olaylar; ki bunlar siyasi, iktisadi ya da dış kaynaklı (küresel nitelikteki) sebeplere bağlı olarak gelişebilirler; piyasalarda mevcut dengeleri tamamen bozup yeni dengeler kurabilecek çapta etkiler yaratabilmektedirler. Bu da, yüklenimli aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluşların satış sürecinin başladığı ana kadar piyasa şartlarında oluşabilecek değişimlerin riskini taşımaları sonucu doğurmaktadır. Zira, satış süreci başlamadan hemen önce paranın değerinde meydana gelebilecek önemli ölçekte bir değişim ya da piyasalarda herhangi bir nedene bağlı olarak oluşabilecek ciddi boyutta bir likidite sıkışıklığı; sermaye piyasası araçlarının satılamaması ve aracı kuruluşça, yüklenim taahhüdü çerçevesinde, piyasa şartlarına oranla yüksek kalan satış fiyatı üzerinden satın alınması sonucunu doğurabilecektir¹⁰³⁰.

Aracı kuruluşlar, bu olasılığın önüne geçmek üzere, halka arza aracılık sözleşmelerinde “*market out clause*” adı verilen ve belirli şartların gerçekleşmesi

kaldırma hakkına sahip bulunduğu kabul edilmektedir (**Keenan**, s. 195; **Ivamy**, s. 127 dnp. 8; **Pennington**, s. 358).

¹⁰³⁰ ABD uygulamasında, aracı kuruluşun değinilen riskini azaltabilmek amacıyla, sermaye piyasası araçlarının satış fiyatı satış işleminden önceki gün, hattâ bazen satış sabahı belirlenmekte ve aracılık sözleşmesi ondan sonra akdedilmektedir. Böylece, aracı kuruluşun taşıdığı risk minimize edilmiştir. Avrupa uygulamasında ise halka arza aracılık sözleşmesinin imzalanması ve satış fiyatının tespiti ile satış tarihi arasındaki süre haftaları bulmaktadır (**Bartos**, s. 16).

halinde sözleşmeyi tek taraflı olarak feshetme imkânını kendilerine tanıyan düzenlemelere yer vermektedirler¹⁰³¹. Bu amaca yönelik hükümlerde; ulusal ya da uluslararası ekonomik, politik ya da finansal dengelerde satış işleminin başarıya ulaşmasını engelleyebilecek önemde gelişmelerin olması veya ihraççı ya da bağlı şirketleri hakkında halka arz işlemi üzerinde önemli etki doğurabilecek gelişmelerin ortaya çıkması durumunda, aracı kuruluşun, takdir yetkisine dayanarak, tek taraflı olarak sözleşmeyi ortadan kaldıracak şekilde öngörülmektedir¹⁰³². Aracı kuruluş, halka arzın başarı şansı üzerinde önemli bir olumsuz etki yaratabilecek her türlü gelişme nedeniyle sözleşmeyi feshetme imkânı tanıması sebebiyle, “*market out*” klozlarının, Anglosakson Hukuku’nda hemen her sözleşmede kullanılan geleneksel mücbir sebep (“*force majeure*”) klozlarından daha geniş kapsamlı oldukları ifade edilmektedir¹⁰³³. Söz konusu kloz, beklenmedik ve önceden öngörülemeyen gelişmelere karşı yüklenimde bulunmuş olan aracı kuruluşu korumaktadır. Özellikle 1987 yılında yaşanan ve hemen hemen tüm dünya ekonomilerini etkileyen global kriz esnasında, British Petroleum hisselerinin halka arzında, aracılık sözleşmesinde “*market out*” klozu bulunmadığı için konsorsiyumda yer alan aracı kuruluşlar oldukça büyük zararlara katlanmak durumunda kalmışlardır¹⁰³⁴. O tarihten bu yana, söz konusu

¹⁰³¹ **Cary/Eisenberg**, s. 1174; **Fletcher**, s. 516. Bu tür düzenlemeler için, “*force majeure clause*” ya da “*escape clause*” ifadeleri de kullanılmaktadır (**How/Yeo**, s. 353). Fransızca’da ise, bu tür akdi düzenlemeleri anlatmak üzere kullanılan terimler “*clause de force majeure*” ya da “*clause de catastrophe*”dur. (**Emch/Renz/Bösch/Montavon/de Warra/Bizzozero/Wermelinger**, no. 55.7.4).

¹⁰³² **Loss/Seligman**, s. 78; **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 88. Avustralya’da yaygın olarak kullanılan “*market out*” klozlarında ise, borsa endeksinde belli oranda düşüş olması halinde aracı kuruluşu tek taraflı olarak sözleşmeyi ortadan kaldırma imkânı sağlanmaktadır (**Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 86). Bunun yanı sıra, “*market out*” hükümleri, vergi sisteminde ve mevzuatta meydana gelen önemli değişiklikleri de kapsayacak biçimde kaleme alınabilmektedirler (**Cranston**, s. 338). Ayrıca, uygulamada, aracı kuruluşun bu kloza dayanarak sözleşmeyi sona erdirmesi halinde, aracı kuruluş tarafından o ana kadar yapılan masrafların ihraççı tarafından ödeneceğine dair düzenlemelere de yer verilmektedir (**Greene/Beller/Rosen/Silverman/Braverman/Sperber**, no. 2.46 dnp. 170). Avrupa uygulamasında, ABD uygulamasından tamamen farklı olarak, özelleştirmeler gibi bazı büyük miktarda halka arzlarda klozu harekete geçirme yetkisi tek taraflı olarak aracı kuruluşu bırakılmamakta, tarafların bu yetkiyi kullanma konusunda birlikte karar verecekleri öngörülebilmektedir (**Greene/Beller/Rosen/Silverman/Braverman/Sperber**, no. 2. 47). Ayrıca belirtmek gerekir ki, halka arza aracılık sözleşmesinde yer alan “*market out*” klozları izahname ile kamuya açıklanmalıdır (**Afterman**, s. 650; **Ford-Austin**, s. 637).

¹⁰³³ **Loss/Seligman**, s. 78; **Cary/Eisenberg**, s. 1174. Gerçekten, “*market out*” klozlarında, geleneksel “*force majeure*” hükümlerinden farklı olarak, ihraççının kendi iç bünyesinden kaynaklanan nedenler de aracı kuruluşu tek taraflı olarak fesih yetkisi sağlayabilmektedir (**Aeschmann**, s. 412).

¹⁰³⁴ **Brown**, *Mechanics of Global Equity Offerings*, s. 87. Dünya borsaları üzerinde çok ciddi olumsuz etki yaratan Ekim 1987 krizinin çıkış nedeni, bugün dahi net olarak anlaşılabilmiştir (**Ferrarini**, s. 590-591).

klozların yüklenimli aracılık sözleşmelerinin ayrılmaz bir parçası haline geldiklerini söyleyebilmek mümkündür¹⁰³⁵.

Ancak halka arza aracılık sözleşmesinde bu tip bir klozun bulunmaması halinde nasıl bir hukukî çözüme ulaşılması gerektiği tartışılmalıdır.

Sözleşmenin kurulması sırasında taraf edimleri arasında mevcut olan denge, sonradan taraflarca öngörülemez ya da öngörülse dahi dikkate alınmayan olayların gerçekleşmesi nedeniyle değişebilmektedir. Borcun ifası imkânsızlaşmamış olmakla beraber, borçlunun sorumlu olmadığı sebeplerle aşırı derece güçleşmiş ise, bu durumun borç ilişkisine ne gibi bir etki yapacağı konusunda Borçlar Kanunu'nda herhangi bir hüküm mevcut değildir. Yalnızca istisna akdi için BK md. 365/II'de şu hükme yer verilmiştir; “... evvelce tahmin olunamayan veya tahmin olunup da iki tarafça nazara alınmayan haller için yapılmasına mâni olur veya yapılmasını son derece işkâl ederse hâkim, haiz olduğu takdir hakkı dolayısıyla ya takarrür eden bedeli tezyit veya mukaveleyi fesheder”.

Bu noktada, ne akitte ne de kanunda borç ilişkisinin yeni duruma göre ayarlanması veya sona erdirilmesini öngören herhangi bir hüküm bulunmaması halinde nasıl bir çözüme varılması gerektiği sorusu ortaya çıkmaktadır. “Acaba akitlerin yapıldıkları zamanın şartlarında değişiklik olmaması (*clausula rebus sic stantibus*) şartına tabi oldukları mı kabul edilecek, yoksa verilen söze bağlılık, ahde vefa (“*pacta sunt servanda*”) prensibi mi uygulanacaktır”¹⁰³⁶.

Sözleşmenin işlem temelinin teşkil eden, kendisi üzerine anlaşmanın dayandığı edim ve karşı edim arasındaki dengenin, taraflardan biri için artık çekilmez, katlanılmaz biçimde bozulduğu ve ortadan kalktığı hallerde işlem temelinin çöktüğü kabul edilir¹⁰³⁷. İşte emprevizyon teorisi, “ahde vefa” (“*pacta sunt servanda*”) prensibine istisna getirerek sözleşmelerin yapıldıkları andaki şartların değişmemesi şartına (“*clausula rebus sic stantibus*”) bağlı olarak akdedildiklerini varsaymakta ve sözleşmenin in'ikadından sonra bu şartlarda meydana gelen önceden

¹⁰³⁵ Brown, Mechanics of Global Equity Offerings, s. 153.

¹⁰³⁶ Oğuzman/Öz, s. 450.

¹⁰³⁷ Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop, s. 1005-1006.

öngörülemez nitelikteki değişikliklerin, sözleşmeyi taraflarından biri için katlanılmaz hale getirmesi durumunda, işlem temeli çöken sözleşmeye yargıcın bu tarafın talebi üzerine müdahale etmesini öngörmektedir. Bu esasın uygulanabilmesi için; borç henüz ifa edilmemiş, yeni bir durum ortaya çıkmış ve bu yeni durum tarafların birinin fiilinden kaynaklanmamış olmalı, söz konusu yeni durum önceden öngörülemez nitelikte bulunmalı ve taraflardan biri için sözleşmeyle bağlı kalmayı tahammül edilemez hale getiriyor olmalıdır¹⁰³⁸.

Bu konu, özellikle birinci ve ikinci dünya savaşlarından sonra Alman doktrini ve mahkemelerini çok meşgul etmiştir. Savaş sonrasında paranın değerinde meydana gelen büyük düşüş nedeniyle Alman Hukuku'nda bu konu çok durulmuş ve “*işlem temelinin çökmesi teorisi*” ortaya atılmıştır. Buna göre, tarafların işlemi yapmalarına maddi temel oluşturan şartlardaki önemli değişiklikler artık o işlemin askıda kalmasına neden olmakta ve feshini ya da yeni şartlara göre ayarlanmasını isteme imkânı sağlamaktadır¹⁰³⁹.

Türk- İsviçre Hukuku'nda meselenin çözümü için dayanılan genel prensip MK md. 2 hükmü, yani dürüstlük kuralıdır¹⁰⁴⁰. Buna göre, yargıcın sözleşmeye

¹⁰³⁸ **Oğuzman/Öz**, s. 451; **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altıp**, s. 368. **Burcuoğlu**, sözleşmede değişen hal ve şartlara ilişkin olarak taraflarca düzenleme yapılmamış olmasını emprevizyon teorisinin uygulanması için bir koşul olarak kabul eden görüşü, kanımızca haklı olarak şu cümlelerle eleştirmektedir; “...sözleşmenin kurulduğu sırada mevcut olan edimler arası dengenin, beklenmeyen, öngörülemeyen haller nedeniyle bozulmasından söz edilirken, sözleşmede nasıl olup da bu haller için bir kayıt getirilmiş olacaktır? Yanların hiç beklemedikleri, öngöremedikleri, daha doğrusu akıllarının ucundan geçirmedikleri haller için sözleşmeye bir kayıt koymaları kolaylıkla düşünülecek bir husus değildir. ... bu tür kayıtların uyarlamayı engelleyebilecekleri kabul edilemez kanısındayım” (**Haluk Burcuoğlu**, Hukukta Beklenmeyen Hal ve Uyarlama, İstanbul 1995, s. 12). Yazarın, değişen hal ve şartlara ilişkin olarak taraflarca düzenleme yapılmamış olmasının emprevizyon teorisinin uygulanma koşulları arasında sayılmaması gerektiği yönündeki görüşüne biz de katılmaktayız. Gerçekten, tarafların, yapacakları bir akdi düzenleme ile, öngöremedikleri bir olaya karşı uygun ve adil bir çözüm getirebilme şansları pek yoktur. Dolayısıyla, bu tür kayıtların, kural olarak uyarlama talebini engellemeleri gerekir. Buna karşılık, bazı istisnai hallerde taraflar bu tür akdi düzenlemeleri getirirken bilinçli hareket etmiş ve uygun bir çözüm tarzını benimsemiş olabilirler. İşte halka arza aracılık sözleşmelerinde yer alan “market out” klozları, sözleşmenin yapıldığı andan sonra ortaya çıkabilecek önceden öngörülemez nitelikteki olaylara karşı taraflarca getirilmiş emprevizyon düzenlemeleridir ve bu değişikliklerin belirli bir önemde olması halinde, işlem temelinin çöktüğünü kabul ederek taraflardan birine sözleşmeyi sona erdirmeye imkânı tanımaktadır. Aşağıda da açıklanacağı üzere, halka arza aracılık sözleşmelerinde yargıcın sözleşmeye yegâne müdahale imkânı akdi ilişkiyi çözmekle sınırlıdır; taraf edimlerine müdahale edilmesi suretiyle akdi ilişkinin ayakta tutulabilmesine imkân bulunmamaktadır. Çünkü, sözleşmenin in'ikadından sonra öngörülemez hallerin ortaya çıkması durumunda halka arz işleminin gerçekleştirilebilmesine olanak kalmayacaktır. Bu itibarla, akdi ilişkiyi çözmeye imkânı aracı kuruluşa sözleşme ile tanımakta göre, taraflar akdettikleri sözleşmenin bünyesine uygun yegâne uyarlama yöntemini kendi iradeleri ile belirlemiş olmaktadır.

¹⁰³⁹ **Oğuzman/Öz**, s. 451 dpn. 104.

¹⁰⁴⁰ **Oğuzman/Öz**, s. 451, **Dural**, s. 60 vd. **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altıp**, s. 1004 vd.

dürüstlük kuralı çerçevesinde müdahalesi iki farklı şekilde olabilmektedir. Yargıç, ya sözleşmenin ortadan kaldırılmasına ya da sözleşme koşullarının yeni olgulara uyarlanmasına ve böylece sözleşmede bozulmuş olan edimler arası dengenin yeniden oluşturulmasına karar verebilmektedir¹⁰⁴¹.

Kanımızca, halka arza aracılık sözleşmelerinin özelliği de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Halka arza aracılık sözleşmelerinde, hakimin, taraf edimlerini oluşan yeni şartlara uyarlamak suretiyle akdi ilişkiye müdahalede bulunabilmesi mümkün değildir. Zira, sadece aracılık sözleşmesinin değil; aynı zamanda, bu sözleşmenin temelinde bulunan halka arz işleminin de işlem temeli çökmektedir. Yargıç, halka arz sürecine müdahalede bulunarak ihraççıya yeni ortaya çıkan koşullar doğrultusunda daha yüksek faizli bir borçlanma senedi ya da daha düşük fiyatlı ortaklık senetleri ihraç etme emri veremeyeceğine göre, taraflar arasındaki sözleşmeye ancak akdi ilişkiyi çözmek suretiyle müdahalede bulunabilecektir¹⁰⁴². Bir diğer ifadeyle, halka arza aracılık sözleşmelerinin, taraf edimlerinin değişen şartlara uyarlanmaları yoluyla revize edilebilmeleri mümkün değildir.

Son olarak, Yargıtay Hukuk Genel Kurulu'nun 19.2.1997 tarih ve E. 1996/11-762 K. 1997/ 77 sayılı aksi yöndeki kararına karşın, işlem temelinin çökmüş kabul edilebilmesi için sosyal felaket niteliğinde olağanüstü ve objektif bir nedenin mevcut bulunması gerekmediği yönündeki görüşe katıldığımızdan¹⁰⁴³; ihraççıdan

¹⁰⁴¹ **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop**, s. 1006; **Oğuzman/Öz**, s. 451; **İbrahim Kaplan**, Hakimin Sözleşmeye Müdahalesi, Sözleşmenin Yorumu, Sözleşmenin Tamamlanması, Sözleşmenin Değişen Hal ve Şartlara Uydurulması, Ankara 1987, s. 156; **Burcuoğlu**, s. 14. Asıl olanın taraf edimleri arasındaki dengenin yeni koşullara uyarlanması olmasına karşın, bu iki müdahale yönteminden birinin tercihi, emprevizyon teorisi ile korunan tarafa bırakılmalıdır (**Rona Serozan**, Karşılıklı Sözleşmelerde Baştan Dayatılmış veya Sonradan Oluşmuş Edimler Arası Dengesizliğin Uyarlama Yoluyla Düzeltilmesi- Kronolojik Açından Ayrımlı Olguları Ortak Bir Rejime Bağlama Denemesi, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 1028).

¹⁰⁴² Nitekim **Teoman** da, kaleme aldığı bir bilirkişi raporunda; borçlanma senedi ihracına ilişkin olarak yüklenim sözleşmesi imzalandıktan sonra piyasada cari bulunan faiz oranlarının ciddi oranda yükselmesi nedeniyle, emprevizyon teorisi uyarınca akdi ilişkinin çözülmesi gerektiği yönünde görüş bildirmiştir (**Ömer Teoman**, Yaşayan Ticaret Hukuku, Cilt: I Hukuki Mütalaalar, Kitap: 1 1989-1991, İstanbul 1992, s. 72-74). Bu noktada, piyasalara ait parametrelerdeki mutad değişimlerin değil, akdi ilişkiyi taraflar bakımından çekilmez kılabilecek önem ve büyüklükteki öngörülemeden dalgalanmaların akdi ilişkinin ortadan kaldırılması talebine mesnet oluşturabileceklerini yeniden vurgulamak gerekmektedir.

¹⁰⁴³ **Necip Kocayusufpaşaoğlu**, İşlem Temelinin Çökmüş Sayılabilmesi İçin Sosyal Felaket Olarak Nitelenebilecek Olağanüstü Bir Olayın Gerçekleşmesi Şart mıdır?, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 512-513; **Serozan**, İfa Engelleri, § 20 no. 4-6; **Mehtap İpek**, Sözleşme Serbestisi ve Günümüzdeki Sınırlamaları, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul -Ekim 2002, s. 75.

kaynaklanan nedenlerin de bu sonucu doğurabileceği düşüncesindeyiz. Bu itibarla, örneğin hisse senetleri halka arz olunacak ihraçcının faaliyetinin temelini oluşturan imtiyaz sözleşmesinin halka arz gerçekleşmeden önce feshedilmesi gibi tümüyle ihraççı ile bağlantılı bulunan subjektif nedenler de, fikrimizce işlem temelini çökmesi sonucunu doğurabileceklerdir.

E. Uygulanacak Zamanaşımı Süresi

Halka arza aracılık sözleşmesinden doğan edimlere uygulanacak zamanaşımı sürelerinin, bu sözleşmelerin hukukî niteliklerine ilişkin tespitlerimiz doğrultusunda belirlenmesi gerekeceği tabiidir.

Bu itibarla, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerini sui generis bir iş görme sözleşmesi olarak nitelendirdiğimiz ve bu sözleşmelere vekalet akdi hükümlerinin kıyasen uygulanacağı sonucuna ulaştığımız göz önüne alınacak olursa, bu sözleşmelerden kaynaklanan taleplere uygulanacak zamanaşımı süresinin de BK md. 126/IV hükmü uyarınca beş yıl olarak belirlenmesi gerektiği görüşünü savunacağımız kolaylıkla anlaşılacaktır.

Bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerini ise, sui generis iş görme sözleşmesi ile satım akdinden oluşan birer karışık muhtevalı akit olarak nitelendirdiğimiz hatırlanacaktır. Dolayısıyla, bu sözleşmelerden doğan halka arz sürecinin organize edilmesi aşamasında danışmanlık hizmeti verilmesi ve satış işlemine aracılık yapılmasına yönelik taraf edimlerine, bu edimlere vekalet akdi hükümleri kıyasen uygulandığından BK md. 126/IV hükmü çerçevesinde beş senelik; sermaye piyasası araçlarının tamamının ya da satılmayan kısmının aracı kuruluş tarafından satın alınmasına ilişkin taraf edimlerine ise, BK md. 125 hükmü uyarınca on senelik zamanaşımı sürelerinin uygulanması gerekeceği düşüncesindeyiz.

SONUÇ

Halka arz edilmeksizin satış ve halka arz kavramları, sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara ulaştırılması aşamasında kullanılan satış modelleridir. Halka arz edilmeksizin satış modeli, kurumsal ve nitelikli yatırımcılara hitap etmesi nedeniyle ABD ve İngiliz uygulamalarında halka arza oranla daha fazla rağbet görmesine karşın, ülkemiz uygulamasında sınırlı olarak kullanılmakta ve bu durum, mevzuatımızda söz konusu satış türünün hukukî alt yapısının oluşturulmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Zira, mevcut SPKn., halka arz edilmeksizin satış yönteminden bahsetmekle birlikte, bu satış türüne ilişkin olarak herhangi bir düzenleme getirmemektedir. Bu itibarla, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı'nda halka arz edilmeksizin satış modeline yönelik düzenleme getirilmesi ve bu tür satış işlemlerinin hitap edeceği nitelikli yatırımcıların vasıf ve özelliklerinin açıkça belirlenmesi faydalı olacaktır.

Halka arz modeli ise ülkemizde daha yoğun olarak kullanılan satış modelidir. Kanımızca, doktrinin aksi yöndeki eğilimine karşın, halka arz işleminin hukukî niteliği “icaba davet” olarak kabul edilmelidir. Zira, öğretide hakim olan görüş çerçevesinde halka arzın “icap” niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, bu icaba yanıt veren yatırımcıların alım taahhütlerini de “kabul” olarak nitelendirilmek gerekecektir. Bu takdirde ise, satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının toplam sayısını aşan bir taleple karşılaşıldığında, arzı aşan bu talebin hangi gerekçe ile reddedileceği açıklanamayacaktır. Buna karşılık, halka açık anonim ortaklıkların mevcut ortakları tarafından rüçhan haklarının kullanımı, öğretideki ağırlıklı görüşün yaptığı gibi hakkı kullanan ortak ile ortaklık arasında bir akdi ilişki varmışçasına icap ve kabul kavramları ile açıklanamaz. Bu ihtimalde, yasadan doğan bir ortaklık ilişkisi ve bu ilişkiye bağlı bir talep hakkının söz konusu olduğu kabul edilmeli ve rüçhan hakkını kullanan ortağın iştirak taahhüdünde bulunması, bu hakkın kullanımına yönelik bir hukukî işlem olarak düşünülmelidir.

Halka arza aracılık sözleşmeleri ise, hem birinci hem de ikinci el piyasalarında gerçekleştirilecek halka arz ve halka arz edilmeksizin satış işlemlerine aracılık yapılması amacıyla akdedilen sözleşmelerdir. Mevzuatın öngördüğü zorunlu haller dışında, bu sözleşmelerin akdedilmesi tarafların isteğine bağlıdır. Ancak finansal piyasalar yönünden uzman olan aracı kuruluşların halka arz işleminin gerçekleştirilme sürecine aktif biçimde katılmaları, bir diğer ifadeyle bu süreci organize ederek yönlendirmeleri, halka arz zamanlamasının doğru şekilde yapılabilmesine ve bu kuruluşların müşteri bağlantıları kullanılarak sermaye piyasası araçlarının daha etkin bir biçimde pazarlanabilmesine imkân sağlamaktadır. Dolayısıyla, aracı kuruluş kullanımı, gerçekleştirilmek istenen halka arz işleminin başarı şansını ciddi ölçüde artırmaktadır.

Halka arza aracılık sözleşmeleri, yüklenimli ve yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadırlar. Yüklenimli aracılık sözleşmeleri de, kendi aralarında, bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmeleri olarak ikiye ayrılırlar. Bu sözleşmelerin hukukî nitelikleri, çalışmada her bir sözleşme türü bakımından ayrı ayrı incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda, doktrinde hakim olan görüşlere karşıt olarak, yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin vekalet akdi hükümlerinin kıyasen uygulanacağı sui generis bir iş görme sözleşmesi niteliğinde buldukları; bakiyeyi yüklenim ve tümünü yüklenim sözleşmelerinin ise, sui generis bir iş görme sözleşmesi ile satım akdinden oluşan karışık muhtevalı akit niteliği taşıdıkları sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu noktadan hareketle, bakiyeyi ve tümünü yüklenim türü aracılık sözleşmelerinde, aracı kuruluşların iş görmeye ilişkin edimlerine vekalet, yüklenime ilişkin edimlerine ise satım akdi hükümlerinin kıyasen uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Seri: V No: 46 sayılı Tebliğ'in aracılık sözleşmeleri için öngördüğü şekil ve asgari içerik zorunluluğuna uyulmamasının ise sözleşmeyi geçersiz hale getirmeyeceği; zira bu düzenlemelerin yalnızca aracı kuruluşlar bakımından yaptırım uygulanmasına yol açan ve ihlali işlemin geçersizliğe neden olmayan düzen normları olarak algılanmaları gerektiği görüşü savunulmuştur.

Aracılık konsorsiyumlarının hukukî nitelikleri bakımından ise bir ayrıma gidilmelidir. Konusu sadece bir iş görme ediminden ibaret olan satış konsorsiyumlarının, teknik hukuk anlamında konsorsiyum olmaktan ziyade klasik birer adi ortaklık niteliği arz ettikleri; yüklenim konsorsiyumlarının ise, halka arza aracılık sözleşmesinde ihraççı ortaklığa karşı müteselsil sorumluluğun bertaraf edilmiş olması ve bireysel sorumluluk esasının benimsenmiş bulunması kaydıyla, gerçek anlamda bir konsorsiyum niteliği taşıdıkları söylenebilir. Buna karşılık, alt yüklenim konsorsiyumlarının, konsorsiyum üyelerinin ihraççı ile doğrudan bir akdi ilişki içerisinde bulunmamaları nedeniyle gerçek anlamda bir konsorsiyum olarak değerlendirilemeyecekleri, klasik birer adi ortaklık niteliği taşıdıkları da belirtilmelidir.

KAYNAKÇA

ABRAVANEL, Philippe; L'empreur de Chine et le Grain de Tabac Réflexion sur l'article 404 CO, JdT 135e année No: 15, 1987/I, s. 466- 470.

ACAR, Faruk; Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi, Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, Kocaeli 2001, s. 317-336.

AESCHIMANN, Jean-Paul; Les Obligations des Intermédiaires: Membres d'unsyndicat d'émission, "brokers", gérants de fortune etc., Etudes Suisses de Droit Européen Vol: 31- Colloque: Le Droit du Marché Financier Suisse, Genève 1987, s. 401 vd.

AFTERMAN, Allan B.; US Securities Regulation of Foreign Issuers, Financial Reporting and Disclosure Manual, London 1997.

AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz; Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.

AKYOL, Şener; Borçlar Hukuku (Özel Borç İlişkileri) I. Fasikül, İstanbul 1984 (Anlışı; "*I. Fasikül*").

AKYOL, Şener; Know-How, Management, Joint Venture ve Büyük Çaplı İnşaat Sözleşmeleri, Borçlar Hukuku (Özel Borç İlişkileri) II. Fasikül, İstanbul 1997 (Anlışı; "*II. Fasikül*").

ALPA, Guido; The Harmonisation of the EC Law of Financial Markets in the Perspective of Consumer Protection, European Business Law Review, 2002, s. 523-540.

ANARAL, Hüseyin; Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye, Ankara 1982.

ARI, Zekeriyya; Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Sivas- Eylül 1996.

ARKEBAUER, James B./SCHULTZ, Ron; Going Public, USA 1998.

ARSLAN, İbrahim; Kayıtlı Sermayeli Anonim Şirketlerde Sermayenin Artırılması, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 3 S. 1, s. 241-267.

ATAMAN, Ümit/KİBAR, Halil; Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, İstanbul 1999.

AUGERINOS, Yannis V.; Towards a Pan- European Securities Market for SMEs, *European Business Law Review*, January/February 2000, s. 8-26.

AYRANCI, Hasan; Sözleşmelerin Yüklenilmesi (Devri), Ankara 2003.

AYTAÇ, Zühtü; Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988 (Anılış; “*Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri*”).

AYTAÇ, Zühtü; Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar, *Batider*, C. XIV S: 3, Haziran 1988, s. 37-62.

AYTAÇ, Zühtü; Finansman Bonoları, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın’a 65’inci Yaş Armağanı, Ankara 1988, s. 247-283.

AYTAÇ, Zühtü; Gelir Ortaklığı Senetlerinin Hukuki Statüsü, *Batider*, C. XIII S. 3-4, 1986, s. 209-230.

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*”).

BAHTİYAR, Mehmet; Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul 1996.

BARBER, David H.; *Gilbert Law Summaries: Securities Regulation*, 4th Ed., USA 1987.

BARLAS, Nami; *Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri*, İstanbul 1998.

BARTLETT, Joseph W.; *Equity Finance, Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, 2nd Ed., Vol: I, USA 1995 (Anılış; “*Vol: I*”).

BARTLETT, Joseph W.; *Equity Finance, Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, 2nd Ed., Vol: 1-3 Cumulative Supplement, USA 2002 (Anılış; “*Vol: 1-3 Cumulative Supplement*”).

BARTOS, James M.; *United States Securities Law: A Practical Guide*, 2nd Edition, Great Britain 2002.

BEATTY, Randolph/KADIYALA, Padma; Impact of The Penny Stock Reform Act of 1990 on The Initial Public Offering Market, *Journal of Law and Economics*, Vol: XLVI, October 2003, s. 517-541.

BENSTON, George J.; *Regulating Financial Markets, A Critique and Some Proposals*, Washington 1999.

BER, Hedva/YAFEH, Yishay/YOSHA, Oved; Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting and Fund Management, *Journal of Monetary Economics*, Vol: 47 (2001), s. 189-218.

BERZEK, Ayşe Nur; Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti, Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1995, s. 51-65.

BEYER, Gerry W./REDDEN, Kenneth R.; *Modern Dictionary for the Legal Profession*, 2nd Ed., New York 1996.

BİLGİLİ, Fatih; Türk Ortaklıklar Hukukunda Gizli Ortaklık İlişkileri, Ankara 2003.

Black's Law Dictionary, 5th Ed., St Paul-Minn., 1979.

BLOOMENTHAL, Harold S./ROBERTS, Holme; *Securities Law Handbook*, 1989-90 Edition, New York 1989.

BOCHNER, Steven E./FINSETH, Eric John; *IPO Guide*, Merrill Corporation, 5th Ed., St. Paul-Minn., 2004.

BOLAK, Mehmet; Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, 2. Bası, İstanbul 1994.

BOVET, Christian; *La Nature Juridique des Syndicats de Pret et les Obligations des Banques Dirigeantes et Gérantes*, Fribourg 1991.

BROWN, Meredith M.; *Global Offerings of Securities, Access to World Equity Capital Markets*, London 1994 (Anlış; "*Global Offerings of Securities*").

BROWN, Meredith M.; *Mechanics of Global Equity Offerings, Structuring the Offering and Negotiating the Underwriting Agreement*, Great Britain 1995 (Anlış; "*Mechanics of Global Equity Offerings*").

BURCUOĞLU, Haluk; Hukukta Beklenmeyen Hal ve Uyarılama, İstanbul 1995.

CAMPBELL, Dennis/SOLOMON, Robert A.; *International Securities Law and Regulation*, USA 2000.

CARY, William L./EISENBERG, Melvin Aron; *Corporations Cases and Materials*, 5th Ed., Minola- New York 1980.

CHAUDET, François; *Droit Suisse des Affaires*, Bâle 2000.

CHENUT, Charles Henry; *Le Contrat de Consortium*, Paris 2003.

CHIU, Hse-Yu; "Not a Public Offer"- Where Does The European Commission's Draft Prospectus Proposal Leave Small Issuers?, *Business Law Review*, August/September 2003, s. 192-196.

COHEN, Alexander F./BRONSON, Gay/EDWARDS, Bryant/STEGEMOELLER, Mark; Key Exemptions From Securities Act Registration, *International Financial Law Review: Securities Offering and Listing in the US: An Overview for non-US Issuers- Special Issue*, s. 19 vd.

COZIAN, Maurice/VIANDLER, Alain/DEBAISSY, Florence; *Droit des Sociétés*, Trezième édition, Paris 2000.

CRANSTON, Ross; *Principles of Banking Law*, 2nd Ed., New York 2003.

CROSSWELL, Peter/ BLAIR, WJL/HILL/HOOLEY/PHILIPS/WOOD, *Encyclopedia of Banking Law*, Volume 3, 1982.

Current Issues and Developments in the Duties and Liabilities of Underwriters and Securities Dealers, *The Business Lawyer*, Vol: 33, November 1977, s. 335-399.

ÇAĞLAR, Hayrettin; *Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Hisse Senetleri, Hisse Senetlerinin İhraç ve Halka Arzı*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı'na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara 1998.

ÇEKER, Mustafa; *Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi*, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul 1998, s. 89-145 .

ÇELİK, Aytekin; *Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğu*, Ankara 2005.

DAENIKER, Daniel; *Underwriting Agreement, Rechstfragen beim Börsengang von Unternehmen* Herausgeber (Rolf Watter), Zürich 2002, s. 159-194.

DALE, Richard; *Regulating Bank's Securities Activities, The Internationalization of Capital Markets and the Regulatory Response*, Edited by: John Angleton, Great Britain 1992.

DALHUISEN, J. H.; *Financial Liberalisation and Re-regulation*, *European Business Law Review*, September/October 2000, s. 373-380.

DANGEARD, Frank E.; *Le Droit Financier Américain, Droit et pratique des Marchés Financiers aux Etats-Unis*, Paris 1989.

DAVIDSON, Daniel V./KNOWLES, Brenda E./FORSYTHE, Lynn M.; *Business Law, Principles and Cases in the Legal Environment*, 7th Edition, USA 2001.

DAYINLARLI, Kemal; *Joint Venture Sözleşmesi*, Ankara 1989.

De VAUPLANE, Hubert/BORNET, Jean-Pierre; *Droit des Marchés Financiers*, 3ème édition, Paris 2001.

De VICUÑA, Antonio Sáinz; The Legal Integration of Financial Markets of the Euro Area, *European Business Law Review*, September/October 2001, s. 223-240.

DEVELİOĞLU, Hüseyin Murat; Les garanties indépendantes examinées à la lumière des règles relatives au cautionnement, Berne 2006.

DOMANIÇ, Hayri; Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi-II, İstanbul 1988 (Anılış; “*TTK Şerhi-II*”).

DOMANIÇ, Hayri; Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı, Tenkidi ve Temenniler, İstanbul 1973.

DRAHO, Jason; The IPO Decision, Why and How Companies Go Public, Great Britain 2004.

DUNBAR, Craig C.; Overallotment Option Restrictions and Contract Choice in Initial Public Offerings, *Journal of Corporate Finance* 1997/3, s. 251-275.

DURAL, Mustafa; Borçlunun Sorumlu Olmadığı Sonraki İmkansızlık, İstanbul 1976.

EMCH, U./RENZ, H./BÖSCH, F./MONTAVON, P./De WARRA, A./BİZZOZERO, A./ WERMELİNGER, A.; Le Monde et la Pratique Bancaires Suisses Tome: II, Lausanne 1995.

English As a Legal Language, London 1998.

ERDEM, Ercüment; Türk ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmalar, İstanbul 2003.

EREN, Fikret; Borçlar Hukuku Genel Hükümler, İstanbul 2003.

ERÜRETEN, Bahir M.; Olumlu ve Olumsuz Yönleri ile Sermaye Piyasası Kanununun Eleştirisi, *İstanbul Barosu Dergisi*, C. 57 S. 10-11-12, 1983, s. 466-470.

FERRAN, Eilís; The Public Offers Directive and Problems of Implementation, *EC Financial Market Regulation and Company Law*, Edited by: Mads Adrenas/Stephan Kenyon-Slade, London 1993, s. 103-109.

FERRARINI, Guido; The European Regulation of Stock Exchanges: New Perspectives, *Common Market Law Review*, Vol: 36, 1999, s. 569-598.

FEYZİOĞLU, Feyzi Necmeddin; Borçlar Hukuku İkinci Kısım- Akdin Mehtelif Nevileri (Özel Borç İlişkileri), Cilt: I, 4. Bası, İstanbul 1980.

FIELDS, L. Paige/FRASER, Donald R.; Effects of IPO Mispricing on the Risk and Reputational Capital of Commercial Banks, *Review of Financial Economics*, Vol: 13, 2004, s. 65-77.

FLETCHER, William Meade; Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations, Vol: I A, 1993 Revised Volume (Permanent Edition), New York-Rochester 1993.

FORD, H. A. J./AUSTIN, R.P.; Ford and Austin's Principles of Corporation Law, 7th Ed., Sydney 1995.

FOX, Merritt B.; Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy, New York 1987.

GAUCH, Peter; Le Contrat d'entreprise, Zurich 1999.

GILLEN, Mark R.; Securities Regulation in Canada, Ontario 1992.

GKOUTZINIS, Apostolos; Free Movement of Services in the EC Treaty and the Law of Contractual Obligations Relating to Banking and Financial Services, Common Market Law Review, Vol: 41, 2004, s. 119-175.

GOLDING, Greg; Underwriters' Liability in Australian Securities Offerings, Company and Securities Law Journal, Vol: II No: 7, November 1993, s. 401-432.

GOMPERS, Paul /LERNER, Josh; Conflict of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence From Venture Capital, Journal of Law and Economics, Vol. XLII, April 1999, s. 1-28.

GOWER, L. C. B.; Gower's Principles of Company Law, 4th Ed., London 1979.

GRANDE, Amar/PURI, Manju/SAUNDERS, Antony; Journal of Financial Economics, Vol: 54, 1999, s. 165-195.

GREENE, Edward F./BELLER, Alan L./ROSEN, Edward J./SILVERMAN, Leslie N./ BRAVERMAN, Daniel A./SPERBER, Sebastian R.; US Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, Vol: I, 6th Ed., New York 2002.

GUGGENHEIM, Daniel; Le Droit Suisse des Contrats Principes Généraux, Tome II: Les Effets des Contrats, Genève 1995.

GULLICK, J.M.; Ranking and Spicer's Company Law, 13th Ed., London 1987.

GÜMÜŞ, Alper; Türk- İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul 2001.

GÜNAL, Vural; Sermaye Piyasası Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1987 (Anılış; "*Sermaye Piyasası Hukuku*").

GÜNAL, Vural; Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul 1997 (Anılış; "*Araçlar- Kurumlar*").

GYGER, Erhard; Les émissions Bancaires, Révision Bancaire II, 2e éd., St-Gall 1988.

HALPERIN, Jack H.; Blue Sky Considerations in Underwriting Agreements, Blue Sky Laws: State and NASD Regulation of Securities, 1987.

HAMILTON, Robert W.; The Law of Corporations, 5th Ed., St. Paul-Minnesota 2000.

HAMILTON, Robert W.; Corporations Including Partnerships and Limited Partnerships, Cases and Materials, 5th Ed., St. Paul-Minn. 1994 (Anılış; “*Corporations Including Partnerships and Limited Partnerships*”).

HARDEGGER, Ida; Les Notions de Droit en Usage dans la Banque, Bâle 1991.

HATEMİ, Hüseyin/SEROZAN, Rona/ARPACI, Abdülkadir; Borçlar Hukuku Özel Bölüm, İstanbul 1992.

HAZEN, Thomas Lee; Treatise on the Law of Securities Regulation Volume: I, 4th Ed., St. Paul-Minn. 2002 (Anılış; “*4th Ed.*”).

HAZEN, Thomas Lee; Treatise on the Law of Securities Regulation Volume: 1, 2nd Ed., St. Paul-Minn. 1990 (Anılış; “*2nd Ed.*”).

HEBB, Gregory M./FRASER, Donald R.; Conflict of Interest in Commercial Bank Security Underwritings: Canadian Evidence, Journal of Banking & Finance, Vol: 26, 2002, s. 1935-1949.

HELVACI, Mehmet; Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Usulü ve Bu Sisteme Tabi Ortaklıklarda Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı, Batider, C. XVIII, S. 1-2, s. 162 vd.

HENDERSON, Schuyler K.; Credit Derivatives Law, Regulation and Accounting Issues, Edited by: Dr. Alastair Hudson, London 1999, s. 1 vd.

HENN, Harry G./ALEXANDER, John R.; Laws of Corporations and Other Business Enterprises, 3rd Ed., St. Paul-Minn. 1983.

HORWICH, Allan; Section 11 of the Securities Act: The Cornerstone Needs Some Tuckpointing, The Business Lawyer, Vol: 58, November 2002, s. 1-43.

HOW, Janice C. Y./YEO, Julian J. L.; The Pricing of Underwriting Services in the Australian Capital Market, Pacific-Basin Finance Journal, Vol: 8, 2000, s. 347-373.

IVAMY, E. R. Hardy; Topham and Ivamy’s Company Law, 16th Ed., London 1978.

İMREGÜN, Oğuz; Anonim Ortaklıklar, 4. Bası, İstanbul 1989.

İNCEOĞLU, Mehmet Murat; Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004.

İPEK, Mehtap; Sözleşme Serbestisi ve Günümüzdeki Sınırlamaları, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul -Ekim 2002.

JAMES, Simon; The Law of Derivatives, London- Hong Kong 1999.

JENNINGS, Richard W./MARSCH JR, Harold/COFFEE, John C./SELIGMAN, Joel; Securities Regulation Cases and Materials, 8th Ed., New York 1998.

KABAALIOĞLU, Haluk A. Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 1985 (Anılış; “*Kamuyu Aydınlatma İlkesi*”).

KABAALIOĞLU, Haluk A.; Sermaye Piyasası Hukukunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu, Batider, C. X S. 3, Haziran 1980, s. 773-808 (Anılış; “*İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu*”).

KALPSÜZ, Turgut; Kıymetli Evrak- Kambiyo Senetleri- Ders Notları, Ankara 1976.

KAPLAN, İbrahim; Hakimin Sözleşmeye Müdahalesi, Sözleşmenin Yorumu, Sözleşmenin Tamamlanması, Sözleşmenin Değişen Hal ve Şartlara Uydurulması, Ankara 1987.

KAPLAN, İbrahim; İnşaat Sektöründe Müşterek İş Ortaklığı- Joint Venture, Ankara 1973 (Anılış; “*Joint Venture*”).

KAPLAN, İbrahim; Portföy Yönetim Sözleşmesi, Batider, C. XVIII S. 1-2, Aralık 1995, s. 47-77.

KAPLAN, İbrahim; Portföy Yönetim Sözleşmesi- Menfaat Çatışmaları ve Sorumluluk, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No. 119, Ankara 1998, s. 123-154.

KARABABA, Serdar; Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001.

KARAŞİN, A. Gültekin; Sermaye Piyasası Analizleri, Ankara 1986.

KARAYALÇIN, Yaşar; Ticaret Hukuku Dersleri C. II, Ticari Senetler, 4. Bası, Ankara 1970.

KARYOTIS, Catherine; Circulation Internationale des Valeurs Mobilières, Paris 1994.

KAZICI, Tülay; ABD’nde Hisse Senedi ve Tahvil İhraçlarında Aracılık Yüklenimi, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu No: 19, Ankara 1985.

KEENAN, Dennis; Smith and Keenan's Company Law (Scottish Supplement by Josephine R. Bizacre), 12th Ed., England 2002.

KIRCA, İsmail; Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri, Ankara 2000.

KLAUS, Hans; Lexique Bancaire, Berne-Switzerland 1984.

KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, Necip; İşlem Temelinin Çökmüş Sayılabilmesi İçin Sosyal Felaket Olarak Nitelenebilecek Olağanüstü Bir Olayın Gerçekleşmesi Şart mıdır?, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 503-514.

KUHN, Robert Lawrence; Investment Banking, The Art of High- Stakes Dealmaking, USA 1990.

KUNTALP, Erden; Karışık Muhtevalı Akit, Ankara 1971 (Anılış; "*Karışık Muhtevalı Akit*").

KUNTALP, Erden; Medeni Kanun Hükümleri Açısından İpotekli Borç Senedi, Teori ve Uygulama Açısından İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 5-17.

KURU, Süeda; Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Bursa 1996.

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal; Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999.

KÜTÜKÇÜ, Doğan; Sermaye Piyasası Hukuku- Birinci Cilt, İstanbul 2004.

LEE, Francis CH /TAN, Ivan MC; Floatation and Underwriting of Issues and the Position of Guarantors, Current Developments in International Investment Law (Singapore Conferences on International Business Law), 1992, s. 153-170.

LEVY, Steven Mark, Regulation of Securities, SEC Compliance and Practice, 2nd Edition, New York 2003.

LIN, Hsiou-wei/Mc NICHOLDS, Maureen; Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations, Journal of Accounting and Economics, Vol: 25, 1998, s. 101-127.

LOMBARDINI, Carlo; Droit Suisse Bancaire, Zurich 2002.

LONG, Joseph C.; Blue Sky Law (Securities Law Series), Vol: 12, New York 1985.

LOSS, Louis/SELIGMAN, Joel; Fundamentals of Securities Regulation, 5th Ed., New York 2004.

LOVETT, William A.; Banking and Financial Institutions Law, 5th Ed., St. Paul-Minn. 2001.

MACEY, Jonathan R./MILLER, Geoffrey P./CARNELL, Richard Scott; Banking Law and Regulation, 3rd Ed., New York 2001.

MAHONEY, Paul G.; The Policitical Economy of the Securities Act of 1933, Journal of Legal Studies, Vol: XXX, January 2001, s. 1-31.

MALLOY, Michael P.; Bank Regulation, St. Paul-Minn. 1999.

MALSCRIDO, Ralph/WATTER, Rolf; Swiss Corporate Finance and Capital Markets- Legal Aspects (Swiss Commercial Law Series Vol. 12, Edited by: Nedim Peter Vagt), Basle- Switzerland 2001.

MANAVGAT, Çağlar; Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991 (Anılış; “*Aracı Kurumlar*”).

MANAVGAT, Çağlar; Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 64, Ankara 1997.

MANAVGAT, Çağlar; Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 50 S. 2, 2001, s. 159 vd.

MAYSON, Stephan W./FRENCH, Derek/RYAN, Christopher; Mayson, French and Ryan on Company Law, 16th Ed., Great Britain 1999.

Mc BAIN, Graham S.; Butterworths Banking Law Handbook, 5th Ed., London 2000.

Mc GUIRE, Charles R.; The Legal Environment of Business, Commerce and Public Policy, Ohio 1986.

MİRZA, Suat; Sermaye Piyasası, Türkiye’deki Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, İstanbul 1965.

MOLONEY, Niamh; EC Securities Regulation, New York 2002 (Anılış; “*EC Securities Regulation*”).

MOLONEY, Niamh; New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market Construction to Market Regulation, Common Market Law Review, Vol: 40, 2003, s. 809-843 (Anılış; “*New Frontiers in EC Capital Markets Law*”).

MONOD, Michel; La Résolution des Contrats Synallagmatiques Parfaits, Thèse de licence et de doctorat présentée à la Faculté de droit de l’Université de Lausanne, 1987.

MORE, Don; The Virtues of Glass-Steagall: An Argument Against Legislative Repeal, Columbia Business Law Review, Vol: 1991/3, s. 433-463.

MOROĞLU, Erdoğan; Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, 2. Baskı, İstanbul 2003 (Anılış; “*Sermaye Artırımı*”).

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*”).

MORSE, Geoffrey; Charlesworth’s Company Law, 13th Ed., London 1987.

MOYE, John E.; The Law of Business Organizations, 5th Ed., USA 1999.

NARAYANAN, Rajesh P./RANGAN, Kasturi P./RANGAN, Nanda K.; Journal of Financial Economics, Vol: 72/3, June 2004, s. 555-580.

NOBEL, Peter; Swiss Finance Law and International Standards, Berne 2002.

O’HARE, John M.; Coordinating Securities Law Compliance in International Equity Offerings: A Case Study, Singapore Conferences on International Business Law: Current Developments in International Securities Commodities and Financial Futures Markets, Edited by; Koh Kheng Lian/ Helena H. M. Chan/ Hs Peng Kee/Philip N. Pillai, 1987, s. 15-34.

OĞUZMAN, M. Kemal/ÖZ, M. Turgut; Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 4. Bası, İstanbul 2005.

OĞUZMAN, M. Kemal/BARLAS, Nami; Medeni Hukuk, Giriş- Kaynaklar-Temel Kavramlar, 12. Bası, İstanbul 2005.

OKTAY, Saibe; İsimli Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşlukların Tamamlanması, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. LV S: 1-2, 1995-1996, s. 263-296.

OLIVER, M.C.; Company Law, 9th Ed., Great Britain 1982 (Reprinted with Amendments in 1983).

ÖZAY, İlhan; Günışığında Yönetim, İstanbul 2002.

ÖZÇAM, Mustafa; Birincil ve İkincil Piyasalar ile Aracılık Yükleniminin Genel Olarak Açıklanması ve Bunların Mevzuattaki Düzenlemesi, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu No. 1, Ankara 1988.

ÖZTAN, Fırat; Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1997.
Palmer’s Company Law, Volume I, 25th Ed., London 2003.

PARKER, G. Brian/BUCKLEY, Martin/WALTON, Sir Raymond; Buckley on the Companies Act, Vol: I, 14th Ed., London 1981.

PENNINGTON, Robert R.; Pennington’s Company Law, 8th Ed., Great Britain 2001.

PERRUCHOUD, Edmond C.; Introduction au Droit Commercial des Etats-Unis, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Herausgegeben von Prof. Dr. Peter Forstmoser, Zürich.

PESTALOZZI/GMSER/PATRY, Business Law Guide to Switzerland, 2nd Ed., United Kingdom 1997.

POROY, Reha; Sermaye Piyasasının Hukuki Sorunları ve Düzenleme Gereklere, 1979.

POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal /ÇAMOĞLU, Ersin; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 9. Bası, İstanbul 2003 (Anılış; “9. Bası”).

POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin; Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 4. Bası, İstanbul 1988 (Anılış; “4. Bası”).

POSER, Norman S.; International Securities Regulation, USA 1991.

PRENTICE, Robert A.; Law of Business Organizations and Securities Regulation, USA 1987.

PURI, Manju; Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process, Journal of Financial Economics, Vol: 54, 1999, s. 133-163.

RAMONI, Claude; Demeure du Débiteur et Contrats de Droit Suisse, Thèse de licence et de doctorat présentée à la Faculté de droit de l'Université de Lausanne, 2002.

RATNER, David L.; Securities Regulation, 2nd Ed., St. Paul-Minn. 1982.

RAYNER, Kenneth; Listing Securities in the Unites States and the United Kingdom, London 1991.

REİSOĞLU, Seza; Sermaye Piyasası Açısından İpotekli Borç Senetleri, Teori ve Uygulama Açısından İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 23-35

RESNIK, Bruce L.; Understanding Comfort Letters for Underwriters, The Business Lawyer, Vol: 34, July 1979, s. 1725-1745.

RHADES, Mark S.; Transfer of Stock, 6th Ed., San Francisco- California 1985.

RIDER, Barry A. K./CHAIKIN, David A./ABRAMS, Charles; Guide to the Financial Services Act 1986, United Kingdom 1988.

RYDER, Nicholas; Financial Services and Markets Act 2000, Business Law Review, November 2000, s. 253-256.

SACKMAN, Simon/COLTMAN, Margaret; Legal Aspects of a Global Securities Market, The Future of the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects (Edited by: Fidelis Oditah), Oxford 1996, s. 15-30.

SAK, Güven; Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Mali Aracılık Faaliyetlerinin Rolü, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü No. 8717, Ankara 1987.

SAUNDERS, Anthony/STOVER, Roger D.; Commercial Bank Underwriting of Credit-Enhanced Bonds: Are There Certification Benefits to the Issuer?, Journal of International Money and Finance, Vol: 23/3, April 2004, s. 367-384.

SCHAAFSMA, Jan R.; Prospectus Liability: The Example of the Auditors in the Netherlands Context, Bulletin Joly: Bourse et Produits Financiers Special Issue, April 1994, s. 27-32.

SCOTT, Hal S./WELLONS, Philip A.; International Finance Transactions, Policy and Regulation, 10th Ed., New York 2003.

SEALY, L.S.; Cases and Materials in Company Law, 5th Ed., London 1992.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 16. Basım, İstanbul 2001.

SELİÇİ, Özer; Borçlar Kanununa Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi, İstanbul 1977.

SEROZAN, Rona; İfa, İfa Engelleri, Haksız Zenginleşme, 3. Bası, İstanbul 2002 (Anılış; “İfa Engelleri”).

SEROZAN, Rona; Sözleşmeden Dönme, İstanbul 1975 (Anılış; “Sözleşmeden Dönme”).

SEROZAN, Rona; Karşılıklı Sözleşmelerde Baştan Dayatılmış veya Sonradan Oluşmuş Edimler Arası Dengesizliğin Uyarılma Yoluyla Düzeltilmesi-Kronolojik Açıdan Ayrımlı Olguları Ortak Bir Rejime Bağlama Denemesi, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 1013-1030 (Anılış; “Uyarılma”).

SEVİ, Ali Murat; Anonim Ortaklıkta Payın Devri, Ankara 2004.

SINGH, Ajai K.; Layoffs and Underwritten Rights Offers, Journal of Financial Economics, Vol: 43, 1997, s. 105-130.

SODERQUIST, Larry D.; Understanding The Securities Laws, New York 1987.

SOMER, Mehmet; Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri, İstanbul 1990.

SOWARDS, Hugh L.; Business Organizations Vol: 11, The Federal Securities Act, New York 1982.

SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin; Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı'na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara 1997.

STEIGER-CHOPARD, Ariette; L'exclusion du droit préférentiel de souscription dans le cadre du capital autorisé de la société anonyme, Bâle 1997.

STEINBERG, Marc I.; Securities Regulation: Liabilities and Remedies, New York 1985.

STEPCAYSKI, Marian /WYLER, Michael; Guide Bancaire et Financier, 1991.

SUMER, Ayşe; Türk Sermaye Piyasası ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002.

ŞENGÜL, Selami; Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları, Ankara 2002.

TANDOĞAN, Haluk; Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri C. I/1, 6. Basım, İstanbul 1990 (Anılış; "C. I/1").

TANDOĞAN, Haluk; Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri C. II, 4. Tıpkıbasım, İstanbul 1989 (Anılış; "C. II").

TANÖR, Reha; Türk Sermaye Piyasası I. Cilt- Taraflar, İstanbul 1999 (Anılış; "Taraflar").

TANÖR, Reha; Sermaye Piyasası Hukuku, II. Cilt- Halka Arz, İstanbul 2000 (Anılış; "Halka Arz").

TANÖR, Reha; Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası, İstanbul 2003.

TAŞKIN, Rana Deniz; Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyetleri, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı'na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara 2001.

TEKİL, Fahiman; Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul 1998.

TEKİNALP, Ünal; Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982 (Anılış; "Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları").

TEKİNALP, Ünal; Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988 (Anılış; "Banka Hukukunun Esasları").

TEKİNALP, Ünal; Evraksız Kıymetli Evrak veya Kıymet Haklarına Doğru, Batider, C. XIV S. 3, 1988, s. 1-16.

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.

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/TEKİNALP, Gülören; Joint Venture, Prof. Dr. Yaşar Karayalçın’a 65. Yaş Armağanı, Ankara 1988, s. 143-176.

TEKİNAY, Selahattin Sulhi/AKMAN, Sermet/BURCUOĞLU, Haluk/ALTOP, Atilla; Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. Baskı, İstanbul 1993.

TEOMAN, Ömer; Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Halka Arzlanmış Sayılması ve Çoğunluğun İradesi, Batider, C. XVII S. 3, Haziran 1994, s. 39 vd.

TEOMAN, Ömer; Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul 1978 (Anılış; “*Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri*”).

TEOMAN, Ömer; Yaşayan Ticaret Hukuku, Cilt: I Hukuki Mütalaalar, Kitap: 1 1989-1991, İstanbul 1992, s. 61-73.

TOMCZYK, Stephen; Auditor Reputation and Initial Public Offerings by Foreign Companies, Journal of International Accounting, Auditing, Taxation, 5 (2) 1996, s. 249-262.

TRÉBULLE, François Guy, L’émission de Valeurs Mobilières, Paris 2002.

TRICHARDT, Anton; Market Stabilisation and the Green Shoe Option: Some Comments From Australia, International and Comparative Corporate Law Journal, Vol: 4 Issue: 3, 2002, s. 249-306 (Anılış; “*Market Stabilisation*”).

TRICHARDT, Anton; Australian Green Shoes, Price Stabilisation and IPOs-Part 1, Company and Securities Law Journal, Vol: 21 No: 1, February 2003, 26-55 (Anılış; “*Australian Green Shoes, Price Stabilisation and IPOs- Part 1*”).

TUNC, André; Le Droit Anglais des Sociétés Anonymes, 3ème Edition, Paris 1987.

TUNCER, Selahattin; Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori- Uygulama), İstanbul 1985.

TUNÇOMAĞ, Kenan; Borçlar Hukuku C. II, Özel Borç İlişkileri, 2. Bası, İstanbul 1974 (Anılış; “*Özel Borç İlişkileri*”).

TUNÇOMAĞ, Kenan; Türk Borçlar Hukuku I, Genel Hükümler, 6. Bası, İstanbul 1976 (Anılış; “*Genel Hükümler*”).

TURANBOY, Asuman; Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002 (Anılış; “*Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması*”).

TURANBOY, Asuman; Kağıtsız (Varakasız) Kıymetli Evrak, Sermaye Piyasası Kurulu 15. Yıl Sempozyumu, Ankara 1998, s. 255 vd.

TURANBOY, Asuman; Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998 (Anılış; “*Varakasız Kıymetli Evrak*”).

ULUSOY, Yılmaz; Sermaye Piyasası Kanunu, Yorum ve Açıklaması, 1981.

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Aracı Kurumlar, Ankara 1997 (Anılış; “*Aracı Kurumlar*”).

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Menkul Kıymetler, Ankara 1988 (Anılış; “*Menkul Kıymetler*”).

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005 (Anılış; “*Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı*”).

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Sermaye Piyasalarında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. I, S. I, 1997, s. 81-113 (Anılış; “*Halka Arz Sözleşmeleri*”).

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Haziran-Aralık 1998, C. II S. 1-2, Prof. Dr. İhsan Tarakçıoğlu’na Armağan, 1999, s. 27-33.

ÜNAL, Oğuz Kürşat; İpotekli Borç Senetleri ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. VI S. 1-2, Haziran- Aralık 2002, s. 3-9.

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Katılma İntifa Senetleri, Batider, C. XIX S. 3, Haziran 1998, s. 77-91.

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. V S. 1-2, Haziran-Aralık, 2001, s. 1-19.

ÜNAL, Oğuz Kürşat; SPK ve TK’da Tahviller, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. VII S. 1-2, Haziran- Aralık 2003, s. 1-46.

ÜNAL, Oğuz Kürşat; Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda Hisse Senetleri, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı, İstanbul 1999, s. 691-742 (Anılış; “*Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda Hisse Senetleri*”).

ÜRETEN, Naile; Halka Açılmada Yatırım Bankacılığı Aracılık Yüklenim İşlemleri ve Türkiye’deki Durum, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış doktora tezi, Ankara 2000.

VAGTS, Detlev F.; Basic Corporation Law, 2nd Ed., New York 1979.

Van der GOOT, Tjalling; Risk, the Quality of Intermediaries and Legal Liability in the Netherlands IPO Market, *International Review of Law and Economics*, Vol: 23, 2003, s. 121-140.

VODICKA, Mark; *International Securities Trading*, Erskineville 1992.

WERRO, Franz; *Commantaire Romand, Code des Obligations I*, Basel 2003 (Anılış; “*Commantaire Romand*”).

WERRO, Franz; La Distinction Entre le Pouvoir et le Droit de Résilier: la Clé de l’interprétation de l’art 404 CO, *Droit de la Construction*, 1991/3, s. 55-61 (Anılış; “*La Distinction Entre le Pouvoir et le Droit de Résilier*”).

WERRO, Franz; *Le Mandat et Ses Effets*, Fribourg 1993 (Anılış; “*Le Mandat et Ses Effets*”).

WILLIAMSON, J. Peter; *The Investment Banking Handbook*, USA 1998.

WOOD, Philip; *Law and Practice of International Finance*, London 1980.

YALÇINDURAN, Türker; *Vekalet Sözleşmesinde Ücret*, Ankara 2004.

YANLI, Veliye; *Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*, İstanbul 2005.

YASAMAN, Hamdi; *Menkul Kıymetler Borsası Hukuku*, İstanbul 1992.

YASİN, Melikşah; *Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri*, Ankara 2002.

YAVUZ, Cevdet; *Türk Borçlar Hukuku, Özel Hükümler*, 6. Baskı, İstanbul 2002.

YAYLA, Yıldızhan; *İdare Hukuku*, 2. Bası, İstanbul 1990.

YÜKSEL, Ali Sait /RODOPLU, Gültekin; *Sermaye Piyasası*, İstanbul 1980.

YÜKSEL, Sinan; *Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı’na sunulmuş yayımlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul- Eylül 2003.

İMZA SİRKÜLERİ

Juri Başkanı
Prof. Dr. Hamdi Yasaman

Üye
Prof. Dr. Ömer Teoman

Üye
Prof. Dr. Haluk Burcuoğlu

Üye
Prof. Dr. Nami Barlas

Üye
Prof. Dr. H. Ercument Erdem

Savunma Tarihi : __.6.2006

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü