

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ PROGRAMLAR ENSTİTÜSÜ
HUKUK YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜRK HUKUKUNDA ORTAKLIK VARANTI İHRACI VE UZLAŞI
YÖNTEMLERİ

Yağmur YÜKSEL TİRELİOĞLU
119615013

Dr. Öğr. Üyesi Murat Can PEHLİVANOĞLU

İSTANBUL
2023

Türk Hukukunda Ortaklık Varantı İhracı ve Uzlaşı Yöntemleri
The Issuance of the Corporate Warrant and the Types of Settlement According to
the Turkish Law

Yağmur YÜKSEL TİRELİOĞLU
119615013

Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Murat Can PEHLİVANOĞLU
İstanbul Kent Üniversitesi

Jüri Üyeleri : Doç. Dr. Onur SARI
İstanbul Kent Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Kerem ÇELİKBOYA
İstanbul Bilgi Üniversitesi

Tezin Onaylandığı Tarih : 23 Haziran 2023

Toplam Sayfa Sayısı : 217

Anahtar Kelimeler (Türkçe)

- 1) Ortaklık Varantı
- 2) Sermaye Piyasası Aracı
- 3) Pay Alım Hakkı
- 4) Tahsisli Sermaye Artırımı
- 5) Uzlaşı Yöntemleri

Anahtar Kelimeler (İngilizce)

- 1) Corporate Warrant
- 2) Capital Markets Instrument
- 3) Right to Call Share
- 4) Allocated Capital Increase
- 5) Types of Settlement

ÖNSÖZ

Hayatım boyunca arkamda ve yanımda durmaktan hiçbir zaman vazgeçmeyen, varlığıyla varlığımı köklendiren sevgili annem ve meslektaşım, Avukat Şeyda Şentürk’e sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

Yüksek lisans eğitimim konusunda beni cesaretlendiren babam, değerli meslektaşım, Avukat Cemal Yüksel’e teşekkürlerimi sunmak isterim.

İşbu çalışmanın içeriğinin, hukukun farklı alanlarına dokunabilen her noktadan beslenmesi için bana yaratıcı sorular yönelten ve bu soruları cevaplayabilmem için bana yol gösteren; çalışmayı hazırladığım süreçte çok yönlü düşünebilmemin en büyük vesilesi, kıymetli tez danışmanım Dr. Murat Can Pehlivanoglu’na minnettarım.

Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde kaynaklarından yararlanma ricamı geri çevirmeyen; kütüphanelerini bana açan Özyeğin Üniversitesi’ne teşekkürlerimi sunmak isterim.

Huzurdaki çalışmayı hazırladığım süre boyunca her zaman yanımda olan sevgili Furkan, Yener, Deniz, Sinem ve Rana Hanım’a minnetlerimi sunmaktan mutluluk duyuyorum; bana ben olabilmem için açtıkları alan ve gösterdikleri nezaket için kendilerine teşekkür ederim.

En iyi ders çalışma arkadaşım, hayat arkadaşım, değerli eşim Yüksek Mimar Efecan Tirelioğlu’nun bu çalışmanın hazırlanmasındaki emeği çok büyüktür. Bu çalışma kendisinin sonsuz desteği, sükuneti, inancı ve sevgisi sayesinde hazırlanabilmiştir.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR	ix
ÖZET	xii
ABSTRACT	xiv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
SERMAYE PİYASASI KAVRAMI OLARAK ORTAKLIK VARANTI.....	3
1.1. TANIMI	3
1.2. İLİŞKİLİ KAVRAMLAR.....	6
1.2.1. İlgili Sermaye Piyasası Aracı.....	6
1.2.2. Üzerine Ortaklık Varantı Yazılan Pay	9
1.2.3. Varant Primi.....	11
1.2.4. Kullanım Hakkı	15
1.2.5. Kullanım Oranı.....	17
1.2.6. Kullanım Fiyatı.....	17
1.2.7. Kullanım Süresi ve Vade	19
1.3. ÖZELLİKLERİ VE HUKUKİ NİTELİĞİ	21
1.3.1. Özellikleri	21
1.3.1.1. Ortaklık Varantının Opsiyon Niteliği.....	21
1.3.1.2. Ortaklık Varantının Riskten Korunma Özelliği	23
1.3.2. Hukuki Niteliği.....	25
1.3.2.1. TBK Bakımından.....	25
1.3.2.2. TTK Bakımından	31
1.3.2.3. SerPK Bakımından	32
1.3.2.3.1. SerPK Terimi Olarak Sermaye Piyasası Araçları	32
1.3.2.3.2. SerPK Terimi Olarak Menkul Kıymetler	34
1.3.2.3.3. SerPK Terimi Olarak Türev Araçlar	38
1.3.2.3.4. SerPK Terimi Olarak Diğer Sermaye Piyasası Aracı	43

1.3.2.3.5. Değerlendirmelerimiz.....	45
1.4. ORTAKLIK VARANTININ ÇEŞİTLERİ.....	49
1.4.1. Kullanım Hakkına Göre Varantlar: Alım Varantı ve Satım Varantı.....	49
1.4.2. Kullanım Süresine Göre Varantlar: Amerikan Tipi Varant, Avrupa Tipi Varant ve Bermuda Tipi Varant.....	52
1.5. ORTAKLIK VARANTININ BENZER KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI.....	54
1.5.1. Alım Hakkı ile Ortaklık Varantı Karşılaştırması	54
1.5.2. PDT ve Ortaklık Varantı Karşılaştırması	57
İKİNCİ BÖLÜM.....	63
ORTAKLIK VARANTININ İHRAÇ VE SATIŞ SÜRECİ.....	63
2.1. ORTAKLIK VARANTI İHRACININ TARAFLARI	63
2.1.1. Yatırımcı	63
2.1.2. İhraççı	66
2.1.2.1. İhraççının Hukuken Tanımlanması	66
2.1.2.2. Ortaklık Varantı İhraççısı	66
2.1.2.3. Limited Şirketlerin Ortaklık Varantı İhraç Edip Edemeyeceği Hususu	73
2.1.2.4. Kamu İhraççılarının Ortaklık Varantı İhraç Edip Edemeyeceği Hususu	75
2.1.3. Payları Üzerine Ortaklık Varantı Yazılı Şirket.....	78
2.1.4. Aracı Kurum.....	83
2.2. ORTAKLIK VARANTI İHRACI İLE SATIŞINA İLİŞKİN HUKUKİ KAVRAMLAR	89
2.2.1. Kamuyu Aydınlatma	89
2.2.1.1. Kavram	89
2.2.1.2. Sürekli (<i>Dönemsel</i>) Kamuyu Aydınlatma	91
2.2.1.3. Özel Haller Gereği Derhal (<i>Eş Zamanlı</i>) Kamuyu Aydınlatma	91
2.2.1.4. Kamuyu Aydınlatma Belgeleri.....	93
2.2.1.4.1. İzahname	93
2.2.1.4.2. İhraç Belgesi.....	95

2.2.1.4.3. Özel Durum Açıklamaları	96
2.2.1.5. KAP	97
2.2.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi	98
2.2.2.1. Kaydi Sistem ve MKK.....	98
2.2.3. Sermaye Artırım Türleri	101
2.2.3.1. Esas Sermaye Sistemi	102
2.2.3.2. Kayıtlı Sermaye Sistemi	103
2.2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	106
2.2.3.4. Tahsisli Sermaye Artırımı: Ortaklık Varantı Açısından Bir Ön Sorun	109
2.2.3.5. Değerlendirmelerimiz	112
2.3. İHRAÇ ÖNCESİ İŞLEMLER.....	115
2.3.1. Aracılık Sözleşmesi Akdedilmesi.....	115
2.3.2. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş	118
2.3.3. İhraççının Yetkili Organ Kararı	120
2.3.3.1. Genel Kurulun İhraç Kararı	121
2.3.3.2. İhraç Yetkisinin Yönetim Kuruluna Devri	123
2.4. İHRAÇ SÜRECİ.....	125
2.4.1. Payların Satışa Hazır Bekletilmesi	125
2.4.2. Ortakların Yeni Pay Alma Haklarının Kısıtlanması	129
2.4.3. İzahname Hazırlanması	132
2.4.3.1. İzahname İçerisinde Ortaklık Varantına İlişkin Verilmesi Gereken Bilgiler	133
2.4.3.2. Kamuyu Aydınlatma Belgelerinde Yer Alan Bilgilerden Sorumluluk	137
2.4.4. İhraç Sınırlamaları	138
2.4.4.1. TTK ve SerPK Yönünden.....	138
2.4.4.2. İkincil Mevzuat Yönünden	139
2.4.4.3. Varant Tebliği Yönünden	139
2.4.5. SPK'ye Başvuru	139
2.4.6. Borsaya Başvuru ve Borsada İşlem Görme.....	142

2.5. SATIŞ SÜRECİ	144
2.5.1. İlgili Sermaye Piyasası Aracının Halka Arzı	144
2.5.2. Ortaklık Varantının Yatırımcıya Teslimi.....	147
2.5.2.1. Ortaklık Varantının Bedelsiz Verilmesi	148
2.5.2.2. Ortaklık Varantının Bedel Karşılığı Verilmesi	149
2.5.2.2.1. Halka Arz Yöntemiyle Satış	149
2.5.2.2.2. Halka Arz Edilmeksizin Satış	150
2.5.2.3. Uzlaş Yöntemlerinde Tahsisli Sermaye Artırımı	152
2.5.2.4. Özel Durum Açıklaması Yapılmasını Gerektiren Haller	153
2.5.2.5. Ortaklık Varantı ile Üzerine Yazıldığı Payın İptal ve İtfası	156
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	159
ORTAKLIK VARANTINDAN KAYNAKLANAN HAKKIN KULLANIMI ..	159
3.1. ORTAKLIK VARANTINDAN KAYNAKLANAN HAKKIN KULLANIMI:	
PAY İHRACI VEYA NAKİT TESLİMİ	159
3.1.1. Genel Olarak Uzlaş Yöntemleri	159
3.1.2. Payların Yatırımcıya Teslimi	164
3.1.2.1. Kaydi Teslimat ile Uzlaş	164
3.1.2.1.1. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Avrupa Tipi Ortaklık Varantında Kaydi Teslimat	165
3.1.2.2. Pay ile Uzlaş	166
3.1.2.2.1. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Avrupa Tipi Ortaklık Varantında Pay ile Uzlaş	168
3.1.2.3. Kaydi Teslimat ve Pay ile Uzlaşya Uygulanacak Ortak Hükümler	168
3.1.2.3.1. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Avrupa Tipi Ortaklık Varantında Ortak Hükümler	168
3.1.2.3.2. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Amerikan Tipi Ortaklık Varantında Ortak Hükümler	170
3.1.2.3.3. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Ortaklık Varantında Ortak Genel Hükümler	172

3.1.2.3.4. Payları Borsada İşlem Gören Başka Bir Şirketin Payları Üzerine Yazılı Ortaklık Varantında Ortak Hükümler	175
3.1.3. Yatırımcıya Nakit Para Teslimi.....	177
3.1.3.1. Nakdi Uzlaşısı	177
SONUÇ	180
KAYNAKÇA	183
Çevrim İçi Kaynaklar	198



KISALTMALAR

Anayasa	: 2709 Sayılı Türkiye Cumhuriyeti Anayasası
A.Ş.	: Anonim Şirketi
b.	: Başlık
bkz	: Bakınız
BASK	: Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu
BASK Tebliği	: 11 Kasım 2020 Tarihli ve 31241 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği
BIST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BorçAT	: 7 Haziran 2013 Tarihli Ve 28670 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği
C.	: Cilt
DET	: Değiştirilebilir Tahvil
dpn.	: Dipnot
eBK	: Mülga 818 Sayılı Borçlar Kanunu
Ed.	: Editör
E.T.	: Erişim Tarihi
eTTK	: Mülga 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
eSerPK	: Mülga 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
HMK	: 6100 Sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

KHK	: 18 Haziran 1984 Tarihli ve 18435 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan 233 Sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
Kotasyon Yönergesi	: 14 Temmuz 2015 Kabul Tarihli ve 12 Eylül 2015 Revizyon Tarihli Borsa İstanbul Anonim Şirketi Kotasyon Yönergesi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi
Mülga Ortaklık Varantı Tebliği	: 21 Ocak 2009 Tarihli ve 27117 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan Mülga III-36 Sayılı Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği
PDT	: Paya Dönüştürülebilir Tahvil
PT.	: 22 Haziran 2013 Tarihli ve 28685 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği
R.G.	: Resmi Gazete
SerPK	: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
ST	: 28 Haziran 2013 Tarihli ve 28691 Sayılı Resmi Gazete’de Yayımlanan II-5.2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
TB	: Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı
TBK	: 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TL	: Türk Lirası
TTK	: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

VUK : 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu

Varant Tebliği : 10 Eylül 2013 Tarihli ve 28761 Sayılı Resmi Gazete’de
Yayımlanan Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları
Tebliği

vb. : Ve Benzeri

vd. : Ve Devamı

Y. : Yıl



ÖZET

Ortaklık varantları, yatırımcısına payın piyasa değerine kıyasla çok daha uygun bir bedel ödeyerek, bir şirkette pay sahibi olma imkanı sağlayan bir sermaye piyasası araçları olup kullanımının yaygınlaşması amacıyla hukuki yönleriyle ele alma ihtiyacı, takdim edilen çalışmanın hazırlanmasına vesile olmuştur. Çalışmamızın konusu, Türk ekseninde ortaklık varantı ihracı, satışı ve uzlaşi yöntemleriyle sınırlı tutulmuştur. Mezkur çalışmanın konusunun tamamlandığı nokta; yatırımcının ihraççı şirkette ya da başka bir şirkette pay sahibi konumuna geldiği, daha net bir deyişle yatırımcının yoluna bir şirkette pay sahibi olarak devam ettiği yer olmaktadır. Çalışmamızda ortaklık varantının ömrünün sona erdiği yerden sonra devam eden süreçten bahsedilmeyeceğinden, özellikle “başka bir şirketin payları üzerine yazılı ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanılmasında, başka bir şirketin payları dolayısıyla ihraççının sorumluluk rejiminden” bahsedilmeyeceğini belirtmekte fayda görmekteyiz.

Çalışmamızın ilk bölümü, ortaklık varantına bir sermaye piyasası aracı perspektifinden bakmaya ayrılmıştır. Bu bahisle ortaklık varantının hukuki mahiyeti açıklanacak; ortaklık varantını bir hukuki konsept nezdinde anlamayı kolaylaştıracak kavramlardan bahsedilecek ve ortaklık varantının bir yatırım aracı olarak kullanımına yönelik faydaları, finansal özelliklerinden bahisle izah edilecektir. Devamında, (i) hak sahipliği ekseninde TBK ve (ii) hukuken tanımlanması ekseninde SerPK baz alınarak ortaklık varantının hukuki niteliği ortaya konulmaya çalışılacaktır. Ardından, ortaklık varantına kıyasla daha fazla aşına olduğumuz benzer kavramlardan bazıları ile ortaklık varantı kıyaslanacak; benzerlik ve farklılıklarından söz edilecektir. Çalışmamızın devamında, ortaklık varantının ihraç vasıtasıyla doğduğu, var olduğu dönem ve kullanım hakkının yerine getirilmesi ile yok olduğu zamana kadar geçen süre içindeki ihraç süreci ile satış süreci ele alınacaktır. Çalışmamızın son bölümünde; ortaklık varantından kaynaklanan pay elde etme hakkı, uzlaşi yöntemleri çatısı altında izah edilecek;

ortaklık varantı ile başlayan sürecin pay sahipliğine dönüşme süreci uzlaşi yöntemleri altında ifade edilecektir.

Bu inceleme, özellikle Varant Tebliği'nin ilgili hükümlerine sadık kalınarak hazırlanmıştır. Varant Tebliği'ne ilişkin hukuki değerlendirmeler yapılırken birtakım tereddütler olduğu takdirde, bu hususlar özellikle TTK, SerPK ve SPK'nin ikincil düzenlemelerinin uygulamadaki en yaygın görüntüsü olan SPK tebliğleri çerçevesinde anlamlandırılmaya gayret edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Ortaklık Varantı, Sermaye Piyasası Aracı, Pay Alım Hakkı, Tahsisli Sermaye Artırımı, Uzlaşi Yöntemleri

ABSTRACT

Corporate warrants are the capital markets instruments providing their investor the opportunity of becoming a shareholder in a company via paying less when compared to such company's shares market value; so that the necessity of understanding this instruments' legal aspect shall be the reason preparation of this study. The subject of our study shall be limited to the issuance and sales of corporate warrants and types of settlement on the basis of Turkish law. In this respect, the topic where our study shall essentially be completed also represents the status where the investor becomes a shareholder in the issuing company or in another third-party company, in other words, the investors continue on their way as a shareholder in a company. Should it be noted that in our study, the ongoing process after the corporate warrant's expiration shall not be mentioned, especially "the issuer's liability regime due to the shares of another company; as per the exercise of the right arising from a corporate warrant written on the shares of another company".

The subject of our study shall be limited to the issuance and sales of corporate warrants and types of settlement on the basis of Turkish law. In this respect, the topic where our study shall essentially be completed also represents the status where the investor becomes a shareholder in the issuing company or in another third-party company, in other words, the investors continue on their way as a shareholder in a company. Should it be noted that in our study, the ongoing process after the corporate warrant's expiration shall not be mentioned, especially "the issuer's liability regime due to the shares of another company; as per the exercise of the right arising from a corporate warrant written on the shares of another company".

The first part of this study particularly aims understanding the perspective of a corporate warrant as a capital markets' instrument. Regarding such, the legal nature of the corporate warrant shall be explained; the terms that regulates the proper understanding of the corporate warrant in terms of a legal concept shall be

mentioned; and after that, the benefits of using the corporate warrant as an investment tool shall be explained with reference to its financial featurings. Subsequently, the legal nature of corporate warrant shall further to be presented on the basis of (i) the Turkish Code of Obligations (*TBK*) within the framework of being the owner of a right; while following (ii) the Capital Markets Law (*SerPK*) on the basis of its legal definition. Accordingly, corporate warrant shall be compared with some of the definitions, more familiar ones, while mentioning the similarities and differences of such. The period in which the corporate warrant exists via issuance as well as the processes of issuance and sales shall be discussed thereafter, starting from the fulfilment of the right of use up until the end of this right. During the last chapter of our study, the right to acquire shares arising from the corporate warrant shall be explained within the scope of the types of the settlement; the process started from owning a corporate warrant to an ownership of a share shall further to be expressed falling under the types of the settlement.

Should it be noted that the preparation of this study shall entitle to the relevant provisions of the Warrant Communiqué. However, if any hesitation occurs with regards to the legal evaluations in relation to the Warrant Communiqué; those shall be filled within the framework of the Turkish Code of Commerce (*TTK*), Capital Markets Law (*SerPK*) and the most common reflection of the secondary legislations of the Capital Markets Board (*SPK*), namely the communiqués of the Capital Markets Board.

Keywords: Corporate Warrant, Capital Markets Instrument, Right to Call Share, Allocated Capital Increase, Types of Settlement

GİRİŞ

Ortaklık varantı en temel anlatımla, kendisini elinde bulunduran yatırımcısına (i) ihraççı paylarını, (ii) başka bir şirketin paylarını veyahut (ii) (*istisnai durumlarda*) ihracı sırasında belirlenen hesaplama göre tespit edilecek tutardaki nakit para karşılığı; önceden belirlenmiş fiyattan, vade tarihine kadar olan süre içerisinde veya vade tarihinde satın alma (*call*) hakkı veren bir sermaye piyasası aracıdır. Yatırımcıların ortaklık varantı tercih etmelerinin temelinde, ilerleyen süreçte sahip olacakları payları satın almak için ödeyecekleri bedeli bugünden sabitlemek ve söz konusu payların piyasa değerine kıyasla çok daha düşük bir bedelle bu payları elde etme ihtiyacı bulunmaktadır. Öte yandan ortaklık varantı, pay satın alma imkanı tanıdığı süre boyunca sermaye piyasalarında da alım satıma konu edilebilecektir, böylece yatırımcı vade içerisinde uhdesinde bulundurduğu ortaklık varantını satarak da bir gelir elde edebilir. İhraççılar da yatırımcıların ortaklık varantı satın almak için kendilerine ödediği bedelden istifade ederler. Bu nedenle ortaklık varantı; yatırımcı açısından yatırım yapmak, ihraççı açısından ise finansman sağlamak açısından son derece avantajlı bir sermaye piyasası aracıdır.

Ortaklık varantı, birlikte çıkarıldığı sermaye piyasası aracının halka arzı ile eş zamanlı olarak ihraç edilir; bu şekilde halka arza olan talebi artırmayı, bir başka deyişle halka arzı tatlandırmayı (*sweetener*) amaçlar. İhraççıya, sermaye piyasasında kendisine finansman sağlamanın alternatif bir yöntemini teşkil ederken ortaklık varantını son derece düşük bir bedelle satın alan veya bedelsiz olarak elde eden yatırımcıya da düşük fiyattan ihraççıya veya üçüncü kişi sıfatını haiz bir şirkette pay sahibi olma imkanının kapılarını aralar.

Çalışmamızın birinci bölümü, bir sermaye piyasası aracı olan ortaklık varantıyla hukuken tanışmaya, ortaklık varantına hususiyetini kazandıran özellikleriyle aşına olmaya ayrılmıştır. Bu çerçevede sırasıyla, ortaklık varantında derinleşmeye yardımcı olacak hukuki terimlerden bahsedilecek, devamında ortaklık varantının çeşitli özellikleri ele alındıktan sonra Türk hukuku çerçevesindeki hukuki niteliğine

yönelik incelemelerde bulunulacaktır. Akabinde ortaklık varantının çeşitleri ve ortaklık varantına benzeyen ve pek çok açıdan da farklılık arz eden sermaye piyasası araçları veya hukuki kavramlar ile karşılaştırma yapılacaktır.

Çalışmamızın ikinci bölümü, ortaklık varantının ihraç ve satış sürecini değerlendirmeye özgülenmiştir. Bu cihetle önce ihraçta bilfiil rol oynayan taraflar açıklanacak, devamında ortaklık varantına ilişkin tüm süreci anlamaya katkı sunacak sermaye piyasası kavramlarından söz edilecektir. Ardından, TTK, SerPK ve SPK'nin ikincil düzenlemeleri başta olmak üzere ortaklık varantına yönelik yasal düzenlemeler çerçevesinde; ortaklık varantının ihracı ve satışının usul, yöntem ve esasları incelenecektir.

Çalışmamızın son bölümünü teşkil eden üçüncü bölümünde, Varant Tebliği'ndeki düzenlemeler ile sınırlı kalınarak; uzlaşlı yöntemlerine değinilecektir. Bu şekilde, ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımıyla; yatırımcının bir şirkette pay sahibi olmasıyla sona eren ortaklık varantı sürecinin yasal dayanağı ortaya konulacaktır.

Türk sermaye piyasası hukukunda varant kavramı, aslında ortaklık varantı ile yatırım kuruluşu varantlarını karşılayan bir çatı kavramdır. Ne var ki çalışmamızın konusu, yatırım kuruluşu varantlarından (*eski adıyla, aracı kuruluş varantları*) tamamen bağımsızdır. Bu nedenle bu çalışma içerisinde doğrudan yatırım kuruluşu varantlarına ilişkin herhangi bir atıfta bulunulmadığı takdirde yapılan değerlendirmelerin tamamı ortaklık varantı ile sınırlı kalacak şekilde anlaşılmalıdır. Yatırım kuruluşu varantlarından bahsedilmeyeceği için bu çalışma içerisinde nakavt durumu, bariyer fiyat, piyasa yapıcılık, garantör kuruluş gibi yalnızca yatırım kuruluşu varantına hasredilen kavramlara yer verilmeyecektir. Öte yandan mezkur çalışma içerisinde yer alan tespit ve değerlendirmeler, *ilgili sermaye piyasası aracı pay olan ortaklık varantlarını* esas almaktadır; ancak ilgili sermaye piyasası aracının pay haricinde tahvil vb. borçlanma araçlarından herhangi biri veya başka bir sermaye piyasası aracı da olabileceği hususu unutulmamalıdır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI KAVRAMI OLARAK ORTAKLIK VARANTI

1.1. TANIMI

Türkçe’de kullanılan “varant”, İngilizce’de “warrant” kelimesi ile ifade edilmekte olup bu kelime, İngilizce’de “garanti” anlamına gelmektedir¹. Varantın iki alt başlığından biri olan aracı kuruluş varantı İngilizce’de “covered warrant” veya “naked warrant” olarak ifade edilirken² işbu çalışmanın konusunu teşkil eden ortaklık varantı ise İngilizce’de çoğunlukla “corporate warrant”, “stock warrant” veya “share warrant” olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türk hukukunda ortaklık varantına giriş yapmadan önce uluslararası literatürde ortaklık varantına ilişkin yer alan tanımlardan basit bir şekilde bahsetmekte fayda görmekteyiz. Örneğin, ortaklık varantının Amerikan hukukundaki tanımı, Türk hukukunda yer alan tanımı ile benzerlik göstermektedir. Amerikan hukuku içerisinde yapılan bir tanımda ortaklık varantı, opsiyon hakkının eş değeri olarak addedilebilecek şekilde, kendisini ihraç eden bir şirketin, çıkarılmasına onay verilmiş; ancak henüz ihraç edilmemiş pay senetlerini sabit bir kullanım fiyatı üzerinden satın alma hakkı olarak tanımlanmaktadır³. Yine Amerikan hukuku literatüründe yer alan bir başka tanımlamada ortaklık varantı, bir payı satın alma emrinin özel bir türü olarak görülmüş; kendisini ihraç eden şirketi, varantı elinde bulunduran kişiye, bu kişinin seçtiği bir anda belirli bir fiyattan pay satmak yönünde bağladığı ifade edilmiştir⁴. Ortaklık varantına ilişkin yapılan mezkur tanımlamalarda, ortaklık varantına özgülenebilecek özelliklerin tamamını kapsamaktan, ortaklık varantına ilişkin tüm özellikleri çerçeve içerisinde bünyeye

¹ Sibel Yılmaz Türkmen, Varantlar, 1. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2012, s. 1.

² Varantlar, s. 47.

³ Paul L. Hudson/C. Edward Dobbs, Taking Warrants in Loan Transactions: Legal Risks and Remedies, Commercial Lending Review, Sayı 3, No:4, 1988, s. 67.

⁴ Robert L. McDonald, Derivatives Markets, 3rd Edition, Pearson, Boston, 2013, s. 478.

almaktan ziyade, bilinçli bir tercihle ortaklık varantına ilişkin bazı özelliklerin alındığı görülmektedir⁵.

Nitekim Türk hukukunda da ortaklık varantının tanımı, zaman içerisinde değişiklik göstermiş ve gelişme kaydetmiştir. Türk hukukunda ortaklık varantının tanımı, ilk kez mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 3/1-ı hükmünde yapılmıştır. Söz konusu hüküm uyarınca ortaklık varantı, sahibine (i) payları İMKB'de işlem gören herhangi bir şirketin paylarını veya (ii) payları İMKB'de işlem gören kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı paylarını, önceden belirlenen bir fiyattan, *vade sonuna kadar alma* hakkı veren ve payları İMKB'de işlem gören *halka açık* ortaklıklar tarafından ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası aracını ifade etmektedir⁶. İlerleyen süreçte mülga Ortaklık Varantı Tebliği yürürlükten kaldırılarak Varant Tebliği yürürlüğe girmiştir. Varant Tebliği'nin 3/1-l hükmü uyarınca ortaklık varantı, "Sahibine, *vade tarihine kadar* ya da *vade tarihinde* payları borsada işlem gören veya görececek olan kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı paylarına veyahut payları borsada işlem gören herhangi bir şirketin paylarına ilişkin olarak, belirlenen uzlaşılı yöntemlerinden birini talep etme hakkı veren ve ihraççılarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası aracı" olarak ifade edilmektedir.

Öğretide, mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin yürürlükte olduğu dönemde *Adıgüzel* tarafından ortaklık varantı kısaca; bir şirketin, paylarını satma yönünde taahhüt altına girdiği ve söz konusu payların satışı öncesinde belirlenen koşullarla, bir vade içerisinde, varant yatırımcısına belirlenmiş bir miktar bedel ödeyerek veya hiçbir bedel ödemeksizin anonim şirket paylarını satın almak için bir seçim hakkı tanıyan bir menkul kıymet olarak tanımlanmıştır⁷. *Okutan Nilsson* ise Varant Tebliği'nin yürürlükte olduğu dönemde yaptığı ortaklık varantı tanımında, ortaklık

⁵ Ortaklık varantının çeşitlerine ilişkin konularda bkz: Bu çalışma b. [1.4].

⁶ Mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 3/1-h hükmünde ortaklık, anonim şirket olarak tanımlanmıştır.

⁷ Burak Adıgüzel, Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant, Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 14, Sayı 3-4, Y. 2010, s. 230.

varantını hak sahipliği ekseninde ele almış ve buradan hareketle ortaklık varantının verdiği temel hakkın, ihraççı şirketin kendisine ait paylara ya da borsada işlem gören başka herhangi bir şirketin paylarına ilişkin olarak, belirli bir miktar pay ya da nakit talep etme hakkı olduğuna vurgu yapmaktadır⁸. Ortaklık varantıyla ilgili bir başka sade tanım da *Pirgaip* tarafından yapılmıştır. *Pirgaip* ortaklık varantını, sahibine vade tarihine kadar veya vade tarihinde şirketlerin kendi veya üçüncü kişi konumundaki başka bir şirketin paylarını satın alma hakkı veren, sermaye piyasası araçlarının halka arzı sırasında ihraç edilen bir araç olarak ifade etmiş ve ortaklık varantının, bir başka aracın yanında ihraç edilerek bu ihracın *-ihraççı şirkete-* maliyetini düşürmesi ve yatırımcının ilgisini çekmesi dolayısıyla promosyon niteliğine atıfta bulunmuştur⁹.

Kanaatimizce ortaklık varantını, türüne bağlı olarak sahibine (i) vade tarihine kadar geçen süre zarfında herhangi bir tarihte ya da (ii) vadesi geldiğinde, kendisinden kaynaklanan hakkını, kural olarak önceden belirlenen esaslar çerçevesinde hesaplanan bir miktar (a) ihraççı payının ya da ihraççının tüzel kişiliğinden bağımsız, başka bir ortaklık payının veyahut (b) nakit paranın kendisine teslimi şeklinde kullanılabilecek opsiyon hakları¹⁰ olarak tanımlamak mümkündür. Ortaklık varantı yatırımcısına, yalnızca ortaklık varantı satın alması sebebiyle doğrudan pay sahipliği haklarını elbette bahşetmeyecektir. Ortaklık varantı yatırımcısı, ortaklık varantını elinde bulundurmakla nakit kâr payı (*temettü*),

⁸ Gül Okutan Nilsson, Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 111-112.

⁹ Burak Pirgaip, Pay Geri Alımları: Finans Teorisi ve Şirketler Hukuku Boyutları, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2015, s. 90.

¹⁰ Varantların “menkul kıymetleştirilmiş” opsiyon hakkı olduğuna ilişkin bkz: Eyüp Kadioğlu, “Varant”, Sermaye Piyasası Araçları: Teori, İşleyiş ve Uygulama Örnekleri, Şenol Babuşcu/Adalet Hazar (Ed.), Akademi Araştırma Planlama Danışmanlık Eğitim Yayıncılık Limited Şirketi, 2021, s. 131; Aysel Gündoğdu, TÜRK SERMAYE PİYASASINDA YAPILANDIRILMIŞ YENİ BİR FİNANSAL ÜRÜN: Varant, Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi, C. 4, Sayı 1, Y. 2012, s.57; İsmail Kırcı, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2000, s. 199; Yavuz Akbulak, “Ortaklık ve Aracı Kuruluş Varantları”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Sayı 105, 2012, (https://0-mevbank-lebibyalkin-com-tr.opac.bilgi.edu.tr/mevzuat/mevbank/dergi/lebib-yalkin-mevzuat-dergisi_mdergi_/2012-eylul-sayi-105_mdergi_8824a-00_/ortaklik-ve-araci-kurulus-variantlari.html) (E.T.: 3 Aralık 2022). Ortaklık varantının menkul kıymet olarak görülmesine ilişkin değerlendirmelerimiz hakkında ise bkz: Bu çalışma b. [1.3.2.3.5.].

tasfiye bakiyesine katılma, şirket içerisinde alınacak kararlarda söz sahibi olma, oy hakkı ve bilgi alma hakkı gibi pay sahipliğinden kaynaklanan (i) temel, (ii) mal varlıksal, (iii) yönetsel, (iv) bilgi alma (*aydınlanma*), (v) denetim ve inceleme, (vi) şirket ve şirket organlarına karşı dava açma hakkı gibi pay sahibinin bireysel haklarına¹¹ kavuşmayacaktır¹². Bu bahisle ortaklık varantı, yatırımcısına yalnızca üzerine yazıldığı paylara ilişkin bir satın alma hakkı tanıyacaktır¹³.

1.2. İLİŞKİLİ KAVRAMLAR

1.2.1. İlgili Sermaye Piyasası Aracı

İlgili sermaye piyasası aracı, Varant Tebliği'nin 3/1-g hükmü uyarınca “ortaklık varantının ihracı ile eş zamanlı olarak ihraççı tarafından halka arz edilmek suretiyle ihraç edilen sermaye piyasası aracı”nı ifade etmektedir. İşbu tanımdan hareketle hangi araçlar ile birlikte ortaklık varantı çıkarılabileceğini tespit etmekte fayda görmekteyiz. Şöyle ki, SerPK'nin “Tanımlar” başlıklı 3/1-ş hükmüne göre Türk hukukunda menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve SPK tarafından sermaye piyasası aracı olduğuna karar verilen sair araçlar, sermaye piyasası aracı olarak isimlendirilmektedir¹⁴. Hal böyleyken, ortaklık varantının ihraç edilen pay

¹¹ Ali İhsan Karacan/Esra Erişir Karacan, Sermaye Piyasası Araçları, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 127: Pay sahiplerinin bireysel hakları altı ana başlık altında toplanmaktadır. Bunlardan ilki olan temel haklar, eşit işlem hakkını ifade eder. Hakların ikincisi olan mal varlıksal haklar ise (i) kâr payı hakkı, (ii) tasfiye payı hakkı, (iii) rüçhan (*yeni pay alma*) hakkı, (iv) hazırlık dönemi faizi alma hakkı, (v) satma hakkı ile ayrılma ve çıkma hakkı, (vi) ayrılma akçesi hakkına muhatap olmak, (vii) sermayenin korunmasını isteme hakkı, (viii) şirketin temel yapısının korunmasını isteme hakkı, (ix) şartlı sermaye artırımlarında önerilmeye muhatap olma hakkı olarak sıralanır. Üçüncü temel başlık olan yönetsel haklar ise (i) genel kurula katılma hakkı, (ii) oy hakkı, (iii) oy sözleşmesi yapma hakkı, (iv) yönetim kuruluna seçilme hakkına işaret eder. Dördüncü başlık olan bilgi alma ve aydınlanma hakkının sonrasında beşinci başlık olan denetim ve inceleme hakkı altında; (i) genel kurulda bilgi alma, (ii) inceleme, (iii) özel denetim isteme hakkı gelir. Son olarak altıncı başlık olan şirkete ve şirket organlarına karşı dava açma hakkı ise (i) birleşme, bölünme ve tür değiştirmenin iptali davası, (ii) butlan davası, (iii) iptal davası, (iv) yapısal değişiklik kararına karşı iptal davası, (v) hakim şirketin denkleştirmeyi yapmaması halinde tazmin davası, (vi) denetçi atanması davası, (vii) bilgi alma ve inceleme davası, (ix) tasfiye memuru seçimi davası, (x) şirketin uğradığı zararın şirkete ödenmek üzere tazminini isteme talepleri yer almaktadır.

¹² Yılmaz Türkmen, s.6-7; Hudson/Dobbs, s. 68.

¹³ Aynı yönde bkz. Adıgüzel, s. 230.

¹⁴ Sermaye piyasası aracı özelindeki detaylı açıklamalara ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.2.1.].

ile eş zamanlı çıkarılabilecek bir sermaye piyasası aracı olmasının yanı sıra; tahvil, katılma intifa senedi, finansman bonosu, gayrimenkul sertifikaları, varlığa dayalı menkul kıymetler gibi menkul kıymetler veya geleceğe yönelik işlemler¹⁵ gibi menkul kıymet dışındaki sermaye piyasası araçları ile eş zamanlı ihraç edilebileceğini değerlendirmekteyiz¹⁶.

İlgili sermaye piyasası aracının varlığı, ortaklık varantının varlığına bağlı değildir. Bir başka deyişle, ilgili sermaye piyasası aracı varlığını, tedavülünü, dolaşımını; ortaklık varantından bağımsız bir şekilde sürdürecektir. İşbu çalışmanın kapsamını ilgili sermaye piyasası aracı pay olan ortaklık varantları teşkil etmesi nedeniyle, paylara ilişkin bir örnek ile açıklamada bulunmakta fayda görmekteyiz. Örneğin (A) kişisi, (X) A.Ş.'nin halka arz edilen payını ve (X) Anonim Şirketi'nin halka arz edilen payı ile aynı anda ihraç edilen ortaklık varantını iktisap etmiştir. (A), (X) A.Ş.'nin halka arz edilen payını iktisap ettiği anda uhdesinde bulundurduğu mezkur pay dolayısıyla pay sahibi sıfatını haiz olacak ve pay sahipliğinden kaynaklanan tüm haklarını kullanabilecek duruma gelecektir. Bu durumda ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı, ortaklık varantının hangi şirketin payları üzerine yazılı olduğuna göre değişecektir. Şayet ortaklık varantı yine (X) A.Ş.'nin payları üzerine yazılıysa; (A) dilerse vadeyi bekleyerek daha fazla adette (X) A.Ş. payının sahibi olabilecek, dilerse ortaklık varantını borsada alım satıma konu ederek ortaklık varantının borsadaki satış bedelinden bir kazanç elde edebilecektir. Fakat ortaklık varantının üçüncü kişi sıfatını haiz (Y) A.Ş.'nin payları üzerine yazılı olduğu bir ihtimalde (A), dilerse vadeyi bekleyerek (Y) A.Ş.'de de pay sahibi olabilecek veyahut yine ortaklık varantını ikincil piyasa işlemleri kapsamında satarak gelir elde edebilecektir.

¹⁵ Geleceğe yönelik işlemlerin vadeli işlemler olarak da anılan futures, opsiyon sözleşmeleri ve forwards sözleşmeleri olduğu yönünde bkz: Ayşe Sumer, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, 2002, s. 48.

¹⁶ Sermaye piyasası araçlarına ilişkin bkz: Ayşe Sumer, s. 16 vd.

İlgili sermaye piyasası aracının Varant Tebliği'ndeki tanımında, ortaklık varantının ilgili sermaye piyasası aracının *halka arzı*¹⁷ sırasında çıkarılması gereken bir araç olduğuna vurgu yapılmaktadır. Nitekim Varant Tebliği'nin lafzı incelendiğinde, ilgili sermaye piyasası aracının halka arz edilmeksizin satılması halinde de ortaklık varantı ihraç edilebileceğine ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmadığı ve bu durumun bilinçli bir tercih olduğu değerlendirilmektedir. Zira ortaklık varantı, temelde birlikte çıkarıldığı sermaye piyasası aracının halka arzına katılımı artırmayı, bu halka arzı yatırımcılar açısından nispeten daha ilgi çekici kılmayı amaçlayan şirketlerin ihraç etmeyi değerlendireceği bir araçtır. Bu nedenle *halka arz edilmeksizin* satışı yapılacak bir sermaye piyasası aracı ile birlikte ortaklık varantı ihraç edilemeyeceği kanaatindeyiz.

İşbu çalışmanın konusunu ilgili sermaye piyasası aracı pay olan ortaklık varantlarının teşkil etmesi nedeniyle, ortaklık varantı ile aynı anda ihraç edilecek payın işlem hacmi itibarıyla özellikli bir duruma sahip olması gerekip gerekmediğini bilahare incelemekte fayda görmektediriz. Kısaca bahsetmek gerekirse, borsada işlem gören payların işlem hacimlerini görebilmek; bu maksatla fiyat ve getiri performanslarının tespit edebilmek amacıyla, BIST pay endeksleri kullanılmaktadır¹⁸. Bu kapsamda örneğin, BIST-100 borsada işlem gören işlem hacmi ve piyasa değeri en yüksek yüz şirketin paylarından oluşmakta iken, BIST-50 en yüksek elli şirketin paylarından, BIST-30 ise en yüksek otuz şirketin paylarından oluşmaktadır. Bahsedilen tüm bu endeksler, kural olarak Yıldız Pazar'da¹⁹ işlem gören şirket payları arasından hesaplanmaktadır. Varant Tebliği'nin lafzı bir bütün olarak incelendiğinde, ortaklık varantı ile birlikte ihraç edilen payın söz konusu endekslerden birinde yer alması ve/ veya işlem hacmi

¹⁷ Sermaye piyasası araçlarının satış yöntemlerine ilişkin konularda bkz: Bu çalışma b. [2.1.2.2][2.5.2.2.2.].

¹⁸ BIST pay endeksleri ile hesaplanan endekslere ilişkin bkz: (<https://www.borsaistanbul.com/files/bist-piyasa-degeri-agirlikli-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf>) (E.T.: 12 Aralık 2022)

¹⁹ Kotasyon Yönergesi'nin 4/1-cc hükmü uyarınca yıldız pazar, halka arz edilen kısmının piyasa değeri 300.000.000- TL ve üzeri olan şirket paylarının kota alındığı pazar olarak ifade edilmektedir.

yönünden pay endekslerinden birinde bulunma kriterlerini karşılaması yönünde bir zorunluluk bulunmadığı kanaatindeyiz.

1.2.2. Üzerine Ortaklık Varantı Yazılan Pay

Bir sermaye piyasası aracının üzerine pay yazılması durumu, Türk hukukunda yalnızca ortaklık varantı üzerine yazılan paylarda ve dolayısıyla Varant Tebliği sistematüğinde görölmektedir. Ortaklık varantının bir yatırım aracı olarak tercih edilmesinin temelinde, üstüne yazılan pay son derece büyük bir önem arz etmesine rağmen Varant Tebliği içerisinde üzerine ortaklık varantı yazılan paya ilişkin herhangi bir hukuki tanımlama yer almadığı görölmektedir.

Öğretide “üzerine yazılı olma” hususu *Okutan Nilsson* tarafından ele alınmış olup ortaklık varantının ihraççı şirketin kendi payları üzerine yazılı olarak ihraç edilmesi durumu, ihraççının kendi paylarını satın alma hakkıyla; payları borsada işlem gören başka bir şirketin payları üzerine yazılı olması da ortaklık varantı yatırımcısının üçüncü kişi sıfatını haiz ve payları borsada işlem gören *-asında ortaklık varantı alım satım işlemine yabancı-* bir şirketin paylarını satın alma hakkına erişmesi ile açıklanmıştır²⁰. İzah edilen mezkur bilgiler ışığında üzerine ortaklık varantı yazılı payı, ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda, önceden belirlenecek esaslar ve hesaplama yöntemi çerçevesinde yatırımcıya teslim edilecek (i) pay adedi veyahut (ii) nakdin temelini teşkil eden pay olarak ifade etmek mümkündür.

İşbu çalışma içerisinde yatırım kuruluşu varantlarına ilişkin herhangi bir değerlendirme yapılmayacak olmakla birlikte; öğretide iki kavramın birbiriyle karıştırıldığıının tespit edilmesi nedeniyle “dayanak varlık” ve “üzerine ortaklık varantı yazılı pay” kavramlarını karşılaştırmak bu konudaki çalışmaların zenginleştirilmesi açısından faydalı olacaktır. Öncelikle belirtmek gerekir ki

²⁰ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 113.

dayanak varlık (*underlying asset*), yatırım kuruluşu varantlarına özgülenmiş bir kavramdır. Daha detaylı ifade etmek gerekirse, dayanak varlığın tanımlandığı Varant Tebliği 3/1-d hükmü, içerisindeki “Yatırım kuruluşu varantı ve sertifikası ihracına ilişkin esaslar” başlıklı 4/9 hükmüne yapılan atıf dolayısıyla doğrudan yatırım kuruluşu varantlarına ve sertifikalarına bağlı bir sermaye piyasası hukuku terimi olarak karşımıza çıkmaktadır. Öte yandan Varant Tebliği’nin bölümleri ve bölümlerin özellikle ortaklık varantı ile yatırım kuruluşu varantını ayrı ayrı değerlendirdiği kısımları incelendiğinde, varant nezdinde kullanılan “dayanak varlık” ve “dayanak olma” kavramlarının tamamıyla yatırım kuruluşu varantı²¹ ile ilişkilendirilen bir çerçevede kullanıldığını belirtmekte fayda görmekteyiz. Bu nedenle bugün her ne kadar sermaye piyasası literatürümüzde pek çok kaynaktaki²² ortaklık varantının dayanak varlığının şirket payı olduğu ifade edilse de esasen bu kullanımın ortaklık varantının üzerine ancak ve ancak pay yazılabileceği şeklinde ifade edilmesinin terminoloji anlamında en uygun önerme olacağı kanaatindeyiz. Zira dayanak varlık kavramı ile ortaklık varantının bir arada kullanılması, özellikle ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı ile teslim edilecek payın işlem hacmi yönünden hatalı bir değerlendirme yapılmasına sebebiyet verebilecektir. Şöyle ki dayanak varlık, Varant Tebliği’nin 3/1-d hükmü uyarınca BIST-30 endeksinde yer alan payı ya da BIST-30 endeksinde yer alan paylardan oluşan sepeti ifade etmektedir. Bu nedenle üzerine ortaklık varantı yazılı pay kavramı yerine dayanak varlık kavramını kullanmak, özellikle ortaklık varantından kaynaklanan hak sonucu ihraç edilecek payın işlem hacmi yönünde bir zorunluluk bulunduğu yönünde bir yanılsamaya sebep olabilecektir.

²¹ Dayanak varlık kavramı, Varant Tebliği sistematigi gereği yatırım kuruluşu sertifikaları açısından kendine uygulama alanı bulmaktadır.

²² Kadioğlu, s. 131: “Ortaklık varantı özelinde dayanak varlık; borsada işlem gören şirketin mevcut veya ihraç edilecek ortaklık paylarıdır.”; Adıgüzel, s. 235: “Ortaklık varantlarında ise, dayanak varlık her zaman için ortaklık payıdır.”; Gündoğdu, s. 60: “Dayanak varlığın ihraççısı olan şirket tarafından çıkarılan varantlar ise ‘ortaklık varantı’ olarak adlandırılır.”

1.2.3. Varant Primi

Ortaklık varantı yatırımcısı, üzerine ortaklık varantı yazılı paya değil; fakat ilgili payları önceden kararlaştırılan, sabit bir bedelden alma hakkına sahip olurken, ihraççı da söz konusu payları önceden kararlaştırılmış sabit fiyattan yatırımcıya satma yükümlülüğü altındadır. Söz konusu hakkın alınması için yatırımcı tarafından ödenen bedel, varant primi (*veya varant fiyatı*) olarak ifade edilmektedir²³. Varant primi (*warrant premium*), ortaklık varantını satın alma ediminin karşısında, yatırımcı tarafından peşin ödenen bir tutardır. Varant primi, ihraççı açısından sonradan yatırımcıya iade edilmesi gereken veyahut faizi ile geri ödenmesi beklenen bir meblağ değildir²⁴. Bir başka deyişle hukuken prim, ihraççı tarafından günün sonunda yatırımcıya ödenmesi gereken bir borç olarak görülemeyecektir. Esasen, ortaklık varantı iktisabı ile varanttan kaynaklanan hakkın kullanımı ihtimalinde oluşacak satım ilişkisi birbirinden bağımsız nitelik arz ettiği için, ihraççının yatırımcının hak kullanımı sonucunda, kendisine ödenen primi mahsup etmesi gereken bir borç oluşmayacaktır²⁵.

Prim miktarı, varant satıcısı açısından maksimal kazancı, varant alıcısı olan yatırımcı açısından ise maksimal kaybı ifade etmektedir²⁶. Varant yatırımcısı açısından, varantlarda teorik olarak *sınırsız kazanç* olarak ifade edilen bu kazanç ihtimalinin karşısında alınan risk, ödenen varant primiyle sınırlı olduğu için; varanttan kaynaklanan hakkın kullanımına ilişkin varant işlemlerinde risk, asimetrik niteliktedir²⁷.

Prime ilişkin yukarıda belirtilen tüm bu açıklamalara ilaveten, Varant Tebliği içerisinde prim kavramına yer verilip verilmediği hususunu değerlendirmek

²³ Kadioğlu, s. 131.

²⁴ Varant primi ile opsiyon priminin benzerlik göstermesi nedeniyle prim hakkındaki açıklamalara ilişkin bkz: Kırca, s.211-212.

²⁵ Kırca, s. 211.

²⁶ Kırca, s. 61.

²⁷ Kırca, s. 47.

gerekecektir. Şöyle ki Varant Tebliği içerisinde “prim” terimine rastlanmamaktadır. Ancak prim yerine, Varant Tebliği’nin “Ortaklık varantına ilişkin ücret” başlıklı 24. maddesinde, ilgili sermaye piyasası aracının ihracı esnasında ihraççı tarafından SPK’ye ödenecek ücretin ne şekilde hesaplanacağından bahsedilirken *ortaklık varantının ihraç değerine* atıfta bulunulmuştur. Bu kapsamda ihraç değerini açıklamak gerekirse, bir sermaye piyasası aracının finansal açıdan pek çok farklı değerinden söz edilir²⁸. İhraç değeri, sermaye piyasası aracının şirket tarafından çıkarım değerini ifade etmektedir²⁹. Bu yönüyle ihraç değerini ilgili sermaye piyasası aracının yatırımcıya satışa sunulduğu değer³⁰ olarak belirtmek mümkündür. Tüm bu bilgilerden hareketle, öğretide varant primine yapılan atfın, Varant Tebliği içerisinde ortaklık varantının ihraç değerine tekabül edeceği kanaatindeyiz. Bu çerçevede ortaklık varantının birincil piyasa işlemlerine konu olan satım bedeli, ihraç değeridir. Buna ilaveten, ortaklık varantı ihracı sonrasında da alım satımına konu olabilecek bir araçtır; bu nedenle ortaklık varantının ihraç değeri üzerinden iktisap edilmesinden sonraki süreçte, ortaklık varantının ikincil piyasa işlemleri kapsamındaki piyasa değerinin de varant primi olarak görülmesi gerekecektir³¹.

Yukarıda yer alan bilgiler ışığında ortaklık varantını, üzerine yazıldığı payların piyasadaki fiyatının yükseleceği yönünde beklentisi olan yatırımcıların seçmesi

²⁸ Damla Songur, Anonim Şirketlerde Önemli Miktarda Malvarlığı Üzerinde İşlemler, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 24: Songur, finansal açıdan bu değerleri (i) ihraç değeri, (ii) borsa değeri, (iii) piyasa değeri, (iv) defter değeri, (v) işleyen teşebbüs değeri, (vi) gerçek değeri, (vii) net aktif değeri ve (viii) tasfiye değeri olarak sıralamaktadır. Ahmet Kar/Özlem Özer/Fatih Şantaş/Fatih Budak, Ekonomi Bilimleri Dergisi, C. 4, Sayı 1, Y. 2012, s. 4: Yukarıda ifade edilen değerlere nominal değer (*itibari değer*) de eklemiştir.

²⁹ Finansal değer kavramlarına ilişkin bkz: Kar/Özer/Şantaş/Burak, s. 4.

³⁰ Kanaatimizce, varant primini yabancı bir para birimi ile belirlemek mümkündür. Varant primi ile benzerlik gösteren opsiyon priminden elde edilen gelirin vergilendirilmesine ilişkin açıklamalar içeren Seri No: 282 Gelir Vergisi Genel Tebliği (R.G.: 19 Ocak 2012, Sayı: 28178) [4. Opsiyon Sözleşmeleri] başlığı altında opsiyon priminden elde edilen gelirin vergiye konu edilebilmesi için *prim ödemesinin yapıldığı tarihte geçerli olan kur üzerinden Türk lirasına çevrilmesi* gerektiği ifade edilmektedir. Benzer bir yorumun varant primi ve dolayısıyla ihraç değeri için de yapılabileceğini değerlendirmekteyiz.

³¹ Ortaklık varantının tedavüldeki değerinin prim olarak değerlendirileceğine ilişkin bkz: Michael C. Thomsett, Getting Started in Options, 3rd Edition, John Wiley & Sons, New York, 1997, s. 20.

yerinde bir tercih olacaktır³². İlk aşamada varant satıcısına yalnızca varant primini ödeyen yatırımcı, devam eden süreçte iradesini pay satın alma yönünde açıklarsa; satıcı, kararlaştırılan miktardaki, yani belirli adetteki payı yine önceden kararlaştırılan fiyattan satmakla yükümlüdür. Bu durumda varant yatırımcısı, varantın temelindeki payın sahibi olabilmek adına, satıcıya öncelikle varant primi ve devam eden süreçte, kullanım fiyatı olarak da bilinen söz konusu payın iktisap bedelini ödemiş olacaktır³³.

Varant primine ilişkin yapılan açıklamalara kısaca bakıldığında varant priminin, yatırımcının pay alım hakkı satın almak için ihraççıya ödediği bir hak iktisabı bedeli olduğu ve üst çatıda incelendiğinde, şirketin yatırımcıya geri ödemesi gereken bir bedel olmadığı yönünde tespitlerde bulunulmuştur. Bu bahisle, yatırımcılar tarafından ödenen varant priminin ihraççı şirket açısından alternatif bir finansman yöntemi³⁴ oluşturduğu değerlendirilmektedir. Varant priminin ihraççı şirkete sağladığı finansman yönteminin türünü belirlemek, elde edilen bu gelirin ihraççı şirket içerisinde muhasebeleştirilmesini kolaylaştırılmasını sağlayacaktır. Doktrinde *Pehlivanoglu*, finansman yöntemlerini özellikle (i) ortaklığa (*sermayeye, paya*) dayalı ve (ii) borçlanmaya dayalı finansman yöntemi olarak iki temel başlık altında incelemektedir³⁵. Sermayeye dayalı finansman yöntemi ile yatırımcılardan

³² Satın alma hakkı bahşeden primli işlemlerle ortaklık varantının bir ortak özelliği, piyasadaki fiyatların yükselmesi yönünde beklentisi olan yatırımcıların kâr elde etmelerini sağlama amacına hizmet etmeleridir. Ancak ortaklık varantındaki primin (*ihraç değerinin*) peşin ödenecek bir bedel olmasına karşılık satın alma hakkı bahşeden primli işlemlerde primin, iktisap tarihinden sonraki bir tarihte -*gelecekte, açıklama gününde*- ödenecek olmasına ilişkin bkz: Kırca, s. 48.

³³ Kullanım fiyatına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.2.6.].

³⁴ Murat Can Pehlivanoglu, *Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Fon Kullanımının Denetimi Üzerine Bir Değerlendirme*, İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 7, Sayı 1, Y. 2020, s. 293.

³⁵ Murat Can Pehlivanoglu, *Paya (Ortaklığa) Dayalı Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler*, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı:2, Y. 2020, s. 1322: *Pehlivanoglu*, finansman yöntemlerini kitle fonlaması özelinde incelemiş ve bu kapsamda özellikle ortaklığa dayalı finansman yöntemi ile sermayeye dayalı finansman yöntemi üzerinde durmuştur. Atıfta bulunulan çalışma, her ne kadar doğrudan ortaklık varantını veya bir sermaye piyasası aracını temele almak suretiyle finansman yöntemi karşılaştırması yapmasa dahi, varant priminin ihraççıya kazandıracığı finansman yöntemine ilişkin değerlendirmelerde bulunmak açısından yerinde bir karşılaştırma olacağı kanaatindeyiz. Her halükarda işbu çalışma içerisinde ele alınan finansman yöntemlerinden, aslında kitle fonlamasına ilişkin yapılan değerlendirmeler çerçevesinde bahsedildiğini göz ardı etmemek gerekecektir.

elde edilen finansmanın (*fonun*) şirket hesabına aktarılması ve finansmanın aktarımı sonucunda yatırımcıların şirkete aktardıkları finansman oranında pay sahibi olmaları amaçlanmaktadır³⁶. Bir diğer finansman yöntemi olan borçlanmaya dayalı finansman yönteminde ise yatırımcı, fon talep eden şirkete sağlayacağı mikro-kredi ile bu yatırımı karşılığında bir faiz geliri elde etme beklentisine sahiptir³⁷. Varant primi bahsedilen bu finansman yöntemleri çerçevesinde bir değerlendirmeye tabi tutulduğunda, her bir uzlaşım yönteminin ihraççı şirkete farklı türde finansman sağladığı kanaatindeyiz. Bu nedenle işbu çalışma içerisinde her bir uzlaşım yöntemi başlığı altında, söz konusu uzlaşım yönteminin sağlayacağı finansman türü ayrı ayrı incelenecektir³⁸.

Yukarıda finansman yöntemlerine ilişkin yukarıda yapılan sınıflandırmanın yanı sıra, şirket finansman yöntemlerinin temel ve klasik ayrımına değinmek gerekecektir. Şirketler, kendilerine maddi kaynak sağlamak veya yaratma amacıyla çeşitli yöntemlere başvururlar ki bu yöntemlerden her biri, klasik anlamda bir finansman yöntemine işaret edecektir. Şirket ihtiyaç duyduğu kaynağı temelde üç farklı yöntem ile karşılamaktadır: (i) otofinansman, (ii) dış kaynak finansmanı ve (iii) öz varlık finansmanı³⁹. Otofinansman yöntemi ile şirket, kendi mal varlığından kendi finansal ihtiyacını karşılamaktadır. Bu yöntem ile şirket nakit veya nakit benzeri mal varlığını⁴⁰ kullanarak, kimi zaman da fikri mülkiyet hakkını nakde dönüştürmek gibi nispeten yaratıcı çözümlerle likidite ihtiyacı karşılanacaktır⁴¹. Otofinansman her ne kadar şirketin maddi bağımsızlığını gösteren, nakit akışı

³⁶ Emre Sakızlı, Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitleli Fonlama, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, İstanbul, 2018, s. 17.

³⁷ Sakızlı, s. 15.

³⁸ Uzlaşım yöntemlerine ilişkin bkz: Bu çalışma üçüncü bölüm.

³⁹ Kerem Çelikboya, Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 13: Dış kaynak finansmanı ve öz varlık finansmanı, birlikte yeni kaynak finansmanı olarak adlandırılırlar.

⁴⁰ Ünal Tekinalp, Türk Ticaret Hukukunda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Sayı: 24, Y. 2007, s. 54: Nakit, bir işletmedeki nakdi ve vadesiz mevduat (*para*) anlamına gelmektedir. Nakit benzeri varlıklar ise nakde kolayca çevrilebilen, 3 ay gibi kısa vadeli, yüksek likiditeye sahip ve değerinde meydana gelecek değişiklik riskinin önemli olmadığı varlıklardır.

⁴¹ Çelikboya, s. 13.

sağlamak için güvenli bir yöntem olsa da sınırlı bir kaynaktır. Zira otofinansman yönteminde kullanılan finansman, şirketin mal varlığıyla sınırlıdır. Halbuki zaman zaman, şirketin hedefleri ya da yürütmek istediği faaliyetler büyümeyi gerektirebilir. Bu durumda şirketin fon ihtiyacı kendi mal varlığının üzerine çıkabilecektir. Tam bu noktada yeni kaynak finansmanı devreye girmektedir. Şirketin, yeni kaynak finansmanı ile kendisine fon sağlamasının iki ana yöntemi bulunmaktadır: borç almak veya şirketin itibarını nakde dönüştürmek. Dış kaynak finansmanında şirket borç alacak ve bunun karşılığında kendisine borç veren (*kredi veren*) üçüncü kişi ana paranın yanı sıra faiz elde edecektir. Bu durumda şirket hem yüksek faiz borcu altına gireceği hem de kendisine borç veren alacaklılarına, bu borca karşılık kritik teminatlar sunacağı için dış kaynak finansmanı; her zaman en istenilen sonucu şirketlere sağlamayabilecektir⁴². İşte bu noktada, doktrinde Çelikboya'nın *sermaye taahhüdü*⁴³ olarak da altını çizdiği öz varlık finansmanı; bir şirketin prestiji ve değeri ile kendisine fon sağlamasının etkili bir yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Öz varlık finansmanı, şirketin; piyasadaki değeri, kurumsal itibarı dolayısıyla yatırımcılar nezdindeki pozisyonu vasıtasıyla elde ettiği kârı ifade etmektedir⁴⁴. Öz varlık finansmanı vasıtasıyla bir şirketin, kendi şirket değerinden, kendi sermayesinden kıymetini alan bir varlığın satışı dolayısıyla kendisine fon sağladığı kanaatindeyiz. Bu nedenle varant priminden elde edilen gelirin; şirket açısından bir öz varlık finansmanı sağladığı değerlendirilmektedir.

1.2.4. Kullanım Hakkı

Yatırımcısı tarafından, satın aldığı varanttan kaynaklanan ve ihraççı tarafından yerine getirilmesi gereken edimi talep etme hali kullanım hakkı olarak ifade edilebilecektir. Bu kapsamda kullanım hakkı, varanttan kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda yatırımcı ile ihraççının hangi şekilde mahsuplaşacağını ifade

⁴² Dış kaynak finansmanının şirkete maliyetinin yüksek olabileceğine yönelik değerlendirmelere ilişkin bkz: Çelikboya, s. 179.

⁴³ Çelikboya, s. 14.

⁴⁴ Çelikboya, s. 16.

eden bir üst kavram niteliğini haizdir. Ortaklık varantında varant ihraççısının edimi, varant yatırımcısı açısından kullanım hakkını teşkil etmektedir⁴⁵. Öğretide, ortaklık varantında kullanım hakkının, kendisini satın alma hakkı⁴⁶ olarak gösterdiği şeklinde bir görüş bulunmaktadır. Kullanım hakkı, finansal terminolojide varant dönüşümü⁴⁷ veya işleme koyma⁴⁸ olarak da adlandırılmaktadır.

Kullanım hakkı, Varant Tebliği'nde tanımlanan bir kavram olmamakla birlikte mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nde kullanım hakkının bir tanımı yer almaktadır. Mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 11/1 hükmü uyarınca kullanım hakkı, "ortaklık varantının vadesi sonunda ortaklık varantı sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ve kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan hisseleri satın alma hakkı"nı ifade etmektedir. Varant Tebliği uyarınca Türk hukukunda ihraç edilebilecek ortaklık varantı türlerinin artması nedeniyle, bu tanımın bugünkü kullanım hakkının anlamını karşılamakta eksik kaldığı değerlendirilmektedir. Yukarıda da belirtildiği üzere doğrudan bir tanım yer almasa dahi Varant Tebliği'nin kullanım hakkının ne şekilde yerine getirileceğine ilişkin 17/1 hükmünde, kullanım hakkının uzlaşma yöntemlerinin uygulanması ile yerine getirileceği belirtilmektedir. Bu nedenle ortaklık varantı açısından kullanım hakkının gereği, uzlaşma yöntemleri ile yerine getirilmektedir. Uzlaşma yöntemlerine göre ihraççının kullanım hakkı açısından temelde iki seçeneği vardır: yatırımcıya ya pay ya da nakit para teslim etmesi gerekmektedir. Yatırımcıya pay veya nakit teslim edilmesine ilişkin her bir yöntem, bir uzlaşma yöntemini işaret etmektedir⁴⁹.

⁴⁵ Adıgüzel, s. 254.

⁴⁶ Adıgüzel, s. 254. Aynı yönde bkz: Yılmaz Türkmen, s. 54, 58 ve 60; Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 50.

⁴⁷ (<https://www.isbank.com.tr/varant#:~:text=%E2%80%8BVarant%20Terminolojisi,D%C3%B6nüşüm%20kaynaklanan%20hakk%C4%B1n%20kullanılması%20B1d%C4%B1r.>) (E.T: 28 Aralık 2022)

⁴⁸ (https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifika.pdf) (E.T: 28 Aralık 2022)

⁴⁹ Uzlaşma yöntemlerine ilişkin bkz: Bu çalışma üçüncü bölüm.

1.2.5. Kullanım Oranı

Varant Tebliği'nin 19/2 hükmüne göre kullanım oranı, ortaklık varantı yatırımcısının, üzerine ortaklık varantı yazılı paylar nezdindeki satın alma hakkını kullanması durumunda her bir ortaklık varantı karşılığında yatırımcıya verilecek pay adedini ifade etmektedir. Finansal literatürde çarpan⁵⁰, dönüşüm oranı⁵¹ olarak da bilinen kullanım oranının, varanttan kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda elde edilecek pay sayısını hesap etmekte kullanılan oran olduğunu ifade etmek mümkün olacaktır⁵². Örneğin, kullanım oranı 1:10 oran ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımında 1 adet varant, 10 adet payın iktisap edileceği anlamına gelir. Öte yandan kullanım oranı 20:1 olan bir ortaklık varantında ise 20 adet ortaklık varantı, yatırımcıya 1 adet pay satın alma imkânı verecektir. O halde bu şekildeki kullanım oranına sahip ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı için, en az 20 adet ortaklık varantına sahip olmak gerekmektedir. Buna göre varant yatırımcısı, varanttan kaynaklanan hakkını kullanmak istemesi halinde satın alacağı her bir pay için önceden belirlenen kullanım fiyatını ödeyerek kullanım oranına göre elindeki ortaklık varantının elverdiği adette yeni pay satın alabilecektir⁵³.

1.2.6. Kullanım Fiyatı

Kullanım fiyatı (*strike price*), Varant Tebliği'nin 19/1 hükmü uyarınca, ortaklık varantı yatırımcısının, üzerine ortaklık varantı yazılan paylara ilişkin satın alma hakkını kullanması halinde, beher pay için ödeyeceği fiyat anlamına gelmektedir. Öğretide ifa fiyatı⁵⁴ olarak da zikredilen kullanım fiyatı, esasen ilgili sermaye

⁵⁰ İş Varant, “Çarpan”, İş Varant Sözlük. (<https://www.isvarant.com/varant-akademi/sozluk>) (E.T.: 12 Aralık 2022)

⁵¹ (<https://www.isbank.com.tr/varant#:~:text=D%C3%B6n%C5%9F%C3%BCm%20Oran%C4%B1%3A%201%20adet%20dayanak,alma%20hakk%C4%B1%20elde%20edilir.>) (E.T.: 28 Aralık 2022)

⁵² Adıgüzel, s. 255.

⁵³ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 122.

⁵⁴ Adıgüzel, s. 248.

piyasası aracı ve ortaklık varantının ihracı sırasında ortaklık varantının satışından dahi önceden belirlenen⁵⁵, üzerinde önceden anlaşılan ileri tarihteki⁵⁶ pay alım fiyatıdır. Nitekim ortaklık varantı, varant primi karşılığında satın alındıktan sonra varant yatırımcısı ve ihraççı açısından ekonomik olarak önem arz eden bedel; ortaklık varantının satın alma hakkı tanıdığı pay için belirlenen kullanım fiyatıdır⁵⁷.

Kullanım fiyatı, ortaklık varantının üzerine yazıldığı şirket payının piyasa değerinin (*piyasadaki satış fiyatının*) altındaysa ortaklık varantının kârda (*in-the-money*) olduğu, üzerindeyse ortaklık varantının zararda (*out-of-the-money*) olduğu kabul edilmektedir⁵⁸.

Kullanım fiyatının TL haricindeki yabancı bir para birimi olarak ödenip ödenemeyeceği hususuna değinmekte fayda görmekteyiz. TTK'nin 332. maddesi uyarınca ortaklık varantı ihraççısı olabilecek kapalı şirketler ile kayıtlı sermaye sistemini benimseyen şirketlerin asgari sermaye tutarları, TL olarak gösterilmektedir. Ayrıca şirketlerin yıl sonu finansal tablolarının da yine TTK'nin 70. maddesi gereği TL ile düzenlenmesi gerekmektedir. Kullanım fiyatı, ortaklık varantı ihraççısının kayıt ve belgelerinde yer alacak türden bir bilgi olduğu için şirketlerin defterlerinin ne şekilde tutulacağına ilişkin TTK'nin 64/5 hükmü de bu soruya cevap verilebilmesi açısından önemlidir. Söz konusu hüküm, VUK'un ilgili hükümlerine atıfta bulunmakta olup VUK'un 215/2-a hükmü gereği, şirket defter ve kayıtlarında Türk lirası karşılığı gösterildiği müddetçe yabancı para birimine göre düzenleme de yapılabileceği hususu düzenlenmektedir⁵⁹.

⁵⁵ Yılmaz Türkmen, s. 11.

⁵⁶ ([\(https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/502/opsiyon-sozlesmeleri#:~:text=Kullan%C4%B1m%20Fiyat%C4%B1%20\(Strike%20Price\),tarihteki%20al%C4%B1m%20veya%20sat%C4%B1m%20fiyat%C4%B1d%C4%B1r\)](https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/502/opsiyon-sozlesmeleri#:~:text=Kullan%C4%B1m%20Fiyat%C4%B1%20(Strike%20Price),tarihteki%20al%C4%B1m%20veya%20sat%C4%B1m%20fiyat%C4%B1d%C4%B1r)) (E.T: 4 Ocak 2023)

⁵⁷ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 113.

⁵⁸ İhsan Ersan, Finansal Türevler, Literatür Yayıncılık, 2. Baskı, s. 95.

⁵⁹ Şirket defterlerinde, kayıt ve belgelerinde TL kullanımının temeldeki iki istisnasına ilişkin bkz: Şerif Emre Gökçay, (Ed.) Billur Yaltı, Uluslararası Vergi Hukuku Konularına Türkiye Yaklaşımı, On İki Levha Yayıncılık, 2017, s. 268-270.

Kullanım fiyatı esasen ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı hususunda bir satış bedeli işlevi de göreceği için bu konuda incelenmesi gereken bir başka hukuki dayanak ise 2008-32/34 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğ'in⁶⁰ döviz cinsinden ve dövize endeksli sözleşmeleri düzenleyen 8. maddesidir. Kullanım fiyatı karşılığında yapılacak pay satışı, evleviyetle bir menkul satışı olarak değerlendirilebileceğinden, atıfta bulunulan tebliğin 8/9 hükmünü incelemekte fayda görmekteyiz⁶¹. Bu düzenleme uyarınca, ödeme yükümlülüğü döviz cinsinden veya dövize endeksli kararlaştırılabilecek; ancak ödeme yükümlülükleri Türk lirası cinsinden yerine getirilecektir. Mezkur hükümden hareketle kullanım fiyatını döviz cinsinden veya dövize endeksli belirlemenin mümkün olduğu; ancak ödemenin Türk lirası cinsinden yapılması ve şirket kayıtlarında da Türk lirası karşılığına yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

1.2.7. Kullanım Süresi ve Vade

Varant Tebliği'nin 18/1 hükmüne göre kullanım süresi, ortaklık varantından kaynaklanan satın alma hakkının ne kadar süreyle geçerli olduğunu ifade eden bir kavramdır. Doktrinde kullanım dönemi olarak da bilinen kullanım süresi, ortaklık varantından kaynaklanan hak kullanımı sonucunda, yatırımcının pay satın alma işlemini ne kadar süreyle yapabileceğini belirtmektedir.

Varant Tebliği içerisinde, kullanım süresinin yanı sıra *vade* kavramına da yer verildiği görülmektedir. Varant Tebliği'nin sistematığı incelendiğinde, kullanım süresi ile vade terimlerinin bir arada kullanıldığı; ancak farklı anlamları karşıladığı değerlendirilmektedir. Hal böyleyken, kullanım süresi ve vade terimlerini karşılayan tek bir hukuki terim kullanılmamasının bilinçli bir tercih olduğu

⁶⁰ R.G.: 28 Şubat 2008, Sayı: 26801

⁶¹ Atıfta bulunulan düzenlemenin, Türkiye'de yerleşik kişilerin kendi aralarındaki ilişkileri düzenlediğini belirtmekte fayda görmekteyiz. Bu bahisle hem ihraççı hem de yatırımcının Türkiye'de yerleşik olması durumunda kullanım fiyatına ilişkin değerlendirmede bulunmaktadır.

kanaatindeyiz. Bu nedenle kullanım süresine ilişkin yaptığımız tüm açıklamalara ilaveten vade kavramına da işbu çalışma içerisinde değinmekte fayda görmekteyiz. Şöyle ki, varant açısından vade genel olarak varant sözleşmesinin geçerli olduğu süreyi belirtmektedir⁶². Borsa terminolojisinde ise vade, varantın işleme konulabileceği son tarihi ifade etmekte olup⁶³ varant yatırımcısının hakkını kullanabileceği son tarihtir⁶⁴. Buna göre ortaklık varantı, vadeye kadar kullanılmaması halinde değersiz olarak itfa edilecektir⁶⁵; vade sonrasında varant yatırımcısı artık ortaklık varantından kaynaklanan hakkını kullanamayacak ve bu şekilde ihraççı da varantın dönüşümüne ilişkin tüm yükümlülüklerinden kurtulmuş olacaktır⁶⁶.

Tüm bu tanımlardan hareketle ortaklık varantı açısından vadenin, ortaklık varantından kaynaklanan pay satın alma hakkının hangi tarihte veya hangi tarihe kadar olan süre içerisinde kullanılacağını ifade eden bir kavram olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Ortaklık varantından kaynaklanan satın alma hakkının hangi tarihte kullanılacağı veyahut hangi tarihe kadar olan süre içerisinde kullanılacağı⁶⁷ hususu, ortaklık varantının vade türüne göre belirlenecek olup kullanım süresinin başlangıç ve bitiş tarihleri de yine ortaklık varantının vade türüne göre belirlenecektir. Buradan hareketle, ortaklık varantı açısından önce vade başlayacak; vadenin sona ermesi ile birlikte ise kullanım süresi başlayacaktır.

⁶² Varantlar, s. 11.

⁶³(https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifika.pdf), s. 22 (E.T.: 28 Aralık 2022).

⁶⁴ Kırca, s. 60.

⁶⁵Thomsett, s. 18.

⁶⁶ Kırca, s. 60.

⁶⁷ Vadesine göre varantlara ilişkin konularda bkz: Bu çalışma b. [1.4.2.].

1.3. ÖZELLİKLERİ VE HUKUKİ NİTELİĞİ

1.3.1. Özellikleri

1.3.1.1. Ortaklık Varantının Opsiyon Niteliği

Varantların, menkul kıymetleştirilmiş opsiyonlar olarak görüldüğünden bahsedilmişti. Bu nedenle ortaklık varantının gerçek fonksiyonunu anlayabilmek için temelindeki opsiyon kavramına, yani opsiyon mantığına vakıf olmak gerekmektedir. Opsiyon hakkı, türüne göre opsiyon alıcısının finansal olarak bir belirli bir değeri bulunan varlıkları (*para, finansal araçlar, menkul kıymet, emtia vb.*)⁶⁸ talep edebileceği ya da teslim edebileceği; ancak bu işlemler için opsiyon satıcısının herhangi onayına ihtiyaç duyulmayan, koşulları ve içeriği önceden kararlaştırılan bir sözleşmenin kurulması sonucuna hizmet eden “tek taraflı varması gereken bir irade beyanı”dır⁶⁹. Opsiyon, hak sahibine tek taraflı beyanı ile bir sözleşme kurma ve sözleşme konusu kıymetin kendisine devredilmesini talep etme olanağı sunan yenilik doğurucu hakları⁷⁰ karşılayan bir üst çatı kavramdır⁷¹. Kırca’ya göre dar ve teknik anlamda opsiyon ise, opsiyon yatırımcısı (*sahibi*) tarafından prim olarak ifade edilen bir miktar paranın peşin olarak ödenmesi karşılığında belli miktardaki bir varlığı (*underlying asset*), kararlaştırılmış bir fiyattan, gelecekte nokta atışı olarak belirlenmiş bir tarihte veya bu tarihe kadar geçecek süre içerisinde satmak ya da satın almak konusunda serbesti tanıyan bir hak olarak belirtilmektedir⁷². Opsiyon yatırımcısının opsiyon hakkının kullanımına yönelik bir seçim hakkı ve yetkisi bulunduğu noktada⁷³, elinde bulundurduğu

⁶⁸ Başak Bak, Borsa Opsiyon Sözleşmesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 64, Sayı 4, Y. 2009, s. 41.

⁶⁹ Kırca, s. 36.

⁷⁰ Opsiyonların hukuki niteliğinin borçlar hukuku anlamında detaylı incelemesi için bkz: Kırca, 187-196; Bak, s. 53-56; Adıgüzel, s. 233. Üç görüş de yenilik doğuran hak teorisine üstünlük tanımaktadır.

⁷¹ Gül Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, Çağa Hukuk Vakfı, İstanbul, 2004, s. 226.

⁷² Kırca, s. 36.

⁷³ Bak, s. 42.

opsiyon hakkını kullanmak yönünde hiçbir yükümlülüğü bulunmamaktadır⁷⁴. Dolayısıyla, yatırımcının opsiyon hakkını kullanmaması durumunda kendisi, tazminat vb. bir özel hukuk cezasına maruz bırakılamayacaktır.

Opsiyonun yukarıda yer alan tanımları incelendiğinde, ortaklık varantının var olma amacı ile bir hayli benzerlik gösterdiğini söylemek yerinde olacaktır. Kısaca, her iki varlık da (i) prim karşılığında iktisap edilmektedir; (ii) kendisinden bağımsız olan varlığa ilişkin gelecekte işlem yapmak üzere bir hak iktisap etmeyi amaçlamaktadır ve (iii) vade tarihinde veya vade tarihine kadar olan herhangi bir tarihte işlem görme kabiliyetine sahiptir.

Öte yandan her iki varlığın kavramsal farklılıklarından, bir başka deyişle temel tanımlarından doğan ayrımlarından kısaca bahsetmekle yetinilecektir⁷⁵. Bu noktada, ortaklık varantı yalnızca paylara⁷⁶ ilişkin hak kazanımı sağlarken opsiyonların somut ve soyut pek çok finansal değeri konu edinmesi mümkündür⁷⁷. Buna ilaveten, ortaklık varantları yalnızca satın alma hakkı veren bir araç olarak ihraç edilebilecekken opsiyon hakkı, opsiyonun türüne göre satın alma hakkı bahşedebileceği gibi yatırımcısına, ihraççıya satma hakkı da tanıyabilecektir⁷⁸. Öte yandan opsiyon hakkının alım satımına konu edildiği noktada, bir opsiyon sözleşmesinin varlığından bahsetmek gerekmektedir ve *-opsiyon hakkının bir finansal varlık olarak alım satımının yapılabilmesi-* opsiyon sözleşmeleri türev

⁷⁴ Kırca, s. 36.

⁷⁵ Çalışmamızın mezkur başlığı altında, opsiyon hakkı ve ortaklık varantının yalnızca tanımlarından kaynaklanan farklılıklarına değinilmekle yetinilecektir. Ancak şunu ifade etmek gerekir ki opsiyon hakkı bahşeden sözleşme türü olan opsiyon sözleşmeleri ile ortaklık varantları arasında söz konusu değerlerin dönüşümü (*kullanımı*) ve tarafları gibi konularda da pek çok farklılık bulunmaktadır.

⁷⁶ Üzerine ortaklık varantı yazılan paya ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.1.3.].

⁷⁷ Kırca, s. 203: “O halde opsiyon hakkı esas itibarıyla alım ve satım hakkını ifade etmektedir. Ancak bu konuda hisse senedi, tahvil, bono, altın, emtia, gibi somut varlıkları konu alan opsiyon hakkı ile endeks gibi soyut bir varlığı konu edinen opsiyon hakkı arasında bir ayrım yapmak gerekir.” denilerek opsiyon hakkının çeşitli varlıkları konu alacak şekilde tanımlanmasının mümkün olduğuna işaret edilmektedir.

⁷⁸ Alım ve satım opsiyonlarına ilişkin bkz: Kırca, s. 37.

araç niteliğini haizdir⁷⁹. Ancak ortaklık varantları *diğer sermaye piyasası aracı* niteliğini haizdir⁸⁰.

1.3.1.2. Ortaklık Varantının Riskten Korunma Özelliği

Hedge, İngilizce bir kelime olup sözlükteki en basit ifadeyle, “olası zarara karşı önlem”⁸¹ anlamına gelmektedir. Bu kavramı biraz daha detaylı incelemek gerekirse, riskten korunma (*hedging*) temelde yatırım riskini dengelemek için kullanılan stratejiyi⁸² ifade etmektedir. Bir yatırımcı için mükemmel, ideal *hedging*, gelecekteki kayıp olasılığını ortadan kaldıran bir ortam oluşturmaktan geçmektedir⁸³.

Yatırımcılar⁸⁴, hedeflerine ve piyasa beklentilerine uygun olacak şekilde varlık kombinasyonları oluşturur ve bu varlıklardan oluşan sepet finansal terminolojide *portföy* olarak ifade edilmektedir⁸⁵. Bu kapsamda yatırımcılar, değerinin enflasyondan daha hızlı artacağına inandıkları varlıkları satın alarak portföyüne eklemekte ve bu bahisle, enflasyon minvalindeki ekonomik sistemdeki paranın değeri aleyhine olan bozulmalara⁸⁶ karşı korunmaya çalışmaktadırlar⁸⁷. Yatırımcılar, çoğunlukla varlıkları doğrudan satın almak yerine varlığın satın alınma bedelinden daha düşük olan belirli bir miktar primi ödeyerek, portföylerini riskten koruyan (*hedge eden*) bir sistemi oluşturmaktadırlar.

⁷⁹ Kırca, s. 201; Karacan/Erişir Karacan, s. 373; A. Dilşad Keskin, Hukuki Açından Finansal Türev Kavramı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 24, Sayı 4, Y. 2008, s. 148.

⁸⁰ Ortaklık varantlarının menkul kıymetten ziyade, sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.3.2.3.5.].

⁸¹ Finansman Sözlüğü: İngilizce Türkçe - Türkçe İngilizce, s. 135.

⁸² Dictionary of finance and investment terms, s. 184.

⁸³ Dictionary of finance and investment terms, s. 184.

⁸⁴ Davranışsal finans açısından yatırımcıların, risk iştahlarına göre ne şekilde kategorize edildiğine yönelik bilgilendirmeye ilişkin bkz. Bu çalışma dñn. 2677.

⁸⁵ Yusuf Emre Direkci, Portföy Yönetiminde Finansal Teknolojiler, Hiperyayın, 1. Baskı, İstanbul, 2020, s. 20.

⁸⁶ Mualla Öncel, “Enflasyon ve Vergilendirme”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 44, Sayı 1, Y. 1995, s. 489.

⁸⁷ Dictionary of finance and investment terms, s. 184.

Ortaklık varantına bakıldığında, bu sermaye piyasası aracının yatırımcının riskten korunma amacına hizmet eden bir finansal varlık⁸⁸ olduğunu ifade etmek gerekecektir. Çünkü ortaklık varantı satın alınması vasıtasıyla yatırımcı açısından, üzerine yazıldığı şirket payını satın alma günü geldiğinde pay başına ödeyeceği bedel sabitlenmiş hale gelecektir. Bu bedel sabitlemesi için ise ihraççıya yalnızca prim adı verilen bir bedel ödenmesi yeterli olacaktır. Söz konusu prim, varanttan kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda satın alınacak payın piyasa bedeline kıyasla çok daha düşük bir meblağ olarak karşımıza çıkmaktadır⁸⁹. Bu durumun yatırımcı açısından faydası şudur: Yatırımcı, şirkette doğrudan pay sahibi olmak yerine varantın vadesi kadar bir müddet içerisinde, şirketin performansını gözlemleyebilecektir. Bu gözlemlene sürecini ise varant primi tutarı kadar bir finansmanı riske atmak suretiyle yapacaktır. Yatırımcı, şirketin performansına inandığı noktada ortaklık varantından kaynaklanan alım hakkını kullanabilir. Bu şekilde yatırımcı, erken dönemde şirkete prim ödemek suretiyle fon sağlamış olmanın meyvesini, varant üzerinde yazılı olan ve piyasa fiyatının çok daha altında belirlenen fiyattan⁹⁰ şirket payını iktisap ederek toplayacaktır. Daha basit bir deyişle, varantların riskten korunma özelliğinden yararlanmak isteyen piyasa aktörleri, basiretli bir davranışın ve temkinli bir tutumun gereği olarak pay

⁸⁸ Burada kısaca finansal araç ve finansal varlığın tanımını vermekte fayda görmekteyiz. Finansal araç, Türkiye Muhasebe Standartları 32'nin (R.G.: 15 Ocak 2019, Sayı: 30656) 11. maddesi uyarınca "bir işletmenin finansal varlığı iken diğer işletmede finansal borç ya da öz kaynağa dayalı olarak artışa neden olan herhangi bir sözleşme" anlamına gelmektedir. Bu tanıma göre finansal araçlar, (i) finansal varlık ve (ii) finansal borç olarak ikiye ayrılmaktadırlar. Konumuz açısından önem arz eden finansal varlık ise yine Türkiye Muhasebe Standartları 32'nin 11. maddesinde (i) nakit; (ii) başka bir işletmenin öz kaynağına dayalı finansal araç; (a) başka bir işletmeden nakit ya da başka bir finansal varlık almak için düzenlenen sözleşmeden doğan hak, (b) potansiyel olarak işletmenin lehine olan koşullarda finansal varlık almak için düzenlenen sözleşmeden doğan hak; (iii) işletmenin öz kaynağına dayalı finansal aracıyla ödenecek veya ödenebilecek durumda olan (x) türev olan, (y) türev olmayan sözleşmedir. Öğretide nakit, çek, hisse senedi, tahvil, finansman bonusu gibi varlıklar, bunları uhdesinde bulunduran işletme açısından finansal varlık olarak görülmektedir (Hakkı Fındık, *Türkiye Muhasebe Standartları Çerçevesinde Finansal Varlıkların Muhasebeleştirilmesi*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 69, Y. 2016, s. 63). Finansal varlığın yukarıdaki tanımı uyarınca, ortaklık varantlarının (b) başlığındaki koşulları sağladığı kanaatinde olduğumuzdan işbu çalışma içerisinde, ortaklık varantlarının sınıflandırılması açısından "finansal varlık" terminolojisi tercih edilmiştir.

⁸⁹ Varant priminin payın piyasa fiyatının yüzde yirmi beşi gibi daha düşük bir bedeli olacağına ilişkin örnek olarak bkz: Yılmaz Türkmen, s. 86, Şekil 4.

⁹⁰ Bu fiyata kullanım fiyatı denilmekte olup kullanım fiyatına ilişkin açıklamalar için bkz: Bu çalışma b. [1.2.6.].

iktisabından oluşacak riskleri doğrudan üstlenmemekte; yalnızca fiyat dalgalanmalarına karşı yatırım araçlarından oluşan sepetini korumaya çalışmaktadır⁹¹. Bunun karşılığında yatırımcının riskten korunma maksadıyla ödediği primin ise ihraççı açısından faydası şudur: İhraççı şirket ile payları üzerine ortaklık varantı yazılan şirketin aynı olduğu bir durumda, yatırımcının yalnızca varant satın almak suretiyle, şirkete başlangıç seviyesinde fon sağlaması mümkün olacaktır. Öte yandan ihraççı olan şirketin yönetim kurulu, varant yatırımcısının beklentisini karşılama motivasyonu ile iyi yönetim örneği⁹² sergileyecek ve bu nedenle varant ihracı, şirketin piyasadaki saygınlığının üst seviyeye çıkması hususunda yönetim kurulunu motive edecek bir unsur olarak karşımıza çıkacaktır.

1.3.2. Hukuki Niteliği

1.3.2.1. TBK Bakımından

Borçlar hukuku yönünden ortaklık varantının hukuki niteliğini tespit etmek, sağladığı hakka ilişkin yorum yapabilmek adına son derece önemlidir. Ortaklık varantının hukuki niteliğini tespit edebilmek için ortaklık varantının temelindeki satın alma hakkını ve opsiyon niteliğini ele almakta fayda görmekteyiz. Zira bu zamana kadar öğretilde *-yatırım kuruluşu varantlarını da içerecek şekilde-* varantların opsiyon sözleşmelerine benzerliği nedeniyle, opsiyon sözleşmelerinin hukuki niteliğini açıklayan hak teorilerinden faydalanılmıştır⁹³. Bu görüşle aynı doğrultuda, *Kırca* tarafından da ortaklık varantına benzeyen borsa opsiyon sözleşmeleri yönünden yapılan tespit, opsiyon hakkına ilişkin hak teorileri baz alınmıştır⁹⁴. Bu nedenle, işbu çalışma içerisinde hukuki nitelendirme yönünden opsiyon hakkına bağlı kalmak suretiyle ortaklık varantı, hak teorileri ekseninde açıklanmaya çalışılacaktır. Şöyle ki, ortaklık varantı özü itibarıyla bir satın alma

⁹¹ Kırca, s. 262.

⁹² Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 52.

⁹³ Adıgüzel, s. 232-233.

⁹⁴ Kırca, s. 187-196.

hakkı bahşetmektedir⁹⁵. Bu kapsamda, alım hakkının hukuki niteliği hakkında beş farklı teori ileri sürülmüş olup bunlar sırasıyla (i) ön sözleşme, (ii) öneri (*icap*), (iii) şartlı satış (*şart*), (iv) yenilik doğuran hak ve (v) satış vaadi teorileridir. Ortaklık varantı, alım hakkının özellik arz eden bir görünümü olan opsiyon hakkı bahsettiğinden; işbu çalışma kapsamında incelemelerimizi opsiyon hakkına ilişkin teoriler ile sınırlı tutmakla yetineceğiz. Buna ilaveten opsiyona ilişkin yorumlarımızı ise yine ortaklık varantının mahiyeti gereği “satın alma hakkı bahşeden opsiyon hakkı” özelinde yapmamız icap ettiği için bu teorilerin ilk dördünden bahsetmekle yetineceğiz.

Hak teorilerinden ilki “ön sözleşme teorisi” olup mezkûr teori, taraflar arasındaki opsiyon ilişkisinin bir ön sözleşme niteliğinde olduğuna dayanmaktadır. Ön sözleşme, taraflardan birinin diğeri ile veyahut bir üçüncü kişi ile şartlarının (*önceden*) genel hatları ile belirlendiği bir sözleşmeyi ileride akdetme taahhüdünün hukuki karşılığıdır⁹⁶. Ancak bir ön sözleşme akdedilmesi, tarafların bir *asıl sözleşme* yapmakla yükümlü tutuldukları anlamına gelmektedir⁹⁷; bu durumun -*ön sözleşmenin yalnızca bir taahhütten oluştuğuna ilişkin görüşün*- ödenen opsiyon primi karşılığında satın alınan opsiyon hakkının; bağımsız satım sözleşmesi niteliğini dışladığı kanaatindeyiz⁹⁸. Öyle ki bu konu ortaklık varantı çerçevesine taşındığında, “ön sözleşme teorisi”nin ortaklık varantının bağımsız tedavül edebilme özelliğini de göz ardı ettiği değerlendirilmektedir⁹⁹. Bu noktada ön sözleşme teorisinin hak teorileri ekseninde de bugün savunulan bir görüş olmadığını ifade etmekte yarar olacaktır.

⁹⁵ Ortaklık varantının yalnızca satın alma (*call*) hakkı verdiğine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.4.1.].

⁹⁶ Kemal Oğuzman/Turgut Öz, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C. 1, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2015, s. 188-189.

⁹⁷ Aynı yönde bkz: Oğuzman/Öz, s. 188;

⁹⁸ Aynı yönde bkz: Kırca, s. 193.

⁹⁹ Ortaklık varantının bağımsız tedavül edebilme özelliğine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.5.2.2.2.].

İkinci teori ise “öneri (*icap*)” teorisidir. İşbu teori, opsiyon hakkından kaynaklanan ilişkinin taraflar açısından öneri niteliğini haiz olduğu yönünde bir belirleme yapmaktadır. eBK’ye göre *icap*, TBK’ye göre öneri; bir sözleşmeyi meydana getirmek amacıyla, bir tarafın teklifini içeren ve karşı tarafa yöneltilen bir *irade beyanıdır*¹⁰⁰. Öğretide “öneri teorisi”ne olan haklı eleştirisi, haklı olarak önerinin bir sözleşme değil; irade beyanı olduğu şeklinde kendini göstermektedir¹⁰¹. “Öneri teorisi” bu yönüyle, prim ödemesi karşılığında iktisap edilen opsiyon hakkının, dolayısıyla oluşan sinallagmatik ilişkinin mevcudiyetini göz ardı etmektedir¹⁰². Ayrıca borçlar hukukumuzda (i) önerinin bağlayıcılığı sınırlı olarak kabul edilmekte ve (ii) öneride bulunanın belirli bir ana kadar önerisinden dönebilmesine -*önerisini geri alabilmesine*- imkân tanınmaktadır¹⁰³. Önerinin bağlayıcılığının sınırlı olarak kabul edilmesinin, opsiyon hakkının ödenen prim karşılığında temelindeki opsiyon satıcısının kabulüne bağlı olmaksızın satın alma hakkı iktisap edilmesi durumuna ket vuracağı ve opsiyon satıcısına tanınma ihtimali bulunan “öneriden geri dönme” hakkının da opsiyon alıcısının -*dolayısıyla ortaklık varantı yatırımcısının*- ödediği primi riske atma ihtimalini artırarak opsiyon ilişkisine karakterini veren hukuki yapıyı orantısız bir şekilde opsiyon alıcısı aleyhine (*ortaklık varantı yatırımcısı aleyhine*) bozacağı değerlendirilmektedir.

Teorilerin üçüncüsü, “şart teorisi” olarak isimlendirilmektedir. Teorinin açıklanmasından önce, bir hukuki terim olarak şartı (*koşul*) açıklamakta fayda görmektediriz. Şart, gelecekte kesinleşmesi beklenen; ancak gerçekleşip gerçekleşmeyeceği şimdiden belli olmayan, şüpheli bir olay olarak ifade edilmektedir¹⁰⁴. Şart, geçerli bir şekilde kurulan hukuki bir işlemin, hüküm doğurmaya başlaması için belirlenmiş ise böyle bir ihtimalde bir geciktirici (*taliki*) şartın varlığından bahsedilecektir¹⁰⁵. Bu bağlamda, şart teorisi ekseninde opsiyon

¹⁰⁰ Oğuzman/Öz, s. 50.

¹⁰¹ Kırca, s. 189.

¹⁰² Kırca, s. 189.

¹⁰³ Oğuzman/Öz, s. 57.

¹⁰⁴ Kemal Oğuzman/Nami Barlas, Medeni Hukuk, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014, s. 206.

¹⁰⁵ Oğuzman/Barlas, s. 206.

hakkı bahşeden sözleşme için opsiyon hakkının kararlaştırılmasıyla birlikte taraflar arasında satım sözleşmesinin kurulduğu; ancak opsiyonun, hüküm ve sonuçlarını opsiyon hakkının kullanılmasıyla birlikte doğuracağı yönünde yorum yapılmakta; bu şekilde opsiyonun TBK'nin "Geciktirici koşul" başlıklı 170. maddesi uyarınca, "şarta bağlı tek sözleşme" olarak görüldüğü ifade edilmektedir¹⁰⁶. Opsiyon hakkının hukuki niteliğini açıklamakta şart teorisinin bazı yazarlar¹⁰⁷ tarafından savunulduğu tarafından ifade edilmekle birlikte, opsiyon hakkı özelinde şart teorisine yapılan eleştirilerin ortaklık varantı yönünden de kabul görebilecek nitelikte eleştiriler olduğu değerlendirilmektedir. Geciktirici şarta bağlanan hukuki işlemlerin, şartın gerçekleştiği andan itibaren hüküm doğurduğu kabul edilmektedir; şartın gerçekleşmediği bir varsayımda, şartın gerçekleşmediği veyahut gerçekleşmeyeceğinin kesinlik kazandığı anda; artık işlemin kesin olarak hükümsüzleştiğinden bahsedilmektedir¹⁰⁸. Halbuki ortaklık varantı ve aynı şekilde opsiyon hakkı, ön sözleşme teorisine ilişkin yönelttiğimiz eleştiride de belirttiğimiz gibi bağımsız tedavül edebilen bir yapıdadır. Daha net bir deyişle, ortaklık varantı tek başına, parasal değeri olan ve alım satıma konu edilebilecek bir araçtır. Bu nedenle ortaklık varantını şart teorisine bağlı kalınarak bir noktada hükümsüzleştirme ihtimali; varant yatırımcısı açısından olumsuz sonuçlara yol açabilecektir. Nitekim öğretilde Kırca tarafından da borsa opsiyon sözleşmeleri özelinde şart teorisi bu doğrultuda eleştirilmiştir; Kırca eleştirisinde opsiyon borsalarında (*opsiyonun bahsettiği*) alım hakkının kullanılması sonucunda fiziki teslimat yapılmasına nadiren rastlandığına değinerek, opsiyon alıcısının asıl amacının opsiyon hakkını kullanmaktan ziyade borsada ters işlem yoluyla kapatarak kâr elde etmek olduğunu ifade etmektedir¹⁰⁹.

Günümüzde yazarların en fazla savunduğu hak teorisi olan dördüncü teori "yenilik doğuran hak" teorisidir. Bu teorinin opsiyon hakkı çerçevesindeki

¹⁰⁶ Kırca, s. 190.

¹⁰⁷ Kırca, s. 190.

¹⁰⁸ Oğuzman/Barlas, s. 224.

¹⁰⁹ Kırca, s. 192-193.

detaylarına girmeden önce *yenilik doğuran hakkın* ne olduğuna kısaca değinmekte fayda görmekteyiz. Hukuki bir kavram olarak yenilik doğuran haklar; tek taraflı hukuki işlemle¹¹⁰, bir başka deyişle tek bir tarafın irade beyanı ile söz konusu irade beyanında bulunan tarafa bir hukuki ilişkiyi kurmak, hukuki ilişkinin içeriğini değiştirmek ya da hukuki ilişkiyi sona erdirmek yetkisini veren haklar olarak ifade edilmektedir. Yenilik doğuran hak sahibinin tek taraflı hukuki işlem ile hakkını kullanması sonucunda, başlangıçta bu hakkın tesis edilmesinden beklenen fayda olan istenen hukuki sonuç meydana gelecektir¹¹¹. Hukuki bir işlem ile bir hakkın tesisi, değiştirilmesi ya da sona erdirilmesi yenilik doğuran hakları karakterize eden en önemli husustur. Yenilik doğuran hakların bit alt başlığı olan sözleşmeden doğan yenilik doğuran haklarda, tek taraflı irade beyanı ile sonuç doğuran kişinin karşısındaki kişi sıfatını haiz, sözleşmenin muhatabı olan taraf; bir hukuki ilişkinin tesis edilmesine, değiştirilmesine veyahut sona erdirilmesine olan muvafakatini henüz başlangıçta; yenilik doğuran hakkı kuran birincil nitelikli sözleşme ile birlikte beyan etmiş, karşı tarafa sunmuştur¹¹²; tek taraflı irade beyanı ile gerçekleştirilen hakkın kullanımı sonrasında sözleşmenin muhatabının kabulüne ihtiyaç olmadığı gibi kendisinin kabulüne bağlanan hukuki bir sonuç da yoktur.

“Kurma teorisi” olarak da isimlendirilen yenilik doğuran hak teorisi iki sözleşmenin birbirinden bağımsız niteliğine atıfta bulunması nedeniyle son derece yerinde görülmektedir. Şöyle ki, bu teoriye göre opsiyon hakkı yenilik doğuran bir haktır ve alım hakkı bahşeden opsiyon sözleşmeleri özelinde bu alım hakkını veren opsiyon sözleşmesinin akdedilmesiyle, henüz opsiyona konu olan varlıkları konu edinen, opsiyona konu varlıkların satın alınmasını amaçlayan bir satım sözleşmesi (*asıl sözleşme*) kurulmayacaktır. Üzerine opsiyon yazılan varlıklara ilişkin satım sözleşmesi, ancak opsiyon alıcısı olan tek taraflı irade beyanında bulunacak kişinin opsiyon hakkını kullanıma yönelik beyanı ile kurulacaktır¹¹³. Opsiyon hakkına

¹¹⁰ Oğuzman/Öz, s. 202.

¹¹¹ Gülşah Yılmaz, Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 108.

¹¹² Yılmaz, s. 109.

¹¹³ Kırca, s. 190.

ilişkin yapılan bu açıklamalardan hareketle, opsiyon için yapılan bu değerlendirmelerin ortaklık varantı için de yapılabileceğini söylemek mümkündür. Şöyle ki, ortaklık varantı satışıyla taraflar öncelikle, varant sözleşmesi olarak adlandırılan; ancak koşulları fiziksel olarak izahname¹¹⁴ içerisinde kendine yer bulan sözleşme olarak da tabir edebileceğimiz “hazırlayıcı nitelikte bağımsız bir sözleşme” akdederler ve varant yatırımcısının ortaklık varantını satın almasıyla ihraççı, varant yatırımcısına payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin paylarından iktisap edebilmesi yönünde bir yenilik doğuran hak sağlama borcu altına girer¹¹⁵. Taraflar, ortaklık varantı ile birlikte ihraç edilen ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahnamede koşulları yer alan varant sözleşmesi uyarınca, varant yatırımcısının alım hakkını kullanması neticesinde üzerine ortaklık varantı yazılı payların iktisabına yönelik yeni ve ikincil nitelikte bir satım sözleşmesi kurarlar ki bu sözleşme de bir asıl sözleşme ya da hak kullanım sözleşmesi niteliğini haiz olacaktır. Bu nedenle de yenilik doğuran hak teorisi uyarınca birbirinden bağımsız iki farklı sözleşmenin varlığından (*varant sözleşmesi ile üzerine ortaklık varantı yazılı payın satım sözleşmesi*) bahsetmek gerekmektedir¹¹⁶.

İzah edilen tüm bu nedenlerle en fazla savunulan iki farklı görüş olmaları sebebiyle şart teorisi ile yenilik doğuran hak teorisini kıyaslamak gerekirse; özellikle tek taraflı irade beyanı halinin yenilik doğuran haklara karakterini vermesi ve birbirinden farklı iki sözleşmenin varlığına atıfta bulunması nedeniyle yenilik doğuran hak teorisinin ortaklık varantlarının hukuki niteliğini karşılamakta ve tanımlamakta en uygun sonucu verdiğini ifade etmek mümkündür¹¹⁷.

¹¹⁴ İzahnamenin hukuki niteliğine ilişkin bkz: Bu çalışma, b.[2.2.1.4.1.].

¹¹⁵ Kırca’nın opsiyon sözleşmesine yönelik yaptığı bu açıklamalara ilişkin bkz: Kırca, s. 190.

¹¹⁶ Opsiyonlar konusunda yenilik doğuran hak eksenindeki açıklamalara ilişkin bkz: Kırca, s. 191.

¹¹⁷ Adıgüzel’in varantların hukuki niteliğine yönelik açıklamalarına ilişkin bkz: Adıgüzel, s. 232-234.

1.3.2.2. TTK Bakımından

İşbu başlık altında, TTK çerçevesinde terminolojisi veya hukuki niteliği itibarıyla ortaklık varantına benzeyen bir sermaye piyasası aracı olup olmadığını sorusunun cevabı verilmeye çalışılacaktır.

Esasen “varant” kavramı, TTK’de kendisine doğrudan yer bulmuştur. TTK’nin 835. maddesinde “Varant” tanımlanmakta olup bu bahisle, usulüne uygun olarak kurulan umumi mağazalar (*antrepolar*) tarafından verilebilecek olan menkul kıymet niteliğini haiz rehin senedi¹¹⁸ TTK uyarınca varant olarak isimlendirilmiştir. Halbuki çalışmamızın konusunu oluşturan ortaklık varantı ile TTK’de yer alan varantın herhangi bir alakası bulunmamaktadır; ortaklık varantı, TTK’de tanımlanan bir rehin senedi olan varanttan bağımsız bir sermaye piyasası aracıdır. İşbu çalışma içerisinde yapılan ortaklık varantına ilişkin değerlendirmelerin hiçbirini, TTK’deki varant kavramı ile bağdaştırmamak gerekecektir. Zira işbu çalışma içerisine konu edilen ortaklık varantları esasen sermaye piyasası aracı olup SPK tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelerde detayları, usul ve esasları açıklanmaktadır.

Yukarıda izah edilen hususların yanı sıra ortaklık varantı ve TTK ilişkisi ekseninde akla gelen bir başka soru; TTK sistematğinde, mahiyeti itibarıyla ortaklık varantı ile benzer haklar tanıyan bir kavrama işaret edilip edilmediğidir. Bu noktada, TTK’nin 504. maddesi ve devamındaki maddelerde bahsedilen alma ve değiştirme hakkını içeren menkul kıymetlere değinmekte fayda görmekteyiz. TTK’nin ilgili maddesi gereği alma veya değiştirme hakkı sağlayan bir menkul kıymet, hakikaten çıkarılma amacı yönünden ortaklık varantı ile benzerlik göstermektedir. Ne var ki TTK’nin alma ve değiştirme hakkı içeren senetlerden bahseden mezkur hükmü esasen tahvillerin hukuki dayanağını teşkil ettiğinden; ortaklık varantından farklı bir hukuki kavramı ifade ettiği değerlendirilmektedir.

¹¹⁸ Şerafettin Ekici, Escrow Sözleşmesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2022, s. 222, dpn. 34.

1.3.2.3. SerPK Bakımından

1.3.2.3.1. SerPK Terimi Olarak Sermaye Piyasası Araçları

Ortaklık varantının, Varant Tebliği'nin 3/1-1 hükmü uyarınca üzerine ortaklık varantı yazılı paylar üzerinde alım hakkı bahşeden, ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı ile eş zamanlı olarak ihraç edilen bir *sermaye piyasası aracı* olduğundan bahsedilmiş ve ilgili sermaye piyasası aracı kavramına yönelik açıklamalarda bulunulmuştu¹¹⁹. Ortaklık varantının sermaye piyasası aracı olduğuna dair açık hüküm nedeniyle, SerPK kapsamında ihraç edilen bir varlık olduğu son derece açıktır; zira sermaye piyasası araçları ile bu araçların ihracı; SerPK'nin 2/1 hükmü gereği doğrudan SerPK'nin kapsamına dahil edilmiş durumdadır. Bir sermaye piyasası aracının SerPK kapsamında olmasının anlamı, elbette bu sermaye piyasası aracının ihracı ile konusunu oluşturduğu sair işlemlerin SerPK ve SerPK'ye bağlı olarak çıkarılan SPK tebliğleri gibi tüm sermaye piyasası mevzuatı hükümlerine uygun bir çerçevede yapılması ve bu kapsamda sermaye piyasası aracına ilişkin (i) izahname hazırlanması, (ii) izahname içeriğinin SPK'nin yetkisi kapsamında belirlenmesi, (iii) halka arz edilmeksizin ihraç esaslarının belirlenmesi, (iv) satış yöntemlerinin belirlenmesi, (v) kaydileştirilme usullerinin belirlenmesi ile (vi) kamuyu aydınlatma konularında sermaye piyasası mevzuatının gerektirdiği koşulların¹²⁰ usulüne uygun bir şekilde yerine getirilmesi gerektiği anlamını taşımaktadır. Aksi takdirde, çeşitli tedbir ve cezai yaptırımların tatbik edilmesi gibi hukuki sonuçların doğması gündeme gelebilecektir¹²¹.

Ortaklık varantını ve kullanım amacını daha iyi anlayabilmek için, sermaye piyasası aracının tanımı ve amaçlarına vakıf olmak gerekecektir. Bunun için kısaca

¹¹⁹ Ortaklık varantının ilgili sermaye piyasası aracıyla eş zamanlı olarak ihraç edileceğine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.3.2.3.3.]

¹²⁰ Asuman Turanboy, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları", Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, 2018, s. 1287.

¹²¹ Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 32, Sayı 3, Y. 2016, s. 10.

sermaye piyasasının çalışma sisteminden bahsetmek gerekirse, temelde ihraççıların fon ihtiyacı ve bunun karşılığında yatırımcıların yatırım ihtiyacı bulunmaktadır. Bu fon ihtiyacı kapsamında ihraççılar, fon talep eden sıfatıyla hareket ederek çeşitli sermaye piyasası araçları ihraç edip satışa sunmakta ve bu şekilde de kendi faaliyetlerine kaynak yaratabilmektedirler. Orta ve uzun vadeli fon arz eden sıfatını haiz yatırımcılar (*tasarruf sahipleri*) ise sermaye piyasasına fon arz etmekte ve bu şekilde sermaye piyasasının çalışmasını sağlamaktadırlar¹²². Sermaye piyasasında fonun ihraççılara aktarılabilmesi; ancak ihraççıların satışa sunduğu çeşitli sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar tarafından iktisap edilmesi ile mümkün kılınmaktadır¹²³. Kısacası, sermaye piyasası araçlarının var olmadığı bir ihtimalde fonların piyasada hareket etmesi, el değiştirmesi veya fiyatlanması mümkün olamayacaktır¹²⁴.

Türk hukukunda sermaye piyasası aracı, SerPK'nin 3/1-ş hükmünde sıralanmış olup buna göre sermaye piyasası araçları (i) menkul kıymetler, (ii) türev araçlar, (iii) yatırım sözleşmeleri ve (iv) SPK tarafından bu kapsamda olduğu değerlendirilen diğer sermaye piyasası araçlarını ifade etmektedir. Bu kapsamda SerPK içerisinde bir "sermaye piyasası aracı" kavramı tanımlaması yapılmak yerine sermaye piyasası aracı olarak kabul edilecek varlıkları sayma yöntemi tercih edilmiştir¹²⁵. Öte yandan SerPK'deki bu sayma halinin sınırlı sayı (*numerus clausus*) yöntemi olmayıp; SPK tarafından yapılan düzenlemeler ile farklı varlıkların sermaye piyasası aracı olarak kabul edilebileceğini ve SPK'ye ileride de yeni bir isim ve özelliğe sahip bir sermaye piyasası aracı yaratma yetkisi tanındığını belirtmek gerekir¹²⁶.

¹²² Sumer, s. 1.

¹²³ Sumer, s. 1.

¹²⁴ Karacan/Erişir Karacan, önsöz.

¹²⁵ Karacan/Erişir Karacan, s. 14.

¹²⁶ Karacan/Erişir Karacan, s. 39.

1.3.2.3.2. SerPK Terimi Olarak Menkul Kıymetler

Ortaklık varantı için doğrudan yapılan sermaye piyasası aracı atfı nedeniyle SerPK'nin konusu içinde kaldığını tespit etmekte herhangi bir zorluk yaşanmasa dahi, varantlar doktrindeki baskın görüş gereği varantlar, çok uzun bir süre “menkul kıymetleştirilmiş opsiyonlar”¹²⁷ olarak anılmıştır. Bu tanımın ortaklık varantının hukuki niteliğini doğru tespit etmek konusunda günümüz sermaye piyasası hukukunda yerinde bir değerlendirme olup olmadığının sorgulama ihtiyacı hasıl olmuştur. Bu nedenle ortaklık varantının sermaye piyasası araçları¹²⁸ içerisindeki yerini tespit etmeye ihtiyaç duyulmaktadır.

Bu kapsamda inceleyeceğimiz ilk sermaye piyasası aracı, *menkul kıymet* (*securities*) olacaktır. Menkul kıymetin tanımından bahsederken, bir yandan eSerPK'nin yürürlükten kaldırılmadan önceki son hali ile SerPK arasında, bir hukuki terim olarak menkul kıymetin gelişimini incelemek gerekecektir. eSerPK içerisinde hem sermaye piyasası aracı hem de menkul kıymet tanımlanmıştır. Buna göre sermaye piyasası aracı, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları gibi ikili bir ayrımın üzerinde, bir şemsiye terim¹²⁹ olarak tutulmuştur. Yine eSerPK'nin 3/b hükmünde menkul kıymetler (i) ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, (ii) belli bir meblağı temsil eden, (iii) yatırım aracı olarak kullanılan, (iv) dönemsel gelir getiren, (v) misli nitelikte, (vi) seri halde çıkarılan, (vii) ibareleri aynı olan ve şartları SPK tarafından belirlenen *kıymetli evrak* olarak tanımlanmıştır. eSerPK döneminde, diğer sermaye piyasası araçları da *menkul kıymet dışında kalan*

¹²⁷ Öğretide menkul kıymetleştirilmiş opsiyon olarak bahseden yazarlara ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma dpn. 10.

¹²⁸ SPK'nin yayımladığı bilgilendirme kitapçığına göre sermaye piyasası araçlarını günümüzde şu şekilde sıralamak mümkündür: (i) paylar, (ii) katılma intifa senedi, (iii) tahviller, (iv) bonolar, (v) kıymetli maden bonoları, (vi) paya dönüştürülebilir tahviller, (vii) değiştirilebilir tahviller, (viii) ortaklık varantları, (ix) yatırım kuruluşu varantları ve sertifikaları, (x) gayrimenkul sertifikaları, (xi) varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), (xii) ipoteğe dayalı menkul kıymetler, (xiii) teminatlı menkul kıymetler, (xiv) kira sertifikaları. (<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/2-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1.pdf>) (E.T.: 29 Aralık 2022).

¹²⁹ Karacan/Erişir Karacan, s. 36.

ve şartları SPK tarafından belirlenen evrak olarak tanımlanmıştır¹³⁰. Ancak eSerPK'nin özellikle ilk halinde¹³¹, “menkul kıymet” terimi bir ana kavram olarak eSerPK'nin merkezine yerleştirilmiş¹³² ve bu şekilde, sermaye piyasası mevzuatının regüle ettiği alana dahil edilmek istenen varlıklar, “menkul kıymet” adı altında toplanmıştır¹³³. İlerleyen süreçte SerPK yürürlüğe girmiş ve SerPK içerisinde menkul kıymetin tanımını yapmaktan ziyade, menkul kıymet olarak kabul edilecek varlıkları sıralama yöntemi tercih edilmiştir¹³⁴. SerPK'nin 3/1-o hükmü gereği menkul kıymetler (i) paylar, (ii) pay benzeri diğer kıymetler, (iii) söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları, (iv) borçlanma araçları, (v) menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları, (vi) menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçlarına ilişkin depo sertifikalarını ifade etmektedir ve bununla birlikte para, çek, bono ile poliçe menkul kıymet tanımının dışında tutulmuştur. Menkul kıymet özelinde yapılan tanımda, bu denli esaslı bir değişikliğe gidilse dahi, eSerPK'deki tanımda yer alan ve bir varlığın menkul kıymet olup olmadığını test etmeye yarayan unsurların birçoğunun halen bir varlığın menkul kıymet niteliğini belirlemekte kullanılacağı öğretide kabul edilmektedir¹³⁵. Bu nedenle biz de ortaklık varantının menkul kıymet olup olmadığını tespit etmekte bu kriterlerin yalnızca günümüzde halâ kabul görenlerinden faydalanacağız. Buna göre eSerPK döneminde kabul edildiği üzere menkul kıymet unsurlarının tamamını, yatırımcısına ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlamak; belirli bir meblağı temsil kabiliyeti bulunmak; yatırım aracı maksadıyla kullanılmak; dönemsel gelir getirmek; misli nitelikte olmak; seri halde çıkarılmak ve ibareleri aynı olan kıymetli evrak niteliği taşımak şeklinde sıralamak mümkün olacaktır¹³⁶. Ancak günümüzde menkul kıymetin (i) misli nitelikte olması, (ii) seri

¹³⁰ eSerPK'nin 3/b hükmünde, bono, çek, poliçe ve mevduat sertifikaları; diğer sermaye piyasası aracı dışında tutulmuşlardır.

¹³¹ “3794 sayılı değişiklik kanun ile değiştirilmeden önceki halinde” bkz: Karacan/Erişir Karacan, s. 40.

¹³² Karacan/Erişir Karacan, s. 40.

¹³³ Karacan/Erişir Karacan, s. 39.

¹³⁴ Burak Adıgüzel, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C. 3, Sayı 1, Y. 2017, s. 3.

¹³⁵ Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, s. 3.

¹³⁶ Sumer, s. 17. Aynı yönde bkz: Adıgüzel, s. 231.

halde çıkarılması ve (iii) ibareleri olan kıymetli evrak niteliğini haiz olması özelliklerinin irdelenmesine gerek olmadığı kanaatindeyiz. Çünkü sermaye piyasası mevzuatımızda kabul edilen sermaye piyasası araçlarının MKK tarafından kayden izlenmesi hususu; menkul kıymetin eSerPK’de yer alan bazı özelliklerinin günümüzde işlevini kaybetmesine yol açmıştır. SerPK’nin 13/1 hükmü uyarınca, - *menkul kıymet olsun veya olmasın*- sermaye piyasası araçlarının MKK tarafından kayden izlenmesi esas olup¹³⁷ bu kapsamda yine SerPK’nin 13/2 hükmü uyarınca kayden izlenen sermaye piyasası araçlarının nama veya hamiline yazılı olmaları hiçbir önem arz etmeksizin hak sahibinin ismine açılan hesaplarda izleneceği hüküm altına alınmıştır. Bu nedenle günümüzde sermaye piyasası araçlarının bir senet oluşturulmaksızın, “elektronik ortamda bir hak olarak ada göre kaydı”¹³⁸ gerçekleştirilmektedir. İzah edilen bu durumda, senede bağlı olmayan hak artık günümüzde bir “kıymet hakkı”na¹³⁹ dönüştüğü için menkul kıymetin, kağıda (*varakaya*) bağlı bir kıymetli evrak niteliğini haiz olması ve aynı şekilde, misli olma özelliği anlamını kaybetmiştir¹⁴⁰. Öğretide, misli nitelikte olma ve seri halinde çıkarılma bir arada kullanılmakta¹⁴¹ olduğundan; menkul kıymetin seri halde çıkarılma; bir başka deyişle kitle halinde yani birden fazla sayıda ihraç edilme halinin de günümüz sermaye piyasası hukukundaki kayden izlenme esas sebebiyle önemini kaybettiği değerlendirilmektedir. Nitekim Varant Tebliği’nin 11/1 hükmünün ortaklık varantları çerçevesinde yorumlanması gereği, ortaklık varantının da kayden ihracı ve devam eden süreçte de kayden izlenmesi zorunlu olduğundan; menkul kıymetlerin kayden izlenmesi sonucunda günümüzde işlevini

¹³⁷ Ana kural bu olsa da Varant Tebliği’nin 11/1 hükmü “yurt içinde ihraç edilecek” ortaklık varantlarının kayden izlenmesini zorunlu tuttuğundan yurt dışında ihraç edilecek ortaklık varantlarına ilişkin bu minvalde bir zorunluluk bulunmadığı değerlendirilmektedir.

¹³⁸ Turanboy, s. 1289.

¹³⁹ Bir görüşe göre (*Turanboy*) kıymetli evrak tanımı çerçevesinde kalan senet kavramı, sermaye piyasası araçlarının elektronik ortamda yer alan kayıtları ve dolayısıyla, HMK’nin 199. maddesindeki belge kavramını halen karşıladığından; kayden izlenen menkul kıymetler “varakasız kıymetli evrak” olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan bizim de katıldığımız görüşe göre, kıymetli evrakın kayden izlenmeye başlamasıyla elektronik ortamda kayden izlenen, zayi olma niteliği bulunmayan bir “kıymet hakkından” bahsetmek gerekecektir (*Adıgüzel*, s. 259 vd.).

¹⁴⁰ Turanboy, 1290.

¹⁴¹ Adıgüzel, s. 242.

kaybeden özelliklerin ortaklık varantına da atfedilebileceği ve dolayısıyla, ortaklık varantı açısından da güncel unsurlar olarak değerlendirilemeyeceği kanaatindeyiz.

Menkul kıymetin günümüzde kriter olma özelliğini kaybeden unsurlarından bahsedildikten sonra, menkul kıymet unsurlarından ilki olarak ortaklık varantının ortaklık hakkı veyahut alacaklılık hakkı tesis etme durumuna yönelik bir inceleme yapmak gerekecektir. Ortaklık varantının, yatırımcısına sağladığı pay satın alma hakkının bir yenilik doğuran hak niteliğinde olduğu görüşüne katıldığımızı daha önce belirtmiştik. Nitekim bu kapsamda, ortaklık varantı yatırımcısının, ortaklık varantından kaynaklanan bir alacaklılık hakkına sahip olduğu kanaatindeyiz¹⁴². Ancak bu alacaklılık hakkı hususu, ortaklık varantının uzlaşma yöntemleriyle bir arada izah edilmelidir. Çalışmamızın önceki bölümlerinde, ortaklık varantı yatırımcısının, hak kullanımı sonucunda bir miktar pay veya belirli bir miktar payın kullanım fiyatı üzerinden hesaplanacak tutarda nakit elde edeceğini belirtmiştik¹⁴³. Hal böyleyken, ortaklık varantı yatırımcısı, varant satın almasının karşılığında ihraççıdan ya pay teslim almaya ya da nakit para almaya hak kazanmaktadır ki bu durumda, ortaklık varantının yatırımcısına, ortaklık hakkından ziyade bir alacaklılık hakkı bahsettiği sonucuna ulaşmaktadır. Çünkü her ne kadar yatırımcıya bir miktar pay teslim edilecek olsa da yatırımcının, ortaklık varantını satın aldığı tarih itibarıyla doğrudan pay sahipliği haklarına kavuşma imkanı bulunmamaktadır; ortaklık varantı yalnızca pay menşeli uzlaşma yöntemlerinde yatırımcıya ihraççıdan pay talep etme hakkı tesis etmektedir. Menkul kıymetin unsurlarından ikincisi olan belirli bir miktarı temsil kabiliyeti ise, menkul kıymetin itibari değeri¹⁴⁴ bulunmasını ifade etmektedir¹⁴⁵. Elbette ortaklık varantlarının da çıkarıldığı anda bir itibari değerleri bulunmaktadır ve Varant Tebliği'nin 6/5 hükmü uyarınca, ortaklık varantlarının itibari (*nominal*) değeri bir kuruştan az olamayacaktır. Menkul kıymetlerin bir başka unsuru ise yatırım aracı maksadıyla kullanılmaları

¹⁴² Aynı yönde bkz: Adıgüzel, s. 234.

¹⁴³ Ayrıca uzlaşma yöntemlerine ilişkin bkz: Bu çalışma üçüncü bölüm.

¹⁴⁴ İtibari değer tanımına ilişkin bkz: Bu çalışma dñn. 484.

¹⁴⁵ Adıgüzel, s. 236.

olup ortaklık varantlarının, sermaye piyasası aracı sıfatını haiz olmalarından hareketle elbette temel özelliklerinden birisini yatırım aracı olmaları unsuru oluşturmaktadır¹⁴⁶. Nihayetinde sermaye piyasası araçları *-ve dolayısıyla çalışmamız özelinde ortaklık varantı-* piyasa koşullarına göre para piyasalarına hizmet eden araçlar olarak görülmekten ziyade, orta ve uzun vadeli yatırım aracı olarak kabul görmektedir¹⁴⁷. Bu nedenle ortaklık varantlarının, menkul kıymetlere özgü bu unsuru da bünyesinde barındırdığını ifade etmek gerekecektir. Menkul kıymet olarak kabul edilebilmenin bir başka kriteri de dönemsel gelir getirmektir. Burada menkul kıymetler açısından gelir kavramından *-aslında tüm sermaye piyasası araçları açısından getiri beklentisinden-*; faiz, kâr payı, imtiyaz, kazanç, semere, bir edimin elde edilmesi veya çalışma konumuz açısından en önemlileri, değer artışı veyahut bir opsiyonun ya da dönüştürme hakkının kullanımı gibi kendisinden menfaat sağlanabilecek ya da en azından, yarar beklenebilecek bir durum anlaşılabacaktır. Bir menkul kıymete yapılan yatırımdan bazen beklenen miktarda gelir elde edilemeyebilir; öyle ki bazen zarar dahi edilebilir. Ne var ki bu durum, menkul kıymetten dönemsel gelir getirme beklentisinin karakterine ket vurmayacaktır. Bu nedenle ortaklık varantının da yeni pay alma hakkına sahip olma şeklindeki varant kullanımından kazanç sağlama ve değer artışından da gelir elde etme düşünceleri nedeniyle dönemsel gelir fonksiyonunu sağladıkları değerlendirilmektedir.

1.3.2.3.3. SerPK Terimi Olarak Türev Araçlar

Ortaklık varantının bir özelliği, alım hakkı sağladığı payın ve kendisiyle birlikte ihraç edildiği sermaye piyasası aracının bir türevi olmasıdır¹⁴⁸. Başka bir deyişle, ortaklık varantları değerlerini dayandıkları diğer varlıklardan türeten finansal araçlardır¹⁴⁹. Bu nedenle, ortaklık varantının türev olması halini; ortaklık varantının

¹⁴⁶ Karacan/Erişir Karacan, s. 42.

¹⁴⁷ Adıgüzel, s. 238.

¹⁴⁸ Kadıoğlu, s. 129.

¹⁴⁹ Gündoğdu, s. 58.

değerini etkileyen kendisi dışında araçlar da bulunması, değerinin esasen kendisiyle birlikte eş zamanlı olarak ihraç edildiği sermaye piyasası aracı veyahut kullanım hakkı sonrasında satın alınacak payın piyasa değerinden türemesi şeklinde özetlemek mümkündür; bu varlıklar piyasada ne kadar değerliyse, bu varlıklara bağlı olarak çıkarılan ortaklık varantı da piyasada o denli değerli işlem görecektir. Haliyle bu durum akla, ortaklık varantının hukuki niteliği itibarıyla sermaye piyasası hukuku yönünden bir *türev araç* olarak kabul edilip edilemeyeceği sorusunu getirmektedir.

Türev araç uluslararası literatürde, bir başka varlığın değerine göre değeri belirlenen¹⁵⁰, değeri başka bir varlığın değerine bağlı olan¹⁵¹ finansal araç olarak tanımlanmaktadır. Türev araç temelde, iki tarafın söz konusu aracın performansını¹⁵² bir başka varlığın değerinin belirleyeceğine ilişkin akdettikleri bir *sözleşmeyi* ifade etmektedir¹⁵³. Bu nedenle aslında “türev araç” kavramı ile kastedilen, “türev araç sözleşmesi”; yani “türev sözleşmeler”dir¹⁵⁴. Türev araçlar, yatırımcıları tarafından fiyat oynaklığından kaynaklanan riski en aza indirmek üzere alım satıma konu edilen, risk yönetimine¹⁵⁵ yönelik finansal araçlardır.

Hukukumuzda SerPK’nin 3/1-u hükmünde türev araçlar, sınırlı sayıda olmasa dahi tanımlama yolunu tercih etmekten ziyade sayma yoluyla yer almaktadır. Türk hukukunda sermaye piyasası aracı olarak türev araçları özetle, (i) bir menkul kıymetleri satın alma, satma veya birbirleriyle değiştirme hakkı tanıyan türev araçlar (*opsiyonlar*); (ii) değeri, bir değere¹⁵⁶ bağlı olarak çıkarılan türev araçlar, bu

¹⁵⁰ Robert L. McDonald, *Fundamentals of Derivatives Markets*, Pearson, Boston, 2009, s. 2.

¹⁵¹ John Downes/Jordan Elliot Goodman, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 3rd Edition, Barron’s Educational Series, New York, 1991, s. 107.

¹⁵² Karacan/Erişir Karacan, s. 372.

¹⁵³ McDonald, s. 2.

¹⁵⁴ Karacan/Erişir Karacan, s. 372. Türev araç yerine “türev ürün” kavramı da kullanılabilir.

¹⁵⁵ Mondher Bellalah, *Derivatives, Risk Management and Value*, World Scientific, Singapore, 2010, s. 4.

¹⁵⁶ SerPK’nin 3/1-u hükmünde yer alan tanım uyarınca bu değerler (*dayanak varlık ya da göstergeler*); menkul kıymet, döviz fiyatı, faiz oranı, kıymetli maden, kıymetli taş, mal, istatistikler, endeks olabileceği gibi bu değerlerdeki değişiklik de yine türev aracın dayanağını teşkil edebilir.

araçların türevleri ya da sayılan değerleri birbirleriyle değiştirme hakkı veren türev araçlar; (iii) döviz, kıymetli maden ya da SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemler ve (iv) SPK tarafından türev araçlar olduğu kabul edilen araçlar olarak ifade etmek mümkündür. Şu an en yaygın bilinen ve kullanılan türev araç çeşitleri alivire sözleşmeleri (*forward*), vadeli işlem sözleşmeleri (*futures*), opsiyon sözleşmeleri (*options*) ve takas sözleşmeleri (*swaps*) olarak¹⁵⁷ sıralanabilecektir¹⁵⁸. Günümüzde Türkiye’de, futures, opsiyon ve swap organize borsalarda (*teşkilatlanmış piyasalarda*) işlem görürken forward sözleşmeler tezgah üstü piyasada¹⁵⁹ (*over the counter, OTC*) işlem görmektedir.

Türev araçların hukuki özellikleri¹⁶⁰, ortaklık varantının türev araç olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceğini tespit etmekte önemlidir. Bu özelliklerden ilki, türev araçların tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmeler¹⁶¹ olma özelliğidir. Türev araçlar, organize borsaların pazar kotunda yer alan türev araçlar ve tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev araçlar olarak ikili bir ayrıma tabi tutulduğunda; organize borsalarda alım satıma konu edilen türev araçların; ayrıntılı bir biçimde yazılan; ancak *standartlaşmış* sözleşmeler olduğunu görmekteyiz¹⁶². Öte yandan tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev araçlar ise taraflar arasında özel pazarlık

¹⁵⁷ Piyasalarımızda kullanılan türev araçlar ve tanımları hakkında bkz: (<https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>) (E.T.: 12 Aralık 2022)

¹⁵⁸ Ancak türev araçların bu sayılan çeşitlerle sınırlı olmadığını; 2008 yılı itibarıyla finansal piyasalarda 400 ile 1200 farklı türde türev araç bulunduğu ifade edildiğini (*A. Dilşad Keskin, s. 128*) ve Nisan 2023 itibarıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda işlem gören türev araçların (*Swap Piyasası hariç*) işlem hacminin 6.473.558.500.676,24- TL’ye ulaştığını belirtmekte fayda görmekteyiz. (<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/310/veriler-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>) (E.T.: 20 Aralık 2022)

¹⁵⁹ Tezgahüstü piyasalar; düzenli bir borsanın aksine merkezi ya da organize olmayan, SerPK ve devamındaki SPK tebliğlerinin regüle ettiği alana dahil olmayan; örgütlenmemiş piyasalardır ve burada çoğunlukla, banka ve müşterisinden oluşan taraflar arasında iletişim araçlarıyla kurulan anlaşma ile işlemler gerçekleştirilir [Timur Altay Kaygısız, Tezgahüstü (OTC) Türev İşlemlerin Merkezi Takası, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2008, s. 3];

¹⁶⁰ Türev araçların hukuki özelliklerine ilişkin kriterler hakkında bkz: Keskin, s. 136-147.

¹⁶¹ Oğuzman/Öz, s. 331: Tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmeler (*karşılıklı borç yükleyen sözleşmeler*), taraflardan her birinin borcunun, diğer tarafın borcunun karşılığını oluşturduğu sözleşmelerdir. Tam iki taraflı sözleşmelerde taraflardan her biri, diğer tarafın edimini elde etmek için borç altına girdiğinden taraflar arasında bir edim değişimi söz konusudur. Tam iki taraflı borç yükleyen sözleşmelere satım sözleşmesi, hizmet sözleşmesi gibi örnekler verilebilir.

¹⁶² Karacan/Erişir Karacan, s. 374.

ve görüşmeler yapılarak¹⁶³; sözleşmenin tutar, vade ve diğer teknik koşullarının tarafların ihtiyaçlarına göre biçimlendirildiği finansal ürünlerdir¹⁶⁴. Bu nedenle türev araçların temelinde koşulları standartlaşan veya tarafların ihtiyaçlarına göre şekillenen sözleşmeler bulunduğunu belirtmek gerekecektir.

Türev araçların ikinci özelliği, para edimi içermeleridir. Elbette yukarıda değerlendirdiğimiz menkul kıymetler ve aşağıda değerlendireceğimiz sermaye piyasası araçları da teknik olarak para edimi içerdiklerinden; burada para edimi içirme kavramının altını hukuki olarak doldurmak gerekecektir. Şöyle ki, aslında türev araçlarda temel yükümlülük; belirli ya da ödeme gününde belirlenebilen bir miktar nakdin *-bir defaya mahsus veya periyodik olarak tekrar edem edimler şeklinde-* bir para birimiyle karşı tarafa ödenmesidir¹⁶⁵. Zaten türev araçları *- ortaklık varantı gibi-* teslim karakterli vadeli işlemlerden ayıran en temel özelliğın bu durum olduğu öğretilde kabul edilmektedir¹⁶⁶. Türev araçlarda, sözleşmenin konusu olarak gösterilen dayanak varlık pay, sair kıymetli evrak veya emtia olsa dahi aslında türev aracın çıkarılmasındaki esas amaç; dayanak varlığın kayden teslimi ya da zilyetliğinin devri değil, dayanak varlığa göre belirlenecek bir miktar paranın, nakdi mutabakat ile, türev araç yatırımcısına teslim edilmesidir¹⁶⁷.

Türev araçların bir başka özelliği, edim kapsamının tesadüfe bağılı olması; borçlar hukuku çerçevesinde bir başka deyişle, türev araçların sonuçları talih ve tesadüfe bağılı birer sözleşme vasfını haiz olmasıdır. Sonuçları talih ve tesadüfe bağılı sözleşmeler kısaca, borçlunun kapsamı önceden belirlenmesi mümkün olmayan bir zarar tehlikesini göze aldığı sözleşmeler olarak ifade edilmektedir; bu tip sözleşmelerde borçlu sözleşme akdederek sözleşme konusu borca girdiği yönünde kabulde bulunmaktadır, ancak borçlunun üstlendiği borcun kapsamı,

¹⁶³ Karacan/Erişir Karacan, s. 374.

¹⁶⁴ Ersan, s. 165.

¹⁶⁵ Keskin, s. 139.

¹⁶⁶ Keskin, s. 139.

¹⁶⁷ Keskin, s. 139.

sözleşmenin akdedildiği tarih itibarıyla net ve belirli değildir¹⁶⁸. Nitekim türev araçlara bakıldığında da vadede *-veya vade tarihine kadar olan ve günün seçimi türev araç yatırımcısının talebine bağlı olan bir tarihte-* ifa edileceğine karar verilen ödemelerden en az birinin tutarı; türev aracın alım satıma konu edildiği anda kesin olarak belirlenememiştir. Yalnız belirtmek gerekir ki buradaki belirsizlik unsuru; edimin varlığına ilişkin değil edimin kapsamına ilişkindir¹⁶⁹. Vadeye kadar olan süreçte piyasadaki gelişmelerin ne yönde olacağı belli olamayacağından, tarafların finansal okuryazarlıktan kaynaklanan piyasanın durumunu tahmin etmekteki başarıları haricinde; türev aracın alım satıma konu edildiği anda taraflardan hiçbirinin bu türev araçtan kâr ya da zarar edeceği yönünde kesin bir değerlendirme yapabilmeleri mümkün olamayacaktır¹⁷⁰. İşte bu kazanılacak veya kaybedilecek bedelin tespit edilememesi türev araçlara tesadüfe bağlılık karakterini kazandırmaktadır.

Yukarıda izah edilenlere ilaveten türev araçların bir başka özelliği de risk ihtiva ediyor olmalarıdır. Elbette tüm sözleşmeler bir noktada risk içermekte olduklarından türev araçlar açısından risk unsurunu ayrıca ele almak gerekmektedir. Buna göre türev araçlarda risk unsurunun iki temel yönü olduğu belirtilmelidir¹⁷¹. Bu yönlerden ilki, türev araçlardaki riskin taraflarca istenmesi unsurudur. Şöyle ki, türev araçlardaki risk taraflar açısından göze alınabilir niteliktedir ve yönetilebildiği ölçüde istenilen bir durumdur; zira tarafların aldığı risk karşısında yüksek oranda kâr elde etme beklentileri vardır. Türev araçlardaki riskin öteki görüntüsü ise şu şekilde özetlenebilir; ne zaman ki risk gerçekleşir, o tarih itibarıyla tarafların edim yükümlülüklerinin kapsamı net bir çerçevede belirlenebilecektir¹⁷². Öyle ki bu nedenle türev araçlar içerdikleri riskin yapısına göre; simetrik ve asimetrik yapıları türev araçlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Simetrik yapıları türev araçlarda her

¹⁶⁸ Arif Barış Özbilen, Sözleşmelerin Şekli ve Şekil Yönünden Hükümsüzlüğü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 235.

¹⁶⁹ Keskin, s. 143-144.

¹⁷⁰ Keskin, s. 145.

¹⁷¹ Keskin, s. 145.

¹⁷² Keskin, s. 145.

iki tarafın da sözleşme kapsamındaki yükümlülükleri vadede tespit edilebilecek nitelikte iken asimetrik yapıli türev araçlarda (*örneğin, opsiyonlar*), taraflardan biri açısından edim, sözleşmenin akdedildiği anda belirli olan prim olduğu için risk de ödenen prim ile sınırlı olacaktır¹⁷³.

Türev araçların son hukuki özelliği ise, kendilerinde ifa zamanının ertelenmiş olmasıdır. Bilindiği üzere bir borcun ifasının tarafların anlaşması ile vadeye bağlanması mümkün olup bu durumda borçlu, ifayı ancak vade gelince talep etme hakkına sahip olacaktır¹⁷⁴. Bu yönden inceleme konusu edildiği takdirde; türev aracın vadesine kadar olan süreden kâr elde etme isteğine yönelik bir risk yönetimi olması nedeniyle; halihazırda kullanılan pek çok türev araç türü bulunsa da türev araçların neredeyse tamamında sözleşmenin kuruluşu ve tarafların sözleşmeden kaynaklanan edimleri arasında zaman olarak fark olduğu görülmektedir. Hal böyleyken doktrinde, prensip olarak tarafların ifalarının ertelendiği şekilde yorum yapılmaktadır¹⁷⁵.

1.3.2.3.4. SerPK Terimi Olarak Diğer Sermaye Piyasası Aracı

Ortaklık varantının hukuki niteliğini tespit edebilmek amacıyla SerPK terimi olarak ele alınması gereken başka bir kavram ise SerPK'nin 3/1-ş hükmünde düzenlenen “diğer sermaye piyasası aracı”dır. Diğer sermaye piyasası araçları, sermaye piyasasının dinamik yapısına uyum gösterme maksadıyla çıkarılan bir kavram olduğundan; Türk hukukunda doğrudan unsurları ifade edilmek suretiyle tanımlanmamıştır¹⁷⁶.

¹⁷³ Keskin, s. 146.

¹⁷⁴ Oğuzman/Öz, s. 314.

¹⁷⁵ Keskin, s. 147.

¹⁷⁶ Aynı yönde bkz: Burçak Yıldız, Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Kavramı Hakkında (*SPK m. 38.1.c.*), Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C:30, Sayı 4, Y. 2014, dpn. 72.

Diğer sermaye piyasası araçlarını anlayabilmek için, öncelikle bu kavramın sermaye piyasası hukukumuzda dahil edilmesindeki amacı anlamak gerekecektir. Sermaye piyasası mevzuatı; yeni tekniklere ve potansiyel gelişmelere ayak uydurabilmek amacıyla yeni finansal varlıkları, piyasaların gelişim hızını yakalayan bir şekilde mevzuata entegre etme amacını gütmektedir¹⁷⁷. Bu nedenle menkul kıymet veya SerPK’de sayılan sair sermaye piyasası araçlarının tanımlamasına sokulamayacak; ancak yine de sermaye piyasasında araç olarak işlem görmesi istenen finansal varlıkların sermaye piyasası mevzuatı içerisinde efektif bir şekilde düzenlenebilmesi amacıyla “diğer sermaye piyasası araçları” kavramı literatürümüze girmiştir. Bu ihtiyaçtan hareketle *diğer sermaye piyasası araçları*, hukuki yapısı itibarıyla menkul kıymet, türev araç veya yatırım sözleşmesi¹⁷⁸ vasfı bulunmayan ve sermaye piyasası mevzuatımızda henüz kendisine yer edinmemiş, fakat sermaye piyasasında işlem görmeye müsait olan yeni araçların sermaye piyasası hukuku kapsamına alınması amacına hizmet eden¹⁷⁹; SPK tarafından sermaye piyasası aracı olduğu açıkça belirtilen ve bu çerçevede yine SPK tarafından yapılacak düzenlemelere konu edilen finansal varlıklara verilen genel isim olarak tanımlanabilecektir¹⁸⁰. Öğretide diğer sermaye piyasası araçlarının melez yapısına vurgu yapıldığı da görülmektedir; buna göre diğer sermaye piyasası araçlarının bazı özelliklerinin paylara benzediğine bazı özelliklerinin ise tahvillere benzediğine yönelik değerlendirmelere de

¹⁷⁷ Reha Tanör, Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz, C. 2, Beta Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2000, s. 145.

¹⁷⁸ Bir sermaye piyasası aracı, menkul kıymet veya türev araç niteliğinde olmamasına rağmen yine de sermaye piyasalarında ile görüyor ve alım satımına konu edilebiliyorsa; bu minvaldeki finansal varlıklara yatırım sözleşmeleri adı verilmektedir (*Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, s. 1-8.*). İşbu çalışmamız kapsamında ortaklık varantının yapısı gereği bir sözleşme olmadığına açık olması nedeniyle yatırım sözleşmelerinin çalışmamız kapsamı dışında kalan bir sermaye piyasası aracı türü olduğu tespit edildiğinden; işbu çalışma içerisinde yatırım sözleşmesine ilişkin herhangi bir açıklamaya yer verilmeyecektir.

¹⁷⁹ Tanör, Halka Arz, s. 81.

¹⁸⁰ Aynı yönde bkz: Asuman Yılmaz, Kripto Para Birimi Bitcoin ve Bitcoin'in Türk Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Değerlendirilmesi, On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 84.

rastlanmaktadır¹⁸¹. Elbette bir diğer sermaye piyasası aracının tanımı, usul ve esasları SPK'nin bu araca ilişkin çıkaracağı tebliğ ile belirlenecektir¹⁸².

Kanun koyucu, sermaye piyasası hayatından doğan ve ilerleyen dönemde tescil, kotasyon vb. işlemlere konu edilebileceği değerlendirilen bir finansal varlığın, SerPK'nin hazırlandığı tarih itibarıyla bilinmiyor olmasından hareketle; genel bir ifade çerçevesinde ve şartlarının SPK tarafından belirleneceğini de SerPK'nin ilgili maddesinde açıkça bildirdiği bir çatı bir kavram olarak, diğer sermaye piyasası araçlarını ihdas etmiştir¹⁸³. Aslında “diğer sermaye piyasası aracı” tanımlaması yapılmasıyla kanun koyucu; *yatırımcının korunması ilkesi* çerçevesinde kalmak ve bu bahisle sermaye piyasası düzenlemelerine tabi olmayan, regüle edilmekten yoksun kaldığı için yatırımcının zarara uğrama riskine açık olduğu bir finansal varlık yaratılmasının önüne geçmek gayesindedir. Zira SerPK'nin 128/1-e hükmü ile 3/1-ş hükmü bir arada incelendiğinde, bir finansal varlığın sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olduğuna yönelik tespitte bulunmak, yeni sermaye piyasası araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ile bunları denetlemek yetkisinin münhasıran SPK'ye tanınmış durumdadır; mezkur yetkilerin SPK tarafından kullanımının temel hedefleri arasında, güvenli bir yatırım ortamı sağlamak bulunmaktadır.

1.3.2.3.5. Değerlendirmelerimiz

Hukuk literatüründe varantların¹⁸⁴ çok uzun süre “menkul kıymetleştirilmiş opsiyonlar” olarak anıldığından işbu çalışma içerisinde bahsedilmişti¹⁸⁵. Bu durumun, eSerPK'nin temel finansal varlığının “menkul kıymet” olmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Bu çerçevede öğreti incelendiğinde ortaklık

¹⁸¹ Arzu Balan, Ekonomik Bir Suç Olarak Sermaye Piyasası Kanununda Düzenlenen İşleme Dayalı Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 15.

¹⁸² Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, s. 7.

¹⁸³ Tanör, Halka Arz, s. 83.

¹⁸⁴ Burada hem ortaklık varantından hem de aracı kuruluş varantından bahsedilmektedir.

¹⁸⁵ Varantların menkul kıymetleştirilmiş opsiyon sıfatını haiz olduğuna ilişkin bkz: Bu çalışma dpn. 10.

varantına ilişkin detaylı çalışmaların gerçekleştirilmemiş olduğu; ortaklık varantını tanımlamaya yönelik yapılan bilgilendirmelerde ise uzun bir süre *ortaklık varantının bir menkul kıymet olduğu* yönünde tespitte bulunulduğu görülmüştür¹⁸⁶. Diğer tarafta, Adıgüzel tarafından *türev menkul kıymet*¹⁸⁷ olduğu yönünde değerlendirme yapılmıştır. Son yıllarda ise öğretide, ortaklık varantının *türev araç*¹⁸⁸ niteliğini haiz olduğu yönünde tespitte bulunulduğu ve bu durumun sermaye piyasasının ikincil düzenlemelerine dahi yansıdığı¹⁸⁹ görülmektedir. Nitekim yine öğretide güncel kabul edilebilecek görüşlerde ortaklık varantının *diğer sermaye piyasası aracı* olduğu yönünde görüş bildirildiği görülmektedir¹⁹⁰. Kendisini düzenleyen hukuki normları tespit edebilmek adına, günceli de yakalayan bir şekilde ortaklık varantının hukuki niteliğini tespit etmenin önem arz ettiği kanaatindeyiz.

Ortaklık varantının, ilk bakışta menkul kıymetin halen geçerliliğini koruyan kriterlerinin tamamını karşıladığı kanaatindeyiz. Ne var ki ortaklık varantının menkul kıymet sıfatını haiz olup olmadığını değerlendirme noktasında SerPK'deki güncel “menkul kıymet” tanımına atıfta bulunmakta da fayda olacaktır. Güncel durumda bir tanım vermekten ziyade sayma yoluyla düzenleme yapılan menkul kıymet tanımında üst çatıda, (i) paylar, (ii) pay benzerleri, (iii) borçlanma araçları ve (iv) menkul kıymetleştirmeye dayalı borçlanma araçlarının¹⁹¹ menkul kıymet olarak kabul edildiği değerlendirilmektedir. Bu nedenle eSerPK ve SerPK kıyaslandığında, kanun koyucunun yaptığı lafzi değişikliğin bilinçli bir tercih

¹⁸⁶ Ortaklık varantının menkul kıymet olduğu yönünde bkz: Gündoğdu, s. 59; Karacan/Erişir Karacan, s. 407, Kadioğlu, s. 132.

¹⁸⁷ Ortaklık varantının türev menkul kıymet olduğu yönünde bkz: Adıgüzel, s. 229.

¹⁸⁸ Ortaklık varantının türev araç olduğu yönünde bkz: Kadir Baş, Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirketlere Katılımı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 256-257.

¹⁸⁹ III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in (R.G.: 11 Temmuz 2013, Sayı: 28704) 25A/2 hükmü gereği ortaklık varantının, SPK'nin sair düzenlemelerindeki tanımlardan bağımsız olarak türev araç şeklinde kabul edileceği hüküm altına alınmıştır.

¹⁹⁰ Gökhan Aydoğan, Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 33, Sayı 4, Y. 2017, s. 236-237; Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, s. 7; Balan, s. 16.

¹⁹¹ Karacan/Erişir Karacan, “kitap hakkında” bölümü.

olduğu; eSerPK döneminde menkul kıymetin çatı kavram olduğu yönündeki tercihten vazgeçerek bu kavramın yerine sermaye piyasası aracı kavramını getirme maksadıyla kanuni düzenlemeyi değiştirdiği değerlendirilmektedir. İzah edilen sebeplerle, güncel sermaye piyasası mevzuatı içerisinde ortaklık varantının menkul kıymet olarak kabul edilemeyeceği görüşündeyiz.

Özellikle güncel kaynaklarda, ortaklık varantının türev araç olduğu yönünde yorumlar yapıldığı hususu daha önce belirtilmişti. Elbette, ortaklık varantının bir başka finansal varlığın (*örneğin, bir pay veya borçlanma aracının*) türevi olduğu konusunda herhangi bir eleştiri yapılmasına gerek bulunmayacaktır. Ne var ki, türev araçlar; gerek dünyadaki örneklerinde gerekse Türk sermaye piyasasında *finansal sözleşmeler*¹⁹² olarak tanımlanmakta ve sözleşme olarak alım satımına konu edilmektedir. Zaten türev araçların içeriği organize borsalarda standardize edilirken tezgah üstü piyasalarda ise tamamen tarafların işlemden beklentileri doğrultusunda şekillendirilmektedir (*tailor-made agreement*). Bu nedenle ortaklık varantının ihraç ve satışına ilişkin hususlar ise taraflar arası serbestiden ziyade Varant Tebliği'nin ilgili hükümlerinde ve ihraççıya hukuken alan bırakılan nispette, izahnamede düzenlenmektedir. Buna ilaveten, türev araçların en önemli özelliği para edimi içermelerinin olsa dahi bunun karşısında ortaklık varantları, günün sonunda yatırımcısına pay kazandırmayı amaçlamaktadır, yatırımcının ortaklık varantı karşılığında para kazanması ancak istisnai durumlarda gündeme gelecektir. Mezkur karşılaştırmadan hareketle, ortaklık varantının türev araç olarak kabul edilemeyeceği görüşündeyiz.

Bu başlık altında son olarak ortaklık varantının “diğer sermaye piyasası aracı” olarak kabul edilip edilemeyeceği incelenecektir. Yukarıda izah edildiği üzere, diğer sermaye piyasası aracı tanımı hukukumuzda esasen SPK'nin, piyasanın etkin çalışmasını temin etmek amacıyla usul ve esaslarını belirleyebileceği düşüncesi ile

¹⁹² Karacan/Erişir Karacan, s. 372. Ayrıca Borsa tarafından 24 Şubat 2017'de çıkarılan Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönergesi'nin lafzı içerisinde de işlem gören tüm türev araçlar, *sözleşme* olarak tanımlanmıştır.

girmiştir. SerPK'nin 128/1-h hükmünden aldığı yetkiyle¹⁹³, SPK'nin tebliğ çıkarmak gibi idari düzenleyici işlemlerle yeni bir sermaye piyasası aracı ihdas etmesi durumu geçmişte, Anayasa'ya aykırılık çerçevesinde öğretide çeşitli yazarlar tarafından eleştirilmiştir¹⁹⁴. Diğer taraftan öğretide *Kutlu Gürsel* tarafından, SPK'nin sermaye piyasası alanında faaliyette bulunma yetkisini haiz ekonomik bir idare olduğu; söz konusu *ekonomik idare hukuku yetkileri* olarak da adlandırabileceğimiz kamusal yetkilerini düzenleyici işlemler tesis etmek; bir başka deyişle sermaye piyasası ile ilgili kural koymak suretiyle kullanabileceği değerlendirilmektedir¹⁹⁵. Öğretide *Adıgüzel* tarafından yetkisini Anayasa'dan almayan bir hususun hukuki olmayacağı yönündeki görüşün SPK'ye tanınan diğer sermaye piyasası aracı ihdas etme yönünden geçerli olmaması gerektiği ifade edilerek SPK tarafından yeni sermaye piyasası aracı tiplerinin oluşturulabileceği; bu durumun SPK'nin tebliğ çıkarma yetkisiyle fiiliyata dökülebileceği ifade edilmektedir¹⁹⁶. Bizler de mezkur ikinci görüş ile aynı doğrultuda, hukuka aykırı herhangi bir durum oluşmaksızın; SPK'nin bu şekilde yeni sermaye piyasası aracı türü tespit etmesinin sermaye piyasalarının, piyasada oluşan ihtiyaca hızla ve yatırımcının güvenini tesis etme ve etkin şekilde korunmasını sağlama maksadıyla cevap verme yönündeki refleksine uygun olduğu görüşündeyiz. Her halükarda SerPK'nin 128/1-e ve 128/1-h hükümleri bir arada incelendiğinde; SPK'nin tebliğ çıkarmak suretiyle yeni bir sermaye piyasası aracı tanımlaması mümkündür. Nitekim bakıldığında ortaklık varantları açısından SPK bu yetkisini Varant Tebliği'nin 3/1-l hükmü ile kullanmış ve ortaklık varantına ilişkin atıfta bulunulan madde içerisinde, hiçbir kuşkuyla mahal vermeyecek şekilde “sermaye piyasası aracı” ifadesini kullanmıştır ki bu hususun SPK'nin bilinçli tercihi olduğu kanaatindeyiz. Zira ortaklık varantı, mülga Ortaklık Varantı Tebliği öncesinde

¹⁹³ SPK'nin düzenleyici işlemler vasıtasıyla bir sermaye piyasası aracı oluşturabilmesinin kanun tekniğine uygun olmadığına dair eleştiri için bkz: Balan, s. 15.

¹⁹⁴ SPK'nin düzenleyici işlem tesisiyle bir sermaye piyasası aracı tanımlayabilmesinin Anayasa'nın çeşitli maddelerine atıfla Anayasa'ya aykırılık teşkil ettiğine dair eleştiriye katılan yazarlar için bkz: Balan, s. 15, dpn. 59.

¹⁹⁵ Meltem Kutlu Gürsel, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Denetimi, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 7, Özel Sayı, Y. 2005, s. 500.

¹⁹⁶ Adıgüzel, Sermaye Piyasası Aracı Kavramı, s. 7.

hukukumuzda tanımlanmış bir finansal varlık değildir ve bu durum, ortaklık varantının sermaye piyasamızda nispeten genç bir araç olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer sermaye piyasası aracının SPK tarafından tanımlanma yetkisi, ortaklık varantı açısından mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nde net bir şekilde görünmektedir. Daha net bir deyişle ortaklık varantından mülga Ortaklık Varantı Tebliği vasıtasıyla ilk kez bahsedilmesi, diğer sermaye piyasası aracının hukuki özelliklerinden biri olarak kabul edildiği üzere; SPK'nin yeni sermaye piyasası araçlarını mevzuatımıza tanıtmaya amacı açıkça görülmektedir. İzah ettiğimiz tüm bu nedenlerle ortaklık varantının bir diğer sermaye piyasası aracı olduğu görüşüne katılmaktayız. Son olarak, “menkul kıymetleştirilmiş opsiyonlar” olmanın ötesinde; ortaklık varantlarının *şirketler tarafından çıkarılan pay alım opsiyonu tanıyan sermaye piyasası aracı* olarak tanımlanabileceği kanaatindeyiz.

1.4. ORTAKLIK VARANTININ ÇEŞİTLERİ

Ortaklık varantının, varantın bir türü olması nedeniyle pek çok çeşidi vardır. Ancak işbu çalışma içerisinde *yalnızca ortaklık varantı açısından* önem arz eden çeşit ayrımlarına değinilmekle yetinilecektir¹⁹⁷.

1.4.1. Kullanım Hakkına Göre Varantlar: Alım Varantı ve Satım Varantı

Varantlar, kullanım hakkına göre yatırımcılarına; bir varlığı satın alma (*call*) veya bir varlığı satma (*put*) hakkı verebilmektedirler. Ancak bu hak yatırımcılar için

¹⁹⁷ Varant Tebliği içerisinde ortaklık varantına yönelik en büyük ayrım çıkarımda bulunanlar açısından; bir başka deyişle ihraççısı açısından varant türleri olup bunlar iki tanedir: (i) ortaklık varantları ve (ii) yatırım kuruluşu varantları (Yılmaz Türkmen, s. 47). Ancak bu zamana kadar literatürde varanttan bahsedilen pek çok kaynakta kavramsal olarak varant kullanılmış ise de yalnızca yatırım kuruluşu varantlarından bahsedilmiştir ve bu durumun ortaklık varantına yönelik literatür oluşumunu olumsuz etkilediği değerlendirilmektedir. İşbu çalışmanın temel amacının ortaklık varantlarına ilişkin detaylı açıklamalarda bulunmak olması nedeniyle, bilinçli bir tercihle işbu çalışma içerisinde varantın ihraççısı yönünden çeşitlerine yer verilmemiştir.

bir yükümlölük arz etmemektedir; bilhassa yatırımcı, hakkın ihraççıya karşı kullanımını konusunda tamamen bir serbesti içerisinde¹⁹⁸.

Bu kapsamda alım varantı (*call varant*) olarak da ifade edebileceğimiz varantı tanımlamak için alım opsiyonlarına ilişkin yapılan tanımlardan faydalanabiliriz¹⁹⁹. Alım hakkı, hak sahibine; bir şeyi, hak sahibinin hak kazanma halinden daha önce kararlaştırılan şartlarda tek taraflı irade beyanıyla satın alma hakkı veren bir haktır²⁰⁰. Bu kapsamda varant üzerindeki satın alma hakkına bakıldığında, mezkur hak yatırımcısına (*hakkın alıcısına, hakkı ödediği prim karşılığında iktisap eden tarafa*) üzerine yazıldığı varlığı belirli bir fiyattan satın alma hakkı vermektedir²⁰¹. Bu kapsamda alım varantı, yatırımcısına satın alma (*call*) hakkı sağlamaktadır. İşbu tanımdan hareketle kural olarak; varant yatırımcısı tarafından varanttan kaynaklanan alım hakkının kullanılması halinde, yatırımcı ile ihraççı arasında, üzerine ortaklık varantı yazılan şirket paylarının konu edildiği ikinci bir satım sözleşmesi kurulacağı ifade edilebilecektir²⁰². Elbette bu alım hakkının yatırımcı tarafından kullanılması için, ortaklık varantının üzerine yazıldığı payın piyasa değerinin, kullanım fiyatından yüksek olması gerekecektir. Başka bir deyişle alım varantı, üzerinde ancak ilgili payın piyasadaki satış fiyatından daha düşük bir kullanım fiyatı belirlenmesi halinde değerli addedilecektir²⁰³.

Yukarıda belirtilen alım varantı karşısında satım (*put*) varantından da bahsetmek gerekecektir ki satım varantından bahsetmek için de satım opsiyonuna ilişkin yapılan tanımlamalardan faydalanılabilecektir. Alım hakkına ilişkin yukarıda

¹⁹⁸ McDonald, s. 39 ve 46. Türk hukuku için aynı yönde bkz: Yılmaz Türkmen, s. 8; Karacan/Erişir Karacan, s. 406.

¹⁹⁹ Aynı yönde bkz: Karacan/Erişir Karacan, s. 406.

²⁰⁰ Kırca, s. 202.

²⁰¹ Ersan, s. 94.

²⁰² Kırca, s. 186. İşbu çalışma içerisinde yalnızca pay menşeli uzlaşi yöntemlerinden bahsedileceği için nakdi uzlaşıda taraflar arasındaki ilişkinin hukuki niteliğine ilişkin herhangi bir değerlendirme yapılmayacaktır. Nakdi uzlaşının Varant Tebliği'ndeki tanımına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [3.1.3.1.].

²⁰³ Kırca, s. 61: Finansal literatürde bu durum "varantın içsel değere sahip olması" olarak ifade edilmektedir.

yapılan açıklamalara karşılık satım hakkı; hak sahibine bir şeyi daha önce kararlaştırılan şartlarda, yalnızca hak sahibinin yapacağı bir tek taraflı irade beyanıyla bu hakkın yükümlüsüne satmak, devretmek yetkisi tanımaktadır²⁰⁴. Bu nedenle bir satım varantı da yatırımcısına, elindeki bir miktar *dayanak varlığı ya da göstergeyi*²⁰⁵, daha önceden belirlenen bir fiyattan ihraççısına satma (*put*) hakkı tanıyacaktır²⁰⁶. Satım hakkının kullanılması ise dayanak varlık veya göstergenin piyasa değerinin, kullanım fiyatından düşük olması halinde yatırımcı açısından cazip bir hale gelecektir. Bu nedenle aslında; alım varantından kaynaklanan hakkın kullanılması ile teknik olarak, ihraççı ile yatırımcı arasında ihraççının elindeki dayanak varlık veya göstergenin ihraççıya satım konusu edileceği ikincil bir satım sözleşmesi kurulacaktır.

Burada ortaklık varantının hem satın alma varantı hem de satım varantı olarak ihraç edilip edilemeyeceğini tespit etmek gerekecektir. Bu kapsamda ortaklık varantının modern Türk hukukundaki gelişimini de değerlendirebilmek adına, mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin ortaklık varantının tanımının yer aldığı 3/1-1 (2.) hükmü incelendiğinde; ortaklık varantının pay satın alma hakkı veren bir sermaye piyasası aracı olduğu yönünde bir ifade yer aldığı görülmektedir. Ancak halihazırda yürürlükte olan Varant Tebliği'nin ortaklık varantının tanımlandığı 3/1-1 hükmünde yer alan tanımında alma hakkının açıkça zikredilmesinden ziyade; ortaklık varantının, sahibine uzlaşa (*mutabakat*) yöntemlerinden²⁰⁷ birini talep etme hakkı bahsettiğinden bahsedilmektedir. SerPK'nin uzlaşa yöntemlerine ilişkin 17.

²⁰⁴ Kırca, s. 202.

²⁰⁵ SerPK'nin 3/1-d hükmü gereği dayanak varlık, (i) BIST-30 endeksinde yer alan payı; (ii) her biri BIST-30 endeksinde yer alan birden fazla paydan oluşan pay sepetini; (iii) SPK tarafından uygun görülmek koşuluyla, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen devlet iç borçlanma senedi, kıymetli maden, konvertibl döviz, emtia veya geçerliliği uluslararası alanda kabul gören endeksler gibi diğer varlık ve göstergeleri ifade eder. Dayanak gösterge ise (i) Borsa tarafından oluşturulan pay endeksleri veya (ii) SPK tarafından uygun görülmek koşuluyla, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen devlet iç borçlanma senedi, kıymetli maden, konvertibl döviz, emtia veya geçerliliği uluslararası alanda kabul gören endeksler gibi diğer varlık ve göstergeleri ifade eder. Burada belirtmek gerekir ki dayanak varlık ve dayanak gösterge kavramı ortaklık varantı ile ilişkili kavramlar olmayıp esasen yatırım kuruluşu varantının bir türüdür.

²⁰⁶ Varantlar, s. 11.

²⁰⁷ Uzlaşa yöntemlerine ilişkin bkz: Bu çalışma üçüncü bölüm.

maddesi incelendiğinde ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda, uzlaşa yönteminin türüne göre yatırımcının (i) pay satın alması, (ii) yapılacak hesaplama göre belirlenecek farka karşılık gelen sayıda pay teslim alması veya (iii) yapılacak hesaplama göre belirlenecek farka karşılık gelen sayıda paya tekabül eden meblağda nakit para ödemesi alması gündeme gelecektir. İzah edilen tüm bu ihtimallerin alım hakkına işaret ettiği kanaatindeyiz. Bu nedenle Türk hukukunda ortaklık varantları yalnızca alım hakkı bahşedecek şekilde; kısaca *call* varant olarak ihraç edilebilecektir. Nitekim öğretideki görüş de bu şekildedir²⁰⁸.

1.4.2. Kullanım Süresine Göre Varantlar: Amerikan Tipi Varant, Avrupa Tipi Varant ve Bermuda Tipi Varant

Varantlar, kullanım sürelerine göre üçe ayrılmaktadır. Dünyadaki finansal literatürde kullanım şekli²⁰⁹ (*exercise style*)²¹⁰ veya hakkın kullanım zamanlaması²¹¹ olarak da adlandırılan bu ayrıma ilişkin, uygulamanın aynı olması nedeniyle bu konuda opsiyonlar hakkında yapılan tanımlamalardan ilerlenebilecektir. Buna göre varantlar kullanım sürelerine göre (i) Avrupa tipi, (ii) Amerikan tipi ve (iii) Bermuda tipi varant olarak üç farklı şekilde ihraç edilebilecektir²¹².

Avrupa tipi varantlar, yatırımcısına önceden belirlenen vadenin sonunda üzerine yazıldığı paya, dayanak varlığa veya göstergeye ilişkin dönüşüm talebinde bulunma -ortaklık varantları açısından, satın alma- hakkı vermektedir²¹³. Bir başka deyişle, Avrupa tipi varantları vade tarihlerinden daha önce kullanmak mümkün değildir²¹⁴.

²⁰⁸ Ortaklık varantının yalnızca alım varantı olarak ihraç edilebileceğine ilişkin bkz: Adıgüzel, s. 230; Kadioğlu, s. 130.

²⁰⁹ Yılmaz Türkmen, s. 50.

²¹⁰ McDonald, s. 40.

²¹¹ Karacan/Erişir Karacan, s. 381.

²¹² McDonald, s. 40; Ersan, s. 95.

²¹³ Kadioğlu, s. 134.

²¹⁴ Kırca, s. 40.

Amerikan tipi varant, yatırımcısına vade tarihine kadar olan herhangi bir tarihte üzerine yazıldığı paya, dayanak varlığa ya da göstergeye ilişkin dönüşüm talebinde bulunma -ortaklık varantları açısından, satın alma- imkânı sunmaktadır. Bu nedenle Amerikan tipi varantlarda varantın kullanımı, vade sonunda ya da vade sonundan önceki bir tarihte mümkün olabilmektedir²¹⁵. Bir başka deyişle, Amerikan tipi varantlar, satın alınma tarihleri ile vade arasında geçen zaman dilimi içerisinde istenilen tarihte kullanılabilirler²¹⁶. Amerikan tipi varant açısından vade, bir süreci, bir zaman aralığını ifade etmektedir.

Son olarak Bermuda tipi varantı ele almak gerekecektir. Opsiyonlara ilişkin verilen tanımlardan hareketle tespitte bulunabileceğimiz; Amerikan tipi ile Avrupa tipi arasında melez bir tür²¹⁷ olarak değerlendirilebilecek Bermuda tipi varant, varantın tüm kullanım süresi boyunca değil; fakat vadeye kadar geçen süre içerisinde belirli periyotlarla (*örneğin, her ayın onuncu günü*), kullanılabilir bir varant türüdür²¹⁸. Buna göre Bermuda tipi varant yatırımcısına, üzerine yazıldığı paya, dayanak varlığa veya göstergeye ilişkin dönüşüm hakkını vade öncesindeki belirli tarihlerde²¹⁹ kullanma imkânı sunmaktadır.

Türk sermaye piyasası mevzuatında zaman içerisinde, varantların kullanım süreleri açısından çeşitliliğin arttığı görülmektedir. Kısaca izah etmek gerekirse mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 3/1-ı hükmünde yer alan tanım, ortaklık varantından kaynaklanan hakkın yalnızca “vade sonunda” kullanılabilirliğini ifade etmekteydi ki bu durum; mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin uygulandığı dönemde yalnızca Avrupa tipi ortaklık varantına müsaade edildiği sonucuna varmaktadır. Devam eden süreçte yürürlüğe giren Varant Tebliği'ne ilişkin SPK tarafından yapılan açıklamada, ortaklık varantlarına ilişkin getirilen en büyük yeniliklerden

²¹⁵ Ersan, s. 95.

²¹⁶ Kırca, s. 40.

²¹⁷ Betül Öngen, Klasik Yatırım Araçlarına Alternatif Finansal Enstrümanlar: Opsiyonlar ve Egzotik Opsiyonlara Genel Bir Bakış, Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı 48, Y. 2015, s. 233.

²¹⁸ McDonald, s. 40.

²¹⁹ Ersan, s. 95.

birinin, Amerikan tipi ortaklık varantı ihracına müsaade etmek olduğunun altı çizilmiştir²²⁰. Nitekim Varant Tebliği'nin kullanım süresine atıfta bulunan maddeleri incelendiğinde “vade tarihine kadar”, “vadesi içinde” ve “vadesi içerisinde” ifadelerine atıfta bulunulan hallerde Amerikan tipi varanttan bahsedildiği; diğer taraftan “vade tarihinde” ve “vade sonunda” şeklindeki ifadelerle ise de Avrupa tipi varanttan bahsedildiği kanaatindeyiz. Bu nedenle günümüzde sermaye piyasası mevzuatımız uyarınca; ortaklık varantını Amerikan tipi ve Avrupa tipi olarak ihraç etmek mümkündür. Öte yandan, mevzuatımızın Bermuda tipi varant ihracına müsaade etmediği değerlendirilmektedir.

1.5. ORTAKLIK VARANTININ BENZER KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI

1.5.1. Alım Hakkı ile Ortaklık Varantı Karşılaştırması

Türk anonim şirketler hukuku çerçevesinde, TTK'nin 480. maddesi uyarınca anonim şirketin pay sahibine sermayeyi (*ve eğer varsa, payın itibari değerini aşan primi*) ödeme borcu dışında bir borç yükletilemeyecektir. Doktrinde bu durum tek borç ilkesi²²¹ olarak ifade edilmektedir. Ne var ki zaman zaman anonim şirketin pay sahipleri; borçlar hukukunun imkanlarından istifade ederek aralarındaki ilişkiyi düzenleme isteği duyabileceklerdir. İşte anonim şirketin pay sahiplerinin tamamının ya da birkaçının; pay sahibi sıfatıyla kendi aralarındaki hukuki ilişkiyi, şirketin tüzel kişiliği ile aralarındaki hukuki ilişkiyi ve şirketin düzenini belirlemek üzere kurdukları sözleşmeye pay sahipleri sözleşmesi denilmektedir²²². Pay sahipleri sözleşmesi içerisine alınabilecek bazı hükümler ile, özellikle (*i*) ortaklığa

²²⁰(<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1421743-amerikan-tipi-varantlar-ihrac-edilebilecek>) (E.T.: 18 Aralık 2022)

²²¹ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 2. Tek borç ilkesinin varlığına rağmen esas sözleşmeye konulacak bağlam hükmünün geçerli olduğuna ilişkin bkz: TEKİNALP (Ünal Tekinalp/Reha Poroy/Ersin Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, 15. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2021, s. 678.

²²² Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 4.

yabancı pay sahipleriyle ortaklık içerisinde bir arada bulunmamak veya (ii) ortaklık içerisindeki güç dengelerinin değişmesi halinde yaşanacak olumsuzluklardan en az seviyede etkilenmek amacıyla; sözleşmeye taraf olan pay sahipleri kendi aralarında payın devredilebilirliğini kısıtlayan birtakım haklar özelinde anlaşılabilmektedirler²²³. İşte pay sahipleri sözleşmesine taraf olmak suretiyle pay sahiplerinin ellerinde bulundurdıkları pay üzerinde diğer pay sahipleri lehine tesis edilen haklar, öğretide *pay devri kısıtlamaları*²²⁴ olarak ifade edilmektedir.

Pay devri kısıtlamaları dört ana başlıkta; önalım, öncelik, alım ve satım hakları olarak incelenmekle birlikte işbu çalışmamız kapsamında aralarındaki benzerlik sebebiyle, pay devri kısıtlaması olarak alım hakkı ile ortaklık varantını karşılaştırmakta fayda görmektedir. Ancak bu çerçevede alım hakkı ile ortaklık varantının nispeten önemli addedilebilecek benzerlik ve farklarını açıklamakla yetineceğiz. Öğretide *Okutan Nilsson*, bir Amerikan hukuku kavramı olarak pay devir kısıtlamaları arasında yer alan alım (*iştirâ*) hakkı, pay sahiplerinden birinin payını, onun iradesinden bağımsız olarak devralabilme hakkı olarak tanıtmaktadır²²⁵.

Alım hakkı ile ortaklık varantının benzer yönleri ele alındığında gerek alım hakkının gerekse ortaklık varantının; hak sahibine, bir miktar payı alım hakkı verdiği görülmektedir²²⁶. Öte yandan hem alım hakkının hem de ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı, bir yenilik doğuran hak niteliğindedir²²⁷ ve her ikisinde de hakkın kullanımı, hak sahibinin karşı tarafa ulaşacak tek taraflı irade beyanı ile sağlanmaktadır. Her iki kavramda da

²²³ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 209.

²²⁴ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 208.

²²⁵ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 225.

²²⁶ İsmail G. Esin, Birleşme ve Devralmalar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 344-345.

²²⁷ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 228; Esin, s. 342.

kendilerinden doğan hakkın kullanımı sonucunda ikincil bir sözleşme, satım sözleşmesi doğmakta veya doğması amaçlanmaktadır²²⁸.

Yukarıda belirtilen hususların yanı sıra, ortaklık varantı ile alım hakkını birbirinden ayıran pek çok özellik bulunduğu kanaatindeyiz. Öncelikle alım hakkının düzenlendiği pay sahipleri sözleşmesi; bir borçlar hukuku²²⁹ sözleşmesidir. Bu nedenle pay sahipleri sözleşmesine ve dolayısıyla alım hakkına kural olarak sözleşmelerin yorumuna ilişkin genel hükümler uygulanacak olup sözleşmeye aykırılık halinde *-aynen ifaya ilişkin hükümler saklı kalmak kaydıyla-* ancak bir tazminat sorumluluğu²³⁰ gündeme gelebilecektir. Daha sade bir deyişle, pay sahipleri sözleşmesinde tanınan alım hakkına rağmen, alım hakkının kullanılacağına ilişkin kendisine ulaşan tek taraflı irade beyanına aykırı hareket eden pay sahibinin kural olarak ancak tazminat sorumluluğuna gidilebilecektir. Bu durumda bir sözleşmesel hak olarak tanınan alım hakkı, prensipte pay sahibinin elinde bulundurduğu pay üzerindeki tasarruf (*devir*) yetkisini kısıtlamayacaktır²³¹. Öte yandan ortaklık varantı bir sermaye piyasası aracı olması nedeniyle, doğrudan sermaye piyasası mevzuatına tabidir ve zaten ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı, varant sahipleri nezdinde ve sermaye piyasası hukuku çerçevesinde gerçekleşecek²³², bu bahisle ancak çıkarılan payların teslimine ilişkin ihraççının sermaye piyasası hukuku ekseninde sorumluluğu gündeme gelecektir.

Alım hakkı, çoğunlukla pay sahipleri sözleşmesi uyarınca herhangi bir bedel karşılığı bulunmaksızın (*ivazsız*) diğer pay sahiplerine tanınacak bir sözleşmesel

²²⁸ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 230.

²²⁹ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 104.

²³⁰ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 242. Alım opsiyonunda aynen ifanın mümkün olup olmayacağı, tazminat ve zararın belirlenmesi konularındaki değerlendirmeler için bkz: Esin, s. 365-366: *Esin*, aynen ifanın gündeme gelemediği konularda tazminat miktarına konu edilecek zararın, alım hakkı nezdinde elde edilmesi arzu edilen payların değeri ile fiiliyatta ödenmesi kararlaştırılan bedel arasındaki fark olduğunu belirtmektedir. Alım hakkı sahibi ve sözleşmeye aykırı hareket eden pay sahibi arasındaki hukuki ihtilaflar ekseninde tazminat taleplerine yönelik detaylı açıklamalara ilişkin bkz: Esin, s. 389-431.

²³¹ Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 252.

²³² Ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda ihraç edilecek payların sermaye artırımını ile çıkarılmasına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.5.].

hakken; bunun karşısında ortaklık varantı ihraççıya ödenen prim karşılığında iktisap edilebilecek, satın alındığı anda mülkiyeti yatırımcısına intikal eden bir finansal varlıktır.

Ortaklık varantları, özellikle borsada işlem görebilmeleri nedeniyle üzerine yazıldığı payın piyasa değerinde meydana gelebilecek fiyat değişimlerinden kazanç sağlama veya piyasada yaşanabilecek fiyat değişikliklerinin doğurabileceği kayıp riskinden korunma amacı taşıyan bir finansal varlık iken pay sahipleri sözleşmesinde tanınan alım hakkı, esasen ortaklıktan çıkarma hakkı sunarak ortaklık içerisinde pay sahiplerinin durumunu düzenlemeyi amaçlamaktadır. Ayrıca alım hakkı halihazırdaki payların alım satımını konu edinen bir akdi hak iken ortaklık varantı, Varant Tebliği'nin 20. ve 21. maddeleri uyarınca sermaye artırımının sonucunda çıkan payları satın alma imkanı sunduğundan halihazırdaki paylar ortaklık varantının konusunu oluşturamazlar²³³.

1.5.2. PDT ve Ortaklık Varantı Karşılaştırması

Bir sermaye piyasası yatırımcısının portföyünü çeşitlendirebilmek ve dengeli olmasını temin etmek adına kullanabileceği finansal varlıklardan bir tanesi, tahvildir. Tahvilin pek çok çeşidi olmakla birlikte bu çalışma içerisinde ortaklık varantına olan benzerlikleri sebebiyle pay ile değiştirilebilir tahvillerin bir türü olan PDT'nin kavramsal olarak irdelenmesiyle yetinilecektir. Esasen pay ile değiştirilebilir tahvillerin bir türü daha bulunmakta olup bu diğer tür, DET'lerdir. Ancak mezkur çalışmanın konusuyla sınırlı kalındığında DET'in PDT'den en büyük farkı; PDT'nin yatırımcısına ihraççı payına ilişkin talep imkânı tanımasına karşılık DET'nin payları borsada işlem gören *-ihraççı dışındaki-* başka bir şirketin

²³³ Kadioğlu, s. 131: “Ortaklık varantı özelinde dayanak varlık; borsada işlem gören şirketin mevcut veya ihraç edilecek ortaklık paylarıdır.” şeklindeki ifade ile ortaklık varantının şirketin mevcut payları üzerine yazılabileceğini belirtmiş ise de “dayanak varlık” ile üzerine ortaklık varantı yazılı payın kastedildiği değerlendirildiğinden Varant Tebliği'nin 20. ve 21. maddeleri gereği ortaklık varantının dönüşümü sonucu iktisabına hak kazanılan paylar ancak vade sonrasında sermaye artırımını ile çıkarılacak paylar olduğu için; şirketin mevcut payları üzerine yazılı ortaklık varantı ihraç edilemeyeceği kanaatindeyiz.

paylarını teslim alma imkanı tanınmasıdır²³⁴. Bu nedenle bu başlık içerisinde PDT ve ortaklık varantının karşılaştırılması ile sınırlı kalınacaksa dahi burada yer alan karşılaştırma esaslarının kıyasen DET ile ortaklık varantı karşılaştırması olarak değerlendirilmesinde bir sakınca bulunmayacaktır.

Tahvil, bir şirket tarafından uzun vadeli borç temini için çıkarılan, bir başka deyişle şirketin piyasadan ödünç para bulmak için çıkardığı borçlanma aracıdır²³⁵. Tahvillerin çıkarılmasındaki temel amaç; şirketin faaliyet konusunu gerçekleştirmek ve nihayet şirketin amacına ulaşabilmesi için esas sermayesi, dağıtılmamış kârından oluşan yedek akçesinin yanı sıra ödünç para bulma isteği²³⁶ olup şirket bu bahisle dış finansman sağlamayı hedeflemektedir²³⁷.

Tahvillerin pek çok türü olmakla birlikte işbu çalışma içerisinde yapılacak karşılaştırma nedeniyle PDT'lerin tanımıyla yetinilmesi gerekecektir. Şöyle ki, PDT (*eski adıyla, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*²³⁸) yatırımcısına, belli bir miktar para ödenmesi yerine kendisine ihraççı payı teslim edilmesini talep etme imkânı sunan sermaye piyasası aracıdır²³⁹. PDT'lerde, tahvil yatırımcısına ihraççının bizzat kendisinde pay sahibi olma opsiyonu tanınmaktadır²⁴⁰. Burada tahvil ile PDT arasındaki temel ayrımı özetlemekte fayda görmekteyiz. Şöyle ki, tahvil ile ihraççı şirket, yatırımcıya borçlanmakta ve borçlanılan meblağı tahvil sahibine geri ödeme taahhüdünde bulunmaktadır²⁴¹. Tahvil edinimi ile ihraççıya fon sağlayan yatırımcı, sağladığı fon karşılığında -*tahvilin türüne göre*- faiz veya ihraççı şirketin kârından ya da gelirinden belli bir miktar para edinme şeklinde

²³⁴ PDT ile DET'nin tanımlarını karşılaştırmak için bkz: BorçAT'nin 3/1-d hükmü ile 3/1-m hükmü.

²³⁵ Aynı yönde bkz: Veliye Yanlı, "Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller", Belgin Erdoğan'a Armağan, Der Yayınları, İstanbul, 2011, s. 877; H. Güzin Üçışık/Aydın Çelik, Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kâr Dağıtımı, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 344.

²³⁶ Çelik/Üçışık, s. 344-345.

²³⁷ Baş, s. 192.

²³⁸ Mülga II-22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 3/1-f hükmü (R.G.: 21 Ocak 2009, Sayı: 27117).

²³⁹ Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, s. 876.

²⁴⁰ Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, s. 876.

²⁴¹ Baş, 192.

tezahür edecek bir getiri elde etmektedir²⁴². Kısacası tahvilden elde edilecek gelir kimi zaman sabit faiz ödemesi, kimi zaman şirketten kâr payı alma kimi zaman ise her iki gelir çeşidini de bünyesinde barındıran karma bir para edinimi şeklinde olacaktır. Ancak PDT'nin tanıdığı hak, standart tahvil mantığından bir miktar farklılık arz etmektedir. PDT'de yatırımcı, başlangıçta tıpkı standart tahvil ihracındaki gibi bir para alacaklısıyken, pay edinim hakkını kullanması sonucunda elindeki tahvil tabiri caizse ihraççı payına dönüşecek ve bu an itibarıyla yatırımcı, şirketin para alacaklısı sıfatını terk ederek ihraççı şirketin pay sahiplerinden biri haline gelecektir²⁴³. Bu anlamda PDT, yatırımcısına edimi değiştirme yetkisi (*facultas alternativa*)²⁴⁴ tanımaktadır; hukuken karma niteliğe sahip olan PDT sahibine esasen borç ilişkisinden doğan alacak hakkı vermektedir; ancak bunun yanı sıra yatırımcı ana paranın iadesi ile ödünç ilişkisinden kaynaklanan diğer semerelerin ödenmesinin yanı sıra bir tercihte bulunarak ihraççı şirkette pay sahibi olmayı seçme hakkı bahşetmektedir²⁴⁵.

PDT ve ortaklık varantı, özellikle sonradan çıkarılma imkanı bulunan payların sahibi olma hakkı tanınması sebebiyle birbirleriyle benzerlik arz etse bile bu iki varlığın, hukuki esaslar yönünden birbirinden son derece farklı yönleri bulunmaktadır. Şöyle ki, PDT'ler bir *borçlanma aracıdır*; yatırımcının PDT'yi edinmek için ödediği bedel, esasen ihraççıya ödünç olarak tevdi edilen bir tutar olup yatırımcı, kendisi tarafından verilen bu ödünç para sonucunda ana paranın kendisine iadesi ve buna ilave olarak genel hatlarıyla, faiz elde etmeye yönelik alacak hakkını elinde bulundurmaktadır²⁴⁶. BorçAT'nin 18. maddesi uyarınca yatırımcının PDT için ödediği bedel PDT'nin nominal değeri, aynı zamanda yatırımcının ihraççıya ödünç verdiği ana para olup yatırımcı, bu ana paraya ilaveten herhangi bir bedel ödenmeksizin başlangıçta ödediği nominal değer karşılığında

²⁴² Aydın/Üçışık, s. 347.

²⁴³ Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, s. 882.

²⁴⁴ Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, s. 883.

²⁴⁵ Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, s. 883-884.

²⁴⁶ Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, s. 883.

dönüştürme hakkını kullanacak ve ihraççı şirkette pay sahibi haline gelecektir²⁴⁷. Buna karşılık ortaklık varantı kendine özgü (*sui generis*) yapısı olan bir diğer sermaye piyasası aracıdır; çalışma içerisinde daha önce de belirtildiği üzere²⁴⁸ ortaklık varantını iktisap etmek, varant üzerindeki alım hakkını satın almak amacıyla ödenen primin (i) yatırımcıya iadesinin istenmesi ya da (ii) yatırımcının pay kazanımına ilişkin sermaye teşkil etmesi mümkün değildir. Prim ödemesi, pay iktisabını satın alma hakkını elinde bulundurma karşılığında yatırımcının ödemesi gereken tutardır. Ortaklık varantı yatırımcısı, kullanım hakkı için kendisine tanınan süre içerisinde ihraççıya talepte bulunursa ortaklık varantının ihracı sırasında belirlenen ikincil bir tutar olduğunu daha önce de açıkladığımız kullanım fiyatı olarak ifade edilen payın iktisap bedelini ödeyecek ve üzerine ortaklık varantı yazılı payların sahibi haline gelecektir. Bu nedenle prim karşılığı satın alınan ortaklık varantı kullanım süresi içinde kullanılmadığı takdirde değersiz olarak işlem görecektir; ancak buna karşılık PDT’den kaynaklanan paya dönüştürme hakkının kullanılmaması halinde ana para ile söz konusu zamana kadar işlemiş faiz nakden PDT yatırımcısına ödenecektir²⁴⁹.

PDT ile ortaklık varantı arasındaki bir diğer farklılık ise kendisini ihraç limitleri yönünden göstermektedir. Şöyle ki, SerPK’nin 31. maddesi uyarınca borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limitlerini belirleme yetkisi SPK’ye tanınmıştır. SPK ise BorçAT’nin 9. maddesi uyarınca, tahvil ve PDT dahil tüm borçlanma araçlarını kapsayacak şekilde ihraç limitlerini net bir şekilde çerçevelemektedir²⁵⁰. Halbuki Varant Tebliği incelendiğinde, SPK’ye ihraç limitlerini düzenleme yetkisi verilmiş olsa dahi güncel durumda, SPK’nin ortaklık varantlarında ihraç limiti belirlemeye yönelik herhangi bir düzenleme ihdas etmediği tespit edilmiştir.

²⁴⁷ Öyle ki, BorçAT’nin 17/3 hükmü uyarınca PDT’nin dönüştürme gününe kadar işlemiş faizin de PDT sahibine nakden ödenmesi kuralı olup aynı hüküm uyarınca işlemiş faizin yatırımcının ana parasına, yani nominal değere eklenerek yatırımcının daha fazla pay sahibi olması imkanı dahi bulunmaktadır.

²⁴⁸ Primin ihraççı tarafından geri verilecek bir tutar olmadığına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.2.3.].

²⁴⁹ Dönüştürme hakkının kullanılmaması durumunda PDT yatırımcısına yapılacak nakit ödemeye ilişkin esaslar hakkında bkz: BorçAT’nin 20/2-a ile 21/3 hükümleri.

²⁵⁰ Borçlanma araçlarının ihraç limitleri hakkındaki detaylı açıklamalar için bkz: Aydın/Üçışık, dpn. 170.

Ortaklık varantı ile PDT arasındaki farklardan bir tanesi, ihraççı şirketin yönetimine katılmak konusunda kendini göstermektedir. Şöyle ki, ortaklık varantı iktisabı, yatırımcıya ihraççının yönetiminde söz sahibi olma imkanı tanımamaktadır²⁵¹. Buna karşılık, PDT yatırımcısı dahil tedavülde bulunan borçlanma aracı sahiplerinin BASK aracılığıyla şirket yönetiminde doğrudan söz sahibi olmasa dahi şirketin karar alma mekanizmasına, elindeki PDT'yi ilgilendiren konularla sınırlı olmak kaydıyla dahil olması mümkündür²⁵². BASK kısaca, (i) ihraççının pay sahiplerinin menfaatleri veyahut (ii) ihraççının geri ödemede temerrüde düşmesi riski gibi problemler²⁵³ karşısında PDT dahil borçlanma aracı yatırımcılarının menfaatlerini korumak maksadıyla hareket eden özel nitelikli bir kuruldur²⁵⁴. BASK'ın hangi konularda ve hangi koşullarla karar alabileceği ihraççı tarafından düzenlenecek izahname veya ihraç belgesinde belirtilmektedir²⁵⁵. BASK'ın borçlanma araçlarına ilişkin belirli konu ve şartlarda²⁵⁶ esaslı değişiklik yapılabilmesi için temel karar organı Tertip BASK olmakla birlikte Tertip BASK tarafından alınan kararlar ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanması gerektiği gibi; öte yandan alınan kararın kendi haklarını olumsuz etkilediğini düşünen diğer borçlanma aracı sahiplerinin de BASK Tebliği'nde belirtilen süreler içerisinde Genel BASK'ı toplaması mümkündür. Bu bahisle Genel BASK

²⁵¹ Tek başına ortaklık varantı iktisabının yatırımcıya şirket yönetiminde söz sahibi olma fırsatı tanımayacağına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.1.].

²⁵² BASK ile ilgili detaylı açıklamalara ilişkin bkz: A. Oğuzhan Hacıömeroğlu, Nevin Meral, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, "Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin Genel Bir Değerlendirme", C. 37, Sayı 3, Y. 2021, s. 95-133.

²⁵³ Hacıömeroğlu/Meral, s. 98.

²⁵⁴ Hacıömeroğlu/Meral, s. 99.

²⁵⁵ İhraççının BASK'a ilişkin belirlediği esas ve şartlara örnek teşkil etmek üzere bkz: Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. tarafından düzenlenen, 11 Mayıs 2023 onay tarihli ihraç belgesi, (<https://www.kap.org.tr/sirket-bilgileri/ozet/1133-zorlu-enerji-elektrik-uretim-a-s>) (E.T.: 14 Mayıs 2023)

²⁵⁶ BASK'ta alınabilecek kararların konu ve şartları esasen ihraççı tarafından hazırlanacak izahname ya da ihraç belgesinde belirtilebilecek olmakla birlikte; BASK Tebliği'nde ifade edilen "borçlanma araçlarını ilgilendiren konular"ın ağırlıklı olarak ihraççının finansal ve operasyonel durumuna ilişkin konular ihtiva edeceği değerlendirilmektedir. Daha detaylı ifade etmek gerekirse borçlanma araçlarından kaynaklanan geri ödemelerde yaşanabilecek temerrütlerin tanımının, temerrütlerin kapsamının, borçlanma aracından kaynaklanan borcun geri ödenmesinde temerrüde düşme anlamına gelecek finansal koşulların izahnamede açık bir şekilde ifade edilmesi gerekmektedir. Aynı yönde bkz: Aslı Küçükgüngör, "Halka Açık Anonim Şirketlerde Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Kolektif Temsil", Hacettepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 12, Sayı 1, s. 204-205, 211.

borçlanma araçlarına ilişkin Tertip BASK tarafından alınan kararlar nezdinde bir denetim organı işlevi görmektedir²⁵⁷. Tüm bu hususlara ilaveten, PDT yatırımcısı dahil borçlanma aracı sahiplerinin, yine ihraççı karşısında temsil edilebilmek adına BASK Tebliği'nin 5. maddesi uyarınca bir *borçlanma aracı sahipleri temsilcisi* belirlemesi mümkündür. Bu temsilciye BASK'ın toplantıya çağırılması yönündeki talebi ihraççıya iletme, borçlanma aracının geri ödenmesinde temerrüt oluştuktan sonra söz konusu aracın koşullar ve esaslarının değiştirilmesi dahil; ancak bununla sınırlı olmamak kaydıyla ilgili kamuyu aydınlatma belgelerinde BASK'a ilişkin belirtilen konularda borçlanma aracı sahiplerini temsilen teklif hazırlama, ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasındaki müzakereleri yürütme minvalindeki yetkiler tanınabilir²⁵⁸.

²⁵⁷ Hacıömeroğlu/Meral, dñn. 76.

²⁵⁸ Küçükgüngör, s. 209.

İKİNCİ BÖLÜM

ORTAKLIK VARANTININ İHRAÇ VE SATIŞ SÜRECİ

2.1. ORTAKLIK VARANTI İHRACININ TARAFLARI

2.1.1. Yatırımcı

Çalışmamızın bu kısmına kadar yatırımcıdan ve ortaklık varantına yaptığı yatırım ekseninde gösterebileceği davranış modelinden pek çok konu başlığı çerçevesinde bahsedilmiş ve sermaye piyasasının temel işleyişinin ele alındığı esnada²⁵⁹ yatırımcının *piyasaya fon arz eden* sıfatını haiz olduğundan söz edilmişti. Bu bahisle, yatırımcıya ilişkin açıklamalarımızı derinleştirmekte fayda görmekteyiz.

Öğretide yatırımcı (*investor*), *Tanör* tarafından tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek arzusunda olan *kaynak sunucu*²⁶⁰; *Bahtiyar* tarafından ise para fazlası olan ve bu parayı başkalarına kullanırmak isteyen kişi²⁶¹ olarak ifade edilmektedir. Yatırımcının piyasanın pek çok tarafıyla ilişkisi bulunmakta olup mezkur başlık kapsamında bu ilişkilerin en önemlilerini yatırımcının (i) sermaye piyasasından kaynak isteminde bulunan ihraççılarla²⁶² ve (ii) sermaye piyasasına kendisi gibi kaynak sunan diğer yatırımcılarla olan ilişkileri²⁶³ oluşturmaktadır. Bu anlamda bir sermaye piyasası aracının ilk kez ihraç edildiği, yatırımcının sermaye piyasası aracını doğrudan ihraççıdan (veya *ihraca aracılık eden yatırım kuruluşlarından*²⁶⁴) satın aldığı ve dolayısıyla, yatırımcının sağladığı

²⁵⁹ Sermaye piyasasının işleyişine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.3.2.3.1.].

²⁶⁰ Reha Tanör, *Türk Sermaye Piyasası: Taraflar*, C.1, Beta Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 1999, s. 135.

²⁶¹ Mehmet Bahtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, Beta Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2019, s. 3.

²⁶² Tanör, *Taraflar*, s. 139-147.

²⁶³ Tanör, *Taraflar*, s. 150 vd.

²⁶⁴ Yatırım kuruluşlarına ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b. [2.1.4.].

fonun doğrudan ihraççıya aktarıldığı piyasalar birincil piyasalar olarak adlandırılmaktadır²⁶⁵. Bu nedenle sermaye piyasası araçlarının ilk kez alım satıma konu edildiği, bir başka deyişle ihraçtan doğrudan iktisap edildiği piyasalar, birincil piyasalardır²⁶⁶. Birincil piyasalarda ihraç edilen ve alım satıma konu edilen sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasında el değiştirdiği, yatırımcının elindeki sermaye piyasası aracını satarak kendisine likidite sağladığı piyasalara ise ikincil piyasalar adı verilmektedir²⁶⁷. İkincil piyasalar kısaca, daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası aracının alınıp satıldığı, elinde bulunduranların ellerindeki bu varlıkları paraya çevirdikleri piyasalardır²⁶⁸.

Ortaklık varantı yatırımcısının birincil piyasadaki alım satım için katlandığı maliyet, temelde varant primi olarak kendisini göstermektedir. Bu nedenle varant primi, tutarı ve belirlenmesinde etkili olan ihraççının sermaye piyasası aracının gördüğü rağbet vb. faktörler yatırımcı için büyük bir önem arz etmektedir²⁶⁹. Zira finansal literatürde *kaldıraç etkisi (leverage effect)* adı verilen durum, yatırımcıların ortaklık varantı tercih etmesine sebep olan en önemli unsurlardan bir tanesidir²⁷⁰. Kaldıraç etkisi öğretide kısaca, sınırlı riskten sınırsız getiri elde etme imkânı²⁷¹ olarak ifade edilmektedir. İktisadi açıdan yaklaşıldığında, kaldıraç etkisi sayesinde yatırımcı, düşük öz kaynak ile olabilecek en yüksek kârlılığa ulaşmayı hedeflemektedir²⁷². Bu yüzden yatırımcının birincil piyasalardaki muhtemel kaybı, yatırım tutarı²⁷³ olan varant primi ile sınırlı olacak; ancak özellikle kullanım fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki fark dolayısıyla sağlayabileceği ekonomik menfaat sınırsız bir nitelik arz edecektir. Bu nedenle ortaklık varantının prim tutarı, varant

²⁶⁵ Özlem Ata, Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 36.

²⁶⁶ Bahtiyar, s. 3.

²⁶⁷ Ata, s. 37.

²⁶⁸ Bahtiyar, s. 3.

²⁶⁹ Varant primini etkileyen faktörleri anlamlandırmak adına opsiyon primini etkileyen faktörlere ilişkin öğretide yapılan incelemelere örnek teşkil etmesi amacıyla bkz: Kırca, s. 60-64.

²⁷⁰ Gündoğdu, s. 60.

²⁷¹ Gündoğdu, s. 61.

²⁷² M. Fatih Arıcı/Cem Veziroğlu, Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı, On İki Levha Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2018, s. 6.

²⁷³ Gündoğdu, s. 61.

satıcısı olan ihraççı açısından maksimal kazancı, varant alıcısı olan yatırımcı açısından ise maksimal kaybı ifade etmektedir²⁷⁴. Varantlarda teorik olarak sınırsız kazanç olarak ifade edilen bu kazanç ihtimalinin karşısında alınan risk, varant primiyle sınırlı olduğu için; varanttan kaynaklanan hakkın kullanımına ilişkin varant işlemlerinde risk *asimetrik* niteliktedir²⁷⁵.

Portföyünü dengeli bir şekilde kurgulamak isteyen yatırımcı, pay ve benzeri araçlarla kâr payı gibi düzenli getirilerin yanı sıra, kaldıraç etkisi ile hem birincil piyasalarda hem de ikincil piyasalarda yapacağı işlemlerle, tek seferde yüksek getiri sağlama ihtimali bulunan ortaklık varantı gibi finansal varlıkları da portföyünde bulunduracak; kaldıraç etkisinden yararlanılabilecek sermaye piyasası araçları ve düzenli gelir getiren sermaye piyasası araçlarının portföy içerisindeki yoğunluğuna bağlı olarak da kendi tercih ve beklentilerine en uygun risk modelini²⁷⁶ oluşturacaktır. Bu bahisle, ortaklık varantlarını özellikle agresif yatırımcıların²⁷⁷ tercih edeceği değerlendirilmektedir. Zira ortaklık varantı portföyde, yatırımcının diğer yatırımlarından kaynaklanan riskten korunma amacına hizmet edecektir²⁷⁸.

²⁷⁴ Kırca, s. 61.

²⁷⁵ Kırca, s. 47.

²⁷⁶ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 51.

²⁷⁷ Finans bilimi literatüründe davranışsal finans açısından yatırımcılar, risk iştahlarına (*risk alma eğilimlerine*) göre altı ana başlığa ayrılmaktadır: (i) risk almayan (*non-risk*), (ii) muhafazakâr (*conservative*), (iii) dengeli (*balanced*), (iv) büyüme odaklı (*growth*), (v) agresif (*aggressive*) ve (vi) spekülâtör (*speculative*) yatırımcı. Davranışsal finans alanında yapılan güncel çalışmalar; agresif bir yatırımcının -diğer adıyla dinamik yatırımcının- kâr elde etme ihtimalini gördüğü, hemen hemen her düzeyde riski kabul etmeye hazır olan bir risk iştahına sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu kapsamda agresif yatırımcının portföyünde çoğunlukla paylar bulursa da portföyünün bir kısmının da bono, tahvil ve para piyasası araçlarından oluştuğu yapılan araştırmalarda tespit edilmektedir. [Veronika Jurickova/Elena Gregova, "Earnings Management and It's Effect on Behavior of Investors", P. Novgorodov et al. (Ed.), *Proceedings of the 54th International Scientific Conference on Economic and Social Development*, 21-22 May 2020, s. 247-248]

²⁷⁸ Gündoğdu, s. 59.

2.1.2. İhraççı

2.1.2.1. İhraççının Hukuken Tanımlanması

SerPK'nin 3/ğ hükmü uyarınca ihraççı²⁷⁹, (i) sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, (ii) sermaye piyasası araçlarını ihraç etmek amacıyla SPK'ye başvuruda bulunan veya (iii) sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve yatırım fonlarını²⁸⁰ ifade etmektedir. Öğretide ihraççı sermaye piyasası araçlarını çıkarmaya yetkili olan kişi olarak tanımlanmaktadır²⁸¹. İhraççı fon ihtiyacını karşılamak amacıyla sermaye piyasası araçları ihraç etmekte ve bunları satışa sunmaktadır²⁸².

SerPK'nin 3/1-ğ hükmünden hareketle, ihracın sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı²⁸³ ifade ettiği göz önüne alındığında ihraççılar, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler olarak ifade edilebilecektir²⁸³.

2.1.2.2. Ortaklık Varantı İhraççısı

Ortaklık varantı ihraççısı, Varant Tebliği'nde farklı ayrımlar ele alınarak incelenmiştir. İlk olarak belirtmek gerekir ki Varant Tebliği'nin ihraççıyı tanımlayan 3/1-f hükmünde ortaklık varantı ihraççısı (i) payları borsada işlem gören veya (ii) payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunan anonim şirketleri ifade etmektedir. Bu tanımdan hareketle hangi şirketlerin ortaklık varantı

²⁷⁹ SerPK'nin 3/1-h hükmü uyarınca kitle fonlaması platformları vasıtasıyla para toplayanlar, ihraççı sıfatını haiz değildir.

²⁸⁰ Yatırım fonları SerPK'nin 52/1 hükmü uyarınca “tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı” anlamına gelmektedir.

²⁸¹ Tanör, Halka Arz, s. 156.

²⁸² Bahtiyar, s. 3.

²⁸³ Tanör, Taraflar, s. 71.

ihraç edebildiğini tespit etmek amacıyla, anonim şirketlere ilişkin sınıflandırmalardan bahsetmekte fayda görülecektir.

Şirketler hukuku çatısı altında, teknik anlamda bir tür ayrımı yapıldığında TTK'nin 124/1 hükmü uyarınca ticaret şirketlerinin kolektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirket türlerinden oluştuğunu görmekteyiz. Çalışmamız kapsamında anonim şirketleri incelediğimizde, TTK'deki teknik anlamıyla tür ifade etmeyen²⁸⁴; ancak anonim şirketleri tasnif edebilmek adına kullanılan bazı ayrımlar bulunmaktadır. Bu anlamda anonim şirketlerin çeşitli açılardan sınıflandırılmasına²⁸⁵ bakıldığında, karşımıza (i) halka kapalı (*kapalı tip, kapalı*) (*close corporation*) anonim şirket ve (ii) halka açık anonim şirket (*public corporation*) kavramı çıkmaktadır²⁸⁶.

Kapalı şirketleri, payları borsada işlem görmeye konu edilmemiş, pay sahibi sayısı 500'ü aşmayan veya payları halka arz edilmemiş olan şirketler olarak ifade etmek mümkündür²⁸⁷. Uygulamada kapalı şirketlerin bir aile işletmesi şeklinde ya da *-payları çoğunlukla A ve B gruplarına ayrılan-* iki farklı grupta toplanılabilecek özelliklere sahip²⁸⁸ ortaktan oluşan şirketler olarak görebilmemiz mümkündür²⁸⁹. Kapalı şirketlere, özel bir mevzuata tabi olmadıkları müddetçe TTK hükümleri uygulanmaktadır²⁹⁰.

Halka açık anonim şirketler SerPK'nin 3/1-e hükmü uyarınca ikiye ayrılmaktadır: Payları halka arz edilmiş *olan* şirketler ve halka arz edilmiş *sayılan* şirketler. Bu noktada kısaca, bir halka açık şirket türü olan payları halka arz edilmiş

²⁸⁴ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), s. 318.

²⁸⁵ Öğretide *Bahtiyar*, sınıflandırma ölçütünü halka açık olup olmamaya göre ayırmaktadır (*Bahtiyar*, s. 17 vd.).

²⁸⁶ Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, Adalet Yayınevi, 6. Baskı, Ankara, 2020, s. 266-267.

²⁸⁷ Ercan Geçgel, *Anonim Şirketlerde Kâr Payı Avansı*, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 47.

²⁸⁸ Buna yabancı yatırımcı ile aile şirketinin aile üyeleri örnek olarak gösterilebilir.

²⁸⁹ Pulaşlı, s. 266.

²⁹⁰ Bahtiyar, s. 18.

sayılan şirketlere değinmek gerekecektir. SerPK'nin 16/1 hükmü gereği, payları borsada işlem gören ortaklıklar ve pay sahibi sayısı 500'ü aşan şirketler, payları halka arz edilmiş sayılmaktadır²⁹¹. Bu şekilde kazanılan halka açıklık statüsü, öğretide *varsayımsal halka arz*²⁹² şeklinde ifade edilmektedir²⁹³. Pay sahibi sayısının belirlenen kanuni eşiği (*sayıyı*) aşması dolayısıyla payları halka arz edilmiş sayılan anonim şirketler, SerPK'nin 16/2 hükmü uyarınca halka açık şirket statüsünü kazandıktan sonra, bir başka deyişle varsayımsal halka arz gerçekleştikten sonra, en geç iki yıl içerisinde paylarının borsada işlem görmesi amacıyla borsaya başvuruda bulunmak zorundadır²⁹⁴.

Varsayımsal halka arza ilişkin yapılan açıklamalar ışığında ortaklık varantı ihraççısına ilişkin bütüncül bir tespitte bulunmak gerekirse, payları borsada işlem gören anonim şirketlerin, ister halka arz sürecini tamamladıktan sonra payları borsada işlem görmeye başlasın isterse varsayımsal halka arz geçiren bir borsa anonim şirketi olsun, zaten ortaklık varantı ihraç edebileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan pay sahibi sayısı 500'ü aşan anonim şirketlerin *-varsayımsal halka arz ölçütüne uymalarına rağmen-* ortaklık varantı ihraç edemeyeceği değerlendirilmektedir. Çünkü Varant Tebliği'nin 3/1-f maddesindeki ihraççı tanımında yer alan “payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunan ihraççı” ifadesi yorumlandığında, bir ihraççının payları borsada işlem görmüyorsa dahi en azından paylarının borsada işlem görmesi amacıyla SPK'ye ve BIST'e başvuru sürecini başlatmış olması gerektiği kanaatindeyiz. Bu nedenle teknik

²⁹¹ TEKİNALP (*Poroy/Çamoğlu*), s. 320: Bu durumda kanun koyucu, pay sahibi sayısı 500'ü aşan şirketler yönünden aksi ispat edilemeyen bir karine ortaya koymuş bulunmaktadır.

²⁹² Çağlar Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016, s. 49.

²⁹³ Manavgat, s. 48, 598: *Manavgat* tarafından payların borsada işlem görmesinin varsayımsal halka arz ölçütü olarak belirlenmesi eleştirilmektedir. Zira hukuki anlamda kronolojik olarak değerlendirme yapıldığında, paylar borsada işlem görmeden önce ortaklık halka açık statüsünü kazanmış bulunmaktadır; daha net bir ifadeyle borsada payların işlem görebilmesi için halka açıklık statüsünü kazanmak zaten bir ön koşuldur.

²⁹⁴ SerPK'nin 16/2 hükmünün ikinci cümlesi uyarınca, payları halka arz edilmiş sayılan anonim şirketlerin söz konusu iki yıl içerisinde paylarının borsada işlem görmesi için borsaya başvuruda bulunmamaları halinde; SPK'nin mezkûr şirketin paylarının borsada işlem görmesi veyahut halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için gereken tedbirleri alma yetkisi bulunmaktadır.

olarak pay sahibi sayısı eşiğini aşması nedeniyle varsayımsal bir şekilde halka arz edilen bir şirketin, iki yıl içerisinde paylarının borsada işlem görmeye başlaması gerekse dahi, payları borsada işlem görmeye başlamadan önceki iki yıllık süre içerisinde (*paylarının borsada işlem görmesi için borsaya başvuruda bulunmaması halinde*) varsayımsal halka arza dayanarak ortaklık varantı ihracına girişemeyeceği değerlendirilmektedir.

Kanun koyucunun varsayımsal halka arz sürecinde olan bir şirketin, bu durumdan faydalanarak ortaklık varantı ihraç etmesine engel teşkil eden Varant Tebliğı ile kaleme aldığı 3/1-f hükmündeki ihraççıya ilişkin lafzın son derece yerinde olduğunu belirtmekte fayda göremekteyiz; zira pay sahibi sayısı sebebiyle halka arz edilmiş sayılan anonim şirketlerin elbette kendilerine tanınan iki yıllık süre içerisinde payları borsada işlem gören bir şirket haline gelmesi mümkündür; ancak bunun yanı sıra hem SPK tarafından halka açıklık statüsünden çıkarılması hem de bu şirketin genel kurulu tarafından alınacak bir kararla halka açıklık statüsünden çıkarılması da elbette yine ihtimal dahilindedir. Halbuki bu türdeki anonim şirketlerin de ortaklık varantı ihraç etmesine müsaade edilseydi, ihraççısı bir sebeple halka açıklık statüsünü kaybeden ortaklık varantının yatırımcısı açısından problemli bir durum oluşabilir ve günün sonunda sermaye piyasasındaki yatırımcının korunması ilkesine aykırı neticeler oluşmasına sebebiyet verilebilirdi²⁹⁵. Burada oluşabilecek problemli durum ile kastedilen, yatırımcının yatırım yaptığı ihraççı şirketin halka açıklık statüsünü kaybetmesi halinde sermaye piyasası mevzuatının yatırımcıyı koruyan hükümlerinden uzaklaşılması halidir.

Payları halka arz edilmiş sayılan şirketlerin yanı sıra payları halka arz edilmiş olan anonim şirketler bulunmaktadır ki konumuzla olan alakası sebebiyle bu şekilde tasnif edilen ortaklıkları detaylı inceleyerek ortaklık varantı ihraç etmenin hangi türdeki şirketlere özgülendiğini tespit etmek gerekmektedir.

²⁹⁵ Yatırımcının korunması ilkesinin teorik analizine ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Nusret Çetin, “Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Temel Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 15, Sayı 1, Y. 2011.

Payları halka arz edilmiş olan anonim şirketler; fiili halka arz²⁹⁶ ile halka açıklık statüsünü elde eden şirketlerdir²⁹⁷. Payları halka arz edilmiş olan şirketleri anlayabilmek için halka arz kavramına vakıf olmak icap edecektir. Şöyle ki, SerPK'nin 3/1-f hükmünde yer alan “halka arz” tanımına göre bir anonim şirket, paylarının geniş bir yatırımcı kitlesi²⁹⁸ tarafından satın alınması maksadıyla herhangi bir yöntemle bir çağrı yapmış ve bu çağrı neticesinde payların satışı gerçekleşmişse, bu şirket payları halka arz edilmiş olan şirket sıfatını haiz bir şirket olarak kabul edilecektir²⁹⁹. Görüldüğü üzere halka arzın gerçekleştiğinden bahsedebilmek için, bir çağrı yapılması ve çağrı sonucunda gerçekleşen bir satış olması gerekli kılınmıştır. Bu hususta, yapılan çağrının hangi yöntem izlenerek yapıldığına kanunen bir sonuç bağlanmamaktadır. Ne var ki halka arzda kullanılan satış yöntemleri ST uyarınca üç gruba ayrılmakta olup bunlar (i) talep toplama yöntemiyle satış, (ii) talep toplamaksızın satış ve (iii) borsada satış yöntemleridir³⁰⁰. Talep toplama yöntemi ile talep toplamaksızın satış yöntemlerinin, borsa dışı halka arz yöntemleri³⁰¹ olması nedeniyle; ancak payları borsada satış yöntemi vasıtasıyla işlem görmekte olan anonim şirketlerin ortaklık varantı ihraç etmesi mümkün olacağını belirtmek gerekecektir.

Bir şirketin ortaklık varantı ihraç edebilmesinin ikinci ihtimali, Varant Tebliği'nin 5/1-f maddesi uyarınca bu ihraççının payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunmuş olmasıdır. Burada ifadenin son derece açık

²⁹⁶ Manavgat, s. 48.

²⁹⁷ Manavgat, s. 48, 602: Fiili arzda halka açıklık statüsü (i) sermaye artırımını yoluyla yeni çıkarılacak payların halka arzı ve (ii) ortakların halihazırda ellerinde mevcut olan paylarının halka arzı ile kazanılmaktadır. Fiili halka arz için kullanılan iki yöntem kısaca, sermaye artırımını yoluyla halka arz ve ortakların halka arzı olarak isimlendirilmektedir.

²⁹⁸ Manavgat, s. 587.

²⁹⁹ Aynı yönde bkz: Veliye Yanlı, “Anonim Şirketlerin Vergi Borçlarından Kanuni Temsilcilerinin Sorumluluğuna İlişkin Bazı Hususlar”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 2013, C.29, Sayı 4, s. 69-70.

³⁰⁰ Sermaye piyasası araçlarının satış yöntemlerine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.1.2.2.][2.5.2.2.2.].

³⁰¹ BIST, Pay Piyasası Prosedürü, s. 18 (<https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-proseduru.pdf>) (E.T.: 4 Mayıs 2023)

olduğuna şüphe yoktur; ancak bu noktada borsa başvurusunun yanı sıra SPK'ye başvuru sürecinin de ilerletilmesi gerektiğini ifade etmek gerekecektir. SPK'nin II-16.1 sayılı Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği'nin³⁰² 13/5 hükmü uyarınca hem borsaya hem de hazırladığı izahnamenin onaylanması için SPK'ye başvuru yapması gerekecektir. İşbu çalışma içerisinde her ne kadar terminoloji birliğini bozmamak adına “payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunan” ifadesi kullanılmaya devam edilecekse de borsanın yanı sıra SPK'ye başvuru yapılmasının gerekliliği ihmal edilmemelidir. Nitekim Varant Tebliği'nde ihraççı tanımı içerisinde “payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunan” ifadesi kullanılmış ise de Varant Tebliği'nin devamında, başvuru halindeki ortaklıklar “payları borsada işlem *görecek olan* ortaklıklar” ifadesi kullanılmıştır. Bu kullanım bizce de isabetlidir; zira mezkur terminoloji daha kapsayıcıdır ve borsada işlem görmek için SPK'ye başvuru da dahil olmak üzere tüm süreçleri yerine getiren ortaklıkları içine almaktadır.

Bu başlık altında incelenecek son husus, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket ile ihraççının farklı tüzel kişilikleri olması³⁰³ dolayısıyla ihraççının ilave bir niteliği bulunması gerekip gerekmeyeceğine ilişkin olacaktır. Bu meseleye ilişkin öncelikle Varant Tebliği'nin 5/1 hükmünü incelemekte fayda görmekteyiz. İlgili hüküm uyarınca, bir ihraççının *kendi payları üzerine yazılı* ortaklık varantı ihraç edebilmesi için, payları borsada işlem gören ve işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunan ortaklıklar açısından herhangi bir fark bulunmaksızın, kayıtlı sermaye sistemine tabi olması gerekmektedir. Kayıtlı sermaye sistemi³⁰⁴ kısaca, genel kurulun vereceği bir kararla bir şirketin sermayesinin artırılabilmesi en üst seviyesini belirlemesi ve bu seviyeye kadar sermayeyi artırma yetkisinin yönetim kuruluna verilmesini ifade eden, şirketlerin sermaye teminini kolaylaştıran bir

³⁰² R.G.: 30 Aralık 2013, Sayı: 28867 1. Mükerrer.

³⁰³ Ortaklık varantı ihraççısı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin aynı tüzel kişilik olmasının zorunlu olmadığına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.1.2.2.].

³⁰⁴ Kayıtlı sermaye sistemi hakkındaki açıklamalar için bkz b. [2.3.2.2.].

sermaye artırımını çeşididir³⁰⁵. Fakat gerek SerPK'ye gerekse TTK'ye tabi anonim şirketler yönünden kayıtlı sermaye sistemi, kural olarak şirketlerin isteğine bağlıdır (*ihtiyari*)³⁰⁶. Ne var ki Varant Tebliği, ihraççı şirketin kendi payları üzerine ortaklık varantı yazılması halinde ihraççı şirketin kayıtlı sermaye sistemine tabi olmasını zorunlu kılmıştır. İlgili hükmün mefhumu muhalifinden; ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişilikler olması halinde, ihraççı açısından kayıtlı sermaye sistemine tabi olması yönünde bir zorunluluk bulunmadığı değerlendirilmektedir.

Son olarak belirtmek gerekir ki Varant Tebliği'nin 17/7 hükmü gereği, ihraççının kendi portföyünde bulunan ortaklık varantlarından kaynaklanan kullanım hakkına ilişkin talepte bulunması mümkün olmayacaktır. Bunu, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin hükümler çerçevesinde incelemekte fayda görmekteyiz. eTTK döneminde ana kural, şirketlerin kendi payını iktisap etmesinin yasak olması şeklindeydi. Fakat bu düzenlemenin şirketlerin ticari işleyişindeki ihtiyaçlarına cevap vermek konusunda yetersiz kaldığının tespit edilmesinin ardından; TTK'de bu uygulamadan vazgeçilmiş ve anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabına ilişkin 379. maddesinde detaylı düzenlemelere yer verilmiştir³⁰⁷. eTTK'deki anılan düzenlemenin doğal bir sonucu olarak; mülga Ortaklık Varantı Tebliği döneminde, eTTK'deki şirketin kendi paylarını iktisabının yasak olmasına ilişkin genel kural geçerliliğini sürdürdüğünden; mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 14/4 hükmü ile ihraççı anonim şirketin kendi elindeki ortaklık varantları sebebiyle pay elde edemeyeceği hususu hüküm altına alınmıştır. Gelişen süreçte TTK ile şirketlerin kendi paylarını iktisabı, özgürlükçü bir ekonomik yaklaşımla eTTK'ye kıyasla kendisine daha geniş bir alan bulsa da mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 14/4 hükmü; Varant Tebliği'nin 17/7 hükmü ile halen fiili varlığını sürdürmektedir.

³⁰⁵ Esra Cenkci, Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi, On İki Levha Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2015, s. 9; M. İsmail Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2009, s. 27-28.

³⁰⁶ Cenkci, s. 145.

³⁰⁷ Şirketlerin kendi paylarını iktisap edebilmesi için detaylı açıklamalar hakkında bkz: Mehmet Sadık Çapa, Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2013.

Ortaklık varantı ihraççısı, portföyünde bulundurduğu ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkı gereği kendisine pay teslim edilmesini talep edemeyecektir.

Buna ilaveten, kullanım hakkı esasen birincil piyasa işlemlerinde gündeme gelen bir hak türüdür. Bu nedenle Varant Tebliği'nin 17/7 hükmünün mefhumu muhalifinden, ihraççının kullanım hakkından faydalanamayacak ise dahi ortaklık varantının borsada alım satımını gerçekleştirmek suretiyle ikincil piyasa işlemi olarak ortaklık varantından gelir elde etmesinin önünde hukuki bir engel bulunmadığı kanaatindeyiz.

Ortaklık varantı ihraççılarının, Varant Tebliği'nin 23/2 hükmü gereği bir birleşme ya da devralma işlemi ile, tasfiyesiz infisah etmesi durumunda; ortaklık varantından kaynaklanan tüm yükümlülükler, şirketin yeniden yapılandırılma türüne göre TTK'nin 136/1-a hükmü gereği devralma şeklinde birleşmelerde devralan ortaklığa veyahut TTK'nin 136/1-b hükmü gereği yeni kuruluş şeklinde birleşmelerde ise yeni kurulan ortaklığa geçecektir³⁰⁸.

2.1.2.3. Limited Şirketlerin Ortaklık Varantı İhraç Edip Edemeyeceği Hususu

Ortaklık varantı ihracının anonim şirket haricindeki şirket türlerine tanınan bir imkan olup olmadığına değinmek gerekecektir. Şöyle ki, mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 3/1-h hükmünde, söz konusu mülga tebliğ içerisinde bahsedilen “ortaklık”ın anonim şirket olduğu açıkça belirtilmiştir. Nitekim mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nin 3/1-c hükmünde ihraççı, açık bir şekilde “ortaklık” olarak tanımlandığından ihraççının yalnızca anonim şirket türünde olabileceğine dair herhangi bir kuşku bulunmamaktadır. Bu durum kanun koyucu tarafından mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nden sonra Varant Tebliği'nde de aynı şekilde

³⁰⁸ (TEKİNALP) Poroy/Çamoğlu, s. 124.

düzenlenmiştir. Varant Tebliği'nin 3/1-k hükmünde ortaklık ile kastedilenin anonim şirket olduğu; yine aynı tebliğin varant ihraççıları ortaklık varantı ve yatırım kuruluşu varantları yönünden ayrı ayrı tanımladığı 3/1-f hükmünde ortaklık varantı ihraççısının ortaklık statüsünü haiz olduğu görülmektedir. Bu nedenle ortaklık varantı ihraççısı ancak ve ancak bir anonim şirket olabilecektir.

Türk hukukunda limited şirketler, sermaye piyasasına kapalı yapılanmalar olarak bilinmektedir. Bu kapsamda sermaye piyasalarımızda, sermaye piyasası araçlarını halka arz edebilecek tek şirket tipi anonim şirketlerdir. Öğretide bu durum, *Pehlivanoğlu* tarafından eleştirilmektedir³⁰⁹. *Pehlivanoğlu* limited şirketler ve sermaye piyasası hukuku ilişkisine yönelik değerlendirmelerinde kısaca, (i) anonim şirketler kadar komplike bir örgütlenmeye ihtiyaç duyulmaması ile bu durumun, birbiriyle yakın ilişkiler içerisindeki kişilerin bir şirket çatısı altında bir araya gelmesini kolaylaştırması ve (ii) anonim şirketlere kıyasla daha düşük bütçelerle kurulabiliyor olmaları nedeniyle; limited şirketlerin sermaye piyasalarında aktif bir bileşen olarak yer almasında fayda olacağını dile getirmektedir. *Pehlivanoğlu*'nun değerlendirmelerinde muhakkak bir haklılık payı bulunmakla birlikte, sermaye piyasası hukukumuzun hem yatırımcıyı korumaya hem de sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ihraççının ihraç ve satış süreçlerini kolaylaştırmaya yönelik pek çok hükmünün yalnızca anonim şirketlere uygulanabilir özellikler olması; anonim şirketleri, günümüzde sermaye piyasaları içerisinde var olmaya en elverişli şirket türü olarak kılmaktadır³¹⁰.

³⁰⁹ Pehlivanoğlu, Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler: *Pehlivanoğlu* limited şirketlerin sermaye piyasasında aktif rol almasına yönelik değerlendirmelerini kitle fonlaması ekseninde ifade etmiş olsa da işbu çalışmanın konusunu teşkil eden ortaklık varantı da *-tıpkı kitle fonlaması gibi-* sermaye piyasası içerisinde kendisine yer bulduğundan, konumuzun bu kısmında limited şirketler ve sermaye piyasası ilişkisine yönelik değerlendirmelerde bulunulacaktır.

³¹⁰ Pehlivanoğlu, Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler, s. 1325: *Pehlivanoğlu*, limited şirketlerin sermaye piyasalarında etkin rol oynamalarının sakıncalı yönlerini (i) limited şirket paylarının tedavüle elverişli olmaması, (ii) limited şirket ortaklarının sayısına getirilen azami sınır, (iii) kanundan kaynaklanan pay devir sınırlamaları, (iv) bağlılık yükümlülüğü ile rekabet yasağı ile özetlemektedir. İşbu çalışma konusu özelinde, limited şirketlerin ortaklık varantı ihraççısı olduğu bir varsayımın, yatırımcının korunması ilkesine ilişkin sakıncaları şu şekilde örneklenebilir: (i) azınlık haklarının daha büyük bir pay sahibi grubuna tanınması, (ii) bilgi toplumu hizmetlerinin sınırlılığı. Limited şirketlerin ortaklık varantı ihraççısı olduğu bir ihtimalin, ihraç ve (sermaye

2.1.2.4. Kamu İhraççılarının Ortaklık Varantı İhraç Edip Edemeyeceği Hususu

Cumhuriyetin ilk zamanlarında, ülke ekonomisine ivme kazandırmak amacıyla o yıllarda henüz özel sektörün fazla alaka göstermediği; ancak kamu hizmeti sunulması icap eden bazı alanlarda devlet “girişimci” kimliğiyle ekonominin aktörü olarak birtakım faaliyetlerde bulunmuş ve bunun bir sonucu olarak Türkiye’de (i) KİT’ler, (ii) mahalli idareler (*belediyeler*) ve (iii) mahalli idarelerle ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren idare ve işletmeler oluşmuştur³¹¹.

KHK’nin 2/1 hükmü gereği iktisadi devlet teşekkülleri ile kamu iktisadi kuruluşları, birlikte KİT’leri oluşturmaktadır. Biz işbu çalışma içerisinde KHK kapsamında; KİT’ler ve belediyeleri ele almakla yetineceğiz. Bu bağlamda söz konusu KHK’nin 2/5 ve 2/6 hükümleri incelendiğinde; KİT’lerin bağlı ortaklıklarının ve iştiraklerinin bulunması da mümkün kılınmıştır. Diğer tarafta belediyeler ise Anayasa’nın 127. maddesinde yer alan tanımdan hareketle; belediye halkının ortak ihtiyaçlarını karşılamak maksadıyla oluşturulan kamu kesimi ihraççıları olarak tanımlanabilecektir.

2000’li yılların başında kamu kesimi ihraççıları sermaye piyasasından fon toplamak konusunda hatırı sayılır yeniliklere imza atmışlardır. Bunlardan birkaçını örnek olarak göstermek gerekirse İstanbul ve Ankara belediyeleri tahviller

artırımı ile) pay edinim süreçlerini olumsuz etkilemesine sebep olabilecek hususlar ise şu şekilde örneklenebilir: kayıtlı sermaye sisteminin benimsenmesinin mümkün olmaması.

³¹¹ Bu ayırım temelini, 2499 sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3/h hükmündeki “ihraççı” tanımından almakta olup bu grupların tamamı, birlikte, mülga kanun dönemindeki “kamu kesimi ihraççıları”nı ifade etmektedir. Bugün yürürlükte olan SerPK’de ihraççıların “özel kesim ihraççıları” ve “kamu kesimi ihraççıları” şeklinde sınıflandırılabilceği bir tanım kalmamışsa dahi mülga kanun döneminde oluşan öğretide de kendisine yer bulan bu ayırım, işbu çalışmamız kapsamında değinilmek istenen tasnife uygun olması nedeniyle kendisine yer bulmaktadır. Bkz: Tanör, Taraflar, s. 73-80; Ali Hakan Evik/Vesile Sonay Evik, “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 63, Sayı 1-2, 2005, s. 38. Tanör’ün T.C. Merkez Bankası’nı “kamu kesimi ihraççıları”ndan ayırtmasına ilişkin açıklamaları hakkında bkz: Tanör, Taraflar, s. 80-81.

aracılığıyla Japon sermaye piyasalarından kaynak toplarken; İSKİ³¹² ve İzmir Belediyesi'nin o dönemlerdeki iştiraki olan süpermarket zinciri TANSASŞ Tanzim Satışları A.Ş., paylarını halka arz ederek sermaye piyasasından kaynak elde etmiş³¹³ olup söz konusu yıllarda KİT niteliğini haiz olan PETKİM³¹⁴, THY³¹⁵ gibi pek çok şirket, sermaye piyasası araçları çıkarmak vasıtasıyla piyasalardan kendisine kaynak sağlamıştır.

Yukarıda bahsedilen iyi örneklerin yanı sıra, zaman içerisinde KİT'lerin dönem dönem geçirdiği ekonomik sıkıntılar dolayısıyla yaşadığı finansman sorunları ile bunlara ilişkin alternatif çözüm önerileri; öğretilerde tartışılmaya devam etmiştir³¹⁶. Elbette KİT'lere bu çerçevede yapılan finansal önerilerin en güçlülerinden bir tanesini; KİT'lerin sermaye piyasasından fon sağlama deneyimlerine ağırlık vermesi hali oluşturmuştur³¹⁷.

Gelinen aşamada, KHK'nin 31/3 hükmü uyarınca KİT'lerin; 2/5 hükmü uyarınca KİT bağlı ortaklıklarının ve 2/6 hükmü uyarınca ise KİT iştiraklerinin anonim şirketler olarak kurulabileceğini belirtmekte fayda görmekteyiz. Nitekim KHK'nin 4/2 hükmü uyarınca KİT'ler kural olarak özel hukuk hükümlerine tabi kılınmıştır. Günümüzde 2022 yılı itibarıyla anonim şirket statüsünde KİT'ler mevcut olduğu gibi niteliği itibarıyla KHK kapsamı dışında kalan anonim şirket niteliğini haiz başkaca kamu işletmeleri ve kamu sermayeli bankalar da bulunmaktadır³¹⁸. Ayrıca günümüzde *kuruluşlarında kamusal irade bulunan özel hukuk tüzel kişileri*³¹⁹ de bulunduğu; bu minvaldeki şirketleri de sermaye

³¹² İstanbul Su ve Kanalizasyon İdaresi

³¹³ Tanör, Taraflar, s. 78-79.

³¹⁴ Söz konusu yıllardaki adıyla, Petkim Petrokimya A.Ş.

³¹⁵ Türk Hava Yolları Anonim Ortaklığı.

³¹⁶ Tufan Çakır, "Türkiye'de KİT'lerin Sorunları ve Çözüm Yolları", Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C. 18, Sayı 1.

³¹⁷ Çakır, s. 122.

³¹⁸ 31 Mart 2022 itibarıyla güncel Kamu İşletmeleri Listesi, (https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/04/Kamu-Isletmeleri-Listesi_31.03.2022-1.pdf) (E.T.:5 Şubat 2023)

³¹⁹ Meral Yıldırım, İdari Faaliyetlerin Görülüşüne Katılan Özel Hukuk Kişilerinin İdari İşlem Yapabilirliği Sorunu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 31.

piyasası çerçevesinde birer kamu ihraççısı olarak ele almakta bir sakınca görülmemektedir. Bu minvaldeki en belirgin örneklerden bir tanesi, öğretilde kimi yazarlar tarafından *belediye şirketleri*³²⁰ olarak görülen, kimi yazarların ise belediyelerin kurdukları veya bizzat sermayesine katıldıkları anonim veya limited şirket statüsünü haiz *mahalli idarelere bağlı olarak faaliyet gösteren şirket*³²¹ olarak ifade ettiği şirketlerdir. Bu minvaldeki anonim şirketlere İstanbul Büyükşehir Belediyesi'ne bağlı KİPTAŞ³²², HALK EKMEK³²³ gibi örnekler verebilmek mümkün olacaktır³²⁴.

Tüm bu açıklamalardan hareketle, kamu ihraççıları arasından (i) bağlı ortaklık ve iştirakleriyle birlikte KİT'lerin ve (ii) belediye şirketlerinin ortaklık varantı ihraç etmelerinin mümkün olduğu kanaatindeyiz. Burada bir kamu ihraççısının ortaklık varantı ihraç edip edemeyeceğine ilişkin hususu belirlemekteki kriter, söz konusu kamu kesimi ihraççısının anonim şirket olarak faaliyet gösterip göstermediğini tespit etmek şeklinde olacaktır. Bu bahisle, belediyelerin ortaklık varantı ihraç etmeleri olası görünmemektedir. Öte yandan KİT'lerin ortaklık varantı ihraç edebileceği yönündeki tespitimiz, KİT'lerin sermaye piyasası aracı ihraç edebilmesi için KHK'de buna özgü herhangi bir düzenleme bulunup bulunmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Şöyle ki, KHK'nin 321. maddesi, KİT'lerin yatırım ve finansman programlarının hazırlanmasına ilişkin usul ve esasları göz etmektedir. Ortaklık varantı ihracı, temelinde bir finansman aracı olması nedeniyle; ortaklık varantına ilişkin riayet edilecek sermaye piyasası düzenlemelerinin yanı sıra söz konusu KHK'nin 321. maddesi gereği ortaklık varantı ihracına ilişkin

³²⁰ Belediye şirketlerine ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Hülya Küçük, "Türkiye'de Belediye Şirketlerinin Denetimi Üzerine Bir Değerlendirme", Journal of International Management, Educational and Economics Perspectives, C. 3, Sayı 1, 2015, s. 39-52.

³²¹ Yıldırım, s. 32-33.

³²² KİPTAŞ İstanbul Konut İmar Plan Turizm Ulaşım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

³²³ İstanbul Halk Ekmek Un ve Unlu Maddeler Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

³²⁴ Örnek teşkil etmek üzere, İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nin faaliyetleri kapsamında kurulan anonim şirketlerin listesi: (<https://www.ibb.istanbul/icerik/Belediye%20%C5%9Eirketler>) (E.T.: 1 Mart 2023)

hususların, ilgili KİT'in yatırım ve finansman programının hazırlanması aşamasında göz önünde bulundurulması gerekecektir³²⁵.

2.1.3. Payları Üzerine Ortaklık Varantı Yazılı Şirket

Payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirkete ilişkin kavramsal açıklamalara daha önce yer verilmişti. Bu başlık altında, ortaklık varantı ihracında bir taraf olarak payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket incelenecek ve Varant Tebliği gereği hususiyet arz eden durumlar ele alınacak; nihayet payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirkete ilişkin değerlendirmelerimize yer verilecektir.

İlk olarak belirtmek gerekir ki payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin Varant Tebliği'nde bağımsız bir taraf olarak tanımlanmasından hareketle, Varant Tebliği'nin ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin birbirinden bağımsız, iki farklı tüzel kişilik olmasına cevaz verdiğine şüphe bulunmamaktadır. Ancak kanun koyucu tarafından tanınan bu imkânın sınırını, Varant Tebliği'nin 5/6 hükmü oluşturmaktadır. Buna göre, paylarını ilk kez halka arz edecek ihraççıların, başka bir şirketin payları üzerine yazılı ortaklık varantı ihraç etmesi mümkün görünmemektedir. Daha net bir deyişle eğer ortaklık varantı; kapalı bir şirketin ilk halka arzında ihraç edilecek payların yanında çıkarılmak isteniyorsa bu durumda ihraççı, ortaklık varantını ancak ve ancak kendi payları üzerine yazabilecektir. Bu durumda, üçüncü kişi sıfatını haiz başkaca bir şirketin paylarının konu edilmesi ihtimal dahilinde olamayacaktır.

Varant Tebliği'nin 5/6 hükmü vasıtasıyla, payları ilk defa halka arz edilecek ihraççıların, sadece kendi payları üzerine yazılı ortaklık varantı ihraç etmesi yönünde getirilen sınırlamanın amacını tespit etmek için değerlendirmede

³²⁵ Buna ilaveten, KHK'nin KİT'lerin tahvil çıkarma usul ve esaslarını düzenleyen 62. maddesinin ortaklık varantı ihracı açısından uygulanmayacağı kanaatindeyiz. Zira KHK'nin ilgili maddesi doğrudan ve yalnızca tahvil çıkarılmasına özgü bir şekilde ihdas edilmiş olup ortaklık varantının borçlanma aracı niteliği dahi bulunmaması nedeniyle, anılan hükmün kıyasen ortaklık varantı ihraç sürecine uygulanmayacağı görüşü tarafımızca benimsenmektedir.

bulunmak faydalı olacaktır. SPK'nin anılan düzenleme ile payları henüz sermaye piyasasında dolaşıma çıkmayan ve bu nedenle henüz piyasada güven telkin etmeyen ihraççı şirketin, payları piyasada değerli işlem gören üçüncü bir şirketin - *söz konusu işlem hacmi yüksek paylarının*- arkasına gizlenme ihtimalini ortadan kaldırmak istediği kanaatindeyiz. Ortaklık varantının ihracına, satışına ve ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımına ilişkin sorumluluk, Varant Tebliği'nin sistematigi içerisinde ihraççıya yüklenmiş durumdadır. Bu nedenle aslında yatırımcı, ortaklık varantına yatırım yapıp yapmayacağına ilişkin sağlıklı bir karar verebilmek adına, ihraççının finansal ve hukuki güvenilirliğini rahatlıkla denetleyebileceği ve sorgulayabileceği sistematik verilere ihtiyaç duymaktadır. Sermaye piyasası hukukumuzda bu sistematik veriler, ihraççıların kamuyu aydınlatma yükümlülükleri çerçevesinde halkla paylaşılmaktadır. Bu yönde bir kıyaslama yapıldığında, sağlıklı bir yatırım kararı verilebilmesi için ilk halka arzını on yıl önce gerçekleştiren bir ihraççının, paylarını ilk defa halka arz edecek bir ihraççıya nazaran, daha fazla bilgisine ulaşılabilecektir. Ayrıca ilk halka arzını on yıl önce gerçekleştiren ihraççının, paylarını ilk kez halka arz eden ihraççıya karşılaştırıldığında, çok daha uzun süredir SPK denetimi altında olduğunu ve sermaye piyasası mevzuatına riayet ettiğini ifade etmek mümkündür. Halbuki bu çerçevede bakıldığında paylarını ilk defa halka arz edecek ihraççıya ilişkin çok daha az bilgi halka duyurulmuştur ve bu ihraççı üzerindeki SPK ve sermaye piyasası mevzuatı denetimi de oldukça yenidir. Paylarını ilk kez halka arz edecek ihraççının, finansal açıdan güçlü bir şirketin payları üzerine ortaklık varantı yazabilmesi ihtimali, böylesine muteber bir şirketten pay edinme pahasına ihraççının güvenilir olup olmadığını sorgulama iradesinin önüne geçebilecek; tabiri caizse yatırımcının gözünün boyanması mümkün hale gelecektir. Halbuki ortaklık varantına ilişkin tüm sorumlulukları ihraççının yerine getirmesi beklenmektedir; bu nedenle payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket ne kadar güçlü olursa olsun, ihraççı bu payları yatırımcıya ulaştıramadığı sürece aslında söz konusu ortaklık varantına yatırım yapmayı makul kılan bir durum olmayacaktır. Yatırımcının korunması ilkesi çerçevesinde, Varant Tebliği 5/6 hükmündeki sınırlama ile (i) yatırım kararının; ihraççının finansal açıdan ve hukuken muteber olup olmadığına göre verilmesini ve

(ii) ihraççının kendisine ait olmayan payların kuvvetinin arkasına saklanmasına engel olunmasını amaçladığı kanaatindeyiz.

Varant Tebliği'nin payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketten bahsedilen hükümleri ile ortaklık tanımını bir bütün olarak incelendiğinde; üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin bir *anonim şirket* olması zorunluluk arz etmektedir.

Öte yandan payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin Varant Tebliği uyarınca tek hususiyeti, anonim şirket olması değildir. Varant Tebliği'nin 3/1-1 hükmü, yatırımcıya “*payları borsada işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarına ilişkin olarak*” hak talep etme imkânı sunmaktadır. Söz konusu hükmün yanı sıra, Varant Tebliği'nin 21. maddesinde de ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı olduğu bir ihtimalde, hak talep etme imkanlarının fiili kullanımı olarak ifade edebileceğimiz uzlaşma yöntemlerine ilişkin usul ve esaslar düzenlenmekte olup bu madde başlığında, “*payları borsada işlem gören başka bir ortaklığın payları üzerine yazılı olan ortaklık varantları*”na atıf yapılmaktadır. Varant Tebliği'nde yer alan bu belirlemeden hareketle ihraççı ve payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişiler olması durumunda, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin paylarının borsada işlem görmesi gerektiği kuşkusuzdur. Bu ihtimalde, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvurmuş olması yetmeyecektir. Kanaatimizce bu düzenleme kendi içerisinde bir mantık arz etmektedir. Şöyle ki, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin paylarının borsada işlem görmesi durumunda, bir piyasa fiyatı oluşacak ve yatırımcı bu piyasa fiyatı, kullanım fiyatı ve varant primini bir bütün olarak değerlendirip ortaklık varantına yapacağı yatırımın kendisi için uygun olup olmayacağını tespit etme imkanına sahip olacaktır.

Payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin paylarının borsada işlem görmesi³²⁶ zorunluluğundan ne anlaşılması gerektiği açığa kavuşturulmalıdır. Özellikle finans literatüründe payların borsada işlem görmesi ile payların borsa kotuna alınması kavramlarının birbirleri yerine kullanılabildiği görülmekte³²⁷ olduğundan öncelikle bu iki kavramı karşılaştırmak gerekecektir. BIST tarafından yapılan tanım uyarınca bir şirketin borsada işlem görebilmesi için sırasıyla, (i)³²⁸ halka arz izahnamesinin SPK tarafından tasdik edilmesi, (ii) şirket paylarının halka arz edilmesi ve (iii) son olarak payların borsa kotuna alınması gerekmektedir. Bu cihetle borsa kotuna alınma, borsada işlem görmesi istenen payların gereken şartları taşıması durumunda Borsa İstanbul Pay Piyasası'nın ilgili pazarında işlem görmesinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir³²⁹. Bu kapsamda halka arz süreci SPK'nin regüle ettiği bir süreçken borsada işlem görme ve borsada kota alınma işlemleri BIST'in düzenlediği bir süreç olmaktadır. Buna göre borsada işlem görme işlemlerinin son aşamasının borsada kota alınma olduğu, bir başka deyişle borsada işlem gören ortaklık sıfatı ancak ve ancak kota alınma işlemlerinin tamamlanmasıyla kazanılabileceğinden ve kot dışı pazar kavramının da günümüzde kaldırılmış olması nedeniyle -*zaten artık kot dışı pazarlarda işlem gören bir ortaklık*

³²⁶ Varsayımsal halka arz ile *borsa anonim şirketi* olan şirketler ile *halka açık anonim şirketler* arasında öğreti olarak bir fark bulunmamaktadır. Esasen bu iki ortaklık tipini, hukuken birbirlerinden ayrı görmeye gerek olmamaktadır. Yine de yapısal nitelikte bir fark arz etmeyen çok az sayıda değişik maddeye tabi olan bu ortaklık tipleri arasında, her halükarda hukuken bir fark olmadığının kabulü gerekmektedir. Borsa anonim şirketi ile halka açık anonim şirketlerinin her birinin ayrı ayrı tabi olduğu ve her iki şirket tipinin birlikte tabi olduğu TTK ve SerPK hükümleri için bkz: TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), s. 320-321.

³²⁷ Payların borsada işlem görmesi ile payların borsa kotuna alınmasının birbirleri yerine kullanıldığı makalelere örnek teşkil etmek üzere bkz: Selda Türedi, "Sermaye Piyasalarında Kotasyon ve Kotasyonun Faydaları", *Mevzuat Dergisi*, Sayı 186, Y. 2013.

³²⁸ Şirketlerin halka arza hazırlık sürecinde aksiyon alması gereken hususların özetle, (i) şirket içi çalışma grupları oluşturması, (ii) finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmesi, (iii) aracı kuruluş seçmesi, (iv) esas sözleşme tadili ile genel kurul kararı alması ve (v) halka arz fiyatını belirlemek olduğuna ilişkin bkz: BIST, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Broşürü, s. 5: (<https://borsaistanbul.com/files/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme-tanitim-brosuru.pdf>) (E.T.: 1 Şubat 2023)

³²⁹ BIST, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Broşürü, s. 5: (<https://borsaistanbul.com/files/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme-tanitim-brosuru.pdf>) (E.T.: 1 Şubat 2023)

*payı olamayacağından hareketle*³³⁰- kavramlar arasındaki farka, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket açısından önemli bir anlam atfedilmemesi gerektiği değerlendirilmektedir.

Sermaye piyasası öğretisinde payların borsada işlem görmesi konusu ele alınmış olup özetle payları borsada işlem gören ortaklıklar; (i) devamlılık arz eden bir şekilde payları birincil ve ikincil piyasalarda alım satıma konu edilen ortaklıklar ile (ii) paylarının borsada işlem görmesine ilişkin herhangi bir yasaklama getirilmemiş olmak koşuluyla; paylarının borsada alım satıma konu edilmesi piyasa koşulları gereği bir müddet mümkün olmayan veyahut paylarının borsada alım satıma konu edilmesi ihtimalinin geçici olarak ortadan kalkmasına rağmen bu ihtimal kendileri için halen bulunan ortaklıklar şeklinde ifade edilebilecektir³³¹. Biz de bu iki sınıflandırmaya giren ortaklıkların borsada işlem gören sıfatını haiz olduğu ve ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişilikler olması durumunda, bu minvaldeki şirketlerin payları üzerine yazılı ortaklık varantı ihraç edilebileceği kanaatindeyiz³³².

Son olarak payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin hak ve yükümlülüklerine ilişkin yorumda bulunmak gerekmektedir. Varant Tebliği uyarınca genel çerçevede (i) şirket organlarının esas sözleşme tadili ile gerekli kararları almasından, (ii) kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesinden, (iii) ihraca ve satışa ilişkin başvuruların yapılmasından, (iv) kayden izleme esaslarının yerine getirilmesinden, (v) uzlaşma yönteminin usulüne

³³⁰ Kot içi ve kot dışı pazar ayrımının kaldırıldığına ilişkin 14 Temmuz 2015 ile 13 Kasım 2015 onay tarihli ve 22 Nisan 2022 revizyon tarihli Kotasyon Yönergesi'nin Geçici Madde 2/1-a hükmü (https://www.borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf) (E.T.: 2 Şubat 2023) ile Kotasyon Yönergesi değişikliğine ilişkin BIST'in 20 Kasım 2015 tarihli KAP duyurusu (<https://www.kap.org.tr/Bildirim/482962>) (E.T.: 2 Şubat 2023)

³³¹ Serdar Hızır, Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 84-87.

³³² Karşılaştırma için bkz: 10 Ekim 2015 onay tarihli ve 18 Nisan 2023 revizyon tarihli BIST Pay Piyasası Yönergesi'nin "Bir sermaye piyasası aracına ilişkin işlemlerin geçici olarak durdurulması" başlıklı 30. maddesi. (<https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf>) (E.T.: 1 Mayıs 2023)

uygun bir şekilde yerine getirilmesinden, (vi) SPK'ye gerekli ücret ödemelerinin yapılmasından, (vii) ortaklık varantının ve uzlaşi yöntemine göre pay veya paranın teslim edilmesine ilişkin her türlü husustan sorumluluk, ihraççıya aittir. Ortaklık varantına ilişkin düzenleme yapılan tek hukuki dayanağın Varant Tebliği payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin sorumluluk rejimine ilişkin bir çalışma bulunmamasının hukuki bir boşluk yarattığını ve düzenlemeye muhtaç olduğunu değerlendirmekteyiz.

2.1.4. Aracı Kurum

Varant Tebliği içerisinde ortaklık varantına ilişkin aracı kurum, yatırım kuruluşu ve yetkili kuruluş kavramlarına yer verildiği görüldüğünden, işbu başlık altında söz konusu kavramların açıklanması suretiyle her bir kavramın ortaklık varantı ile olan ilişkisi izah edilmeye çalışılacaktır.

Sermaye piyasasında, fon arz eden yatırımcılar ile fon talep eden ihraççıların riskleri, ihtiyaçları ve sermaye piyasasının bir aktörü olmaktan beklentileri birbirinden farklılık arz etmektedir. Yatırımcılar, piyasaya sundukları tasarruflarını kaybetmek istememenin yanı sıra yapacakları yatırımdan gelir elde etme amacı taşımaktadırlar³³³; ancak bunun karşılığında sermaye piyasalarındaki işlemlerin derinliğine ilişkin bilgi birikimleri sınırlıdır ve sermaye piyasalarına yabancı olmaları sebebiyle, kendileri için optimum sonuç doğuracak kararlar almalarını zorlaştıracak bir pozisyona sahiplerdir³³⁴. Diğer tarafta ihraççılar ise kendilerine finansman sağlama isteklerinin karşısında (i) ihraç ve sonrasındaki süreci düzenleyen teknik ve komplike bir yapıya sahip kuralları anlamlandırmak ve (ii) ihraç ettikleri sermaye piyasası aracını etkin bir şekilde satmak konusunda zorluk yaşayabileceklerdir³³⁵. Bu nedenle sermaye piyasasında riski, verimliliği ve süreci

³³³ Ata, s. 45.

³³⁴ Bayram Volkan Alan, Sermaye Piyasası Kurulu'nun İdari Yaptırım Yetkisinin İdarenin Takdir Yetkisi Kapsamında Değerlendirilmesi ve Yargısal Denetimi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 46.

³³⁵ Aynı yönde bkz: Ata, s. 45.

taraflar nazarında somutlaştırma becerisine sahip; yatırımcıları ve ihraççıları birbiriyle buluşturan sermaye piyasası alanında uzman yardımcı kuruluşlara ihtiyaç duyulmaktadır.

Sermaye piyasasında ihraççılar ile yatırımcıları buluşturan; tarafların piyasada etkin, güvenli ve sürekli varlığını temin etmek maksadıyla hareket eden yardımcı kuruluşlar; bir kavram olarak “yatırım kuruluşu” şemsiyesi altında toplanmaktadır. Yatırım kuruluşlarının ana faaliyet konusunu *aracılık*³³⁶ teşkil etmektedir. Yatırım kuruluşları içerisinde aracı kurumlar, bankalar, yatırım hizmet ve faaliyeti sunmak üzere kuruluş ve faaliyet kuralları SPK tarafından belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları yer almaktadır³³⁷. Yatırım kuruluşları en sade deyişle, birincil piyasalarda halka arzın tarafı olan ihraççılar ve yatırımcılar arasında; ikincil piyasalarda ise birbirleri arasında alım satım oluşan yatırımcılar arasında bir köprü görevi üstlenmektedir³³⁸.

İhraç ve halka arz işlemleri, daha önce de bahsedildiği üzere³³⁹ birincil piyasa işlemleri olarak anılmakta olup halka arz, bazı durumlarda borsada satış yöntemiyle ikincil piyasa işlemi oluşturuyormuş izlenimi verse dahi bu durum söz konusu işlemin halka arz niteliğini etkilemeyecektir³⁴⁰. Bu bahisle yatırım kuruluşlarının birincil piyasalarda yürüttüğü aracılık faaliyetlerine, *halka arza aracılık* faaliyeti adı verilmektedir³⁴¹.

³³⁶ Tanör, Taraflar, s. 248: *Tanör*, mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda yer alan tanımdan hareketle aracılık kavramını sermaye piyasası araçlarının, SPK tarafından, bu alanda yetkili kılınan kuruluşların (i) kendi nam ve hesabına, (ii) başkası nam ve hesabına veya (iii) kendi namına başkası hesabına alım satımı şeklinde tanımlamaktadır. Buna göre bir kuruluşun aracılık faaliyetinde bulunabilmesi için aracılığı gerektirecek bir sermaye piyasası faaliyetinin bulunması, aracılık faaliyetini yürütecek kuruluşun özellikle yetkilendirilmiş olması ve aracılık faaliyetini yürütecek kuruluşun tesis edeceği her bir işlem türüne özgülenen sorumluluk rejimini benimseyerek işlemlerini bu sorumluluk rejiminin gereklerine göre gerçekleştirmesi gerekecektir.

³³⁷ Ata, s. 45-46.

³³⁸ Ata, s. 46.

³³⁹ Birincil piyasa işlemlerine ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b. [2.1.1.].

³⁴⁰ Tanör, Taraflar, s. 267.

³⁴¹ Ata, s. 46: Yatırım kuruluşlarının ikincil piyasalarda yürüttüğü işlemler ise alım satıma aracılık faaliyeti olarak isimlendirilmektedir.

Yatırım kuruluşlarının bir türünün *aracı kurumlar* olduğuna değinilmişti³⁴². SerPK'nin 3/1-a hükmü ile 37. maddesi bir bütün olarak değerlendirildiğinde aracı kurumların faaliyetleri iki ana grupta incelenecektir. Bunlar sırasıyla, aracı kurumun *birincil piyasalardaki halka arza aracılık faaliyetleri* kapsamında sermaye piyasası araçlarının halka arzında (i) yüklenimde bulunarak (*aracılık yüklenimi*) veya (ii) yüklenimde bulunmaksızın (*en iyi gayret aracılığı*) aracılık faaliyeti yürütmesi; *ikincil piyasalardaki alım satım faaliyetine aracılık faaliyetleri* kapsamında ise (a) sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi (*emir iletimine aracılık*), (b) sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi (*işlem aracılığı*) veya (c) sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım satımı (*portföy aracılığı*)³⁴³ faaliyeti yürütmesi şeklindedir³⁴⁴.

Varant Tebliği içerisinde kendisine aracılık görevi yüklenen bir başka kurum, “yetkili kuruluş” olarak isimlendirilmektedir. SerPK'nin 39. maddesi uyarınca yatırım kuruluşlarının, bir sermaye piyasası aracı veya her bir yatırım hizmeti ve faaliyeti bazında *faaliyet izni alma zorunluluğu* bulunmaktadır. Devamında SerPK'nin 40. maddesi ile kendilerine SPK tarafından yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak üzere izin verilenlere icra edebilecekleri yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gösteren bir *yetki belgesi* verilmektedir.

Yetkili kuruluş, ST'nin 4/1- s hükmü uyarınca SPK tarafından sermaye piyasası araçlarının halka arzına ilişkin aracılık faaliyeti yürütmek üzere *yetkilendirilmiş* (i) aracı kurumlar ile (ii) yatırım ve kalkınma bankalarını ifade etmektedir. Aracı kurumların işlemde bulunacakları her bir faaliyet konusu için (*örneğin, aracılık yüklenimi suretiyle halka arza aracılık faaliyeti için ayrı, en iyi gayret aracılığı*

³⁴² Sermaye piyasası literatüründe “aracı kurum – aracı kuruluş” tanımlarının birleşmesine ve gelenen aşamada kullanım itibarıyla birbiriyle eş değer kabul edilmesine yönelik açıklamalara ilişkin bkz: Tanör, Taraflar, s. 253; Ata, s. 97-99.

³⁴³ Ata, s. 90.

³⁴⁴ Aracı kurumların ikincil piyasalardaki işlemlerine ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Ata, s. 174 vd.

suretiyle halka arza aracılık faaliyeti için ayrı olmak suretiyle) SPK'den ayrı birer yetki belgesi alma zorunluluğu bulunmaktadır³⁴⁵. Türkiye'deki aracı kurumların hangi yatırım faaliyetleri yönünden işlem yapmaya yetkili kuruluş oldukları SPK'nin internet sitesinde ilan edilmektedir³⁴⁶. Özetle; yatırım kuruluşları aracı kurum ve bankalardan oluşmakta ise de halka arza aracılık faaliyetinde bulunmaya yetkili kurumlar, (i) aracı kurumlar ve (ii) yatırım ve kalkınma bankalarıdır ve bu kurumların yatırım faaliyet türlerinde işlem icra edebilmeleri için, her bir yatırım faaliyeti bakımından SPK tarafından ayrı ayrı yetkilendirilmeleri gerekmektedir.

Aracı kurum ve yetkili kuruluşa ilişkin yaptığımız açıklamalar sonrasında Varant Tebliği'nde bunlara ilişkin yapılan düzenlemeleri inceleyerek değerlendirmelerde bulunmak gerekecektir. Öncelikle, yetkili kuruluşun tanımı Varant Tebliği'nin 4/1-s hükmünde *-tıpkı ST'deki gibi-* SPK tarafından sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışa aracılık etmek üzere yetkilendirilen aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarını işaret etmektedir. Öte yandan, Varant Tebliği'nin 6/1 hükmü gereği, ortaklık varantlarının satışının ilgili sermaye piyasası aracının *halka arzına aracılık eden yetkili kuruluş* vasıtasıyla gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte Varant Tebliği'nin varantların borsada alım satımı ile aracılık faaliyetlerine ilişkin esaslarını düzenleyen 9/3 hükmü uyarınca; varantların alım satımına aracılık faaliyetlerinin *işlem aracılığı* faaliyet iznine sahip aracı kurumlar tarafından yürütüleceği belirtilmektedir³⁴⁷. Varant Tebliği'nin 20/1-b ile 21/2 hükümleri gereği; yatırımcıların ortaklık varantından kaynaklanan haklarını kullanmak için ihraççıya yapacakları *bildiri* de yetkili kuruluş vasıtasıyla ihraççıya iletmeleri gerekmektedir. Öte yandan yetkili kuruluşların sorumluluğu bununla sınırlı olmayıp Varant Tebliği'nin 9/3 maddesi gereği yetkili kuruluşlar risk bildirim formlarını müşterileriyle paylaşmaya tabi kılınmışlardır.

³⁴⁵ Tanör, Taraflar, s. 267, 275.

³⁴⁶ SPK Aracı Kurum Faaliyet İzinleri, (<https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/araci-kurumlar>) (E.T: 17 Şubat 2023)

³⁴⁷ Aracı kurumlar tarafından varantlarla ilgili herhangi bir işlem gerçekleştirmeden önce müşterilerine risk bildirim formu imzalatılması gerektiğine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.1.4.].

Yukarıda bahsedilen Varant Tebliği'nde yer alan mezkûr hükümler uyarınca öncelikle ilgili sermaye piyasasının halka arzına -örneğin, ortaklık varantının birlikte çıkarıldığı payın halka arzına- hangi aracı kurum veya yatırım ve kalkınma bankası aracılık ediyorsa, ortaklık varantını da bu aracı kurum veya yatırım ve kalkınma bankasının halka arz etmesi gerekmektedir. Aynı anda halka arz edilen bu iki farklı sermaye piyasası aracının halka arzına aracılık faaliyetlerini farklı tüzel kişiliklere sahip aracı kurum veya yatırım ve kalkınma bankalarının yürütmesi mümkün görünmemektedir. Varant Tebliği lafzı itibarıyla ortaklık varantının halka arzını, buna ilişkin çıkarılan diğer sermaye piyasası mevzuatı ile bire bir uyumlu olacak şekilde birincil piyasa işlemi olarak kabul ettiğini ve ortaklık varantının yatırımcılar arasındaki alım satımına aracılık faaliyetini ise ikincil piyasa işlemi olarak gördüğünü ve bu nedenle ikincil piyasada ortaklık varantı alım satımına aracılığın ancak işlem aracılığı faaliyet iznine sahip aracı kurumların yürütebileceğini ifade etmektedir. Varant Tebliği'nin ilgili hükmünün mefhumu muhalifinden; yatırım ve kalkınma bankalarının ortaklık varantının ikincil piyasalarda alım satım faaliyetlerine aracılık etmeye yetkili kılınamayacağı değerlendirilmektedir. Son olarak ortaklık varantının bir sermaye piyasası aracı olarak biricik özelliklerinden biri olan, kendisinden kaynaklanan pay alım (veya pay ile uzlaş) açısından pay edinimi) hakkının yatırımcı tarafından kullanılabilmesi için; yatırımcıdan ihraççıya akış şeklinde geçmesi gereken hakkın kullanımına yönelik bildirim ve taleplerin iletilmesi hususunu ele almakta fayda görmekteyiz. Bu bildirimin ihraççıya iletilmesinde, Varant Tebliği'nin açık hükmü gereği bir yetkili kuruluş vasıtasıyla yatırım faaliyeti yürütüleceğine herhangi bir şüphe bulunmamaktadır. Ancak burada Varant Tebliği içerisinde açıkça belirtilmeyen husus, yetkili kuruluşun hangi türdeki faaliyet izniyle bu yatırım faaliyetine aracılık edebileceği noktasında toplanmaktadır. Bu konuda yaşanan tereddütün sebebini ise III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in³⁴⁸ emir iletimine aracılık faaliyetine ilişkin usul ve esasları düzenleyen 11. maddesi teşkil etmektedir. Söz konusu tebliğin 11/2 hükmü emir

³⁴⁸ R.G.: 11 Temmuz 2013, Sayı: 28704.

iletimine aracılık faaliyeti sayılan faaliyetler kapsamında “halka arz, tahsisli satış veya nitelikli yatırımcılara satış sırasında taleplerin toplanmasıyla ilgili olarak taleplerin ilgili yatırım kuruluşuna iletilmesi ve müşteriler³⁴⁹ tarafından ilgili sermaye piyasası bedeli olarak tevdi edilen nakdin tahsili veya geri ödenmesi gibi işlemleri kapsamak üzere gişe hizmeti verilmesi”ni göstermektedir. Emir iletimine aracılık faaliyeti, daha önce bahsedildiği üzere esasen sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık faaliyeti kapsamında olan, yatırımcıların birbirleri arasındaki ilişkilere aracılık edilmesini gerektiren; bu nedenle de ikincil piyasa işlemi olarak görülebilen bir yatırım faaliyetidir. Halbuki ortaklık varantından kaynaklanan pay alım hakkı (*veya pay ile uzlaşıda pay edinimi*) tahsisli satış ile sağlanacak olup öğretide *Ata (Polat)* tarafından, uygulamada tahsisli satışın da halka arza aracılık faaliyeti kapsamında kaldığı yönünde görüş bildirilmektedir³⁵⁰. Bizler de bu görüşe katılmaktayız. Bu durum da akla yalnızca halka arza aracılık faaliyeti izni bulunan bir yetkili kuruluşun ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımına ilişkin bildirimin iletilmesinde yetkili kabul edilip edilemeyeceği sorusunu getirmektedir. Her ne kadar ilk bakışta bu soruya olumlu cevap verilecekmiş gibi görünse de SPK tarafından III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in emir iletimine aracılık faaliyeti olarak kabul edilebilecek istisnalarından biri olan 11/2 hükmü, doğrudan ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımını bizlere işaret etmektedir. Zaten söz konusu 11/2 hükmündeki “talep” lafzı, Varant Tebliği’nin 20/1-b ve 21/2 hükümlerinde de kendine yer bulmuştur. Bu lafzı kullanmanın bilinçli bir tercih olduğu kanaatinde olduğumuzdan; ortaklık varantından kaynaklanan pay alım veya pay edinimi hakkının kullanılabilmesi için aracılık faaliyetinde bulunacak yetkili kuruluşun, halka arza aracılık faaliyet izninin yanı sıra emir iletimine aracılık faaliyet izninin de bulunması gerektiği kanaatindeyiz.

³⁴⁹ Müşteri, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 3/1-k hükmü uyarınca profesyonel ve genel müşterileri ifade etmektedir.

³⁵⁰ *Ata*, s. 178.

2.2. ORTAKLIK VARANTI İHRACI İLE SATIŞINA İLİŞKİN HUKUKİ KAVRAMLAR

İşbu başlık içerisinde yer alan hukuki kavramlar, ortaklık varantının ihraç ve satış süreçleriyle sınırlı bir çerçevede ele alınmakla yetinilecektir.

2.2.1. Kamuyu Aydınlatma

2.2.1.1. Kavram

Şirketlerin büyümesi ve halka açılarak sermayesinin geniş bir tabana yayılması ile yatırımcıları korumak maksadıyla şirket işleyişlerinde fonksiyonel değişiklik yapma ihtiyacı hasıl olmuştur³⁵¹. Bu kapsamda şirkete fon arz eden yatırımcı başta olmak üzere şirket ile ilişki içerisindeki üçüncü taraflara doğru, yeterli ve gerekli bilgiyi sunma gereksinimi ile şirketlerin organizasyon yapılarında daha komplike ve amaca yönelik yapılar inşa etme ihtiyacı duyulmuştur³⁵².

TTK'nin 1529. maddesinde düzenlenen kurumsal yönetim (*corporate governance*) ilkeleri temelde; şirketlere ilişkin iyi yönetim, gözetim ve denetime yönelik kural seti koyma amacına hizmet etmektedir³⁵³. Bu kapsamda kurumsal yönetimin şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri olmak üzere dört taşıyıcı kolonu bulunmaktadır³⁵⁴. Gerek uygulamada gerekse öğretide ayrı bir önem atfedilen şeffaflık ilkesi³⁵⁵ kısaca şirket yönetimi

³⁵¹ Bahtiyar, s. 23.

³⁵² Koray Akyürek, Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 37.

³⁵³ Cafer Eminoğlu, Türk Ticaret Hukukunda Kurumsal Yönetim, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2014, s. 14.

³⁵⁴ Bahtiyar, s. 24-25; Akyürek, s. 41.

³⁵⁵ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), s. 318: *Tekinalp*, şeffaflık ilkesinin kamuyu aydınlatma ilkesinden daha yenilikçi ve ileri bir yaklaşım ortaya koyduğunu; bu yaklaşımın pay sahiplerinin istedikleri her an, istedikleri yerde bilgiye erişimine üstünlük tanınması şeklinde somutlaştığını ve

tarafından alınan kararlar, şirketin faaliyetleri ve şirketin taraf uygulamalarının tam, doğru ve kolay anlaşılabilir bir şekilde sunulmasını ifade etmekte olup aslında üst çatıda *kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne* işaret etmektedir³⁵⁶.

Günümüzde SerPK'nin ikincil düzenlemelerinden II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği³⁵⁷ ve ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri uyarınca kurumsal yönetim ilkeleri (i) pay sahipleri ve hakları, (ii) kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, (iii) menfaat sahipleri ve (iv) yönetim kurulu dört grup ilke altında incelenmektedir³⁵⁸.

Çalışmamız için önem arz eden kamuyu aydınlatma ilkesi; mahiyeti itibarıyla sermaye piyasası araçlarının değerini ve dolayısıyla yatırımcıların kararını etkileyebilecek nitelikteki bilgiler ve gelişmelerin³⁵⁹, herhangi bir talep gelmesine gerek kalmaksızın, kamudan kaynağına açıklanmasını ifade eden bir bilgilendirme sistemini karşılamaktadır³⁶⁰.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, sermaye piyasası mevzuatı yönünden (i) sürekli kamuyu aydınlatma ve (ii) özel haller gereği kamuyu aydınlatma olmak üzere iki grupta incelenmekte³⁶¹ olup aşağıda kısaca bu başlıklar üzerinden bilgi aktarımında bulunulacaktır.

TTK'nin elektronik işlemler ve bilgi toplumu hizmetlerine ilişkin usul ve esasları içeren 1524. maddesinde bahsedilen “bilgi toplumu hizmetleri” ile getirilen internet sitesi açmak vasıtasıyla, ilgililer tarafından bilgiye erişimin kanun koyucu eliyle son derece kolaylaştırıldığını belirtmektedir.

³⁵⁶ Kurumsal yönetim ilkeleri ışığında kamuyu aydınlatma ilkeleri ile şeffaflığın bir arada incelenmesine ilişkin bkz: Akyürek, s. 48-50.

³⁵⁷ R.G.: 3 Ocak 2014, Sayı: 28871

³⁵⁸ Eminoğlu, s. 38.

³⁵⁹ M. Fatih Arıcı, Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (*Tebliğler ve Tartışmalar*), Mehmet Helvacı/Necdet Uzel/Numan Sabit Sönmez/Ahmet Özsoy (Ed.), On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 109.

³⁶⁰ Manavgat, s. 187.

³⁶¹ Manavgat, s. 199. Bu gruplandırmanın “bilginin açıklanma zamanı bakımından” yapıldığına ilişkin bkz: Akyürek, s. 52.

2.2.1.2. Sürekli (Dönemsel) Kamuyu Aydınlatma

Dönemsel kamuyu aydınlatma olarak da ifade edilebilecek sürekli kamuyu aydınlatma nezdinde; sermaye piyasası mevzuatımızda öngörülen 3, 6 ve 9 ay gibi belirli dönemlerin sonunda düzenlenmesi icap eden finansal tablolar, yönetim kurulu yıllık faaliyet raporları, bağımsız denetim raporları ile bu minvaldeki raporların kamuya duyurulması gerekmektedir³⁶². Bunlar şirketin halka açık olması ya da paylarının borsada işlem görmesi dolayısıyla belirli dönemlerde düzenlendiği için bu raporların kamuyu aydınlatma niteliği dönemsel olarak kabul edilirken; açıklama yapılmasının herhangi bir olayın gelişmesine bağlı olmaması ve mevzuat gereği belirli dönemlerde açıklanmaları gerektiği için sürekli nitelik arz etmektedirler³⁶³.

2.2.1.3. Özel Haller Gereği Derhal (Eş Zamanlı) Kamuyu Aydınlatma

Özel hallerde kamuyu aydınlatma ihtiyacı; sermaye piyasası aracının fiyatını ve değerini ve dolayısıyla; yatırım kararını etkileyebilecek nitelikteki bir durum veya olaya ilişkin, yatırımcı veya potansiyel yatırımcı dahil olmak üzere kamunun tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesi gereksiniminden kaynaklanmaktadır³⁶⁴. Sürekli kamuyu aydınlatma kapsamında kamuya açıklanacak raporlar SerPK'nin finansal raporlama ve bağımsız denetime ilişkin 14. maddesi ve ikincil mevzuat ile net bir şekilde belirlenmişken özel hallerde yapılacak kamuyu aydınlatma, yine SerPK'nin kamunun aydınlatılmasında özel durumlara ilişkin 15. maddesindeki nispeten soyut ifadelerden de anlaşılacağı üzere, şirket açısından gelişmiş bir yorum yapma faaliyeti oluşturulmasını gerekli kılmaktadır³⁶⁵. Özel durumlar nedeniyle kamuya açıklanacak bilgiler;

³⁶² Manavgat, s. 199.

³⁶³ Manavgat, s. 200.

³⁶⁴ Akyürek, s. 58.

³⁶⁵ Manavgat, s. 211.

(i) içsel bilgi ve (ii) sürekli bilgi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sürekli bilgi, niteliği gereği şirketin sermaye yapısına ve yönetim kontrolü değişikliklerine ilişkin bilgi ifade ederken³⁶⁶, içsel bilgi “önemli” nitelikteki, esasen sermaye piyasası aracının fiyat üzerinde etki oluşturabileceği düşünülen mahiyetteki bilgiye³⁶⁷, olaya veyahut gelişmeye³⁶⁸ işaret etmektedir.

İçsel bilgilere ilişkin usul ve esaslar, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği’nin³⁶⁹ 5. ve 11. maddeleri arasında düzenlenmektedir.

Sürekli bilgilere ilişkin usul ve esaslar, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği içerisinde 12. ve 19. maddeler arasında düzenlenmektedir. Bu maddeler arasında, paya dayalı sermaye piyasası araçlarına ilişkin yapılması gereken sürekli bilgilere ilişkin 14. madde konumuz açısından önem arz etmektedir. İlgili hükme göre ortaklık varantı gibi pay alım (veya *pay edinme*) hakkı veren yapısı itibarıyla türev niteliği bulunan sermaye piyasası araçlarına doğrudan veya dolaylı olarak (*örneğin, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu bir şirket vasıtasıyla*) ellerinde bulunduran kişilerin; ellerinde bulundurdıkları sermaye piyasası araçlarının kendilerine bahşedeceği oy hakkının II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği’nin 12. maddesinde belirtilen kamuyu aydınlatma eşiklerine ulaşması halinde, paya dönüştürme hakkını kullanan “işlemi yapan” sıfatını haiz kişilerin; söz konusu 14. madde çerçevesinde kamuya açıklama yapması gerekmektedir³⁷⁰.

³⁶⁶ Manavgat, s. 211.

³⁶⁷ Manavgat, s. 215.

³⁶⁸ Akyürek, s. 60.

³⁶⁹ R.G.: 23 Ocak 2014, Sayı: 28891

³⁷⁰ Manavgat, s. 223. Eşiklerin aşılması ya da altına düşülmesine ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Manavgat, s. 224.

2.2.1.4. Kamuyu Aydınlatma Belgeleri

SerPK'nin 4. maddesi uyarınca sermaye piyasası araçlarının halka arzı ve borsada işlem görebilmesi amacıyla hazırlanan en temel ve ayrıntılı kamuyu aydınlatma belgeleri; izahname ve ihraç belgesi olarak kabul edilmektedir³⁷¹. Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluk esasen bir kusur sorumluluğudur. Bu noktada sorumluluk rejimi kademelere ayrılmış olup izahnamede yer alan bilgiler nedeniyle meydana gelen zarardan birinci kademedede ihraççı ve ikinci kademedede ise ihraca katılan veya ihraç işleminin gerçekleşmesinde aktif hareket eden kişilerin, kendilerine kusur yüklenebildiği ölçüde sorumluluğu söz konusu olacaktır³⁷².

2.2.1.4.1. İzahname

İzahname³⁷³, içerdiği bilgiler ile yatırım kararının sağlıklı bir şekilde verilebilmesi için yatırımcılar tarafından belirleyici özelliği bulunan, hem kendisinin hazırlanması ile ortaya çıkacak olan sermaye piyasası aracını hem de bu finansal varlığı çıkaran şirketi tanıtmaya maksadıyla hazırlanan bir kamuyu aydınlatma belgesidir³⁷⁴. Bu bahisle, eSerPK'deki "SPK kaydına alma"³⁷⁵ yönündeki izin sistemi terk edilerek izahname ile kamuyu aydınlatma prensibi benimsenmiştir³⁷⁶. SPK'nin izahname hükümleri üzerinde, izin sisteminde olduğunun aksine ekonomik yerindelik denetimi yapma yetkisi bulunmamaktadır; SPK tarafından günümüzde izahname üzerinde yapılan inceleme tüm bilgilerin eksiksiz bir şekilde ve anlaşılabilir bir terminolojiyle kamuya sunulduğundan emin olmaya yöneliktir³⁷⁷. Bu nedenle günümüzde

³⁷¹ Manavgat, s. 694.

³⁷² Akyürek, s. 80.

³⁷³ İzahnamenin hukuki niteliğinin icap mı yoksa icaba davet mi olduğu konusundaki hukuki tartışmalar için bkz: Arıcı, s. 114 vd.

³⁷⁴ Manavgat, s. 694.

³⁷⁵ SPK kaydına alınmaya ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Hızır, s. 107-108.

³⁷⁶ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), s. 323.

³⁷⁷ Manavgat, s. 696.

sermaye piyasası mevzuatında yer alan “SPK onayı” ifadesini izin sistemiyle bir tutmamak gerekecektir.

İzahname, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği³⁷⁸ uyarınca ihraççının finansal durumu ile faaliyetlerini, ihraç konusu sermaye piyasası aracı üzerinde izlenecek hakları ve buna ilişkin geleceğe yönelik beklentiler ile bu aracın risklerini, kolay ve anlaşılabilir bir dille ifade eden kamuyu aydınlatma belgesidir³⁷⁹. Öğretide *Pehlivanoglu*, izahnameyi taraflar arasında (*yatırımcı ile ihraççı arasında*) akdedilme ihtimali olan sözleşmenin esaslarını ortaya koyan, kamuyu aydınlatma nitelikli bir pazarlama belgesi olarak tanımlamaktadır³⁸⁰.

Ana kural halka arz ve borsada işlem görme ekseninde, çıkarılan sermaye piyasası aracına ilişkin izahname hazırlanması olsa da II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nin 6. maddesi uyarınca, izahname hazırlama ve kamuya açıklamaya yönelik iş ve işlemlerin aynı zamanda yüksek maliyetli olması düşüncesinden hareketle³⁸¹, izahname hazırlanma yükümlülüğüne çeşitli muafiyetler getirilmiştir. Konumuz açısından özellikle önem arz eden muafiyet, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği’nin 6. maddesinde yer alan pay değişimi çerçevesindeki muafiyetler ile izahname hazırlanmasını gerektirmeyen durumlardır. Öğretide *Manavgat* tarafından, bu minvaldeki sermaye piyasası araçlarının dönüştürülmeleri ve değiştirilmeleri; ortaklık varantı açısından verilen hakkın kullanılması suretiyle gerçekleştirilen pay ihraçlarında (i) satış işlemi bulunmaması ve (ii) dolayısıyla, bir yatırım kararı verilmesi yönünde bir gereklilik bulunmaması nedenleriyle bu işlemlerde izahname hazırlanmasına lüzum olmadığı yönünde değerlendirme

³⁷⁸ R.G.: 22 Haziran 2013, Sayı: 28685

³⁷⁹ Arıcı, s. 114.

³⁸⁰ Murat Can Pehlivanoglu, Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu, İzmir Barosu Dergisi, Y. 2020, Sayı: 2, s. 205.

³⁸¹ Manavgat, s. 694.

yapılmıştır³⁸². Bu görüşe kaydi teslimatta esasen bir satış gerçekleşiyor olması nedeniyle kısmen katılmakla birlikte, ortaklık varantı açısından izahname hazırlanması yönünde bir zorunluluk olmamasının yasal dayanağının SerPK vasıtasıyla SPK'ye tanınan, izahname hazırlanmasından kısmen veya tamamen vazgeçmeye yönelik 5. maddesinden kaynaklandığını değerlendirmekteyiz. Zira II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde yer alan muafiyetler ya satış yöntemi ya da satışa konu araçların değerine ilişkindir. Halbuki Varant Tebliği ile SPK ortaklık varantlarının ihracında izahname hazırlanmamasına ilişkin, bu sermaye piyasası aracına özgü, münferit bir düzenleme ihdas etmiştir³⁸³.

2.2.1.4.2. İhraç Belgesi

İhraç belgesi, II-15.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 4/1-g hükmü uyarınca kısaca, ihraççıların izahname hazırlamadan gerçekleştireceği her nevi sermaye piyasası aracının niteliği ve satış koşullarına ilişkin izahnameye kıyasla daha az detay bilgi ihtiva eden kamuyu aydınlatma belgesi olarak ele alınabilecektir. İhraç belgesinin izahname ile karşılaştırıldığında daha az detay verilerek hazırlanan bir doküman olmasının altında, ihraç belgesi ile ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının satış yöntemlerinin, ekseriyetle profesyonel müşteri³⁸⁴ sınıfını haiz yatırımcı grubuna yönelik çıkarılması ve bunun karşılığında profesyonel müşterilerin, genel müşterilere kıyasla daha az korunma ihtiyacı duyacağı düşüncesi yatmaktadır³⁸⁵.

Ortaklık varantlarında da hitap edilen yatırımcı kesimi nedeniyle ihraç belgesi hem ortaklık varantının ihracında hem de ortaklık varantından

³⁸² Manavgat, s. 695.

³⁸³ Ortaklık varantı ihracının gerçek anlamda halka arz niteliğini haiz olup olmadığına yönelik değerlendirmeler hakkında bkz: Manavgat, s. 595-596.

³⁸⁴ Yatırımcılar açısından yapılan profesyonel müşteri ve genel müşteri ayırımına yönelik açıklamalar hakkında bkz: Ata, s. 51-59.

³⁸⁵ Yatırımcıların gruplandırılmasına yönelik ayrımlar hakkında detaylı bilgi için bkz: Ata, s. 48-84.

kaynaklanan hakkın kullanımı sonrasında çıkarılacak ya da temin edilecek paylara ilişkin bilgi vermek amacıyla kullanılan bir kamuyu aydınlatma dokümanı olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.1.4.3. Özel Durum Açıklamaları

Özel durum açıklamaları, kısaca içsel bilgi ve sürekli bilgilerin³⁸⁶ açıklanması hali olarak ifade edilebilecektir³⁸⁷. Bu kapsamda hem payları borsada işlem gören şirketler hem de payları borsada işlem görmeyen şirketler; üst çatıda sermaye yapısına veyahut yönetim kontrolü değişikliğine ilişkin sürekli bilgileri veya mahiyeti gereği önemli nitelikte olan ve sürekli bilgi dışında kalan tüm bilgiler anlamına gelen içsel bilgileri kural olarak *derhal*³⁸⁸ kamuya açıklamakla yükümlü kılınmıştır³⁸⁹. Özel durum açıklamaları, mevzuatımızda II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği³⁹⁰ ve II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği³⁹¹ olmak üzere iki farklı tebliğ altında düzenlenmektedir. Her iki tebliğ birbiriyle kıyaslandığında, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin ve dolayısıyla payları borsada işlem gören ortaklıkların; kapalı şirketlere kıyasla daha geniş bir çerçevedeki özel durumu kamuya paylaşma zorunluluğu olduğu değerlendirilmektedir.

Varant Tebliği'nin özel durum açıklamalarına atıfta bulunduğu maddeler bir bütün halinde değerlendirildiğinde; ortaklık varantlarının ihracı, kullanım hakkı ve üzerine ortaklık varantı yazılı şirket payları nezdinde meydana gelen sürekli ve içsel bilgi niteliğini haiz değişikliklerin kamuya açıklanmasından ihraççının

³⁸⁶ Sürekli bilgilerin kamuya açıklanmasını gereken durumların örneklenmesine ilişkin bkz: Mustafa Keskin, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 85-111.

³⁸⁷ İçsel bilgi ve sürekli bilgiye ilişkin açıklamalarımız hakkında bkz: Bu çalışma b.[2.2.1.3.].

³⁸⁸ Akyürek, s. 123.

³⁸⁹ Manavgat, s. 211.

³⁹⁰ R.G.: 23 Ocak 2014, Sayı: 28891

³⁹¹ R.G.: 23 Ocak 2014, Sayı: 28891

sorumlu tutulduğu görülmektedir. Öte yandan bilindiği üzere, ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişilikler olması³⁹² ihtimal dahilindedir. Bu nedenle özellikle payları nezdinde önemli nitelikte bir değişiklik meydana gelen, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin bu konuda yapacağı özel durum açıklamasının; kamuyu bilgilendirme amacına doğrudan hizmet ettiği kanaatindeyiz³⁹³. Bu durumda ihraççının özel durum açıklamasında bulunmakla ilgili sorumluluğu ortadan kaldırmasa dahi, uyuşmazlık halinde payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket tarafından yapılan özel durum açıklamasının; kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirildiği şeklinde yorumlanacağı kanaatindeyiz.

2.2.1.5. KAP

SerPK'nin 3/1-k hükmünde tanımlanan KAP³⁹⁴ nezdinde sermaye piyasası araçları (i) borsada işlem gören veya (ii) nitelikli yatırımcılara satılan şirketler, kamuya açıklanması gereken bilgi, belge ve açıklamaların sistematik bir şekilde kamuya paylaşılması amacıyla, söz konusu dokümantasyonu elektronik imzalı olarak KAP'a göndermekle yükümlü kılınmıştır. Bu kapsamda yukarıda sayılan şirketler VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği³⁹⁵ uyarınca, KAP çerçevesinde *bildirim yükümlüsü* addedilmişlerdir.

Bu kapsamda KAP'a bildirimde bulunacak şirketlerin şirket adına bildirim göndermeye yetkililerinin, öncelikle VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği'nin 5/1 hükmü gereği, ihraca ilişkin hazırlanan izahnamenin onaylanması amacıyla SPK'ye başvuru yaptığı tarihte, geçerli elektronik sertifika bulundurma yükümlülüğü bulunmaktadır. Zira yine VII-128.6 sayılı

³⁹² İhraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişilikleri haiz olmasına yönelik açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b. [3.1.2.3.4.].

³⁹³ Aynı yönde bkz: Manavgat, s. 212.

³⁹⁴ Akyürek, s. 111-112: KAP, SPK ve BIST tarafından ortaklaşa hayata geçirilmiştir VII-128.6 sayılı Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği'nin 3/1-i hükmü gereği MKK – Kaydi Sistem Müdürlüğü, KAP işleticisi sıfatını haizdir.

³⁹⁵ R.G.: 27 Aralık 2013, Sayı: 28864

Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği'nin 5/3 hükmü gereği bir şirket için Borsa tarafından kotasyon kararı verilebilmesi için de elektronik sertifika başvurusunun yapılmış olması gerekecektir³⁹⁶.

Yukarıda belirtilen koşulların yerine getirilmesi durumunda; şirket yetkili kişileri tarafından, şirketin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla hazırlanan dokümantasyon, içerik yönünden SPK'nin veya düzenleyici başka bir otoritenin kontrolünden geçmeksizin, doğrudan KAP'a gönderilmektedir³⁹⁷. Bu şekilde KAP'a bildirimde bulunan şirketlerin veya BIST gibi kuruluşların, raporları, finansal tabloları ve özel durum açıklamaları dahil olmak üzere diğer kamuyu aydınlatma belgeleri KAP'ta yer alacaktır.

2.2.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi

2.2.2.1. Kaydi Sistem ve MKK

Bir hukuki tanımlama olarak, “sermaye piyasası aracının kaydileştirilmesi” (*dematerialization*) dar ve geniş anlamda olmak üzere iki farklı ifadeyi karşılamaktadır. Dar anlamda kaydileştirme, sermaye piyasası araçlarının varaka üzerine, yani senet üzerine basılması yöntemi terk edilerek bunun yerine elektronik kayıtlar üzerinde; elektronik ortamda yapılacak kayıtlar vasıtasıyla var olmasını ifade etmektedir. Öte yandan geniş anlamda kaydileştirme ise sermaye piyasası araçlarının elektronik ortamda var olmaları sonucu merkezi saklama kuruluşlarının da sisteme kazandırılması ile temelde, kaydi sermaye piyasası aracı üzerindeki hak sahipliğinin kayden izlenmesi ve dolayısıyla, kaydi sermaye piyasası aracı üzerindeki, saklama dahil tüm haklar ve hukuki işlemlerin (*örneğin, haciz, ihtiyati tedbir vb.*) de kaydi ortamda izlenmesi

³⁹⁶ Akyürek, s. 113.

³⁹⁷ Akyürek, s. 112.

kastedilmektedir³⁹⁸. Geniş anlamdaki kaydileştirme, günümüzdeki kullanımıyla kaydi sistemin tanımına tekabül etmektedir.

Yukarıda bahsedilen kaydileştirmeye yönelik ihtiyaçtan hareketle SerPK'nin 3/1-p hükmü gereği MKK oluşturulmuş ve sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri elektronik ortamda gerçekleştirmek, bu kapsamda mezkûr araçlara bağlı hakları kayden izlemek ve araçların merkezi saklama faaliyetlerini yapmak görevi bu özel hukuk tüzel kişiliğini haiz anonim şirkete verilmiştir. Bu bahisle MKK'de, elektronik ortamda isme açılmış hesaplarda aslında sermaye piyasası araçlarının sicili³⁹⁹ tutulmaktadır; öğretilde MKK kayıtlarının hukuki niteliği itibarıyla açıklayıcı olduğu kabul edilmektedir⁴⁰⁰.

II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ⁴⁰¹, sermaye piyasası araçlarının MKK nezdinde kayden izlenmesine ilişkin usul ve esasları düzenlemektedir. Bu noktada ortaklık varantları açısından özellikle II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ'in ikinci bölümünde detayları verilen MKK nezdinde tutulacak hesapların önem arz ettiği değerlendirilmekte olup hesap türleri ortaklık varantının gerekleri ile sınırlı bir şekilde incelenecektir. Zira öncelikle bir sermaye piyasası aracı olarak ortaklık varantının ve devam eden süreçte dönüştürme hakkının kullanılmasıyla satın alınacak ya da temin edilecek

³⁹⁸ Mücahit Ünal, "Kaydi Sisteme İlişkin 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi", Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 18, Sayı 2, Y. 2012, s. 820.

³⁹⁹ Turanboy, s. 1289.

⁴⁰⁰ Fatih Aydoğan, "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı ve Kaydileştirilmesi", Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (*Tebliğler ve Tartışmalar*), Mehmet Helvacı/Necdet Uzel/Numan Sabit Sönmez/Ahmet Özsoy (Ed.), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 137. Bunun karşısında Moroğlu'nun MKK tarafından tutulacak kayıtları tapu sicili kaydına benzettiği ve dolayısıyla MKK tarafından tutulan kayıtların kurucu olduğu yönünde çağrışım yapan değerlendirmelerine ilişkin bkz: Erdoğan Moroğlu, "Sermaye Piyasası Kanunu Değişikliği Tasarısı'nın Kaydi Sistemle İlgili Düzenlemesi", Makaleler, İstanbul, 2010, s. 420 vd.

⁴⁰¹ R.G.: 22 Haziran 2019, Sayı: 30809

payların hangi ihraççı hesabında izleneceğini tespit etmek gerekecektir. Şöyle ki, II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ'in 7. maddesi gereği ihraççı hesapları (i) ihraççı havuz hesabı, (ii) ortak hesabı, (iii) bilinmeyen ortak (veya bilinmeyen katılımcı⁴⁰²) hesabı olmak üzere üç farklı türdedir⁴⁰³.

İhraççı havuz hesabı, kaydi sermaye piyasası araçları ihracına ilişkin geçici kayıtların izlenmesi maksadıyla tutulmaktadır. İhraç edilecek sermaye piyasası araçlarının satış süresi boyunca takibi, ihraççı havuz hesabında yapılmakta olup satışa konu olan tutarlar; satış süresinde, kaydi sermaye piyasası araçlarının satılması sebebiyle veyahut satış öncesinde, ilgili hesaplara yapılacak (gerçekleştirilecek) kayıt neticesinde ihraççı havuz hesabından düşülecek, bir başka deyişle mahsup edilecektir. İhraççı hesap türlerinden ikincisi olan ortak hesabı, ihraççı tarafından her bir pay sahibi için, MKK tarafından ihraççı tarafından iletilmesi gerektiği belirtilen bilgilerin MKK'ye iletilmesiyle açılmaktadır. Önemle belirtmek gerekir ki ortak hesabına sadece borsada işlem görmeyen payların kayıtları yapılabilmektedir. Ortak hesabında yer alan kaydi sermaye piyasası araçları; ihraççının MKK'ye verdiği bilgiler doğrultusunda türleri ve hak sahipleri bazında tutulmaktadır. Son olarak bilinmeyen ortak hesabı ise *kaydi dönüştürme* aşamasında, hak sahiplerinin ihraççı tarafından henüz bilinmemesi durumunda; henüz hak sahibinin kim olduğu bilinmeyen bu erken aşamadaki payların toplu olarak izlenmesi amacıyla oluşturulan bir hesap türüdür. Bu hesapta izlenen sermaye piyasası araçlarının bir hak sahibi nezdinde kaydileştirilmesi durumunda; MKK kayıtlarında gerekli düzeltmeler yapılacaktır. Bu durumda ihraççı (ve ilgili diğer üyeler) MKK tarafından talep edilecek bilgileri temin ederek kayıtlarda gereken değişiklikleri yapacaklardır.

⁴⁰² Yavuz Akbulak, "Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulması ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Nezdinde Tutulan Hesaplar": Bilinmeyen katılımcı hesabı, ihraççının yatırım fonu olması halinde açılacak olan hesap türü olup MKK nezdinde yatırım fonuna yönelik hükümler inceleme konusu yapılmayacaktır. (<https://blog.lexpera.com.tr/kaydilestirilen-sermaye-piyasasi-araclarina-iliskin-kayitlarin-tutulmasi-ve-merkezi-kayit-kurulusu-nezdeinde-tutulan-hesaplar/>) (E.T: 6 Nisan 2023)

⁴⁰³ Aydoğan, s. 133.

2.2.3. Sermaye Artırım Türleri

Anonim şirketlerde sermaye, pay sahiplerinin şirkete getirme taahhüdünde bulundukları, şirketlerin faaliyet amaçlarına ulaşmalarını sağlayan değerler toplamını⁴⁰⁴ ifade etmekte olup esasen sermaye ifadesi ile kastedilen, bu değerlerin tümünün nakit olarak belirtilmesidir. Bu nedenle sermaye adı verilen bu nakdi tutar, şirketin anayasası olarak da bilinen esas sözleşmede sabit bir meblağ olarak yer almaktadır⁴⁰⁵. Şirketin mal varlığın artması veya azalması kendiliğinden olabilecek bir durum değildir; bunun için “sermaye artırımı” bir hukuki yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye artırımı ile, kural olarak şirket esas sözleşmesinde yer alan bu sabit sermaye miktarı olan tutarın yükseltilmesi kastedilmektedir⁴⁰⁶. Sermaye artırımının şirket sermayesine dahil edilen kaynak yönünden, dış kaynaklardan ve iç kaynaklardan yapılmak üzere iki çeşidi bulunmaktadır.

Ortaklık varantından kaynaklanan hakkını kullanmak isteyen yatırımcıya, ancak ve ancak bir sermaye artırımı sonucunda çıkarılan ihraççı payları teslim edilecektir: Bir sermaye piyasası aracı olarak yatırımcı tarafından ortaklık varantı satın alınacak, kullanım süresinde ortaklık varantından kaynaklanan pay alım hakkı kullanılacak ve günün sonunda ortaklık varantının yatırımcısı, ihraççı nezdinde yapılan sermaye artırımı ile ihraç edilen ihraççı paylarının sahibi olacak ve nihayet ihraççı şirkette pay sahibi konumuna gelecektir⁴⁰⁷. Konumuz açısından önem arz etmesi nedeniyle aşağıda öncelikle, TTK ile

⁴⁰⁴ Levent Biçer, Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye (*Doktora Tezi*), Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2009, s. 5.

⁴⁰⁵ Erdoğan Moroğlu, Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2015, s. 1.

⁴⁰⁶ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 1.

⁴⁰⁷ Elbette yapılan bu açıklamalar, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin üçüncü kişi olması durumunda farklılık arz edeceğinden; bu değerlendirmelerin yalnızca ihraççı paylarına ilişkin nazara alınması gerekmektedir. Zira Varant Tebliği içerisinde; payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketten temin edilecek payların, yalnızca sermaye artırımı sonucu elde edilmesi gibi bir zorunluluk katıyen bulunmamaktadır.

kabul edilen sermaye artırım yöntemleri olan (i) TTK'nin 459. maddesinde yer alan esas sermaye sistemine göre sermaye artırımı, (ii) TTK'nin 460. maddesinde yer alan kayıtlı sermaye sistemine göre sermaye artırımı ve (iii) bir sermaye sistemi olmamakla birlikte⁴⁰⁸, TTK'nin 463. maddesinde yer alan şarta bağlı sermaye artırımında sermaye artırımının genel özelliklerine değinilecektir. Ardından Varant Tebliği'nde uzlaşi yöntemlerinin yerine getirilmesi *tahsisli sermaye artırımına* bağlandığından, bu kavrama ilişkin inceleme ve tespitlerimize yer verilecektir.

2.2.3.1. Esas Sermaye Sistemi

Esas sermaye sisteminde, şirket içerisindeki bir dizi prosedürün yerine getirilmesi sonrasında şirketin bilançosunda öngörülen ve aynı zamanda esas sözleşmesinde yer alan “esas sermaye” kaleminin yükseltilmesi amaçlanmaktadır⁴⁰⁹. Esas sermaye sistemi, olağan sermaye artırımı olarak görülmektedir ve bu nedenle elbette, şirketin tüm *önemli meselelerini* karara bağlayan organ olan genel kurul, esas sermaye sisteminde sermaye artırımına karar vermeye yetkili kılınmıştır⁴¹⁰. İşbu çalışmanın kapsamı dışına çıkmamak gayesiyle, bu başlık altında esas sermaye sisteminde sermayenin ne şekilde artırılacağına ilişkin kronolojik şemadan bahsetmekle yetineceğiz. Öncelikle yönetim kurulu, sermaye artırımına ilişkin olarak esas sözleşmenin sermaye maddesini tadil tasarısını hazırlayarak TTK'nin 390. maddesi uyarınca karar almaktadır⁴¹¹. Akabinde genel kurul toplantıya çağrılmakta ve TTK'nin 333. maddesi gereği yapılacak esas sözleşme tadilinin *-şirketin faaliyet alanı yönünden ilan edilen şirket türlerinden birine dahil olması nedeniyle-* TB'nin

⁴⁰⁸ Pulaşlı, s. 500: Öğretide *Pulaşlı*, şarta bağlı sermaye artırımının bir sermaye sistemi olmadığını belirtmektedir. Biz de bu görüşe katılmaktayız; nitekim şarta bağlı sermaye artırımının hem esas sermaye sisteminde hem de kayıtlı sermaye sisteminde gerçekleştirilmesi mümkündür. Ancak sınıflandırma açısından yarattığı kolaylık sebebiyle *Moroğlu'nun* sermaye artırımının üç temel türü oldukları yönündeki yaklaşımını (*Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 5 vd.*) da göz ardı etmemek gerekecektir.

⁴⁰⁹ Mustafa İsmail Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2009, s. 23.

⁴¹⁰ Pulaşlı, s. 501.

⁴¹¹ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 62; Pulaşlı s. 499.

iznine tabi olması durumunda TB'den izin alınacaktır⁴¹². Genel kurul, sermaye artırımını çerçevesinde esas sözleşme tadilini karara bağlayacak ve bu bahisle sermaye artırım kararı almış olacaktır. Genel kurul tarafından alınan sermaye artırım kararının ardından, şirketin yönetim kurulu TTK'nin 457. maddesi uyarınca sermayenin türüne göre bilgi, beyan ve taahhütler içeren bir beyan hazırlayıp imzalayacaktır⁴¹³. Bunun akabinde, sermaye artırımını açısından tescilin kurucu olmasından hareketle⁴¹⁴, sermaye artırımının tescili için genel kurul kararı tarihinden itibaren üç ay içerisinde, ticaret sicil müdürlüğüne başvurulması gerekmektedir; aksi takdirde sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararı ve TB'den alınan izin geçersiz hale gelecektir⁴¹⁵.

2.2.3.2. Kayıtlı Sermaye Sistemi

Kayıtlı sermaye sistemi, sermayeyi artırım yetkisinin yönetim kuruluna tanındığı; bu nedenle esas sermaye sistemine kıyasla daha hızlı hareket edilebilen ve öğretide daha esnek olduğu kabul edilen ve dolayısıyla şirketin finansman ihtiyacının nispeten masrafsız ve süratle karşılandığı sermaye sistemidir⁴¹⁶. Kayıtlı sermaye sisteminde bulunan bir şirket içerisinde kayıtlı sermaye sistemine ilişkin sırasıyla şu işlemler yapılmış olacaktır: Öncelikle şirketin genel kurulu aldığı bir kararla belirli bir miktara kadar sermaye artırım imkanı hazırlamak amacıyla şirketin çıkabileceği azami sermaye miktarını (*sermaye tavanını*) tespit edecek; sermayeyi kendi vereceği kararla belirlenen tavana kadar artırması için ise yönetim kuruluna yetki verecektir. Şirketler açısından, bir şirketin paylarının borsada işlem görüp görmemesi hiçbir önem arz etmeksizin, kayıtlı sermaye sistemini benimsemek kural olarak ihtiyaridir. Öte yandan günümüzde Türk hukukunda hem SerPK'nin 18. maddesi uyarınca

⁴¹² İzin başvurusuna eklenecek belgeler için bkz: Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 56, dpn. 71.

⁴¹³ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 100-101.

⁴¹⁴ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 105.

⁴¹⁵ Pulaşlı, s. 500.

⁴¹⁶ Pulaşlı, s. 503.

halka açık şirketlerin hem de TTK'nin 460. maddesi uyarınca kapalı şirketlerin kayıtlı sermaye sistemini belirleyebilmesine hukuken müsaade edilmektedir.

Şirketin bu durumda başlangıç sermayesi ise, şirketin kayıtlı sermaye sistemini benimsediği anda *-kuruluştaki ya da kayıtlı sermaye sistemine ilk geçildiği anda-* var olması gereken sermaye tutarıdır⁴¹⁷. Şirketin çıkarılmış sermayesi ise, şirketin başlangıç sermayesi ile kayıtlı sermaye tavanı arasında bir bedeldir; yönetim kurulunun aldığı sermaye artırımı kararları üzerine başlangıç sermayesinden kayıtlı sermaye tavanı yönünde yukarıya doğru giden, gerçek anlamda, şirketin çıkarılmış paylarının tümünün itibari değerinin toplamını, yani halihazırda var olan sermayesini ifade etmektedir⁴¹⁸. Genel kurul kararında belirtilen kayıtlı sermayenin üst sınırına ise kayıtlı sermaye tavanı adı verilmektedir⁴¹⁹.

Bir şirketin kayıtlı sermaye sistemini benimseyebilmesi için; birtakım sınırlamalar bulunmaktadır. Bu sınırları (i) zaman yönünden ve (ii) miktar yönünden sınırlama olarak ikiye ayırmak mümkün olabilecektir⁴²⁰. Kural olarak SerPK'nin 18/2 hükmü ile TTK'nin 460/1 hükmü uyarınca, şirketin yönetim kuruluna en fazla beş yıl süre ile sermayeyi kayıtlı sermaye tavanına kadar artırma yetkisi tanınabilecektir ki bu durum zaman yönünden sınırlama anlamına gelmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki bu yetkilendirme süresinin uzatılmasına ilişkin yeniden karar almanın önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır.

Miktar yönünden öngörülen sınırlamalardan ilki, başlangıç sermayesine yöneliktir. TTK'nin 332. maddesi gereği kapalı veya halka açık şirketler arasında bir ayırım gözetilmeksizin, kayıtlı sermaye sistemini benimseyebilmek

⁴¹⁷ Cenkci, s. 32.

⁴¹⁸ Cenkci, s. 40.

⁴¹⁹ Pulaşlı, s. 505.

⁴²⁰ Pulaşlı, s. 504-505.

için başlangıç sermayesinin en az 100.000- TL olması gerekmektedir⁴²¹. Öte yandan kayıtlı sermaye sistemini benimseyebilmek için başlangıç sermayesinin tamamının da kayıtlı sermaye sistemine ilişkin ikincil mevzuat gereği⁴²² ödenmiş olması koşulu aranmaktadır⁴²³. Bu kuralın bütünleyicisi olarak, kayıtlı sermaye sisteminde *-ister kapalı ister halka açık şirket olsun-* çıkarılan sermayeyi temsil eden çıkarılmış paylar tamamen satılarak bedelleri şirkete ödenmediği ya da satılan paylar iptal edilmediği müddetçe yeni pay çıkarılması mümkün olmayacaktır⁴²⁴. Bir başka sınırlama ise yalnızca kapalı şirketler yönünden geçerli olup Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 5/5 hükmü gereği, kayıtlı sermaye tavanı şirketin başlangıç sermayesinin beş katını aşamayacaktır⁴²⁵.

Halka açık şirketler yönünden doğrudan bu şekilde bir sınırlama olmamakla birlikte bunlar yönünden ise ortaklık varantını da ilgilendiren bir düzenleme ihdas edildiği değerlendirilmektedir. Şöyle ki; SerPK'nin 18/9 hükmü gereği, kayıtlı sermaye sistemine tabi halka açık şirketlerin pay ile değiştirilebilir tahvil veyahut paya dönüştürülebilir bir türev araç çıkarması halinde değiştirme ya da dönüştürme sonucunda yatırımcılara verilecek paylar ile şirketin çıkarılmış sermayesinin toplamı, kayıtlı sermaye tavanını aşamayacaktır. Öncelikle bu maddenin ortaklık varantları yönünden de uygulama alanı bulduğu görüşü benimsenmektedir. Zira mezkur maddede "tahvil" ve "türev araç" kavramlarının sınırlı sayıda belirlenmediği; mahiyeti itibarıyla paya dönüştürme imkanı veren her türlü sermaye piyasası aracının kastedildiği değerlendirilmektedir. Öğretide *Cenkci* tarafından dile getirilen kayıtlı sermayenin; bir kavram olarak yönetim kurulunun dilediği miktarda sermaye

⁴²¹ Halbuki bir esas sermaye sistemine tabi bir anonim şirketin kurulması için 50.000- TL asgari sermayeye sahip olması yeterli kabul edilmektedir.

⁴²² Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (R.G.: 28 Ağustos 2012, Sayı: 28446); II-18.1 Sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği (R.G.: 25 Aralık 2013, Sayı: 28862)

⁴²³ Cenkci, s. 38.

⁴²⁴ Halka açık şirketler yönünden SerPK'nin 18/3 hükmü ile kapalı şirketler yönünden TTK'nin 456/1 hükmü.

⁴²⁵ Pulaşlı, s. 505.

artırımı yapması yönündeki keyfiyeti önleyici niteliği ile *disiplin unsuru* olarak görülmesi görüşü tarafımızca da benimsenmektedir⁴²⁶. Nitekim yukarıda atıfta bulunulan SerPK'nin 18/9 maddesinin gerekçesinde de “pay çıkarılması sonucunu doğuracak işlemler sonrası şirketin çıkarılmış sermayesinin, kayıtlı sermayeyi aşmaması” amacına açıkça vurgu yapılmıştır⁴²⁷. Bu nedenle ilgili hükmün ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonrasındaki pay ihracını etkileyeceği kanaatindeyiz.

2.2.3.3. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

Şarta bağlı sermaye artırımı; TTK ile Türk hukukuna ilk defa tanıtılan kurumlardan bir tanesidir⁴²⁸. Şarta bağlı sermaye artırımı, TTK'nin 463/1 hükmü uyarınca, ellerinde bulundurdıkları tahvil veya borçlanma araçlarının kendilerine tanıdığı pay alımı veya pay ile değiştirme hakkı nedeniyle şirketten alacaklı sıfatını haiz bazı kişi gruplarının şirketin paylarına ortak olabilmeleri amacına özgülünen bir sermaye artırımı yöntemi olarak ifade edilebilecektir. Burada hemen belirtmek gerekir ki şarta bağlı sermaye artırımı; bir esas sözleşme değişikliğini işaret etmektedir. Bu esas sözleşme değişikliği; standart sermaye artırımı prosedürüne kıyasla büyük farklılıklar teşkil etmektedir⁴²⁹. Şöyle ki, mevzu bahis esas sözleşme değişikliği bir genel kurul kararı ihtiva edecektir; ancak buradaki genel kurul kararı, mahiyeti itibarıyla şarta bağlı sermaye artırımına hukuki mesnet hazırlamaya yönelik bir alt yapı kararı olacaktır⁴³⁰. Şarta bağlı sermaye artırımında genel kurul, sermaye artırımına ilişkin esasen bir *ilke kararı* almaktadır⁴³¹. Sermayenin artırılıp artırılmayacağı, artırılabaksa miktarı ve dolayısıyla oluşacak pay miktarı aslında

⁴²⁶ Cenkci, s. 8.

⁴²⁷ SerPK Gerekçesi için bkz: TBMM, Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), s. 25, (<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>) (E.T: 16 Nisan 2023)

⁴²⁸ Cenkci, s. 95.

⁴²⁹ Aynı yönde bkz: Hasan Pulaşlı, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 23 Sayı 4, 2006, s. 44.

⁴³⁰ Koray Demir, Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 10.

⁴³¹ Pulaşlı, TTK Tasarısına Göre Sermaye Artırımı, s. 44.

kendilerine alım veya değiştirme hakkı bahşedilen üçüncü kişiler (*TTK 463/1 gereği şirketin çalışanları ve faiz alacaklıları*) tarafından hakkın kullanılma motivasyonuna göre belirlenecektir. Zaten sermaye artırımının şarta bağlı olması hususu buradan gelmektedir; sermayenin artması genel kurulun ya da yönetim kurulunun değil, şirketin potansiyel pay sahibinin takdirindedir⁴³². şarta bağlı sermaye artırımı, TTK'nin 463. ve 467. maddeleri arasında düzenlenmektedir.

Burada, ileride ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımının şarta bağlı sermaye artırımına müsait olup olmadığını değerlendirebilmek amacıyla, TTK'nin 463/2 hükmünde bahsedilen, tahvil⁴³³ veya benzeri borçlanma araçlarıyla bahşedilen değiştirme ve alım hakkından kısaca bahsetmek gerekecektir. TTK'nin ilgili maddesi lafzında yer alan değiştirme ve alım hakları öğretilerde *Moroğlu* tarafından; söz konusu araçların yatırımcılarına, şarta bağlı sermaye artırımını sonucunda çıkarılacak yeni paylardan alma hakkı veren, şirkete karşı yapılacak tek taraflı bir açıklama ile kullanılabilen, yenilik doğurucu talep hakları olarak görölmektedir⁴³⁴. Tahvil veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle hak sahibi olan kişilerin haklarını istedikleri zaman kullanmaları mümkündür⁴³⁵. Gerek öğretilerde gerekse TTK'nin 463. maddesine ilişkin kanun gerekçesinde⁴³⁶ yer alan *sermayenin damla damla ve sürekli artması*, bu süreye bağlı olmama hususunu bir şarta bağlı sermaye artırımında bir ilke olarak ortaya koymaktadır. Hal böyleyken şirket açısından sermaye artırımını, oldukça uzun bir zamana yayılabilecektir⁴³⁷.

şarta bağlı sermaye artırımında bahsedilecek bir başka husus, *önerilmeye muhatap olma hakkıdır*. Önerilmeye muhatap olma hakkından bahsetmeden önce, önerilmeye muhatap olma hakkıyla karşılaştırma amacıyla sınırlı olmak kaydıyla,

⁴³² Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 404; Demir, s. 10-11.

⁴³³ Tahvilin bir türü olan PDT ile ortaklık varantı karşılaştırmasına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.5.2.].

⁴³⁴ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 405.

⁴³⁵ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 405.

⁴³⁶ TTK Gerekçesi için bkz: T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, 9 Kasım 2005, s. 167, (<https://www.tbmm.gov.tr/d22/1/1-1138.pdf>) (E.T.: 19 Nisan 2023)

⁴³⁷ Kaya, s. 35.

yeni pay alma (*rüçhan*) hakkından bahsetmekte fayda görmekteyiz. TTK'nin 461. maddesi uyarınca yeni pay alma hakkı, yeni paylar çıkarılmak suretiyle dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımında, şirketin halihazırdaki pay sahiplerinin söz konusu çıkarılan payları, şirket nezdindeki üçüncü kişilere kıyasla, öncelikli bir şekilde, mevcut paylarının sermayeye oranına göre (*pro rata*) iktisap etme hakkını karşılamaktadır⁴³⁸. Zira şirketin halihazırdaki pay sahibine bu minvalde bir yeni pay alma hakkı tanınmadığı takdirde, bu durum söz konusu pay sahibinin şirketteki pay oranının azalmasına (*payların sulanması*) ve dolayısıyla sermaye içerisinde temsil edilmeye yönelik haklarının zarar görmesine sebep verecektir. Önerilmeye muhatap olma hakkı da tıpkı yeni pay alma hakkı gibi, bir üst çatıda pay sahiplerinin şirketteki sermayeye katılma oranlarının aşınmasına, sulanmasına engel olma amacına; kısacası pay sahiplerinin korunması amacına hizmet etmektedir⁴³⁹. Önerilmeye muhatap olma hakkına ilişkin TTK'nin 466. maddesi uyarınca; şirket, değiştirme ve alım hakkı bahşeden tahvil ve benzeri borçlanma araçları ihraç ettiğinde, söz konusu araçları, bu araçların satışına başlamadan önce sermaye paylarıyla orantılı olarak şirketin halihazırdaki pay sahiplerine önermekle yükümlü kılınmıştır⁴⁴⁰. Görüldüğü üzere önerilmeye muhatap olma hakkı, şirketin şarta bağlı sermaye artırımını sonucunda çıkardığı paylara ilişkin değil; söz konusu değiştirme ve alım hakkını bahşeden tahvil veya borçlanma araçlarını öncelikli olarak satın alma hakkına yöneliktir. Bu nedenle; uygulamada önerilmeye muhatap olma hakkı yerine rüçhan hakkı ifadesinin kullanılmasını eleştiren görüş tarafımızca da benimsenmektedir⁴⁴¹. Yukarıdaki açıklamalardan hareketle, elbette, şarta bağlı sermaye artırımını neticesinde çıkan paylar üzerinde de şirketin halihazırdaki pay sahiplerinin TTK'nin 461/1 hükmü gereği yeni pay alma hakkı bulunduğu; şarta bağlı sermaye artırımının amacına uygun olarak gerçekleştirilebilmesi için TTK'nin 465/1-d hükmü uyarınca mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının

⁴³⁸Nihan Değirmencioğlu Aydın, Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 7.

⁴³⁹ Kaya, s. 146.

⁴⁴⁰ Kaya, s. 142.

⁴⁴¹ Kaya, s. 139, dpn. 3.

kaldırılması yönteminin öngörülmesi son derece yerinde bir düzenleme olduğu kanaatine varılmıştır⁴⁴².

Kayıtlı sermaye sisteminin şarta bağlı sermaye artırımını ile birlikte kullanılabilmesi⁴⁴³ mümkün kılınmıştır⁴⁴⁴. Son olarak TTK'nin 464/1 hükmü gereği, şarta bağlı sermaye artırımına şirket sermayesine oranla bir sınırlama getirilmiş olup buna göre şartlı olarak artırılabilecek sermayenin toplam nominal değeri, en fazla şirket sermayesinin yarısı kadar olabilecektir⁴⁴⁵.

2.2.3.4. Tahsisli Sermaye Artırımı: Ortaklık Varantı Açısından Bir Ön Sorun

Türk hukukunda sermaye artırım yöntemleri ve sermaye sistemlerini düzenlemekte olan hükümler, öncelikli ve birincil olarak TTK'de yer almaktadır⁴⁴⁶. TTK'de yer alan hükümlerin anlam yönünden bütünleyici parçaları ise sırasıyla SerPK, SerPK'nin ikincil mevzuatında ve münferit konuları (*veya münferit ihraççıların ihtiyaçlarını*) düzenlemeye yönelik özel nitelikli kanunlarda yer almaktadır⁴⁴⁷. Aksini düşünmek ticaret hukukunda keyfi uygulamaların önünü açan; “kural olmayan kural yaratma” ortamı oluşmasına ve işlem güvenilirliğinin sarsılmasına sebebiyet verecektir. Tam olarak bu noktada, Varant Tebliği ile

⁴⁴² Aynı yönde bkz: Değirmencioğlu Aydın, s. 247-250.

⁴⁴³ Ceneci, s. 95.

⁴⁴⁴ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 438-442: Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık ortaklıklarda şarta bağlı sermaye artırımını gerçekleştirilebilmesi için sırasıyla şu prosedürün izlenmesi gerekecektir: (i) yönetim kurulunun şarta bağlı sermaye artırımına yönelik kararı, (ii) izahname düzenlenmesi ve izahnamenin SPK tarafından onaylanması, (iii) yönetim kurulunun şarta bağlı sermaye artırımına yönelik kararının ticaret siciline tescili, (iv) halka arza yönelik çağrı yapılması, (v) halka arz ve satış işlemleri, (vi) tahvil ve borçlanma araçlarından kaynaklanan değiştirme ve alım haklarının kullanılması, (vii) hak kullanımı sonucu satılan payların bedellerinin şirkete ödenmesi, (viii) yönetim kurulu beyanının hazırlanarak imzalanması, (ix) satılamayan payların iptali ve yeni sermayeyi gösteren esas sözleşme tadilinin SPK tarafından onaylanması.

⁴⁴⁵ Abuzer Kendigelen, Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. Tıpkı Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 372.

⁴⁴⁶ Bu konuyu çözümlemeye yönelik, TTK'nin terim sorunundan bahseden Ceneci, s. 43 vd; Türk hukukuna tanıtılan en güncel sermaye artırım yöntemi olan şartlı sermaye artırımının, eTTK'nin değişiklik önerileriyle gündeme geldiğine yönelik açıklamalar hakkında bkz: Kaya, s. 19.

⁴⁴⁷ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 24-28.

sunulmasının yanında, TTK'ye tamamen yabancı bir sermaye artırımı yöntemi karşımıza çıkmaktadır: Tahsisli sermaye artırımı. Akıllara tahsisli satış ile bir terminoloji karışıklığı yaşandığı yönünde sorular gelse de Varant Tebliği'nde *tahsisli satış* ve *tahsisli sermaye artırımı* terminolojisinin bilinçli bir şekilde ele alındığı kanısındayız. Örneğin, Varant Tebliği'nin 20/2-a hükmü açıkça *tahsisli sermaye artırımından* bahsederken, 22/2 hükmünde *tahsisli satış* açıkça zikredilmektedir. Varant Tebliği'nin 20/1-a, 20/1-c, 20/2-a ile 22/2 maddeleri ile, ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkı dolayısıyla teslim edilecek paylara ilişkin yapılacak *tahsisli sermaye artırımının usul ve esasları* bir tebliğ vasıtasıyla düzenlenmektedir⁴⁴⁸.

Bu bahisle mevzuat taraması yapıldığında TTK, SerPK, eTTK veya eSerPK'de tahsisli sermaye artırımına ilişkin herhangi bir tanıma rastlanmamıştır. Ne var ki SPK'nin mülga pek çok tebliğinde tahsisli sermaye artırımı, bir sermaye artırımı yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır⁴⁴⁹. Öte yandan Varant Tebliği ve III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği⁴⁵⁰ halen yürürlükte olup anılan tebliğlerde de tahsisli sermaye artırımından bahsedilse de anılan tebliğler içerisinde dahi tanımlandığı bir yere rastlanmamıştır. Öğretide benzer bir durum, *Manavgat* tarafından satışa hazır bekletilen paylar yönünden incelenmiş; bu kurum SerPK'de bir sermaye artırımı türü olarak düzenlenmediği müddetçe, yalnızca bir tebliğ vasıtasıyla sermaye artırımı yapısı oluşturmanın

⁴⁴⁸ Uzlaşma yöntemlerinde tahsisli sermaye artırımı için bkz: Bu çalışma b. [2.5.2.3.].

⁴⁴⁹ LEXPERA arama motoru üzerinden yapılan mevzuat taramasında çıkan sonuçları sırasıyla takdim etmek gerekecektir: (i) Seri I, No: 36, Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Tebliği (R.G.: 21 Ocak 2009, Sayı: 27117) (*Burada tahsisli sermaye artırımı usul ve esaslarının izahname ve sirkülerde edileceği belirtilmiştir.*); (ii) Mülga Ortaklık Varantı Tebliği; (iii) II-27.2 sayılı mülga Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (R.G.: 2 Ocak 2014, Sayı: 28870) (*Burada SPK'nin paylara ilişkin tahsisli sermaye artırımı esaslarına atıfta bulunmaktadır.*); (iv) III-48.2 sayılı mülga Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (R.G.: 29 Ağustos 2013, Sayı: 28750); (v) Seri: II, No: 22 mülga Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (R.G.: 21 Ocak 2009, Sayı: 27117) ve (vi) Seri: I, No: 40 mülga Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışın İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (R.G.: 3 Nisan 2010, Sayı: 27541) (LEXPERA veri tabanı; lexpera.com) (E.T.: 10 Mayıs 2023)

⁴⁵⁰ (R.G.: 27 Mayıs 2015, Sayı: 29368)

TTK'nin emredici hükümlerine aykırılık teşkil edeceğiyle ilgili haklı bir eleştiride bulunulmuştur⁴⁵¹.

Bu hususta öğretilerde yer alan kaynaklar incelendiğinde; pek çok kaynakta tahsisli sermaye artırımına değinildiğini; ancak hiçbirinde bir tanımlamaya yer verilmediğini görmekteyiz⁴⁵². Yalnız, literatürde *Vuraloğlu* tarafından yapılan bir eleştiri; tahsisli sermaye artırımının, en azından, uygulamadaki prosedürünü ortaya koymaktadır: Tahsisli sermaye artırımı, yönetim kuruluna tanınan bir yetkilendirmeyle önce sermaye azaltımı ardından tahsisli sermaye artırımını yapmak suretiyle bir ortaklıktan çıkarma hakkı tesis etmektedir⁴⁵³. Nitekim *Karacan*, tahsisli sermaye artırımının hukuki karışıklığı artırdığından bahisle; önce sermaye azaltımı, sonrasında ise azaltılan sermaye miktarı kadar sermaye artırımını yapılmasına bir tebliğ hükmüyle müsaade edildiğini ve bu durumun suni bir süreç yarattığını ifade etmektedir⁴⁵⁴.

Günümüzde Varant Tebliği'nin ekinde, ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahname ile birlikte teslim edilecek belgeler incelendiğinde, ihraççı payları üzerine yazılı ortaklık varantı ihracında; tahsisli sermaye artırımını gerçekleştirileceğine ilişkin yönetim kurulunca verilmesi gereken taahhüt de tahsisli sermaye artırımını yönteminin halen şirket yönetim kurulu nezdinde yürütüldüğünü; yönetim kurulunun sunduğu bir taahhütle şirkete yönelik bu minvalde bir karar alabilme refleksini haiz olduğunu değerlendirmekteyiz.

⁴⁵¹ Manavgat, s. 670.

⁴⁵² Öğreti taraması LEXPERA arama motoru üzerinden yapılmıştır (*LEXPERA veri tabanı, lexpera.com*) (E.T.: 20 Mayıs 2023)

⁴⁵³ Tuğba Semerci Vuraloğlu, Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, dñn. 250.

⁴⁵⁴ Ali İhsan Karacan, Ortaklıktan Çıkarma – Sermaye Hukuku Açısından Bir İnceleme, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2015, s. 199-200.

2.2.3.5. Değerlendirmelerimiz

Tahsisli sermaye artırımı, Mülga Ortaklık Varantı Tebliği'nden Varant Tebliği'ne aktarılan bir sistem olsa da günümüzde, ortaklık varantı ihracının önündeki en büyük engellerden biri olduğu kanaatindeyiz. Örneğin, farklı ticaret sicilleri nezdindeki farklı uygulamalarla; kaynağını doğrudan kanunlardan alan iş ve işlemlerin dahi tescil ve ilanını temin etmenin nispeten zahmetli olduğu bugünlerde; yasal dayanağı mesnetli bir şekilde tespit edilemeyen tahsisli sermaye artırımının ortaklık varantının ihracına ne derece hukuki çare sunabileceği son derece tartışmalıdır. Haliyle bu durum, ortaklık varantını Türk hukuku açısından; pasif bir sermaye piyasası aracı haline getirmektedir. Bu nedenle Varant Tebliği içerisinde, PT.'deki şarta bağlı sermaye artırımına ve şarta bağlı sermaye artırımı içerisindeki ortaklık varantı atfına uyumlu bir sisteme geçiş yapılması son derece büyük bir önem arz etmektedir. Aşağıda, sırasıyla; ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımının şarta bağlı sermaye artırımına hangi sebeplerle son derece müsait olduğu; mümkün mertebe izah edilmeye çalışılacaktır.

Öncelikle, halihazırda PT.'nin 17/6 hükmü Varant Tebliği'ne doğrudan atıf yapmakta olup SPK'nin de bu sermaye artırım yöntemi ile ortaklık varantını birbiriyle ilişkilendirme arzusu olduğunu ortaya koyduğu kanısındayız. Zaten şarta bağlı sermaye artırımı, özellikle genel kurulun ortaya koyduğu damla damla sermaye artırımı ilkesiyle alım veya değiştirme hakkı bahşeden, yani bir sermaye piyasası aracını ortaklık hakkı bahşeden bir yapıya dönüştürmeye, yasal mevzuatımızda kendisi için yapılan tanım itibarıyla son derece müsaittir. Zaten PT.'nin ortaklık varantı atfına öğretide de yer verilmesi⁴⁵⁵ bu uygulamanın pratikte de karşılık bulabileceği intibamı uyandırmaktadır⁴⁵⁶. Öte yandan, özellikle halka arz edilmeksizin satışa sunulacak ortaklık varantları yönünden tahsisli satışa yer açma arzusu; halihazırda PT.'nin 13/2 hükmündeki şarta bağlı sermaye artırımı ile

⁴⁵⁵ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 441.

⁴⁵⁶ Karşıt görüş için bkz: Baş, s. 256-258.

yapılacak pay satışlarının tahsisli satış işlevini göreceği yönündeki düzenleme ile somutlaşmaktadır. Bunun karşılığında; akıllarda şarta bağlı sermaye artırımının kayıtlı sermaye sistemini ve esas sermaye sistemini dışlayabileceği yönünde düşünce oluşması elbette mümkündür. Fakat ortaklık varantı ihraççısının kayıtlı sermaye sisteminde bulunma zorunluluğu bu çerçevede bir soru işareti olarak hatırlatılabilecek ise de şarta bağlı sermaye artırımını; kendisinin yanında zaten “temel sermaye sistemleri” olan kayıtlı sermaye sistemini de esas sermaye sistemini de dışlamamaktadır. Daha sade bir deyişle, ortaklık varantı ihraççısının kayıtlı sermaye sistemini benimseyen ve şarta bağlı sermaye artırımını gerçekleştiren bir şirket olmasının önünde hukuki bir engel bulunmadığı kanısındayız⁴⁵⁷.

Bu bahisle Varant Tebliği’nden yeni pay alma haklarının kısıtlanması yönündeki düzenlemelerin de kaldırılması ortaklık varantına ilişkin düzenlemelerin sadeleşmesi sonucunu doğuracağı gibi sermaye piyasalarının hızına uymak hususunda, aradaki bir aşamanın daha nispeten kolaylıkla çözülmesine vesile olacaktır. Halihazırda şarta bağlı sermaye artırımında, zaten, önerilmeye muhatap olma hakkı mevcut olup bu durum ihraççının ortaklık varantı ihracı öncesinde var olan *-kendisine potansiyel yatırımcılardan daha öncelikli olarak ortaklık varantı satın alması önerilecek-* pay sahibini paylarının sulanmasından korumak için efektif bir düzlem oluşturmaktadır.

Varant Tebliği’nde yer alan satışa hazır bekletilen paylar uygulamasının yerini kavramsal olarak *satılan payların bedellerinin tahsili* usulü alacak ise de uygulamada, her iki yöntemin pratik sonucu arasında ortaklık varantının işlem hacmine ket vuracak bir fark olmadığı; bilakis iptal işleminin yerini pay bedeli ödemesiyle sona eren bir süreç yaşanacağı görüşündeyiz.

Öte yandan, şarta bağlı sermaye artırımında öngörülen para yatırılması veya takas yoluyla ifanın sağlanması sistemi; ortaklık varantı açısından da kullanım

⁴⁵⁷ Aynı yönde bkz: Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 437-441; Cenkci, s. 95-102.

hakkının yerine getirilmesi (*şarta bağlı sermaye artırımı açısından, taahhüdün ifası*) ekseninde büyük oranda örtüşmektedir. Zira şarta bağlı sermaye artırımında da elinde alım veya değiştirme hakkı bahşeden borçlanma aracını bulunduran yatırımcı, günün sonunda ya bir miktar paraya ya da takas yoluyla bir miktar paya kavuşacaktır⁴⁵⁸. Şarta bağlı sermaye artırımında alım veya değiştirme hakkı bahşeden borçlanma aracını elinde bulunduran yatırımcının kayba uğrayacağı bir işlem, borçlanma aracını çıkaran şirket nezdinde gerçekleştirilmek istendiğinde yatırımcı, nakden tazmin edilmesi ihtimali gündeme gelmektedir ki bu durum da ortaklık varantındaki nakdi uzlaşa ile büyük oranda benzerlik göstermektedir⁴⁵⁹.

Değerlendirmelerimizi tamamlarken, işbu çalışma içerisinde savunduğumuz görüşe aykırılık teşkil etse de haklı bir eleştiri olduğu kanaatine vardığımız, *Kaya*’nın “benzeri borçlanma araçları”na ilişkin yorumlarına kısaca yer vermekte fayda olacaktır. Şöyle ki *Kaya*, PT.’nin 17/1 hükmündeki, şarta bağlı sermaye artırımının “borçlanma araçlarına” tanınan bir sermaye artırım yöntemi olduğuna vurgu yaparak yatırımcının elinde, ancak bir kendisine halihazırda alacaklılık hakkı sağlayan ve değiştirilebilir veyahut dönüştürülebilir yapısı sebebiyle gelecekte ortaklık hakkı bahsetme ihtimali bulunan “borçlanma aracı” bulunduğu takdirde şarta bağlı sermaye artırımının gündeme gelebileceğini ifade etmektedir⁴⁶⁰. Şarta bağlı sermaye artırımının güncel terminolojisiyle *Kaya*’nın haklı eleştirisine biz de katılıyor ve bu bahisle, hukuki çarelerin mahiyetine uyduğu ölçüde, “borçlanma aracı” atfının yerine güncel SerPK’nin merkezini teşkil eden “sermaye piyasası aracı” kavramına terminolojide daha sık yer verilerek hukuki çarelerin daha fazla finansal varlığın efektif kullanımına katkı sağlamasını ümit ediyoruz.

⁴⁵⁸ *Kaya*, s. 128.

⁴⁵⁹ *Kaya*, s. 211 vd.

⁴⁶⁰ *Kaya*, s. 74.

2.3. İHRAÇ ÖNCESİ İŞLEMLER

2.3.1. Aracılık Sözleşmesi Akdedilmesi

Varant Tebliği'nin 6/1 ile 9/3 hükümleri bir arada değerlendirildiğinde, ortaklık varantının satışının bir yetkili kuruluş vasıtasıyla gerçekleştirilmesi zorunlu tutulmaktadır. Buna göre yetkili kuruluşun, ortaklık varantının öncelikle halka arzını ve sonrasındaki süreçte alım satımını gerçekleştirebilmesi için (i) alım satıma aracılık, (ii) halka arza aracılık, (iii) işlem aracılığı ve (iv) emir iletimine aracılık faaliyetlerinin her biri açısından ayrı ayrı yetki belgesi (*mandate*) bulunan yetkili kuruluşlardan biri olması gerektiği kanaatindeyiz⁴⁶¹.

Buna göre ihraççı ile yetkili kuruluş arasında aracılık sözleşmesi imzalanması gerekmektedir⁴⁶². Ortaklık varantının halka arz ve ikincil piyasalarda satış süreçlerinin bir aracı kurum sıfatını haiz bir yetkili kuruluş aracılığıyla gerçekleştirilmesi; halka arz sürecinde fiyatı doğru bir şekilde belirlemek, SPK nezdindeki dokümantasyon çalışmalarını en efektif şekilde sonuçlandırmak, yüklenim taahhüdü sebebiyle satışta meydana gelebilecek talep eksikliğinden dolayı oluşabilecek riski en aza indirmek ve pazarlama çalışmalarını yürütmek konularında bu sürecin en sağlıklı şekilde yürütülmesine katkı sağlayacak ve nihayet ilgili sermaye piyasası aracı ile ortaklık varantının piyasadaki itibarını artırma konusunda olumlu etki yaratacaktır⁴⁶³.

Halka arza aracılık sözleşmeleri, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 51. maddesi

⁴⁶¹ Ortaklık varantına ilişkin işlemleri yürütebilmek için hangi yetki belgelerine ihtiyaç olduğuna yönelik tespitlerimiz hakkında bkz: Bu çalışma b. [2.1.4.].

⁴⁶² Elbette ihraççının *aracılık konsorsiyumu* oluşturmak maksadıyla işlemlere girişmesi, bu şekilde birden fazla yetkili kuruluşu ortaklık varantına ilişkin süreçler hakkında yetkili kılması mümkündür. Ancak bu başlık altında mevzuat gereği yapılması gereken zorunlu işlemler ele alındığından açıklamalarımızı aracılık sözleşmesi ile sınırlı tutmakla yetinmekteyiz.

⁴⁶³ Aynı yönde bkz: Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 101; Tanör, Halka Arz, s. 260.

gereği yüklenim türlerine göre iki ana başlığa ayrılmaktadır: sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi anlamına gelen en iyi gayret aracılığı (*best effort underwriting*) ile sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmak suretiyle satışa aracılık edilmesi anlamına gelen aracılık yüklenimi (*underwriting*)⁴⁶⁴. En iyi gayret aracılığında; yetkili kuruluş yalnızca sermaye piyasası aracının satış faaliyetini yürütmeyi, satışa aracılık etmeyi taahhüt ederken; satış işlemi tamamlandıktan sonra satılamayan araçlara yönelik herhangi bir borç altına girmemektedir⁴⁶⁵. Bu durumda satış yapılamayan araçlar ya satışı yapana (*ihraççıya*) iade edilecek ya da daha önce satın almayı taahhüt edilen üçüncü kişilere satılacaktır, görüldüğü üzere yetkili kuruluşun satılamayan sermaye piyasası araçlarının satılmamasından kaynaklanan riske ilişkin hiçbir yüklenimi bulunmamaktadır. Diğer yanda, bir başka halka arzda aracılık faaliyet yöntemi olan “aracılık yüklenimi”nde yetkili kuruluş; yüklenim konusu sermaye piyasası aracının tamamını satın almak, tamamını satmak veya satamadığı kısmı satın almak yönünde, ihraççıya karşı bir borç altına girmekte, gerçekleştireceği halka arz faaliyeti yönünden bir yüklenim üstlenmektedir⁴⁶⁶. Aracılık yüklenimi, yetkili kuruluşun üstlendiği yüklenime göre dörde ayrılmaktadır. Yetkili kuruluş, sermaye piyasası aracının halka arzına aracılık edecek ve satış süresi sonunda satılamayan miktardaki aracı nakden ve tam olarak satın alacaksa *bakiyeyi yüklenimden*; henüz satışa başlanmasından önce satışa konu olacak sermaye piyasası aracının tamamını satın alarak kendi nam ve hesabına halka satacaksa *tümünü yüklenimden* bahsedilecektir⁴⁶⁷. Satışı yapan ihraççıya karşı kısmi taahhütte bulunulması da mümkün olmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ve satılamayan kısmının bir bölümünün bedelinin satış süresi sonunda tam ve nakden ödenmesi *kısmen bakiyeyi yüklenim* olarak; sermaye piyasası araçlarının satışa başlanmadan önce tam ve nakden ödeme yapmak suretiyle sadece bir bölümünün satın alınarak, yetkili kuruluşun kendi nam ve

⁴⁶⁴ Ata, s. 92.

⁴⁶⁵ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 101.

⁴⁶⁶ Tanör, Halka Arz, s. 277.

⁴⁶⁷ Manavgat, s. 622.

hesabına halka satmasının taahhüt edilmesi ise *kısmen tümünü yüklenim* olarak ifade edilecektir.

Kural olarak, yetkili kuruluş ile ihraççının hangi türdeki aracılık yüklenimi ile aracılık sözleşmesi akdedecekleri hususu kendi inisiyatiflerine bırakılmıştır. Ancak ortaklık varantı ihracı açısından, tercih edilecek aracılık yüklenimi açısından zorunluluk getiren bir istisna, PT.'nin 5/7 hükmünde getirilmiştir. Varant Tebliği'nin 5/6 hükmü uyarınca, paylarını ilk defa halka arz edecek ihraççıların bu ihraçla eş zamanlı olarak ortaklık varantı ihraç etmeleri mümkündür. Ancak bu durumda, PT.'nin 5/7 hükmü gereği, ilk halka arzda halka arz fiyatı üzerinden yapılacak hesaplama uyarınca halka arz edilecek payların toplam değeri 20.000.000- TL'nin altında ise bu paylara ilişkin yürütülen halka arza aracılık faaliyetinin tamamı için; 20.000.000- TL'nin üzerinde ise; 20.000.000- TL'ye kadar olan kısmın tamamı için ve 20.000.000- TL'yi aşan kısım için ise aşan kısmın yarısı kadar bir tutara ilişkin aracılık yükleniminde bulunulması zorunludur⁴⁶⁸. PT.'nin 5/7 hükmünün, ilgili sermaye piyasası aracının ilk halka arzı gerçekleşecek paya uygulanacağına şüphe bulunmamaktadır. Peki, PT.'nin aracılık yüklenimine ilişkin bu hükmünün, ortaklık varantı açısından da aynı şekilde uygulanması yönünde bir zorunluluk bulunmakta mıdır? Bu sorunun cevabının ortaklık varantına ilişkin olumsuz cevaplanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu şekildeki görüşü benimsememizin birkaç sebebi bulunmaktadır. Öncelikle PT.'nin 5/7 hükmü, net bir terminolojiyle yalnızca payların ilk halka arzına ilişkin bir düzenleme ihtiva etmektedir; bunun karşılığında ST içerisinde ortaklık varantı yönünden de bu minvalde bir aracılık yüklenimi uygulamasını zorunlu kılacak bir hükme rastlanmamıştır. Öte yandan yüklenim sözleşmesi bir borçlar hukuku sözleşmesi olduğu için, asgari unsurların yanı sıra içeriğinin sözleşme serbestisi çerçevesinde değiştirilebilmesi mümkündür⁴⁶⁹. Bu nedenle ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin

⁴⁶⁸ Manavgat, s. 622.

⁴⁶⁹ Halka arza aracılık sözleşmelerine ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Tolga Ayoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2008.

yüklenim şeklini ve ortaklık varantına ilişkin aracılık yüklenim şeklini birbirinden farklı belirlemenin önünde hukuki bir engel bulunmadığı değerlendirilmektedir. Son olarak Varant Tebliği'nde ortaklık varantına ilişkin yürütülecek aracılık faaliyetlerinin özellikleri sıralanırken aracılık faaliyetlerinin ilgili sermaye piyasası aracı nezdinde yürütülen halka arza aracılık faaliyetiyle bire bir aynı olması gerekliliğine ilişkin hiçbir hüküm ihdas edilmediği görülmektedir. Bu nedenle ortaklık varantı çerçevesinde yürütülecek aracılık faaliyetinin, ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına aracılık faaliyetinden birtakım farklılıklar arz edebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan, her halükarda yüklenim sözleşmesi içerisinde bu şekilde bir ayrıma gidilecek ise kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü usulü çerçevesinde yerine getirebilmek adına, ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahnamede bu bilgiye ver verilmesinde fayda olacağı kanaatindeyiz.

2.3.2. Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçiş

Kayıtlı sermaye sistemine geçişin hem halka açık hem de kapalı şirketler açısından mümkün olduğu daha önce belirtilmişti⁴⁷⁰. Bu nedenle bu başlık altında kısaca, hem payları borsada işlem görmek üzere borsaya başvuruda bulunan; ancak henüz kapalı şirket statüsünde olan ihraççının hem de halka açık olduğu yönünde değerlendirmede bulunulan payları borsada işlem gören ihraççının kayıtlı sermaye sistemine ne şekilde geçiş yapabileceğinden bahsedilecektir.

Kapalı şirketlerde kayıtlı sermaye sistemine geçiş, TTK ve Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri çerçevesinde gerçekleşecektir. Öncelikle geçiş sırasındaki sermayenin TTK'nin 332/1 hükmü uyarınca 100.000- TL'den az olmaması ve tamamen ödenmiş olması *-karşılıksız kalan bir bölümünün bulunmaması-* gerekmektedir. Ardından, kayıtlı sermaye sistemini benimseyebilmek için şirket esas sözleşmesinin tadil edilmesi gündeme gelecektir. Elbette yönetim kurulu esas sözleşme tadil metnini

⁴⁷⁰ Kayıtlı sermaye sistemine ilişkin açıklamalarımız hakkında bkz: Bu çalışma b. [2.2.3.1.].

hazırlayarak karara bağlayacaktır⁴⁷¹. Yapılan esas sözleşme tadili için, gerekli belgelerle TB İç Ticaret Genel Müdürlüğü'nden izin alınacaktır⁴⁷². TB'den alınan iznin ardından genel kurul, toplantıya çağrılacak ve TTK'nin 421. maddesi uyarınca şirket sermayesinin en az yarısının hazır bulunduğu genel kurulda, toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile karar alınacaktır⁴⁷³. Bu genel kurulda, kayıtlı sermaye sistemine geçişe ilişkin esas sözleşme tadili karara bağlanacaktır. Son olarak, genel kurul tarafından onaylanan esas sözleşme tadili ticaret siciline tescil ve ilan edilecektir⁴⁷⁴.

Halka açık şirketlerde kayıtlı sermaye sistemine geçiş için öngörülen prosedür, SerPK'nin 18. maddesi ile II-18.1 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği çerçevesinde şekillenmektedir⁴⁷⁵. Bu durumda, halka açık şirketlerin kayıtlı sermaye sistemine geçişi ile kapalı şirketlerin kayıtlı sermaye sistemine geçişi arasındaki önem arz eden fark, kayıtlı sermaye sistemine geçişe ilişkin hazırlanan esas sözleşme tadilinin SPK'nin uygun görüşüne sunulması şeklinde kendini göstermektedir⁴⁷⁶. Bu şekilde SPK'den ilgili mevzuat çerçevesinde alınan onayın ardından, kapalı şirketlerdeki kayıtlı sermayeye geçiş prosedürünün bir aşaması olan TB'ye başvuru şeklinde devam eden standart prosedür uygulanmaya devam edecektir⁴⁷⁷.

⁴⁷¹ Esas sözleşme değişiklik önerisinde yer alması gereken hususlara ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 323.

⁴⁷² TB'ye teslim edilecek izin dilekçesi ekindeki belgeler için bkz: Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 324.

⁴⁷³ TTK'nin 421/1 hükmünün devamında belirtildiği üzere, ilk genel kurul toplantısında toplantı yeter sayısı sağlanamadığı takdirde en geç bir ay içinde yapılması gereken ikinci toplantı için toplantı nisabı; şirket sermayesinin üçte birinin toplantıda temsil edilmesiyle oluşacaktır.

⁴⁷⁴ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 325.

⁴⁷⁵ SerPK'nin 18/1 hükmü uyarınca; daha önce kapalı şirketlere yönelik prosedür ile kayıtlı sermaye sistemini benimseyen şirketlerin; halka açık statüsünü kazanmaları nedeniyle kayıtlı sermaye sistemine geçişlerine yönelik sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan başkaca bir prosedür uygulamalarına gerek bulunmayacaktır.

⁴⁷⁶ Cenkci, s. 183; Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 330.

⁴⁷⁷ II-18.1 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği'nin 9. maddesi uyarınca.

2.3.3. İhraççının Yetkili Organ Kararı

Varant Tebliği'nin 5/1 hükmü kapsamında, ihraççının ortaklık varantı ihraç edebilmesi için ihraççının esas sözleşmesinde “ortaklık varantı ihracına yetki tanıyan” bir hükmün yer alması ve kural olarak, genel kurulda ortaklık varantı ihracına ilişkin karar alınmış olması zorunludur. İlgili hükmün lafzından hareketle esasen, esas sözleşmede buna müsaade eden bir hüküm bulunmadığı takdirde; ortaklık varantı ihracına ilişkin bir karar alabilmenin mümkün olmadığını belirtmek gerekecektir. Bu durum da uygulamada çoğu zaman, ortaklık varantı ihracına ilişkin alınacak karar öncesi ihraççının esas sözleşmesinde, ortaklık varantı ihracına izin veren bir madde yer alması şeklinde bir tadil yapılmasına sebebiyet verecektir. Bu bahisle, ortaklık varantı ihracına ilişkin esas sözleşme tadilinde “ortaklık varantı” ihracından açıkça bahseden bir hüküm yazılması gerektiğini değerlendirmekteyiz⁴⁷⁸. İhraççının sermaye piyasası aracı ihraç edebileceğine ilişkin kaleme alınan geniş çerçevedeki bir hükme dayanılarak ortaklık varantı ihraç edilmesi tartışma yaratabilecek niteliktedir. Bu noktada esas sözleşmeye “ortaklık varantı ihracına ilişkin” bir ifade eklenebilmesi için TTK'nin 421/1 hükmündeki *genel nitelikteki esas sözleşme tadiline ilişkin özel toplantı nisapları* uygulanacaktır⁴⁷⁹. Buna göre, esas sözleşme aksine bir hüküm içermiyorsa, bu minvaldeki esas sözleşme değişikliğine ilişkin karar; ilk toplantıda şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurul ile toplanacak ve toplantıda hazır bulunanların oy çokluğuyla da ortaklık varantı ihracına yönelik esas sözleşme tadili kabul edilecektir.

⁴⁷⁸ Esas sözleşme tadilinin ne şekilde kaleme alınması gerektiğine ilişkin iki farklı örnek incelendiğinde, her iki şirketin esas sözleşmesinde de “Şirket, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak ortaklık varantı ihracında bulunabilir.” ifadesinin yer aldığı görülmektedir. Örnekler için bkz: Özerden Plastik Sanayi Ticaret A.Ş.'nin esas sözleşme tadil metni (<https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c7850aacb01785a01147119fa>) (E.T.: 20 Nisan 2023); Egeli & Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın esas sözleşme tadil metni (<https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c61c473770161e085b93844b7>) (E.T.: 20 Nisan 2023)

⁴⁷⁹ Pulaşlı, s. 345.

Aşağıda ortaklık varantı ihracının genel kurul tarafından veya yönetim kurulu tarafından alınmasına yönelik iki farklı işlem örgüsünden bahsedilecek ise de gerek yürürlükteki ticaret hukuku mevzuatı gerekse sermaye piyasası mevzuatı incelendiğinde; ortaklık varantı ihracının tescil ve ilanının zorunluluğuna ilişkin herhangi bir düzenlemeye yer verilmediği tespit edilmiştir. Bu nedenle bu süreçlerden bahsedilirken, alınacak yetkilendirme kararının zorunlu unsurlarına ilişkin değerlendirmelere ilişkin inceleme yapılacaktır.

2.3.3.1. Genel Kurulun İhraç Kararı

Varant Tebliği'nin 5/1 hükmü ortaklık varantı ihracına karar verme yetkisi kural olarak genel kurula ait olup genel kurulun bu kararı TTK'nin 418. maddesi uyarınca adi nisapla alması mümkündür. Karar alma hususunda; ihraççının halka açık olmasının SerPK'nin 29/3 hükmünün doğrudan nisaplara ilişkin TTK hükmüne atıf yapması sebebiyle özellikli bir durum arz etmediği görülmektedir. Buna göre ortaklık varantı ihracına yönelik verilecek olan karar *şirketin olağan işlerinden* görülmekte olup şirketin çıkarılmış sermayesinin dörtte birinin temsil edildiği toplantıda, oy çokluğuyla alınabilecek olup toplantı boyunca dörtte biri temsil eden nisabın korunması gerekecektir⁴⁸⁰.

SPK'nin adi nisabın uygulanmasına atıfta bulunan Varant Tebliği'nin 5/1 hükmünde yer alan düzenlemesini, kısaca TTK'nin borçlanma senetleri ve alma ve değiştirme hakkı bahşeden menkul kıymetleri⁴⁸¹ çıkarma kararının genel kurul kararıyla alınabileceğini belirten TTK'nin 504. maddesiyle karşılaştırmakta fayda görmektedir. TTK'nin 504/1 hükmünün birinci cümlesinde geçen "alma ve değiştirme hakkını haiz senetler" ifadesinin anlamı itibarıyla ortaklık varantına

⁴⁸⁰ Pulaşlı, s. 344.

⁴⁸¹ Menkul kıymet ifadesine ilişkin açıklamalarımız hakkında bkz: Bu çalışma s. []. Turanboy, s. 1290: *Turanboy* menkul kıymet kavramı ile sermaye piyasası aracı kavramı arasında kanun koyucunun bir fark gözetmediği yönünde yorum yapmaktadır. Biz bu görüşe katılmamakla birlikte, TTK hükümleri açısından, ortaklık varantına uygulanıp uygulanmayacaklarını tespit edebilmek adına *amaçsal yorum* yapmayı tercih etmekteyiz.

uygulanabilir nitelikte olmasına ihtimal verilmesi; ancak her bir hüküm özelinde amaçsal yorum yapılarak nihai sonuca ulaşılması gerektiği görüşündeyiz. Nitekim TTK'nin 504/1 hükmünün ikinci cümlesi, genel kurulun ihraç yetkisi konusunda TTK'nin 421. maddedeki özel (*ağırlaştırılmış*) toplantı nisaplarına atıfta bulunmaktadır. Bu çerçevede TTK ile SPK'nin ikincil düzenlemesi niteliğindeki Varant Tebliği kıyaslandığında bu iki düzenlemenin birbiriyle çeliştiği görülmektedir. Bu çelişki durumunda hangi kuralın tatbik edileceği hususu SerPK'nin kapsamını düzenleyen 2/2 hükmüyle çözümlenmiştir. SerPK'nin 2/2 hükmüne göre; (i) SerPK'de veya SerPK'ye dayanılarak çıkarılan yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve (ii) diğer kanunlarda SerPK'nin uygulanmayacağına açıkça belirtildiği hallerde ancak genel hükümlere ve dolayısıyla, TTK'ye başvurulması gündeme gelecektir. Huzurdaki konu bu perspektifle incelendiğinde, Varant Tebliği ile nisaplara yönelik özellikli bir durum yaratan bir hüküm tesis edildiğine şüphe bulunmadığından, ortaklık varantının ihracına ilişkin genel kurul kararının TTK'nin 418. maddesindeki adi (*genel*) nisaplara uygun bir şekilde alınması gerektiği kanaatindeyiz.

TTK'nin 504/1 hükmünün devamı, alma ve değiştirme hakkını haiz senetlerin çıkarılmasına ilişkin alınacak genel kurul kararında çıkarılacak menkul kıymete ilişkin gerekli bütün hüküm ve şartların içerilmesi gerektiğini ifade etmektedir. TTK'nin söz konusu düzenlemesi, genel ve soyut ifadelerle kaleme alınmış olmakla birlikte Varant Tebliği içerisinde ihraca yönelik alınacak genel kurul kararının içeriğine ilişkin herhangi bir hüküm tesis edilmediğinden; TTK'nin ilgili maddesi ve bu konudaki TTK'nin madde gerekçesinin *yol gösterici* olarak kabul edilmesi mümkündür. Maddenin gerekçesinden hareketle, genel kurul kararında; çıkarılacak finansal varlığın cinsini, tutarını, sağladığı pay alım (*veya pay edinim*) haklarını, bu hakların tabi olduğu koşulları, itfa sürecini belirtmek faydalı olabilecektir⁴⁸². Ancak belirtmek gerekir ki bu konuda açık ve belirgin bir düzenleme olmaması nedeniyle,

⁴⁸² TTK'nin 504. maddesinin gerekçesi için bkz: T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü, s. 187-188 (<https://www2.tbmm.gov.tr/d22/1/1-1138.pdf>) (E.T.:19 Nisan 2023)

izahnamede yer verilen veya yer verilecek bilgilerin tamamına genel kurul kararında yer vermemenin; TTK'nin ilgili hükmünün soyut kalması nedeniyle genel kurul kararının şeklen veya içerik bakımından sakatlanması sonucunu doğurmayacağı tarafımızca değerlendirilmektedir⁴⁸³. TTK'nin 504/1 hükmünün devamında, nominal (*itibari*) değer⁴⁸⁴ genel kurul tarafından belirleneceği ifade edilmektedir ki ortaklık varantının da nominal değeri bulunması nedeniyle, nominal değer de kural olarak genel kurul tarafından belirlenmesi ve dolayısıyla genel kurul kararında belirlenmiş olması gerektiği değerlendirilmektedir⁴⁸⁵.

2.3.3.2. İhraç Yetkisinin Yönetim Kuruluna Devri

Varant Tebliği'nin 5/1 hükmü uyarınca, ortaklık varantı ihraç yetkisinin, yönetim kuruluna devri mümkün görünmekte olup bunun için esas sözleşmede açıkça bir hüküm yer alması gerekecektir⁴⁸⁶. Bu bahisle TTK'nin alma ve değiştirme hakkı içeren menkul kıymetlerin çıkarılma yetkisinin yönetim kuruluna devrine ilişkin 505. maddesi ile birlikte Varant Tebliği'nin 5/1 hükmünü, ihraç yetkisinin devri yönünden birlikte incelemek yerinde olacaktır. Şöyle ki, TTK'nin 505. maddesi de herhangi bir menkul kıymetin çıkarılma yetkisinin yönetim kuruluna bırakılabileceğini belirtmektedir. Öte yandan, karar verme yetkisi yönetim kuruluna bırakılabilecek bir husus da TTK'nin 504. maddesinde belirtildiği üzere, çıkarılan

⁴⁸³ Bir genel kurul kararının şeklen veya içerik bakımından sakat olması nedeniyle iptali veya hükümsüzlüğünün gündeme gelebileceğine ilişkin bkz: Erdoğan Moroğlu, Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 7. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2014, s. 24.

⁴⁸⁴ ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), s. 615: Nominal (*itibari*) değer, bir sermaye piyasası aracının bir biriminin üzerinde yazan değerini ifade etmekte olup bu bahisle, nominal değer; sermaye piyasası aracının gerçek ya da piyasa değerini değil; ortaya konulan sermayenin bir parçası olarak değerini belirtmektedir.

⁴⁸⁵ TTK'nin 504/1 hükmünün son cümlesi borçlanma senetlerine ilişkin olduğundan, bu cümlelerin ortaklık varantına tatbikinin mümkün olmadığına yönelik TTK'nin 504. maddesinin gerekçesi sebebiyle anılan cümleye ilişkin herhangi bir değerlendirmeye yer verilmeyecektir.

⁴⁸⁶ Esas sözleşme tadilinin ne şekilde kaleme alınması gerektiğine ilişkin iki farklı örnek incelendiğinde, her iki ortaklığın esas sözleşmesinde de “Şirket yönetim kurulu, ortaklık varantı ihracı konusunda karar almaya yetkilidir.” ifadesinin yer aldığı görülmektedir. Örnekler için bkz: Özerden Plastik Sanayi Ticaret A.Ş.'nin esas sözleşme tadil metni (<https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c7850aacb01785a01147119fa>) (E.T.: 20 Nisan 2023); Egeli & Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın esas sözleşme tadil metni (<https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c61c473770161e085b93844b7>) (E.T.:20 Nisan 2023)

menkul kıymetin nominal değeridir. Bu konuda Varant Tebliği'nde doğrudan bir düzenleme yapılmaması nedeniyle SerPK'nin 2/2 hükmü uyarınca ihraççının genel kurulu tarafından alınacak yetkilendirme kararında ve yapılacak esas sözleşme tadilinde ortaklık varantının nominal değerini belirleme yetkisinin de yönetim kuruluna devredildiğine ilişkin açık bir ifade yer almasının önemli olduğu kanısındayız.

Bu hususta TTK ile Varant Tebliği'nin kıyaslanmasını gerektiren bir başka husus, genel kurulun yetkilendirme kararına ilişkin nisaplar konusunda kendini göstermektedir. Şöyle ki, TTK'nin 505. maddesi uyarınca yetkilendirme kararı alınabilmesi için, TTK'nin 421/3 ile 421/4 hükümleri uyarınca, sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan pay sahiplerinin olumlu oyları ile karar alınabilen özel (*ağırlaştırılmış*) toplantı nisapları uygulanması gerekecektir. Halbuki Varant Tebliği'nin 5/1 hükmü genel kurul tarafından, TTK'nin adi nisaplara atıfta bulunan 418. maddesi çerçevesinde yetkilendirme kararı alınabileceğini ifade etmektedir. Bu nedenle; yine SerPK'nin 2/2 hükmünden hareketle, Varant Tebliği'nde yapılan düzenlemenin uygulama alanı bularak TTK'nin 505. maddesindeki *ağırlaştırılmış* nisaplara ilişkin hükmü bertaraf edeceği görüşü benimsenmiştir.

Yetkilendirme kararına ilişkin yapılan bu açıklamalara eklenecek son husus, yetkilendirme kararının süresine ilişkindir. Varant Tebliği'nin 5/1 hükmü; yetkilendirme kararının ne kadar süreyle geçerli olacağına ilişkin herhangi bir hüküm ihdas etmemektedir. Bu durum elbette akla, yetkilendirme kararının süresiz verilmesinin mümkün olup olamayacağı sorusunu getirmektedir. Bu noktada, TTK'nin 505. maddesine geri dönmek gerekecektir. İlgili madde, yönetim kurulunun herhangi bir menkul kıymetin çıkarılmasına ilişkin en fazla on beş aylık süreyle yetkilendirilebileceğini hüküm altına almaktadır. Ortaklık varantının sermaye piyasası aracı olmasından hareketle sermaye piyasası mevzuatı incelendiğinde, yetkilendirme kararının ne kadar süreyle geçerli olacağına ilişkin gerek SerPK'de gerekse Varant Tebliği haricindeki ikincil mevzuatta hiçbir düzenlemeye rastlanmamıştır. Mezkur durumun, SerPK'nin 2/2 hükmü

çerçevesinde, bir *hüküm bulunmayan hal* olarak değerlendirilmesi gerektiği ve burada genel hükümlere yapılan atıfla, TTK'nin menkul kıymet çıkarmaya yönelik yetkilendirme kararının en çok on beş ay için yönetim kuruluna devredilebileceğine ilişkin 505. maddesinin; kıyasen ortaklık varantının ihracı yetkisinin yönetim kuruluna bırakıldığı durumlar açısından da uygulama alanı bulacağı görüşü benimsenmektedir.

2.4. İHRAÇ SÜRECİ

2.4.1. Payların Satışa Hazır Bekletilmesi

Ticaret hukuku, bizleri istenilen hukuki sonuç özelinde, tek seferde gerçekleştirilen sermaye artırımlarına aşına kılmıştır. Halbuki özellikle bir şirketin halka açılması, kapalı şirket tarafından gerçekleştirilen nokta atışı sermaye artırımı ve devamında gelecek pay teslimlerinden farklılık arz etmektedir: Halkın sermayeye katılımının yanı sıra şirketin halka arz ve devam eden süreçte sermaye piyasalarının doğal yapısı gereği borsaya kote olma aşamaları da elbette, nispeten uzun bir sürece yayılma ihtiyacındadır. Bu nedenle sermaye piyasası mevzuatımız; sermayenin ve dolayısıyla pay miktarının kademe kademe arttığı yöntemlerin arayışına girmiştir. Payların satışa hazır bekletilmesi de bu bahisle, ortaklığa başlangıç anında *filen belirsiz miktarda sermaye enjeksiyonu* amacına hizmet eden uygulamalardan bir tanesidir. Ancak payların satışa hazır bekletilmesinde sıfırdan çıkarılan sermayeye doğru bir geçişten değil; olabilecek maksimum seviyedeki paylara göre şirket sermayesinin hazırda bekletilmesi ve *alınmayan kadarının iptal edilmesi*, dolayısıyla sıfır noktasına doğru bir iniş söz konusu olmaktadır.

Satışa hazır bekletilen paylar, PT.'nin 9. ve 10. maddelerinde düzenlenmekte olup satışa hazır bekletilen payların kotasyonuna da Kotasyon Yönergesi'nin⁴⁸⁷ 41. maddesinde yer verilmiştir. Satışa hazır bekletilen paylar, ilk halka arzı izleyen bir

⁴⁸⁷ (https://www.borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf) (E.T.: 30 Mayıs 2023)

yıllık süre boyunca, kayıtlı sermaye sistemine tabi olması zorunlu olan anonim şirketin belli bir sınıra kadar, önceden alınan bir sermaye artırım kararı çerçevesinde piyasada pay satmasına - *kendisine gelen pay alım taleplerini biriktirmesine*- ve bu bir senelik süre içerisinde satılan tüm payların, toplu bir şekilde bir yıllık sürenin sonunda şirketin sermayesine eklenmek için ticaret siciline tescil edilmesi amacına hizmet etmektedir⁴⁸⁸. Satışa hazır bekletilen paylar olarak ifade edilen bu kendine özgü sermaye artırma yöntemi⁴⁸⁹, öngörülen parasal sınırlama nedeniyle piyasalarda nispeten küçük çaplı halka arzlar için uygun bir yöntem olarak değerlendirilmektedir⁴⁹⁰.

Satışa hazır bekletilen paylar, PT. içerisindeki düzenleme şekli dolayısıyla; sermaye piyasası hukukuna özgü bir kurum olarak pek çok sınırlamayı içinde barındırmaktadır. Bu sınırlamalardan ilki halka arzın türü yönündendir: Satışa hazır bekletilen payların ancak ve ancak ilk halka arzda gündeme gelmesi mümkündür. Satışa hazır bekletilen paylara ilişkin ikinci sınırlama, parasal sınırlamadır: 2023 yılı itibarıyla, bir şirketin paylarını satışa hazır bekletebilmesi için halka arz edilecek paylarını halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin 231.903.989- TL'nin⁴⁹¹ altında olması gerekmektedir. Satışa hazır bekletilen paylara satış hakkı süresi yönünden de sınırlama getirilmiştir: Satışa hazır bekletilecek payların, izahnamenin KAP'ta ilan edilmesinden itibaren 1 yıl içerisinde satılması gerekmektedir. Satışa hazır bekletilen paylara yönelik bir başka sınırlama ise oransal olarak yapılmıştır: Halka arz edilecek payların nominal değerinin ancak yüzde yirmi beşine tekabül eden paylar satışa hazır bekletilebilecektir. Öte yandan satışa hazır bekletilen paylar ortakların pay satışına

⁴⁸⁸ Çağlar Manavgat, “Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Payın Doğumu ve Satış Sürecine Etkileri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 31, Sayı 3, Y. 2015, s. 17-18.

⁴⁸⁹ TTK ile getirilen bir sermaye sistemi veya SerPK ile ihdas edilen bir sermaye artırımı yöntemi olmaması nedeniyle bu terminoloji tercih edilmiştir.

⁴⁹⁰ Manavgat, s. 666.

⁴⁹¹ SPK'nin 29 Aralık 2022 tarihli ve 77/1900 sayılı Kararı uyarınca yeniden değerlemeye tabi tutarların hesaplamasına ilişkin yapılan duyuru (<https://0-www-lexpera-com-tr.opac.bilgi.edu.tr/mevzuat/kurul-kararlari/sermaye-piyasasi-kurul-nun-29-12-2022-tarih-ve-77-1900-sayili-karari-uyarinca-yapilan-duyuru-77-1900>) (E.T.: 15 Mayıs 2023)

da katı bir sınırlama getirmektedir: Payların satışa hazır bekletildiği bir yıllık süre boyunca, sermayede yüzde on ve bu oranı aşan miktarda payı bulunan ortakların halka arzına veya borsa dışında pay satışına müsaade edilmeyecektir. Satışa hazır bekletilen payların satışına başlanabilecek zamana, payın çeşitli değerlerinin birbirine oranı yönünden de katı bir sınırlama getirilmiştir: Satışa hazır payların satılabileceği bir yıllık süre içerisinde; payların borsa fiyatı, halka arz fiyatının yüzde yirmi beşinden daha fazlasına yükselmediği, bir başka deyişle payların borsa fiyatı, halka arz fiyatından en az yüzde yirmi beş daha değerli olmadığı takdirde, hazır bekletilen payların satışının yapılması mümkün olamayacaktır. Satışa hazır bekletilen paylara ilişkin hazırlanan düzenlemelerde yer alan son sınırlama ise, şirketin bedelli sermaye artırımına gitmesi yönünden ihdas edilmiştir: Kural olarak, payların borsa fiyatı, halka arz fiyatının yüzde yirmi beşinden daha yüksek bir seviyede olmadığı ve satışa hazır bekletilen payların da tamamı satılmadığı müddetçe, şirketin bedelli sermaye artırımına gitmesine olanak tanınmamıştır⁴⁹².

Satışa hazır bekletilen paylara ilişkin yapılan bu kısa açıklamanın ardından, Varant Tebliği ile satışa hazır bekletilen payların kesiştiği alandan bahsetmekte fayda görmekteyiz. Öncelikle belirtmek gerekir ki Varant Tebliği çerçevesinde, yalnızca ihraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantları yönünden satışa hazır bekletilen paylara ilişkin düzenlemelerin uygulama alanı bulacağı kanaatindeyiz. Bu nedenle bu bölümdeki açıklamalar, ihraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantı ile sınırlı olarak değerlendirmeye alınmalıdır.

Satışa hazır bekletilen paylara ilişkin düzenlemelerin; özellikle Amerikan tipi ortaklık varantlarından kaynaklanan kullanım hakkının vade boyunca, yatırımcının dilediği herhangi anda kullanılabilecek olması nedeniyle Amerikan tipi varantlara uygulanması son derece yerinde görülebilecektir. Ancak özellikle satışa hazır bekletilen paylara ilişkin getirilen, yukarıda ifade edilen tüm bu sınırlamaların

⁴⁹² Bu bölümde ifade edilen sınırlamaların getirilişinin altında yatan amaçlara ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Manavgat, s. 666-670.

ihraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantları açısından uygulanabilir olup olmadığının çok büyük bir problem teşkil ettiği; bu nedenle PT.'de satışa hazır bekletilen paylara ilişkin tesis edilen hükümlerin, uygulamada ihraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkını sağlıklı bir şekilde yerine getirmenin önünde büyük bir engel teşkil edeceği kanaatindeyiz.

Varant Tebliği'nin ilgili 20/2-a hükmünde sırasıyla, öncelikle ihraççı ortaklarının yeni pay alma haklarının kısıtlanacağından, ardından ortaklık varantı sahiplerine tahsis edilecek payların satışa ve yatırımcılar devir işlemine hazır bir şekilde bekletileceğinden; bunun akabinde ilgili sermaye piyasası aracının ihracına ilişkin hazırlanan izahnamenin SPK onayı için SPK'ye başvurulacağından ve devam eden süreçte, satışa hazır bekletilen paylara ilişkin ihraç belgesi hazırlanarak SPK'nin onayına sunulmasının zorunlu olduğu ifade edilmektedir. Varant Tebliği'nin 20/2-b hükmünde, satışa hazır bekletilen payların MKK nezdinde açılan *ortaklık hesabında*⁴⁹³ izleneceği ve bu payların halka arzına ilişkin olarak, ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahnamenin esas alınacağı belirtilmektedir. Varant Tebliği'nin 20/2-c hükmü ise satışa hazır bekletilen payların yatırımcılara devrinin, ihraççı paylarının halihazırda işlem gördüğü pazarda; birincil piyasa işlemi olarak gerçekleştirileceği; birincil piyasada gerçekleştirilecek satış işlemi dolayısıyla PT.'nin 10/3 ve 10/4 hükümlerinde bahsedilen takas yükümlülüğünün, satışa hazır bekletilen paylardan karşılanacağına vurgu yapılmıştır. Varant Tebliği'nin 20/2-ç hükmü, ihraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantlarından kaynaklanan kullanım hakkının peyderpey kullanılacak olması nedeniyle hazır bekletilen payların devir sonuçlarının her ay düzenli aralıklarla ihraççı tarafından kamuya açıklanacağını ve nihayet bu ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkının süresi sona erdiğinde, bütün devir sonuçlarının bütün halinde paylaşılmasına ilişkin, ihraççı tarafından özel durum açıklaması

⁴⁹³ MKK nezdinde kayden izlenecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin açılacak hesap türlerine ilişkin açıklamalarımız hakkında bkz: Bu çalışma b. [2.2.2.1.].

yapılacağını ifade etmektedir. Varant Tebliği'nin 20/2-d hükmü ise, kısaca, satışa hazır bekletilen paylardan, kullanım süresinin sona erdiği tarih itibarıyla satılamayan payların iptal edileceğini; satılan pay tutarı dikkate alınmak suretiyle belirlenen çıkarılmış sermayeyi gösteren, sermaye maddesindeki değişikliği içeren esas sözleşme tadil metnine uygun görüş alınması amacıyla SPK'ye başvurulacağını ve nihayet, SPK tarafından hazırlanan esas sözleşme tadiline uygun görüş verilmesi durumunda, sermaye maddesi değişen esas sözleşme tadilinin on beş gün içerisinde ticaret siciline tescilinin gerçekleştirileceğini belirtmektedir.

Son olarak, yukarıda bahsedilen Varant Tebliği hükümleri üzerine satışa hazır bekletilen paylara ilişkin hükümlerin doğrudan uygulanabilirliği sorununu gündeme getiren Varant Tebliği'nin 20/5 hükmü, bu süreçte satışa hazır bekletilen payların ihracına ilişkin hükümlerin saklı olduğuna vurgu yapmaktadır.

Kotasyon Yönergesi'nin 41/1 ve 41/2 hükümleri bütün olarak ele alındığında, bu şekilde satışa hazır bekletilen payların satışının tamamlanması sonrasında; yeni sermayeyi içeren esas sözleşme tadilinin ticaret siciline tescilinin ardından, başka herhangi bir işlem veya karar tesis edilmesine gerek kalmaksızın, bu payların borsa kotuna alınacağı belirtilmektedir. Bu durumda yatırımcının, satışa hazır bekletilen payları elde etmesi sonucunda elinde bulundurduğu paylar, kendiliğinden borsaya kote olmuş durumda olacaktır.

2.4.2. Ortakların Yeni Pay Alma Haklarının Kısıtlanması

Yeni pay alma hakkı, en sade tanımla bir şirketin halihazırdaki pay sahiplerinin, şirketin yeni çıkaracağı payları, ellerinde bulundurdıkları mevcut payları oranında alma hakkı olarak bilinmektedir⁴⁹⁴. Yeni pay alma hakkı esasen, pay sahibinin sermaye artırım kararı öncesinde sahip olduğu pay sahipliğine bağlı hakların, aynı oranda kalmasına, pay sahibinin şirket içerisindeki varlığının oransal olarak

⁴⁹⁴ Cenkci, s. 223.

korunmasına hizmet etmektedir; bu şekilde pay sahiplerinin sermaye artırımını dolayısıyla pay sahipliğine bağlı haklarının aşınmasını önleme amacı taşımaktadır⁴⁹⁵. Öğretide *Moroğlu* tarafından gerçek anlamıyla yeni pay alma hakkının kullanılmasının ancak dış kaynaklardan yapılacak sermaye artırımları yönünden anlam bulduğu yönünde görüş bildirilmektedir⁴⁹⁶.

Sermaye artırım kararıyla somut bir hale bürünen yeni pay alma hakkı, TTK'nin *rüşhan hakkı* başlıklı 461. maddesinde düzenlenmektedir. İlgili maddenin birinci fıkrasında kısaca yeni pay alma hakkı tanımlandıktan sonra ikinci fıkrasında, söz konusu yeni pay alma hakkının genel kurul tarafından alınacak bir karar ile *sınırlandırılabilirliği veya kaldırılabilirliği* hüküm altına alınmıştır. Maddenin devamında, kayıtlı sermaye sisteminde bulunulması nedeniyle yeni pay alma hakkının kaldırılmasına ilişkin yönetim kurulunun da karar alabileceği ifade edilmiştir. Halka açık şirketler bakımından uygulama alanı bulacak, yeni pay alma haklarını kısıtlayan benzer bir hüküm daha SerPK'nin 18/5 hükmünde düzenlenmiş olup ilgili hükme göre, esas sözleşme ile yetkili kılındığı takdirde pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması yönünde yönetim kurulunun karar vermesi mümkün kılınmıştır⁴⁹⁷.

Görüldüğü üzere, kayıtlı sermaye sisteminde gerçekleşen sermaye artırımına karar veren organın yönetim kurulu olmasının doğal bir sonucu olarak, yeni pay alma hakkının sınırlandırılması da yine bir yönetim kurulu kararıyla gerçekleşecektir⁴⁹⁸. Öte yandan yönetim kurulu tarafından bu şekilde bir

⁴⁹⁵ Cenkci, s. 224.

⁴⁹⁶ Moroğlu, s. 150.

⁴⁹⁷ SerPK'nin 18/5 hükmü, halka açık şirketler yönünden TTK'nin (i) yeni pay alma hakkının kısıtlanması için haklı sebep bulunması gerektiğinden bahseden 461/2 hükmü ile (ii) yönetim kurulunun yeni pay alma esaslarını bir karar ile belirlemesine ve hak kullanımı için pay sahiplerine on beş gün süre verilmesine ilişkin 461/3 hükmünün uygulanmayacağını belirtmektedir. Öğretide haklı sebebin varlığının halka açık ortaklıklar yönünden aranmaması yönündeki SerPK 18/5 hükmü eleştirilmekte olup bilakis halka açık anonim şirketlerde haklı nedenin varlığının son derece önemli olduğu vurgulanmaktadır. SerPK'nin 18/5 hükmünün eleştirisine ilişkin bkz: Cenkci, s. 238; Manavgat, s. 489.

⁴⁹⁸ Manavgat, s. 487.

sınırlandırma kararı verilebilmesi için, yönetim kurulunun gerek TTK gerekse SerPK hükümleri çerçevesinde, esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş olması gerekmektedir⁴⁹⁹. Yönetim kurulunun yetkilendirilmesine yönelik karar, esas sözleşme değişikliklerine ilişkin genel kurulun karar almasına yönelik 421. maddede yer alan özel nisaplara uyulacaktır⁵⁰⁰. Yönetim kurulunun kendisine tanınan yetkilendirme kararına bağlı olarak yeni pay alma hakkını kısıtlaması noktasında eşit işlem ilkesine ve hakların sakınılarak kullanılması ilkesine riayet etmesi kendisinden beklenmektedir⁵⁰¹.

Yeni pay alım hakkının sınırlandırılmasına ilişkin açıklamalarımız çerçevesinde Varant Tebliği'ni incelemekte fayda görmekteyiz. Varant Tebliği'nin 20/2-a hükmü, daha önce de belirtildiği üzere, ihraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı kapsamında satışa hazır bekletilen paylara ilişkin, ihraççının halihazırdaki pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının *kaldırılması* gerektiğini ifade etmektedir. Bu hükümle kıyaslandığında daha fazla tipteki ortaklık varantını kapsayıcı bir nitelik taşıyan Varant Tebliği'nin 22/1 hükmünde ise, ihraççı payları üzerine yazılı hem Avrupa tipi hem de Amerikan tipi ortaklık varantlarından kaynaklanan hakkın kullanımı sırasında ihraç edilecek ve ihraççının artırılacak sermayesini temsil eden payların; TTK'nin rüçhan hakkına ilişkin 461. maddesinde belirtilen yeni pay alma hakkı da dahil her türlü önceliklerden⁵⁰² öne alınarak ortaklık varantı yatırımcılarına tahsis edileceği belirtilmektedir. Son olarak Varant Tebliği'nin 20/4 hükmünde yer alan “ortaklık varantlarına ilişkin olarak ihraççı tarafından yapılacak sermaye artırım işlemlerinin, şirketin ve mevcut ortakların hak ve menfaatlerinin kaybına neden olacak şekilde gerçekleştirilemeyeceğine” ilişkin hükmün, eşit işlem ilkesini çağrıştırdığı

⁴⁹⁹ Manavgat, s. 487.

⁵⁰⁰ TTK'nin 421. maddesinde yer alan özel nisaplara ilişkin bkz: Bu çalışma dpn. 473.

⁵⁰¹ Yetkilendirme kararının detaylarına ilişkin bkz: Cenkeci, s. 226-242.

⁵⁰² Söz konusu Varant Tebliği'nin 22/1 hükmündeki “her türlü öncelik” ifadesinin *her türlü imtiyazı bertaraf eder nitelikte* olduğu görüşündeyiz. Ancak işbu çalışma içerisinde bu kavramlara yer verilmeyecek olması nedeniyle, yalnızca görüşümüzü paylaşmakla yetinmekteyiz. Öncelik hakkına ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Candemir Baltalı, Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 82-100.

görüşündeyiz. Eşit işlem ilkesi, hukuk mahiyeti gereği herkese eşit davranılmasını değil; eşit koşullarda olanlara eşit davranılmasını gerektiren, nispi nitelikte bir ilkedir⁵⁰³. Yeni pay alma hakkının sınırlandırılmasında eşit işlem ilkesinin ihlali; ancak ve ancak haklı herhangi bir sebep⁵⁰⁴ olmaksızın pay sahipleri arasında farklı uygulamaya gidilmesi dolayısıyla oluşacak bir sonuçtur⁵⁰⁵. Buradan hareketle, Varant Tebliği'nin 20/4 hükmünde bahsedilen hak ve menfaatlerin kaybına neden olma olgusu, eşit işlem ilkesine aykırılık ekseninde sınırlı bir değerlendirmeye tabi tutulmalıdır. Zaten ortaklık varantı ihracı sonucu ihraç edilecek payların farklı yatırımcılar tarafından satın alınması, şirketin halihazırdaki pay sahiplerinin şirket içerisindeki varlığını oransal olarak düşürmektedir. (*dilution, payların sulanması*). Ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda payların sulanacak olması, pay sahibi sayısının artması dolayısıyla oluşacak doğal bir sonuçtur ve elbette, bu durumda halihazırdaki pay sahiplerinin teknik olarak hak ve menfaat kaybına uğramadıklarını düşünmek mümkün değildir. Bu bahisle, buradaki hak ve menfaat kavramlarının, eşit işlem ilkesiyle sınırlı olarak değerlendirilmesi gerektiği ve payların sulanmasının - *her ne kadar halihazırdaki pay sahipleri açısından şirket içerisindeki paylarının oranını azaltan, olumsuz bir sonuç meydana getirirse de* – eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturmayacağı görüşü benimsenmektedir.

2.4.3. İzahname Hazırlanması

Varant Tebliği'nin 8/2 hükmü kapsamında izahname ve SPK'ye sunulması gereken diğer bilgi ve belgelere ilişkin düzenlemeler, SPK'nin özellikle kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesine ilişkin düzenlemelerine vurgu yapmaktadır. Nitekim SPK'nin izahname hazırlanmasına ilişkin hususlar, II-5.1

⁵⁰³ Cenkci, s. 240.

⁵⁰⁴ Cenkci s. 241: Bu cümlede yer alan “haklı sebep” ifadesi, yeni pay alma hakkı sınırlandırılırken pay sahipleri arasında eşit davranılmamasını zorunlu kılan bir sebep olup; mahiyeti gereği TTK'nin 4612 hükmünde yer alan “haklı sebep”ten farklılık arz etmektedir. Bu nedenle TTK'nin 461/2 hükmünün, SerPK 18/5 uyarınca ortaklık varantlarının ihracında kullanılmayacağının bilincinde olunmasına rağmen, mezkur cümle içerisinde bir çatı kavram olarak “haklı sebep”e yer verilmiştir.

⁵⁰⁵ Cenkci, s. 241.

sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile düzenlenmekte olup bu tebliğin içindeki hususlardan bazıları, uygulamada ortaklık varantı açısından önem arz ettiğinden bunlara kısaca değinmekte fayda görmekteyiz. II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 17/1 hükmü gereği izahname, kural olarak ilk yayımlandığı tarihten itibaren on iki ay boyunca yapılacak ihraçlar için geçerli kabul edilmektedir. Öte yandan, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 19. maddesi uyarınca izahnamenin SPK'ye sunulmasından itibaren (i) ilk halka arzlarda yirmi iş günü içerisinde ve (ii) genel ihraçlarda ise on gün içerisinde SPK tarafından (*maddi yönden herhangi bir yatırım kararı anlamını taşıyacak herhangi bir değerlendirme yapılmaksızın*) karara bağlanacaktır. Son olarak, kendisi için hazırlandığı sermaye piyasası aracının satışını durdurmayacak olmakla birlikte; II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 28/9 hükmü nezdinde izahnamenin nerede yayımlandığı hususunun, izahnamenin KAP'ta ilanından itibaren on gün içerisinde ticaret siciline tescil ve ilanı gerekmektedir.

2.4.3.1. İzahname İçerisinde Ortaklık Varantına İlişkin Verilmesi Gereken Bilgiler

Sermaye piyasası mevzuatımızda kural olarak her bir ihraç için düzenlenecek kamuyu aydınlatma belgesi izahname olmakla birlikte, SPK'nin bu duruma zaman zaman çeşitli muafiyetler tesis edebileceği ifade edilmişti. Nitekim kamuyu aydınlatma konusunda kendine özgü düzenlemeler yapılan sermaye piyasası araçlarından bir tanesi de ortaklık varantıdır. Varant Tebliği'nin 7/1 hükmü gereği; ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı ile eş zamanlı olarak ihraç edilecek ortaklık varantına münhasır olarak ayrı bir izahname düzenlenmeyecek olup ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahnamede, ortaklık varantına ilişkin *gerekli bilgilere* yer verilmesi esası benimsenmiştir. Ancak söz konusu gerekli bilgilerin neler olabileceği hususuna Varant Tebliği içerisinde dağınık bir şekilde yer verildiği görüşünde olduğumuzdan; bu başlık altında konulara ayırarak ortaklık varantına ilişkin bilgileri her bir konu özelinde bütüncül olarak ele almaya çalışacağız.

Varant Tebliği'nin 7/3 ve 17/6 hükümleri gereği, izahnamenin ortaklık varantına ilişkin içermesi gereken bilgileri, (i) ortaklık varantının genel özellikleri, (ii) bir sermaye piyasası aracı olarak ortaklık varantının riskli yönleri, (iii) kullanım süresinin başlangıç ve sona erme zamanları, (iv) ortaklık varantının hangi koşullarla, ne şekilde çıkarılacağını izah eden ihraç esasları, (v) yatırımcısına bahşedeceği haklar, (vi) yatırımcısına bahşedeceği hakların hangi şekilde kullanılabileceğinden bahisle kullanım hakkına ilişkin usul ve esaslar, (vii) üzerine ortaklık varantı yazılı üçüncü kişi payları veya ihraççı paylarında meydana gelen değişikliklerde ne gibi işlemler uygulanacağına ilişkin yönlendirmeler, (viii) kullanım süresi ve esasları, (ix) kullanım hakkının hangi tarih itibarıyla muaccel hale geleceği, (x) (eğer ihraççı tarafından zorunlu tutulan bir uzlaşma yöntemi varsa, onu net bir şekilde belirtmek üzere) hangi uzlaşma yönteminin tercih edildiğine ilişkin bilgi, (xi) genel olarak uzlaşma yöntemlerinin bahsettiği hakların tanıtıldığı, uzlaşma yöntemlerine ilişkin esaslar olarak ifade etmek mümkündür. Bu bilgilere izahname içinde ne şekilde yer verileceğinin detaylarından, yine Varant Tebliği içerisindeki çeşitli hükümlerde bahsedilmektedir.

Kullanım hakkına ilişkin izahnamede belirlenebilecek ilk husus, ihraççı tarafından zorunlu tutulabilecek uzlaşma yöntemidir. Varant Tebliği'nin 17/1 hükmü uyarınca, kullanım hakkının hangi uzlaşma yöntemi ile yerine getirileceği yönünde tercihte bulunmak isteyen ihraççı; söz konusu uzlaşma yöntemi belirlemesine izahname içerisinde yer verecektir. Ortaklık varantının vade tipinin Amerikan tipi mi yoksa Avrupa tipi mi olduğu yönündeki kullanım hakkının vadesine yönelik bilginin de Varant Tebliği'nin 17/2 hükmü uyarınca izahnamede kamuya açıklanması gerekecektir. Kullanım hakkı kapsamında (i) ortaklık varantının kullanım fiyatı ve (ii) üzerine ortaklık varantı yazılı paylarının borsa fiyatının belirlenmesine yönelik ortaya konulan esaslara Varant Tebliği'nin uzlaşma yöntemlerinin tanımlarının verildiği 17/3, 17/4 ve 17/5 hükümleri gereği izahnamede yer verilecektir.

Varant Tebliği'nin 18/1 hükmü uyarınca; vadeden farklı bir kavram olarak, kullanım hakkının yatırımcı açısından ihraççıdan talep edilebilir olduğu zaman aralığı anlamına gelen kullanım süresine ilişkin izahnamede yer alması icap eden bilgiler, Varant Tebliği'nin 18/2 hükmünde belirtilmiştir. Anılan hüküm çerçevesinde Avrupa tipi ortaklık varantında kullanım süresinin vadenin bitimini takip eden ilk iş gününde başlaması gerekmekte olup bu kapsamda kullanım süresinin en az beş iş günü ve en fazla da on iş günü olması gerekmektedir. Aynı hüküm ile Amerikan tipi ortaklık varantlarında; ihraççıya kullanım süresi yönünden bir serbesti tanınmış olup kullanım süresinin başlangıç tarihi ve kullanım süresinin kaç iş günü süreceğine ilişkin bilgiler izahnamede belirtilecektir⁵⁰⁶. Yapılan açıklamalar ışığında, Avrupa tipi ortaklık varantlarının kurallarının sınırlarının Varant Tebliği ile çizildiği; diğer tarafta Amerikan tipi ortaklık varantlarının ise nispeten ihraççının inisiyatifıyla şekillendiği görülmektedir⁵⁰⁷.

Varant Tebliği'nin 19/3 hükmü nezdinde, izahname içerisinde ortaklık varantının kullanım fiyatının değiştirilmesini gerektiren durumlardaki güncel kullanım fiyatı anlamına gelen düzeltilmiş fiyatların ne şekilde hesaplanacağına ilişkin bilgi vermek gerekmektedir. Şöyle ki, Varant Tebliği'nin 19/3 hükmü gereği kural olarak kullanım oranı ve dolayısıyla kullanım fiyatını değiştirmek mümkün olmayacaktır. Bu durumun istisnasını düzeltilmiş fiyatlar oluşturmaktadır. Payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket nezdinde (i) sermaye artırımı veya sermaye azaltımı, (ii) kâr payı ödemesi, (iii) birleşme ve benzeri şirket yeniden yapılandırmaları ve benzeri nedenlerle üzerine ortaklık varantı yazılı payın fiyatını *-olumlu veya olumsuz-* etkileyecek nitelikte işlemler meydana gelmesi halinde; kullanım fiyatının yeniden belirlenmesi gündeme gelecek ve bu durumda ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımında yatırımcı tarafından ihraççıya ödenecek (veya mahsuplaşma

⁵⁰⁶ Varant Tebliği'nin 20/2-ç hükmü gereği Amerikan tipi ortaklık varantlarında kullanım süresi boyunca yapılan devir işlemlerinin ihraççı tarafından özel durum açıklamasıyla kamuya açıklanmasına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.4.1.].

⁵⁰⁷ Bu nedenle Avrupa tipi ortaklık varantlarının piyasa açısından vanilya işlemler (*vanilla transactions*) oluşturduğu noktada, ihraççının kompleks bir yapı kurmasına müsaade edilmesi nedeniyle Amerikan tipi ortaklık varantlarının egzotik işlemler (*exotic transactions*) arz ettiği kanısındayız.

amacıyla hesaplamaya konu edilecek) fiyat, düzeltilmiş fiyat olacaktır. Elbette kullanım fiyatının düzeltilmesi olarak ifade edebileceğimiz düzeltilmiş fiyatların ne şekilde hesaplanacağına ilişkin esasların da izahnamede belirtilmesi zorunlu tutulmuştur.

İhraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişilikleri haiz olması durumunda, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin paylarını temin etmenin ihraççının sorumluluğunda olduğundan daha önce bahsedilmişti⁵⁰⁸. Nitekim bu payların ne şekilde temin edileceğine ilişkin bilgilerin izahnamede yer alması gerektiği hususu, Varant Tebliği'nin 21/1 hükmünde ifade edilmiştir. Varant Tebliği'nin söz konusu maddesi, izahnamede payların teminine ilişkin hangi bilgilerin verilmesi gerektiğine açıklık getirmemesi bu hükmün yorumlanmasını güçleştirdiği kanaatindeyiz.

Ortaklık varantı ihraççısının vadesi içerisinde tasfiyeye girmesi halinde ortaklık varantının akıbetinin ne olacağı hususuna da Varant Tebliği'nin 23/3 hükmü gereği izahnamede yer vermek gerekecektir. Bu durumda *Yılmaz Türkmen*, ihraççının ortaklık varantından kaynaklanan yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda yatırımcının *adi alacaklı* sıfatıyla uzlaşma yöntemine ilişkin alacağına yönelik hukuksal yollara başvurabileceği yönünde değerlendirmelerde bulunmaktadır⁵⁰⁹.

SPK'nin kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerine genel hatlarıyla yapılan atıf nedeniyle, izahnamede yapılan değişikliklerin derhal SPK'ye bildirilmesi yükümlülüğünün II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 24. maddesi çerçevesinde ihraççıya ait olduğu değerlendirilmektedir.

⁵⁰⁸ Payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket ile ihraççının farklı tüzel kişilikleri haiz olması durumunda pay temin etme sorumluluğuna ilişkin bkz: Bu çalışma b. [3.1.2.3.4.].

⁵⁰⁹ Yılmaz Türkmen, s. 97.

2.4.3.2. Kamuyu Aydınlatma Belgelerinde Yer Alan Bilgilerden Sorumluluk

II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği uyarınca kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne ilişkin sorumluluk rejiminden daha önce bahsedilmişti⁵¹⁰. Nitekim Varant Tebliği'nde de kamuyu aydınlatma belgelerinden kaynaklanan sorumluluğa ilişkin pek çok düzenleme yer almaktadır. Bunlardan ilki Varant Tebliği'nin 10/2 hükmüdür. İlgili hükme göre, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin SPK düzenlemelerine uygun bir şekilde yerine getirilmesinden ve dolayısıyla, kamuyu aydınlatmaya ilişkin SPK düzenlemelerine riayet etmekten mevzuat gereği münferiden ihraççı sorumlu tutulmaktadır. Bu kapsamda II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde düzenlenmekte olan konulara bire bir atıfta bulunularak Varant Tebliği'nin 12. maddesi uyarınca izahname ile ihraç belgesinin (i) içeriğine, (ii) hazırlanmasına, (iii) SPK tarafından onaylanmasına, (iv) KAP başta olmak üzere gerekli yerlerde yayımlanmasına, (v) ticaret siciline tescil ve ilanına; izahnamede yer alacak finansal tablolara, izahnamede yapılacak değişikliklere, izahname ile ihraç belgesinden sorumluluğa, ihraççı tarafından yapılacak ilan ve reklamlara ilişkin hususlara, ihraç ve satış esaslarına, ihraççıların finansal raporlama, bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesinde ve Varant Tebliği'nde yer almayan diğer konularda SPK'nin diğer düzenlemelerine uyulacağı hüküm altına alınmıştır.

Öte yandan SPK, Varant Tebliği'nin 20/3 hükmü ile ortaklık varantına ilişkin tesis edilen işlemlerle izahnamede ortaklık varantı ile ilgili konularda yer alan açıklamaların birbiriyle uyumlu olmasını aramakta olup bu bahisle; ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı nedeniyle ihraççı bünyesinde pay çıkarmak amacıyla yapılacak sermaye artırımını da dahil ortaklık varantlarına ilişkin tüm işlemlerin, izahname, izahname yanında hazırlanan bilgi ve belgeler, ihraç

⁵¹⁰ İzahnamede yer alan bilgilerden II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği uyarınca kimlerin sorumlu tutulacağına ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b. [2.2.1.4.].

belgesi ve özel durum açıklamalarına uygun bir şekilde, tam ve zamanında yerine getirilmesinden ihraççının sorumlu olduğu belirtilmektedir. SPK ihraççı paylarında sermaye artırımının izahnamede belirtilen şekilde yerine getirilmesinden yana tesis ettiği sorumluluğu, payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket ile ihraççının farklı tüzel kişiler olması durumunda da pay temini yönünden ele almaktadır. Buna göre Varant Tebliği'nin 21/4 hükmü çerçevesinde; payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirket ile ihraççı farklı tüzel kişiler olduğu takdirde kullanım hakkının kamuya yapılan açıklamalara uygun bir şekilde, tam ve zamanında gerçekleştirilmesinin sorumluluğu da yine ihraççıya atfedilmektedir.

2.4.4. İhraç Sınırlamaları

2.4.4.1. TTK ve SerPK Yönünden

Kural olarak kanun koyucunun, ihracı gerçekleştirilecek finansal varlığın çıkarılmasına söz konusu finansal varlığın itibari değerine bağlı olarak belirlenen oranlarda ihraç limiti belirlemesi mümkündür. Bu nedenle işbu çalışma açısından ortaklık varantının ihracında maddi bir sınırlama, başka bir deyişle bir ihraç limiti bulunup bulunmadığını belirlemek gerekecektir.

Öncelikle, TTK'nin 506. maddesinde bahsedilen ihraç sınırı, her ne kadar üst başlık olarak alım ve değiştirme hakkı bahşeden menkul kıymetlerden bahsetse de ilgili maddenin lafzının, doğrudan borçlanma senetlerine ilişkin olması nedeniyle bu sınırın ortaklık varantına uygulanmasının mümkün görünmediğini belirtmekte fayda görmekteyiz. Buna ilaveten ana konularından biri sermaye piyasası araçları olan SerPK'de de ortaklık varantlarına veya mahiyeti itibarıyla ortaklık varantı ile benzer özellikleri haiz herhangi bir finansal varlığa yönelik bir ihraç sınırı oluşturulmadığı tespit edilmektedir. SerPK'nin 31. maddesindeki ihraç limiti de - *tıpkı TTK gibi*- borçlanma araçlarına yönelik olduğundan ortaklık varantına direkt bir şekilde tatbik edilemeyeceği kanısındayız.

2.4.4.2. İkincil Mevzuat Yönünden

SPK'ye, SerPK'nin 5. maddesi uyarınca sermaye piyasası araçlarına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi tanınmış olup SPK bu yetkisini, ihdas ettiği ikincil düzenlemeler vasıtasıyla kullanmaktadır. Elbette bir sermaye piyasası aracına ilişkin ihraç sınırlaması yönünde yapılacak bir düzenleme söz konusu sermaye piyasası aracının usul ve esaslarına ilişkin bir konu olup SPK'nin ihraç limitini çıkaracağı tebliğler aracılığıyla tesis etmesi mümkündür. Tarafımızca yapılan mevzuat taraması sonucunda, diğer sermaye piyasası araçlarına yönelik veya alım hakkı bahşeden sermaye piyasası araçlarına yönelik bir ihraç limitine rastlanmamıştır⁵¹¹.

2.4.4.3. Varant Tebliği Yönünden

Varant Tebliği'nin 6/9 maddesinde, SPK'nin ortaklık varantına ilişkin genel ihraç limiti belirleyebileceği düzenlenmiştir. Ancak SPK'nin, bu yönde ortaklık varantı yönünden herhangi bir ihraç limiti belirlediğine rastlanmamıştır. Bu nedenle güncel olarak, ortaklık varantının bir ihraç limiti olmadığı değerlendirilmektedir.

2.4.5. SPK'ye Başvuru

SerPK'nin 3/-h hükmü uyarınca ihraççı, sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere SPK'ye başvuruda bulunan sermaye piyasası aktörüdür. İşte SPK'ye

⁵¹¹ SPK tarafından çıkarılan yönetmelik, tebliğ ve seçilmiş ikincil mevzuata ilişkin tarama için bkz: Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. XLV-LI; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu'nun basım yılı olan 2021 yılı ve bu çalışmanın hazırlandığı Mayıs 2023'e kadar olan süreçte SPK tarafından çıkarılan mevzuata ilişkin olarak LEXPERA arama motoru, (<https://0-www-lexpera-com-tr.opac.bilgi.edu.tr/mevzuat/arama?p=lZPRasIwFIZfpeRqAy1txYt5V3V1pbGWJjpkSA1N5gLVQpI00vGh9g57sKW6rh0odhAIOF%2f3%2f4eckANAGIwAZFsuM6J4v9c9gDwIRi8HEGolIllumSytdAAOwOfaaMulFv5JtNdokY0R4XEhVqy2x1SmZEMW2uShdSgWTsqZ9H8dmizOh%2b2wGT0G1Jzg2FrFxFYmWY%2bhPXOwvQo3qxMtkCOObaRVzOy5%2bnC3hCUAmHsNZq3DFMV5X8esQz2FwPlTgxQGtmJB6R4qoQtr1fDySSdbB4NQGLIou%2fPC%2fDWzL6WCZ55S%2f8vR0mOoXTzyR72qfYz1236pWRzPOW9ZB3xr2nYfG6tJ3sk8ZTdxCveWCq7KmERM7UjIj4iWRRH59GkEhiqww71AU3DcJKBfK4yyjtXFFMk71fYWq%2bv8Fp1yw9OfTnGDkZKqRzfEb>) (E.T.: 29 Mayıs 2023)

yapılan işbu başvuru, SerPK'nin 6. maddesi çerçevesinde, "izahnamenin onaylanması"⁵¹² sistemiyle somutlaşmaktadır. Bu noktada izahnamenin onaylanması, aslında SPK tarafından halka arz başvurusunun incelendiği sırada başvuru dokümantasyonunun kamuyu aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde değerlendirilmesini ihtiva edecektir; ekonomik yönden bir değerlendirme içermediği gibi yatırımcının yerine geçerek karar verme amacı da taşımayacaktır⁵¹³. Daha net bir ifadeyle, SPK'nin bir başvuru onaylamasının altında yatan amaç; yatırımcının karar vermesine yarayacak gerekli tüm bilgilerin, kamuya tam ve doğru açıklanmasından ibarettir. Yatırımcı kendisine belirli bir düzen ve format içerisinde sunulan bu bilgileri inceleyerek yatırım kararını vermeye yetkili tek mercidir⁵¹⁴. Bu anlamda izahnamenin onaylanması için SPK'nin yapacağı inceleme görece şekli olacaktır.

SerPK'nin izahnamenin onaylanmasına ilişkin 6/1 hükmü izahnamenin; içerisinde yer alan bilgilerin anlaşılır, tutarlı ve SPK'nin ikincil düzenlemeleri ile belirlenen izahname hazırlama standartlarına uygun olması halinde SPK'nin onayından geçebileceğini hüküm altına almakta olup izahnamenin onaylanmasının yatırım tavsiyesi anlamına gelmediğini vurgulamaktadır. SPK'nin, kendisine yapılan başvuru sonrasında inceleme süresini, sermaye piyasalarının hızına önem veren bir anlayışla sınırlayan⁵¹⁵ SerPK 6/2 hükmü çerçevesinde, SPK'nin ilk halka arzlara ilişkin yapılan izahnamenin onaylanmasına yönelik başvuruyu izahname ve gerekli diğer belgelerin kendisine sunulmasından itibaren yirmi iş günü; diğer halka arzları ise aynı tarihten itibaren on iş günü içerisinde karara bağlaması gerekmektedir. SerPK'nin 6/3 hükmü ise izahnamenin onaylanmasına yönelik başvuru içerisinde herhangi bir şekli eksiklik tespit edildiği takdirde; başvuru tarihinden itibaren on iş günü içerisinde başvuru sahibinin bilgilendirileceğini ve SPK'nin başvuruyu karara bağlaması için belirlenen SerPK'nin 6/2 hükmündeki

⁵¹² İzahnamenin onaylanmasından anlaşılması gerekenlere ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b.[2.4.5.].

⁵¹³ Manavgat, s. 696.

⁵¹⁴ Manavgat, s. 697.

⁵¹⁵ Manavgat, s. 709.

sürelerin eksikliğın giderildiğı tarihten itibaren başlayacağını ifade etmektedir. Son olarak SerPK'nin 6/4 hükmü, yapılan başvuru her ne kadar SPK'nin şekli incelemesine ve kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesiyle sınırlı olsa dahi SPK'nin başvuruyu onaylamama fonksiyonunun bulunduğunu hatırlatarak, onaylanmamanın gerekçesi ile birlikte ilgisine bildirileceğini hüküm altına almaktadır. SPK'ye yapılacak izahnamenin onaylanmasına yönelik başvuruya ilişkin SerPK ile belirlenen son kanuni düzenleme ise SerPK'nin SPK'nin onay ücretine hakkındaki 130/3 hükmüdür. Bu bahisle, onaylanacak kamuyu aydınlatma belgeleri karşılığında SPK tarafından belirlenen oranda ücret yatırılması gerekecektir.

Varant Tebliğı'nin SPK başvurusuna ilişkin hükümleri incelendiğinde öncelikle 8. maddesinin SPK'ye yapılacak ihraç başvurusunun esaslarını düzenlediğı görülmektedir. Ancak SPK'ye yapılacak ihraç başvurusuna ilişkin hükümler yalnızca 8. maddeden ibaret olmadığı gibi SPK'ye yalnızca ihraç aşamasında da başvuru yapılmayacaktır. Ne var ki bu başlık altında Varant Tebliğı'nin yalnızca ihraç başvurusuna yönelik maddelerini incelemekle yetinilecektir. Varant Tebliğı'nin 6/10 hükmü nezdinde, ortaklık varantı ihraççısının yurt dışında yerleşik olması halinde, SPK'ye yapılan ihraç başvurusu değerlendirilirken VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliğı başta olmak üzere, yabancı sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelerin uygulanması gerekmektedir. Varant Tebliğı'nin 7/1 hükmü çerçevesinde, ortaklık varantlarının ihracına ilişkin ayrı bir izahname düzenlenmeyeceğı; ortaklık varantı ile eş zamanlı olarak halka arz edilecek ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahnamede ortaklık varantına ilişkin gerekli bilgiler verilerek bu izahnamenin SPK'nin onayına sunulacağı ifade edilmektedir. Varant Tebliğı'nin 7/2 hükmü ise ihraç kararının alınmasından sonra SPK'ye yapılacak başvurunun süresini düzenlemektedir. Daha önce de belirtildiğı üzere, ortaklık varantı ihracına yönelik alınan *-eğer esas sözleşmede yetki yoksa genel kurul, esas sözleşme ile yetkili kılınmışsa yönetim kurulu-* yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren başlayarak, üç ay içerisinde

SPK'ye izahnamenin onaylanması amacıyla başvuru yapılması gerekmektedir. Varant Tebliği'nin 8/1-b hükmü, yetkili organ kararı alındıktan sonra SPK'ye başvuru öncesinde hazırlanması ve izahnamenin onaylanması için başvuru yapıldığı anda SPK'ye sunulması gereken belgeleri düzenlemiş olup bu belgeler sırasıyla (i) ortaklık varantı ihracına ilişkin genel kurul (veya yetkili kurul⁵¹⁶ ya da yönetim kurulu) kararı, (ii) Avrupa tipi ortaklık varantında vade sonunda, Amerikan tipi ortaklık varantında ise vade boyunca ortaklık varantına ilişkin kullanım hakkından yararlanmak isteyen yatırımcılara yönelik olarak tahsisli sermaye artırımını yapılacağına ilişkin olarak yönetim kurulunca verilecek taahhüt⁵¹⁶, (iii) kullanım fiyatı ve kullanım oranının tespitine ilişkin rapor, (iv) kullanım fiyatının değişim esaslarına (düzeltilmiş fiyatlara ve hesaplama yöntemine) ilişkin bilgi, (v) ortaklık varantının bedel karşılığı ihraç edilmesi halinde, satış fiyatına (varant primine) ilişkin tespit raporu ve ihraçtan sağlanacak fonun kullanılacağı yer hakkında bilgi ile ortaklık varantı bedellerinin (varant primi ve kullanım fiyatı) yatırılması için nezdinde özel hesap açılan banka tarafından, hesap açıldığı bilgisini SPK'ye bildiren bilgilendirme yazısı, (vi) SPK tarafından gerekli görülmesi halinde, ihraç başvurusu kapsamında verilen bilgileri teyit eden belgeler ile SPK tarafından istenebilecek diğer belgeler şeklindedir. Varant Tebliği'nin 8/3 hükmü çerçevesinde, ihraççının ortaklık varantı ihracı için kendi özel mevzuatı gereği başka bir makam veyahut organın karar ya da onayı gerekiyorsa (örneğin, BDDK⁵¹⁷), başvuru esnasında bu karar veya onayın da başvuru evrakı arasında yer alması gerekecektir.

2.4.6. Borsaya Başvuru ve Borsada İşlem Görme

Çalışmanın bu bölümüne ilişkin açıklamalarda bulunmadan önce kısaca, bu bölüm içerisinde kullanılacak birkaç borsa teriminin anlamından bahsedilecektir.

⁵¹⁶ Ortaklık varantının başka bir şirketin payları üzerine yazılı olması durumunda ortaklık varantı ihracına ilişkin bu belgenin düzenlenmesi ve SPK'ye teslim edilmesi gerekmeyecektir.

⁵¹⁷ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

Borsada işlem görme kavramına ilişkin daha önce açıklamalarda bulunulmuştu⁵¹⁸. Öte yandan borsada bulunan pazarlar ise temelde (i) pay piyasası ve (ii) borçlanma araçları piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır⁵¹⁹. Buna ilaveten öğretide, borsada işlem sırasının kapatılmasının borsada işlem görmenin sona ermesi olarak anlaşılması gerektiği ifade edilmektedir⁵²⁰. Son olarak “baz fiyat” BIST Pay Piyasası Yönergesi’nin 18/1 hükmünde, bir sermaye piyasası aracı için bir seans boyunca işlem görebileceği alt ve üst fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas alınan fiyat olarak açıklanmaktadır.

Halka arz yöntemlerinden bir tanesi, borsada satış yöntemidir⁵²¹. ST’nin 16. maddesi uyarınca borsada satış yöntemi, (i) usul ve esaslarının borsa tarafından belirlendiği ve (ii) alım emriyle satım emri birleştiği takdirde alışverişin tamamlandığı bir halka arz yöntemi olarak tanımlanmaktadır⁵²².

Ortaklık varantının satışına yönelik bir zorunluluk olarak Varant Tebliği’nin 6/1 hükmü karşımıza çıkmakta olup mezkur hüküm dolayısıyla ortaklık varantının borsada satışı zorunlu kılınmıştır. Yalnız, ortaklık varantının birincil piyasa işlemleri kapsamında bir halka arz edilmeksizin satış yöntemi olan tahsisli satışı da mümkün olduğundan; Varant Tebliği’nin 6/1 hükmünün ortaklık varantının ikincil piyasa işlemi olarak borsada işlem görme zorunluluğuna işaret ettiği kanaatindeyiz. Varant Tebliği’nin 9/1 hükmü ise ortaklık varantının borsada işlem görmesi amacıyla ihraççı tarafından SPK’ye yapılan izahnamenin onaylanmasına yönelik yapılan başvuru üzerine, borsaya da başvuruda bulunulması gerektiğini; bu şekilde borsa tarafından ortaklık varantının hangi pazarda işlem göreceğine yönelik değerlendirmede bulunacağı ifade edilmektedir. Varant Tebliği’nin 9/2 hükmünü izah etmeden önce, kısaca sermaye piyasası araçlarının satışında yatırımcı sayısına

⁵¹⁸ Borsada işlem görmeye ilişkin bkz: Bu çalışma b.[2.1.3.].

⁵¹⁹ Borsadaki pazarların tam listesi için bkz: (<https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar>) (E.T.: 1 Mayıs 2023)

⁵²⁰ Hızır, s. 89-80.

⁵²¹ Diğer halka arz yöntemi ile satış usullerine ilişkin bkz: Bu çalışma b.[2.1.2.2.].

⁵²² Manavgat, s. 725.

yönelik sınırlamalardan bahsetmekte fayda görmekteyiz. Şöyle ki, ST'nin 8. maddesi, tahsisli satışlarda, tahsisli satışa konu edilen sermaye piyasası araçlarını spesifik bir anda, en fazla yüz elli yatırımcının elinde bulundurabileceği yönünde bir sınırlama getirmektedir. Ancak Varant Tebliği'nin 9/2 hükmü çerçevesinde, halka arz edilmeksizin satışın bir türü olan tahsisli satışlara getirilen yatırımcı sayısına yönelik bu kişi sayısı sınırlaması; ortaklık varantlarının tahsisli satışı sırasında uygulanmayacaktır. Son olarak hangi koşulların gerçekleşmesi halinde borsada işlem görmeyeceğine karar verileceği hususu ise Varant Tebliği'nin 9/4 hükmü gereği borsa tarafından tespit edilecektir.

Son olarak pazarların ve borsada işlem görme esaslarının güncel durumuna kısaca değinmekte fayda görmekteyiz. Kotasyon Yönergesi'nin 4/1-aa hükmü ile “yapılandırılmış ürünler ve fon pazarı” tanımlanmış; söz konusu hükümde bu pazar, “varantların” ve diğer yapılandırılmış ürünler ile diğer sermaye piyasası araçlarının kota alındığı pazar olarak ifade edilmiştir. Varant Tebliği uyarınca “varant” ifadesi, birlikte, ortaklık varantları ve yatırım kuruluşu varantları anlamına geldiği için; ortaklık varantlarının da mezkur pazarda işlem göreceği intibai uyanmaktadır. Kotasyon Yönergesi'nin devamında düzenlenen yapılandırılmış ürünlerin kotasyonunu düzenleyen 14. maddesinin lafzı ise yalnızca “yatırım kuruluşu varantı”nın kotasyonunun mezkur madde içerisinde düzenlendiği yönünde bir şüphe uyandırdığı kanısındayız. Kotasyon Yönergesi içerisindeki bu terminoloji sorununun çözülmesinin, ortaklık varantının kotasyonunda yaşanacak tereddütlerin giderilmesine katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

2.5. SATIŞ SÜRECİ

2.5.1. İlgili Sermaye Piyasası Aracının Halka Arzı

İşbu çalışmamızın daha önceki bölümlerinde ilgili sermaye piyasası aracı halka arz edilmeksizin satıldığı takdirde, bu araçla birlikte ortaklık varantı ihraç edilemeyeceğinden bahsedilmişti. Nitekim yine çalışmamızda, hukuki bir kavram

olarak halka arza yer verilmiş; halka arz çeşitli yönleriyle ele alınmıştı. Bu cihetle çalışmamızın konusunu sınırlı tutabilmek adına, mezkur başlık altında en temel şekliyle ve yalnızca ST'nin ilgili hükümlerine *-istisnai durumlara yer vermemek kaydıyla-* atıfta bulunmak suretiyle ilgili sermaye piyasası aracının halka arzından bahsedilecek; halka arzda kullanılan satış yöntemlerine değinilecektir. Çalışmamızın giriş bölümünde belirtildiği üzere, mezkur çalışma içerisinde ilgili sermaye piyasası aracının pay olmasına yönelik açıklamalar yapılmaktadır. Bu nedenle bu başlık içerisinde paydan bahsedildiğinde; *ortaklık varantı ile aynı anda halka arz edilen payın* anlaşılmasını gerektiğini hatırlatmakta fayda olacaktır.

ST'nin 5/1 hükmü gereği alınan yetkili organ kararıyla, ortaklık varantıyla birlikte halka arz edilecek payın ihracına ilişkin dağıtım, satış ve fiyatına ilişkin hususlar belirlenecektir. ST'nin 5/4 hükmü çerçevesinde bu paylar MKK nezdinde kayden izlenecek ve kayden teslim edilecektir. Kural olarak, ST'nin 5/5 hükmü gereği yatırımcı, payı satın alabilmek maksadıyla ihraççının izahnamede bildirdiği banka hesabına ilgili sermaye piyasası aracının satış bedelini yatıracaktır. Sonrasında gerçekleştirilen halka arz kapsamında satış işleminin gereği yerine getirildiğinde; ST'nin 5/8 hükmü nezdinde, kayden izlenen payın MKK nezdinde yatırımcı hesabına aktarılmasıyla satış tamamlanmış olacaktır.

ST'nin 13.,14.,15. ve 16. maddeleri halka arzda kullanılan satış yöntemlerini düzenlemektedir. İlgili sermaye piyasası aracı, bahsedilecek bu satış yöntemlerinin kullanılmasıyla gerçekleşecektir. Bu yöntemlerden ilki ST'nin 14. maddesi uyarınca *talep toplama yoluyla satış*tır. Talep toplama yoluyla satış; paya yönelik satış sözleşmesi kurulmadan önce, yatırımcılardan talep toplanması ve yatırımcılardan gelen taleplerin niteliğine göre yatırımcıların tamamına veya bir kısmına ilgili sermaye piyasası aracının satılması amacına yönelik bir yöntemdir. Talep toplama yoluyla satış, daha önce hiç halka arz edilmemiş olması nedeniyle piyasa fiyatı oluşmamış payların satışında kullanılmak için son derece uygun bir

satış yöntemidir⁵²³. Talep toplama yoluyla satışta, payların satış fiyatını belirleme yönünden üç farklı yöntemle satış gerçekleştirilebilecektir. Bu üç farklı yöntemden ilk ikisi olan *sabit fiyat* yöntemi ve *fiyat aralığı* yönteminde; payların satış fiyatının belirlenmesi konusunda satıcı sıfatını haiz ihraççı ile bu satışta ihraççı ile birlikte hareket edenlerin fiyat tespiti etkilidir. Ancak üçüncü yöntem olan *fiyat teklifi* almak yönteminde, yatırımcıların söz konusu payı almak için ödemeyi teklif ettikleri bedel önem arz etmektedir⁵²⁴. Bu yöntemlerden ikincisi, ST'nin 15. maddesinde bahsedilen *talep toplamaksızın satış*tır. Burada sabit fiyattan satış yapılır ve ihraççının bildirdiği hesaba para yatıran yatırımcı, payın sahibi haline gelecektir⁵²⁵. ST'nin 16. maddesinde kendisine yer bulan *borsada satış* ise, borsa yönergeleri başta olmak üzere borsa regülasyonu tarafından kurallarının oluşturulduğu satış yöntemidir.

Ortaklık varantının satışına ilişkin özellik arz eden birkaç husustan bahsetmekte fayda görmekteyiz. Ortaklık varantlarının vadesine Varant Tebliği'nin 6/2 hükmüyle sınırlama getirilmiş olup buna göre, ortaklık varantının vadesinin en az iki ay ve en fazla beş yıl olması gerekmektedir. Türk sermaye piyasasında beş yıldan daha uzun süreli varant ihracına cevaz verilmemiş olması, öğretilde *Adıgüzel* tarafından eleştirilmektedir. Kendisi her ne kadar beş yıl vadeden daha uzun süreli varantlarda yatırımcıların haklarının korunması amacının zedelendiği düşüncesini anladığını dile getirse de bu sınırlamanın sermaye piyasasının ilkelerine uygun olmadığını ifade etmektedir. Kendisi, dünya piyasalarında on beş veya yirmi beş yıl vadeli varant ihraçlarının yaygın olduğundan da bahisle, varant sözleşmesi marifetiyle sözleşmesel ilişki içerisine giren ihraççı ve yatırımcı arasındaki sözleşme serbestisine müdahale edildiğini belirtmekte; bunun da doğal olarak sermaye piyasasında fiyatın ve vadenin piyasa şartlarına göre belirlenmesi esasına aykırı bir düzenleme olduğunun altını çizmektedir. Kanaatimizce, bu eleştiri haklı bir noktaya değinmektedir. Şöyle ki; ortaklık varantı ihracı, temelinde özellikle

⁵²³ Manavgat, s. 723.

⁵²⁴ Manavgat, s. 724.

⁵²⁵ Manavgat, s. 725.

üzerine yazıldığı paylara yatırım yapmayı cazip hale getirme amacı taşımaktadır. Bu nedenle varantın en geç beş sene içinde yatırımcısı tarafından değerlendirilmesi yönündeki zorunluluk, her ne kadar yatırımcıyı koruma amacı taşısa da yatırımcının karşısında ihraççının durumu göz önüne alındığında; ihraççının ortaklık varantından kaynaklanan finansman beklentisine ket vurabilecek nitelikte bir düzenleme olduğu değerlendirilmektedir⁵²⁶. Öte yandan Varant Tebliği'nin 6/4 hükmü gereği, ilgili sermaye piyasası aracının satışına başlanan ilk gün, ortaklık varantının da vade başlangıç tarihini teşkil edecektir.

Paylar yukarıda belirtilen yöntemlerle halka arz edilirken, kendisiyle birlikte çıkarılan ortaklık varantlarının yatırımcıya tesliminin ne şekillerde olabileceğine detaylıca bakmak gerekecektir.

2.5.2. Ortaklık Varantının Yatırımcıya Teslimi

İlgili sermaye piyasası aracının, yalnızca halka arz yöntemiyle satılabilecek bir finansal varlık olması; kendisiyle eş zamanlı bir şekilde ihraç edilen, kendi halka arz izahnamesinde ihracına ilişkin bilgiler verilen ortaklık varantının yatırımcıya ne şekilde teslim edileceği sorusunu akıllara getirmektedir. Öncelikle belirtmek gerekir ki ortaklık varantının yatırımcıya tesliminde kullanılabilecek yöntemlerin çeşitliliği, ilgili sermaye piyasası aracına kıyasla çok daha geniş skalada tutulmuştur. Bu durum ortaklık varantının mantığına son derece uygundur; zira ortaklık varantı yatırımcıları ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına çekmeye, halka arzı renklendirmeye hizmet etmektedir.

Varant Tebliği'nin 5/2 hükmünün birinci cümlesi uyarınca, ortaklık varantının ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında; yatırımcıların ilgili sermaye piyasası aracını satın aldıkları esnada (i) bedel karşılığında veya (ii) yatırımcıdan herhangi bir bedel talep edilmeksizin verilmesi mümkündür. Bu kapsamda aşağıda,

⁵²⁶ Adıgüzel, s.239.

ortaklık varantının yatırımcıya teslimine ilişkin yöntemler; Varant Tebliği'nde her bir teslim şekli özelinde belirlenen kurallar dahilinde incelenecektir.

2.5.2.1. Ortaklık Varantının Bedelsiz Verilmesi

Varant Tebliği'nin 5/3 hükmü gereği ortaklık varantının, yatırımcıdan hiçbir bedel talep edilmeksizin yatırımcıya ilgili sermaye piyasası aracı ile birlikte bedelsiz olarak verilmesi mümkün kılınmıştır. Ancak bu durumda mezkur hüküm dolayısıyla, ortaklık varantının ilgili sermaye piyasası aracını satın alan yatırımcılara; satın aldıkları sermaye piyasası aracı ile orantılı olarak (*pro rata*) verilmesi zorunludur. Bu hüküm içerisinde orantının neye göre tespit edileceği tam olarak izah edilmemiş olmakla birlikte; ilgili sermaye piyasası aracının toplam ihraç değeri üzerinden belirlenecek oranda (*yüzdesel olarak tekabül eden miktarda*) yatırımcıya ortaklık varantı verileceği kanısındayız.

Elbette ortaklık varantı yatırımcıya bedelsiz teslim edilse de borsada işlem görmesi zorunluluğu bulunduğundan, borsada işlem görmeye başlamasına temel teşkil edecek fiyatın ne şekilde belirleneceği problemi karşımıza çıkmaktadır. Bu sorunu çözümleyen Varant Tebliği'nin 9/5 hükmü; bedelsiz olarak verilmek üzere ihraç edilen ortaklık varantının borsada işlem göreceği ilk güne ilişkin baz fiyatın, borsa düzenlemeleri çerçevesinde belirleneceğini vurgulamaktadır. Bu durumda baz fiyata ilişkin daha önce açıklamalarda bulunmamız nedeniyle, baz fiyatın BIST Pay Piyasası Yönergesi'nin 18/1 hükmünde ifade edilen kurallar çerçevesinde belirleneceğine atıfta bulunmakla yetinmekteyiz⁵²⁷.

Son olarak bedelsiz olarak yatırımcıya verilecek ortaklık varantları için de ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin izahnamenin SPK onayına sunulmasından önce SPK'ye bir ücret yatırmak gerekecek olup Varant Tebliği'nin 24/1-a hükmü gereği SPK ücretinin bedelsiz olarak verilecek ortaklık varantlarının nominal değeri

⁵²⁷ Baz fiyata ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b.[2.4.6.].

üzerinden hesaplanarak ve her halükarda 24/2 hükmü gereği SPK'nin borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelerinde belirtilmiş olan oranlar nispetinde SPK'ye ait hesaba yatırılacağı ifade edilmektedir.

2.5.2.2. Ortaklık Varantının Bedel Karşılığı Verilmesi

Ortaklık varantının ihraççıya varant primi (*ihraç değeri*) nispetinde bir bedel ödenmek suretiyle verilmesine ilişkin hükümlerden aşağıda bahsedilecek olanların uygulanmasında ortaklık varantının halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılması herhangi bir önem arz etmemektedir. Bu açıdan ortak düzenleme ihtiva ettiği yönünde tespitte bulunabileceğimiz ilk hüküm Varant Tebliği'nin 5/4 hükmü olacaktır. Anılan hüküm nezdinde, ister halka arz edilerek ister halka arz edilmeksizin bedel karşılığında satılmak üzere ihraç edilen ortaklık varantlarının satın alınması, ihraççılara zorunlu tutulamayacak ve bu nedenle de ilgili sermaye piyasası aracının satışı için belirlenen sürenin sonunda halen satılamamış ortaklık varantları iptal edilecektir. Öte yandan SPK hesabına yatırılacak ortaklık varantı ücreti de 24/1-b hükmü gereği, minimum sınırı nominal değer olmak üzere, *ihraç değeri üzerinden* belirlenecek ve Varant Tebliği'nin 24/2 hükmü kapsamında, SPK'nin borçlanma araçlarına ilişkin hükümlerinde yer alan oranlarda SPK hesabına yatırılacaktır.

2.5.2.2.1. Halka Arz Yöntemiyle Satış

Halka arz yöntemiyle gerçekleştirilecek ortaklık varantı satışının Varant Tebliği kapsamında hususiyet arz eden herhangi bir usul veya esas bulunmadığı kanaatindeyiz. Halka arz yöntemiyle gerçekleştirilecek ortaklık varantı satışlarında, bedel karşılığı satılacak ortaklık varantına ilişkin özellik gösteren hükümlere riayet edilmesi kafi olacaktır. Bu nedenle aşağıda doğrudan, halka arz edilmeksizin satıştaki özellikli durumlardan bahsedilecektir.

2.5.2.2.2. Halka Arz Edilmeksizin Satış

Ortaklık varantının halka arz edilmeksizin satışının, esasen ortaklık varantı ve ilgili sermaye piyasası aracının *birincil piyasa işlemleri kapsamında birbirinden bağımsız bir şekilde satışının* tek yöntemi olarak görülmesi gerektiği görüşünü benimsemekteyiz. Zira bu zamana kadar yapılan ortaklık varantı ile ilgili sermaye piyasası aracının birbirinden bağımsız tedavül edebilme fonksiyonuna yapılan vurgu; kural olarak ortaklık varantının borsada satışı sebebiyle, ikincil piyasa işlemlerine yönelik bir tespit olarak görülmektedir. Neticeten ortaklık varantının tahsisli satış ve nitelikli yatırımcılara satış olmak üzere iki farklı yöntemle halka arz edilmeksizin satışının önünde herhangi bir engel bulunmadığı değerlendirilmektedir. Bu noktada kısaca tahsisli satış ve nitelikli yatırımcılara satıştan bahsetmek gerekmektedir. Bu iki satış yönteminin ortak özelliği, her ikisinin de halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek satış özelliği göstermesi olmakla birlikte; birbirlerinden ayrıldıkları yönleri de bulunmaktadır. Tahsisli satışta, alıcılar gerçekleştirilecek satış öncesinde nokta atışı bir şekilde belirlenmekte olup sermaye piyasası araçları, üst çatıda kendilerini piyasadaki diğer yatırımcılardan ayıran herhangi bir ortak özellikleri bulunmayan bu yatırımcılara satılmaktadır⁵²⁸. Diğer taraftan nitelikli yatırımcılara satışta, söz konusu satışa yatırımcılar yönünden hususiyetini kazandıran durum; yatırımcıların belli nitelikleri haiz olmasıdır. Nitelikli yatırımcılara satışta, sermaye piyasası araçları, bu araçları satın almakla üstlendiği riskin bilincinde olabilecek bilgi birikimine sahip, deneyimli ve uzman *profesyonel müşterilere* yapılan bir satıştan bahsedilmektedir⁵²⁹. ST'nin 7/1 hükmü bu iki yöntemin pratik hayattaki en büyük ayrımlarından birini teşkil etmektedir: Tahsisli satışta satış konusu sermaye piyasası aracının borsada işlem görmemesi gerekmekte olup bunun karşılığında nitelikli yatırımcılara satılacak sermaye piyasası araçları, BIST düzenlemeleri uyarınca,

⁵²⁸ Manavgat, s. 551.

⁵²⁹ Manavgat, s. 559.

elbette yalnızca nitelikli yatırımcılar arasında alım satıma konu olmak kaydıyla, borsanın belli pazarlarında⁵³⁰ işlem görebilecektir.

Yukarıda yer alan açıklamaların akabinde, Varant Tebliği'nin halka arz edilmeksizin ortaklık varantı satışına ilişkin incelemelerimizden bahsedilebilecektir. Varant Tebliği'nin 5/2 hükmünün ikinci cümlesi, halka arz edilmeksizin satışa sunulabilecek ortaklık varantlarına nominal değer yönünden bir sınırlama getirmiştir. Buna göre, halka arz edilmeksizin ve bir bedel karşılığı bir satışa konu edilecek ortaklık varantları, ortaklık varantı ihracının toplamına göre belirlenecek nominal değer yüzde yirmi beşini aşamayacaktır. Bir başka deyişle, toplam ortaklık varantının en fazla yüzde yirmi beşinin halka arz edilmeksizin satışa sunulması; nominal değer üzerinden kalan yüzde yetmiş beşlik kısmın halka arz edilerek satışa sunulması gerekmektedir. Bu şekilde halka arz edilmeksizin satışa sunulacak ortaklık varantlarının satışına ilişkin, yine Varant Tebliği'nin 5/2 hükmünün üçüncü cümlesi uyarınca, ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin hazırlanan izahnamenin yanı sıra ortaklık varantının satışına ilişkin bir ihraç belgesi hazırlamaya gerek bulunmayacaktır. Öte yandan, Varant Tebliği'nin 5/2 hükmünün dördüncü cümlesi genel bir çerçeveyi ortaya koymakta ve halka arz edilmeksizin satılacak ortaklık varantlarını alacak yatırımcının *-bu durumda ortaklık varantı ile ilgili sermaye piyasası aracının birbirlerinden bağımsız satışlara konu olması mümkün kılındığı için-* doğal olarak ilgili sermaye piyasası aracını alma zorunluluğu bulunmayacaktır. Halka arz edilmeksizin satışa çıkarılacak ortaklık varantlarına vadeleri yönünden bir sınırlama getirilmiş olup Varant Tebliği'nin 5/2 hükmünün beşinci cümlesi nezdinde, halka arz edilmeksizin satışa sunulacak ortaklık varantlarının vadelerinin en az bir yıl olması yönünde bir zorunluluk ihdas edilmiştir. Daha önce de değinildiği üzere, Varant Tebliği'nin 9/2 hükmü dolayısıyla halka arz edilmeksizin satılacak ortaklık varantları, tahsisli satışa ilişkin yatırımcı sayısının sınırlandırılması yönünden ST'nin 8. maddesi ile

⁵³⁰ Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı

getirilen düzenlemeden muaf tutulmuştur⁵³¹. Varant Tebliği'nin 19/1 hükmü, halka arz edilmeksizin satışa sunulacak ortaklık varantlarının kullanım fiyatı yönünden son derece yerinde bir düzenleme getirmektedir: Halka arz edilmeksizin satışa sunulan ortaklık varantına ilişkin, halka arz aşamasında belirlenen kullanım fiyatı, en az ilgili sermaye piyasası aracının halka arz fiyatı kadar olacaktır. Varant Tebliği'nin anılan hükmü ile, kullanım fiyatını en az ilgili sermaye piyasası aracının halka arz fiyatı seviyesinde tutmayı amaçladığı, bu vesileyle ortaklık varantının dolaşıma girerek; ilgili sermaye piyasası aracının halihazırda devam eden halka arz sürecini orantısız ve ölçüsüz bir şekilde etkilemesine engel olma amacı güttüğü değerlendirilmektedir.

2.5.2.3. Uzlaşi Yöntemlerinde Tahsisli Sermaye Artırımı

Varant Tebliği'nin 20/1-a hükmünde, ihraççı payları üzerine yazılı Avrupa tipi ortaklık varantında kullanım hakkı dolayısıyla gerçekleştirilecek tahsisli sermaye artırımının yöntemi izah edilmektedir. Mezkur hüküm gereği, *-pay ile uzlaşi veya kaydi uzlaşi olması fark etmeksizin-* sanki dolaşımdaki ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkının tamamı kaydi uzlaşi ile mutabakata varacakmış gibi projeksiyon bir pay miktarı belirlenecek ve kullanım süresinin başlangıç tarihinden en az kırk beş gün önce, tahsisli sermaye artırımına konu edilecek paylara ilişkin hazırlanan ihraç belgesinin onaylanması amacıyla, SPK'ye başvuruda bulunulacaktır. İhraç belgesinin onaylanması sonrasında kullanım süresi içerisine girildiğinde, Varant Tebliği'nin 20/1-c hükmü gereği (i) kaydi uzlaşi yönteminde yalnızca talepte bulunan ortaklık varantı sahiplerine yönelik olarak, kullanım oranı nispetinde verilmesi gereken pay sayısını temsil eden miktarda sermaye artırımı yapılacağı; ancak (ii) pay ile uzlaşi yönteminde ise kullanım fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farka tekabül eden tutarda sermaye artırımını yapılacağı ve her halükarda, çıkarılan payların yatırımcıların doğrudan şahıslarına aktarılacak şekilde, tahsisli

⁵³¹ Varant Tebliği'nin 9/2 hükmü gereği yatırımcı sayısındaki sınırlamanın halka arz edilmeksizin satılacak ortaklık varantlarına uygulanmayacağına ilişkin bkz: Bu çalışma b.[2.4.6.].

olarak ihraç edileceği bildirilmektedir. Bu tanımlama ile, tahsisli sermaye artırımını ile satışa hazır bekletilen payların bir miktar farklılaştırılmaya çalıştığı değerlendirilmektedir.

Bununla birlikte, Varant Tebliği'nin 22/2 maddesinin tahsisli sermaye artırımını ile tahsisli satışı birbirinden ayırmak maksadıyla getirildiği değerlendirilmektedir. Şöyle ki, ST'nin 11/1 maddesi; tahsisli satış dahil olmak üzere halka arz edilmeksizin yapılacak pay ihraçlarına ilişkin satış sürelerini düzenlemektedir. Anılan hüküm uyarınca, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek sermaye artırımını sonucunda ihraç edilen payların satışına; satışa ilişkin hazırlanan ihraç belgesinin ilan edildiği günü takip eden on iş günü içerisinde başlanması zorunlu olup söz konusu payların satışının en fazla on gün içerisinde de tamamlanması gerekmektedir. Varant Tebliği'nin 22/2 hükmünün; bu bahisle adeta ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonucu ihraç edilecek paylara tahsisli satışa ilişkin hükümlerin uygulanmayacağını hatırlatma maksadı taşıdığı kanaatindeyiz.

2.5.2.4. Özel Durum Açıklaması Yapılmasını Gerektiren Haller

Özel durum açıklamalarının genel hatlarıyla derhal kamuya duyurma motivasyonu ile kullanılan kamuyu aydınlatma enstrümanlarından biri olduğundan daha önce bahsedilmişti⁵³². Bu çerçevede ortaklık varantından kaynaklanan hangi durumların varlığı halinde ihraççı tarafından yapılacak özel durum açıklamalarının gündeme geleceğini incelemek gerekecektir. Bu kapsamda Varant Tebliği'nin 10/1 hükmünde; *halka arz* edilmek suretiyle ihraç edilen ortaklık varantının üzerine yazıldığı payın değerinde, pay sahipliği hakkı veren şirketin sermaye artırımına gitmesi, kâr payı ödemesi yapması vb. sebeplerle bir değişiklik meydana gelmesi halinde bu durumun bir özel durum açıklamasıyla ihraççı tarafından kamuya

⁵³² Özel haller gereği derhal kamuya açıklama yapılmasına ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b.[2.2.1.3.].

açıklanması gerekmektedir. Özel durum açıklamasının gündeme geleceği bir başka Varant Tebliği hükmü ise 19/4 olup bu kapsamda ortaklık varantı nezdinde kullanım fiyatında bir revizyon yapılırsa; bir başka deyişle kullanım fiyatının yeniden hesaplanması ve bu şekilde belirlenen düzeltilmiş fiyatların esas alınması gerekirse, böyle bir durumda düzeltilmiş fiyatın da ihraççı tarafından özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulması gerekecektir.

Ortaklık varantı ihracı dolayısıyla özel durum açıklamalarının yapılması gerekeceği bir başka durum, ihraççı payları üzerine yazılı ortaklık varantı dolayısıyla yapılacak pay teslimlerine ilişkin olacaktır. Buna göre Varant Tebliği'nin 20/1-b hükmünde ihraççı payları üzerine yazılı Avrupa tipi ortaklık varantı açısından ve 21/2 hükmünde başka bir şirketin payları üzerine yazılı ortaklık varantı açısından; yatırımcıların payları satın alması (*veya edinmesi*) için, ihraççının kullanım süresinin başlangıç tarihinden en az on beş gün önce bir özel durum açıklaması yaparak (i) kullanım süresini, (ii) kullanım hakkının iletilebileceği başvuru yerlerini ve (iii) kullanım hakkına ilişkin önem arz eden diğer hususları özel durum açıklaması ile kamuya duyurması gündeme gelecektir. Bu hükmün bir benzeri Amerikan tipi ortaklık varantları açısından da düzenlenmiş olup Varant Tebliği'nin 20/2-ç hükmü uyarınca, her ay sonunu takiben üç iş günü içerisinde Amerikan tipi ortaklık varantlarından kaynaklanan hakkın kullanımı kapsamında gerçekleşen pay devir sonuçlarına ilişkin, ihraççı tarafından özel durum açıklaması ile periyodik olarak kamuyu aydınlatma gerçekleştirilecektir. İlgili hükmün devamı gereği, kullanım süresi tamamen sona erdiğinde de Amerikan tipi ortaklık varantının ömrü boyunca gerçekleştirilen bütün devir sonuçları topyekûn halde ihraççı tarafından, yine bir özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulacaktır. Son olarak Varant Tebliği'nin 25/1 hükmü ortaklık varantının ihraççısı ve ilişkili taraflarının ortaklık varantlarına ilişkin yaptığı alım satım işlemlerinin özel durum açıklamasıyla kamuya açıklanmasını düzenlemektedir. Öncelikle bu maddenin hangi kişiler tarafından yapılan alım satım işlemlerini kapsadığını belirlemek adına II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'ni incelemek gerekecektir. II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 4/1-f hükmü “idari sorumluluğu olan kişiler” kavramını

düzenlemekte olup buna göre bir ihraççının (i) yönetim kurulu üyeleri ve (ii) yönetim kurulu üyesi olmamasına rağmen, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi bulunan kişiler idari sorumluluğu olan kişiler olarak anılmaktadır. II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 4/1-g hükmüne göre ise “idari sorumluluğu bulunan kişilerle yakından ilişkili kişiler”, (i) idari sorumluluğu bulunan kişinin eşi, çocukları ve işlemin gerçekleştirildiği tarihte idari sorumluluğu bulunan kişi ile aynı konutta ikamet eden kişiler; (ii) (i) numaralı grupta belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen, veya yine (i) numaralı grupta belirtilen kişiler tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen, veya yine (i) numaralı grupta belirtilen kişilerin ekonomik yararına kurulmuş olan, veya yine (i) numaralı grupta belirtilen kişiler ile ekonomik çıkarları aynı olan tüzel kişi, kurum ve ortaklıklar ya da (iii) sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının, SPK düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının yüzde on veya daha fazlasını oluşturan bağlı ortaklarının; idari sorumluluğu bulunan kişiler grubunda yer alan kişileri ile idari sorumluluğu bulunan kişilerle yakın ilişkili kişilerini ifade etmektedir⁵³³. Varant Tebliği'nin 25/1 hükmü kapsamında kalan son kişi grubu ise Türkiye Muhasebe Standartları'nda tanımlanan ilişkili taraftır⁵³⁴. İşte, ihraççı açısından bu kişi gruplarından herhangi birine giren kişiler tarafından gerçekleştirilen alım satım işlemlerinin özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulması gerekmektedir; nitekim II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 11/1 hükmü gereği bu açıklamayı ihraççının değil; fakat *işlemi yapan kişi tarafından* kamuya açıklanması gerekecektir. Öte yandan yine II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin 11/2 ve 11/3 hükümleri gereği bu açıklamanın yapılmasına çeşitli muafiyetler getirildiğinden, sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakından ilişkili kişilerin yapacakları yapılan ortaklık varantı alım satım işleminin toplam

⁵³³ Keskin, s. 83.

⁵³⁴ Türkiye Muhasebe Standartları 24, İlişkili Taraf Açıklamaları, (https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2023/Kirmizi_Kitap/TMS_/TMS%2024.pdf) (E.T.: 29 Mayıs 2023)

tutarı istisnai tutarların altında kalıyorsa, söz konusu işlemlerin özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulmasına gerek olmayacaktır⁵³⁵.

2.5.2.5. Ortaklık Varantı ile Üzerine Yazıldığı Payın İptal ve İtfası

Halka açık ortaklıklarca benimsenen kayıtlı sermaye sisteminde gerçekleştirilecek sermaye artırımının en temel ve karakteristik özelliklerinden bir tanesi, satış süresi boyunca satılamayan payların bu sürenin sonunda iptal edilebilmesidir. Bu çerçevede yönetim kurulu tarafından yapılacak olan iptal işlemi, aslında teknik anlamda bir *pay iptalini* ifade etmemektedir. Çünkü zaten satış süresi içerisinde, hukuki mahiyeti itibarıyla tam olarak varlık kazanan bir payın varlığından bahsedilememektedir.

SerPK'nin kayıtlı sermaye sisteminde satılamayan payların iptalinden bahseden 18/3 hükmü ile PT.'nin satışa hazır bekletilen payların satış esaslarına ilişkin 10. maddesi birlikte incelendiğinde satılamayan payların şu şekilde iptal edileceği görülmektedir: Aslında, bir pay iptali gerçekleşmez; yönetim kurulu, aldığı sermaye artırımı kararında değişikliğe gider ve artırılan sermaye tutarını, satış süresi içinde satın alınmış olan paylara ilişkin ödenen pay bedeline mahsup eder ve fiilen tahsil edilen tutara uygun şekilde sermayeyi değiştirir⁵³⁶. Kısacası, pay iptali; yönetim kurulunun sermaye artırımı kararında yer alan tutarın, satıştan elde edilen pay bedeline mahsup edilerek fiilen tahsil edilen tutar ile uyumlu bir şekilde değiştirilmesini sağlamaktan ibarettir. Nitekim kayıtlı sermaye sisteminde, esas sözleşmedeki sermaye maddesinin tadili için SPK'nin uygun görüşü, satış süresi tamamlandıktan sonra alınacağı için; mezkur esas sözleşme maddesinin de, yönetim kurulu kararıyla uyarlanan bu son sermaye tutarına uygun bir şekilde hazırlanması (*değiştirilmesi*) icap edecektir⁵³⁷.

⁵³⁵ Keskin, s. 84.

⁵³⁶ Manavgat, Kayıtlı Sermaye Sisteminde Pay Doğumu, s. 17.

⁵³⁷ Manavgat, Kayıtlı Sermaye Sisteminde Pay Doğumu, s. 17.

Bu noktada itfaya da kısaca değinmekte fayda görmekteyiz. Şöyle ki, kelime olarak söndürme⁵³⁸ manasına gelen itfa, bir şirketler hukuku terimi olarak payların yok edilmesi ve dolayısıyla, bu paylardan kaynaklanan pay sahipliği haklarının tamamen sönümlenmesi, sona ermesi anlamına gelmektedir⁵³⁹. Bir şirket nezdinde paylara yönelik yapılan itfa işlemi neticesinde; itfaya konu edilen paylar esas sözleşme değişikliği gerçekleştirerek tam anlamıyla yok edilmekte ve itfaya konu payların sağladığı her türlü hak bu bahisle ortadan kalkmaktadır⁵⁴⁰. Payların itfası yöntemi kullanıldığı takdirde itfa edilen paylar karşılığında, pay sahiplerine söz konusu payların bedellerinin ödenmesi, başka deyişle bir karşılık ödenmesi gündeme gelmektedir⁵⁴¹. Bu anlamda aslında; pay sahiplerine verilen bedel, payın ikamesi niteliğini haizdir⁵⁴². İtfa öğretide, karşımıza bir sermaye azaltımı işlemi olarak çıkmakta bu bahisle, hem TTK hem SerPK hem de SerPK tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelerde farklı farklı sermaye piyasası araçlarının itfasına ilişkin prosedürlerin yer aldığı görülmektedir.

Genel anlamda bir sermaye piyasası aracı olan payın iptali ve itfasına ilişkin yapılan yukarıdaki açıklamalar ışığında Varant Tebliği'nde iptal ve itfanın ne şekilde ele alındığına değinilecektir. Varant Tebliği'nin 6/3 hükmü gereği ortaklık varantının ömrü, ilgili sermaye piyasası aracının ömrü kadar olacaktır. Bu çerçevede *iptal* kavramı incelendiğinde; Varant Tebliği'nin (i) 5/4 hükmü gereği ilgili sermaye piyasası aracının satış süresi içerisinde satılamayan ortaklık varantının iptali, (ii) 21/3 hükmü gereği kullanım hakkı sonucu yatırımcıya teslim edilmesi gereken payların kayden teslim edildiği anda üzerindeki hak kullanılmış olan ortaklık varantının iptali, (iii) süresi içinde üzerindeki kullanım hakkından yararlanılmayan ortaklık varantının iptali; (iv) 20/1-c hükmü uyarınca kullanım

⁵³⁸ Koray Demir, Uygulanabilirlik Şartları Bakımından Esas Sermayenin Azaltılması Yöntemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 33, Sayı 1, Y. 2017, s. 116.

⁵³⁹ Seda Palanduz, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 159, dpn. 582.

⁵⁴⁰ Demir, Sermayenin Azaltılması Yöntemleri, s. 117.

⁵⁴¹ Abdüssamet Yılmaz, Anonim Ortaklık Payının Rehin ve Hapis Haklarına Konu Olması, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 162-163.

⁵⁴² Yılmaz, s. 164.

hakkından yararlanılmaması nedeniyle ihraççının elinde kalan payların iptali, (v) 20/2-d hükmü uyarınca hazır bekletilen paylardan satılamayanların iptali ve (vi) 23/1 hükmü uyarınca kendisi üzerindeki kullanım hakkından yatırımcısının yararlanmadığı ortaklık varantının iptali ele alınmıştır. Buradan hareketle Varant Tebliği kapsamında ister pay ister ortaklık varantı olsun, bir sermaye piyasası aracının iptalinden bahsediliyorsa; bu sermaye piyasası aracının varlığı dolayısıyla şirket hiçbir karşılık elde etmemiş, hiçbir gelir elde etmemiştir. Bu durumdaki sermaye piyasası aracı, elbette şirket için bir değerdir; ancak şirket nezdinde kendisine henüz nakit bir karşılık bulmamıştır. Bu nedenle (i) ortaklık varantının, (ii) ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkı sebebiyle satışa hazır bekletilen payların veya (iii) ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkına konu edilen payların *-aslında herhangi bir sermaye piyasası aracının-* iptal edilmesi, ihraççısını bu iptal işlemi dolayısıyla yatırımcıya veya başka bir üçüncü kişiye nakdi bir karşılık ifa etme zorunluluğuyla karşı karşıya bırakmayacaktır.

Varant Tebliği içerisinde itfaya atıfta bulunulan tek hüküm olan 5/5 hükmü incelendiğinde ise, ortaklık varantının kullanım hakkından dolayı tükenmesi haricinde, bir başka deyişle yatırımcının ortaklık varantından beklediği pay alım (veya *pay edinim*) hakkına henüz kavuşamadığı bir dönemde; aslında umulmadık veya beklenmedik bir şekilde ortaklık varantının yok edilmesi gereken bir ana işaret edilmektedir. İtfanın hukuki niteliğine ilişkin yukarıda yapılan tüm açıklamalardan hareketle, yatırımcının ihraççıya ödediği varant priminin, bu andan itibaren bir *itfa bedeline* dönüşeceği ve yatırımcının, ihraççı tarafından bu itfa bedeline ilişkin bir şekilde tatmin edilmesi gerekeceği görüşünü benimsemekteyiz. Bu nedenle 5/5 hükmü uyarınca erken itfaya ilişkin koşullar izahnamede belirtildiği ihtimalde, yatırımcının ödediği varant primi ve itfa bedeli arasında bir korelasyon kurularak izahnamede buna ilişkin bilgilere yer verilmesi gerekeceği kanaatindeyiz.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ORTAKLIK VARANTINDAN KAYNAKLANAN HAKKIN KULLANIMI

3.1. ORTAKLIK VARANTINDAN KAYNAKLANAN HAKKIN KULLANIMI: PAY İHRACI VEYA NAKİT TESLİMİ

3.1.1. Genel Olarak Uzlaşi Yöntemleri

Ortaklık varantından kaynaklanan hakkın kullanımı sonucunda, ihraççının ortaklık varantı ihracıyla üstlendiği asli edimin ifası, uzlaşi (*mutabakat*) yöntemleri ile gerçekleşmektedir. Uzlaşi yöntemlerinin temelini, yatırımcının ihraççıya kullanım fiyatı nispetinde bir borç altına girdiği; bunun karşılığında ihraççının ise yatırımcıya, üzerine ortaklık varantı yazılı payların piyasa değerini borçlandığı düşüncesi oluşturmaktadır⁵⁴³. Nitekim Varant Tebliği içerisinde öngörülen uzlaşi yöntemleri; üzerine ortaklık varantı yazılı payların piyasa değeri ve varantın kullanım oranı ile orantılı olacak şekilde, yatırımcının bir miktar pay ya da paraya kavuşması amacına hizmet etmektedir.

Varant Tebliği'nde uzlaşi yönteminin doğrudan tanımını yapan bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Bu nedenle Varant Tebliği içerisinde uzlaşi yöntemlerine atıfta bulunulan maddelerden hareketle ortaklık varantına ilişkin uzlaşi yöntemleri hakkında değerlendirmelerde bulunulması gerekmektedir.

Varant Tebliği'nin 3/1-1 hükmü uyarınca ortaklık varantının yatırımcısına üzerine ortaklık varantı yazılı paylara ilişkin uzlaşi yöntemlerinden birini talep etme hakkı vermektedir. Dolayısıyla, ortaklık varantına ilişkin kullanım hakkının üç farklı yöntemden birinin uygulanması suretiyle yerine getirilebileceği ifade edilmektedir: (i) kaydi teslimat ile uzlaşi, (ii) pay ile uzlaşi ve (iii) nakdi uzlaşi.

⁵⁴³ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 125.

Söz konusu Varant Tebliği 17/1 hükmünün devamı ile kural olarak, ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkını hangi türdeki uzlaşma yöntemi ile kullanacağı yatırımcının inisiyatifine bırakılmıştır. Bunun istisnası, ortaklık varantı ile eş zamanlı olarak çıkarılan ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahname içerisinde, yine Varant Tebliği'nin 17/1 hükmünde verilen yetki dahilinde, ihraççı tarafından hangi uzlaşma yönteminin kullanılacağını zorunlu tutulmasıdır. Bu durumda yatırımcının hangi uzlaşma yönteminden istifade edebileceği ihraççının tek taraflı iradesi doğrultusunda şekillenecektir. Varant Tebliği'nin lafzından hareketle, ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişilikleri haiz olması durumu; ihraççının dilediği uzlaşma yöntemini zorunlu tutabilme imkanına halel getirmeyecektir. Buradan hareketle, ortaklık varantı özelinde seçimlik borcun konusunu oluşturan edimi seçme yetkisi -ihraççı veya yatırımcı- kime ait ise, bu kişinin uzlaşma yöntemini belirlemeye yönelik seçim hakkını kullanması ile birlikte seçilen edim; artık ortaklık varantı iktisabı karşılığında üstlenilen borcun konusunu oluşturacak ve ancak seçilen mezkur edimin ifası ile birlikte ihraççının borcunun sona ereceğinden söz edilebilecektir⁵⁴⁴.

Uzlaşma yöntemlerinin hukuki niteliğini belirlemek maksadıyla ortaklık varantı vasıtasıyla ihraççı ile yatırımcı arasında kurulan borç ilişkisini çözümlemekte fayda görülecektir. Öğretide borç, “bir kişiyi (*borçluyu*), diğer bir kişiye (*alacaklıya*), bir edimi yerine getirme (*bir şey verme, yapma veya yapmama*) yükümlülüğü altına sokan hukuki bağ”⁵⁴⁵ olarak ifade edilmektedir. Borç ilişkisi, içerdiği münferit borçlardan ayrı ve müstakil bir yapı ile varlığa sahip olan; bu borçları doğuran kaynak olarak tanımlanmaktadır⁵⁴⁶. Geniş anlamı ile borç ilişkisi, taraflar arasındaki meydana gelen çeşitli borçların kaynağını teşkil eden bir hukuki ilişkiden bahsetmektedir ve bunun karşılığında dar anlamda borç ilişkisi ise taraflar

⁵⁴⁴ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 123.

⁵⁴⁵ Oğuzman/Öz, s. 3.

⁵⁴⁶ Hilal Daver, Borcun İfasında Borçlunun Rolü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 5.

arasındaki hukuki bağı bir tarafında alacaklı ve diğer tarafında ise borçlunun bulunmasını ifade etmektedir⁵⁴⁷. Hukuki ilişkinin tarafları olan alacaklı ve borçlu arasındaki ilişki salt bir şekilde asli edimin ifasından ibaret olmayıp, borç ilişkisine karakterini veren asli borcun yanı sıra “özen borcu”, “ayıba karşı tekeffül borcu” gibi yan borçların doğduğu hususu da göz ardı edilmemelidir⁵⁴⁸. Öğretide *Okutan Nilsson* tarafından, uzlaşi yöntemlerinin borçlar hukuku düzleminde bir *seçimlik hak* ihtiva ettiği yönünde değerlendirme yapılmış olup⁵⁴⁹ biz de bu görüşe katılmaktayız. Bu cihetle seçimlik hakkın borçlar hukukundaki yerine ve çalışmamızı ilgilendiren sonuçlarına ilişkin değerlendirmelerde bulunulması önem arz etmektedir. Türk hukukunda borçlar, edimin belirlenmesi açısından türüyle (*neviyle*) belirlenen ve seçimle belirlenen edimler olarak ikiye ayrılmaktadır⁵⁵⁰. Türüyle belirlenen edimleri; borcun konusunun özelliklerine göre yeterli kabul edilebilecek bir derecede belli bir şeyin oluşturduğu *parça borçları* ile borcun konusunun cinsi belirtilmek suretiyle miktarı belirlenmiş olan şeyin oluşturduğu *tür borçları* oluşturmaktadır⁵⁵¹. Öte yandan bir de seçimlik borçlar bulunmaktadır ki seçimlik borçlarda borcun konusunu birden çok edim teşkil etmektedir; ancak bu edimlerden yalnızca birinin ifası ile borç sona ermektedir⁵⁵². Seçimlik borçların, hukuki anlamda birkaç parça borcu olabileceği gibi birkaç çeşit borcu veyahut birkaç yapma borcu şeklinde kararlaştırılması mümkündür⁵⁵³.

Burada Varant Tebliği’nin 17/1 hükmünde yer alan uzlaşi yöntemlerinden hangisinin uygulanmasının tercih edileceği kural olarak alacaklı sıfatını haiz yatırımcıya bırakıldığından; uzlaşi yöntemlerinin hep birlikte yatırımcı açısından seçimlik hak oluşturduğuna şüphe bulunmamaktadır. Diğer taraftan ihraççının herhangi birinin tercih edilmesini zorunlu tutma hakkı bulunan uzlaşi yöntemlerini tek tek incelediğimizde, kaydi teslimat ve pay ile uzlaşi yöntemleri; bir şirketin

⁵⁴⁷ Oğuzman/Öz, s. 3.

⁵⁴⁸ Oğuzman/Öz, s. 5.

⁵⁴⁹ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 123.

⁵⁵⁰ Oğuzman/Öz, s. 7.

⁵⁵¹ Oğuzman/Öz, s. 7, 280.

⁵⁵² Oğuzman/Öz, s. 10.

⁵⁵³ Oğuzman/Öz, s. 282.

paylarına bağı pay teslimine yönelik, pay menşeli uzlaşı yöntemleri olarak görülmektedir. Bir şirketin paylarına bağlanan pay ile uzlaşı ve kaydi teslimatın *parça borcu* ihtiva ettiği kanaatindeyiz. Öte yandan nakdi uzlaşı ise para borcu olduğu için nakdi uzlaşının *tür borcu* içerdiği değerlendirilmektedir.

Ortaklık varantında uzlaşı yöntemleri açısından bir başka önemli husus, borcun ifasının imkansızlaşması konusunda kendini göstermektedir. Zira tür borcu, parça borcu ve seçimlik borçlarda edimin imkansızlaşması birbirinden farklılık arz etmektedir. Şöyle ki, parça borcunda ifa imkansızlığı söz konusu olabileceken tür borcunda edimin imkansızlaşması kural olarak mümkün değildir⁵⁵⁴. Öte yandan seçimlik borçlarda ise edimlerden birinin imkansızlaşması halinde diğerlerinin ifanın konusunu teşkil etmesi mümkündür⁵⁵⁵.

Çeşitli borç türlerinde edimin imkansızlığına ilişkin yapılan açıklamalar ışığında, yatırımcının uzlaşı yöntemlerine ilişkin seçimlik hakkı olmasından hareketle birtakım incelemelerde bulunmak mümkün olacaktır. Öncelikle belirtmek gerekir ki Varant Tebliği içerisinde edimin imkansızlaşması durumunda ne şekilde hareket edileceğine ilişkin bir düzenlemeye rastlanmamıştır. Halbuki yatırımcıya hangi uzlaşı yöntemi ile kullanım hakkının yerine getirileceği konusunda seçimlik hak tanınması durumunda, şirketin paylarına bağı uzlaşı yöntemleri olan kaydi teslimat ile pay ile uzlaşıya yönelik ifanın imkansızlaşması mümkündür. Bu durumda, örneğin payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin tasfiye edilmesi halinde yatırımcıya bu şirketin payı teslim edilemeyecekse de kalan diğer seçimlik borç olan nakdi uzlaşıdan yatırımcının istifade etmesi mümkün olduğundan, ifanın konusunu nakdi uzlaşının oluşturabileceği kanaatindeyiz. Zira nakdi uzlaşının konusunu oluşturan para borcu tür borcu olarak değerlendirileceğinden imkansızlaşması gündeme gelmeyecektir. Öte yandan hangi uzlaşı yönteminin kullanılacağına ihraççı tarafından belirlendiği ihtimalde ise kaydi uzlaşı ve pay ile

⁵⁵⁴ Oğuzman/Öz, s. 9.

⁵⁵⁵ Oğuzman/Öz, s. 283.

uzlaşıdan herhangi birinin ihraççı tarafından zorunlu tutulduğu ve bu uzlaşi yönteminin imkansızlaştığı ihtimalde, kural olarak bir seçimlik borcun varlığından bahsedilemeyeceği için imkânsızlık hükümleri çerçevesinde TBK'nin 112. maddesi uyarınca tazminat sorumluluğundan veya TBK'nin 116. maddesi uyarınca borçtan kurtulma hükümlerinin gündeme gelmesinden bahsedilebilecektir⁵⁵⁶. Dolayısıyla, ortaklık varantı uygulamasında bu minvalde bir karışıklığa mahal vermemek için, Varant Tebliği 7/3 hükmünde yer alan izahnamede belirleme imkanının kullanılmasında fayda olacağını değerlendirmekteyiz. İlgili hüküm uyarınca, uzlaşi yöntemlerinin kullanılmasına ilişkin esas ve usuller ile ortaklık varantının üzerine yazılı olduğu şirketin paylarında bir değişiklik meydana gelmesi halinde, bu değişikliğe uygulanacak işlemlerin izahnamede yer alması bir zorunluluk arz etmektedir. Yapılan tüm bu açıklamalar ışığında, yatırımcı tarafından tercih edilecek olan veyahut ihraççı tarafından zorunlu tutulacak uzlaşi yönteminin uygulanmasının imkansız hale gelmesi durumunda ihraççı tarafından uygulanacak yöntemin izahnamede net bir şekilde açıklanmasının, olası uyuşmazlıkların çözümünde etkin bir rol oynayacağı değerlendirilmektedir.

Son olarak, elbette uzlaşi yöntemini seçme hakkının yatırımcıya tanınması, özellikle ortaklık varantının yatırımcı tarafından tercih edilmesini kolaylaştıracak bir avantaj sağlayabilecektir. Ancak ihraççının, özellikle pay teslimine yönelik uzlaşi yöntemlerinde (*kaydi uzlaşi ve pay ile uzlaşi*) payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin payları üzerinde gerçekleştirilecek sermaye artırımını vb. hususlarda kontrollü hareket edebilmesi ve sermaye artırımını ile kullanım süresine ilişkin Varant Tebliği'nde verilen sürelerle riayet edebilmesi son derece büyük bir önem arz etmektedir. Öte yandan bu durumda ihraççının yapılan ihraç ile kendisine sağlayabileceği finansmana ilişkin, yatırımcının uzlaşi yöntemini seçtiği bir ihtimale kıyasla, daha öngörülebilir bir çerçeve oluşturabileceği değerlendirilmektedir. Bu nedenle ortaklık varantı ihracı sonrasındaki sürecin de kesintisiz işlemlerini temin edebilmek adına ihraççının ortaklık varantından

⁵⁵⁶ Oğuzman/Öz, s. 9.

kaynaklanan hakkın hangi uzlaş yöntemiyle yerine getirileceğini izahname ile önceden tayin etmesinin sermaye piyasası açısından daha öngörülebilir sonuç doğuracağı ve ihraççı açısından daha rahat yürütülebilecek bir süreç olduğu kanaatindeyiz.

3.1.2. Payların Yatırımcıya Teslimi

3.1.2.1. Kaydi Teslimat ile Uzlaş ı

Varant Tebliğı'nin 17/3 hükmü gereğı, “kaydi teslimat ile uzlaş ı yönteminin uygulanması durumunda kullanım hakkı, ortaklık varantı sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ve kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan payları satın alma hakkını” ifade etmektedir.

Kaydi teslimat ile uzlaş ı yöntemi (*kısaca, kaydi teslimat*), yatırımcının ortaklık varantından kaynaklanan hakkını kullanması ile birlikte, kullanım oranı baz alınarak yapılacak hesaplama sonucu belirlenecek adette payı satın almasına müsaade eden bir kullanım hakkıdır. Kaydi teslimatta, kullanım fiyatı karşılığında; alım satıma konu pay ile nakdin değişimi söz konusu olmaktadır⁵⁵⁷. Kaydi teslimatta varant yatırımcısı kullanım hakkı sonucu oluşan karşı edimini nakit olarak ihraççıya ifa edecektir ve bunun sonucunda ihraççı da ortaklık varantının ihracı sırasında belirlenen kullanım oranına göre hesaplanacak, kullanım süresi öncesinde ihraç veya temin ettiği pay adedini yatırımcıya kayden teslim etme borcu altına girmektedir⁵⁵⁸.

Kaydi teslimatta ortaklık varantı yatırımcısı, iki farklı satın alma işlemi yapmış olacaktır. Bu işlemlerden ilkinin, prim karşılığında ortaklık varantını iktisap etmesi ve ikincisini ise kullanım hakkı sonucu satın almaya hak kazandığı payları ücreti

⁵⁵⁷ Yılmaz Türkmen, s. 9.

⁵⁵⁸ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 125.

mukabilinde iktisap etmek oluşturmaktadır. Bu cihetle kaydi teslimatta, önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ile kullanım oranına göre hesap yapılarak yatırımcının elinde bulundurduğu ortaklık varantı adedine göre ihraççıdan satın alabileceği pay sayısı belirlenecektir⁵⁵⁹. Kaydi teslimatı tercih eden yatırımcıların, ekseriyetle riskten korunma amacıyla işlem yapan yatırımcılar tarafından tercih edileceğini belirtmek gerekmektedir⁵⁶⁰.

Kaydi teslimatın yatırımcıya hangi türdeki finansman yöntemini sunduğu hususunu incelemek gerekirse, finansman yöntemleri ekseninde özellikle kaydi teslimat açısından gri bir alan oluştuğunu değerlendirmekteyiz⁵⁶¹. Şöyle ki, esasen kaydi teslimatta yatırımcının ihraççıya ödediği varant primi, doğrudan pay edinimi bedeli olarak ihraççı şirkette muhasebeleştirilecek bir bedel olmayacaktır. Yatırımcının, pay sahibi olabilmek için ikincil bir ödeme yapması gerekmektedir. Fakat elbette, yatırımcının bu bahisle ödediği varant primi karşılığında herhangi bir faiz ödemesi elde etmesi de mümkün görünmemektedir. Bu durum, kaydi teslimatta ihraççının elde ettiği finansmanı, borçlanmaya dayalı finansman yöntemi olmaktan uzaklaştırmaktadır. Mefhumu muhalifinden, uzlaşî yöntemi olarak kaydi teslimatın tercih edildiği ihraçlarda, elde edilen finansmanın sermayeye dayalı finansman yöntemi olarak değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

3.1.2.1.1. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Avrupa Tipi Ortaklık Varantında Kaydi Teslimat

Varant Tebliği'nin 20/1-c hükmü gereği kaydi teslimatta ihraççı, kullanım süresi içerisinde, yalnızca pay alım hakkını kullanmak yönünde talepte bulunan yatırımcılara yönelik olarak, kullanım oranı karşılığında verilmesi gereken pay adedini temsil eden tutarda sermaye artırımına gidecektir ve ihraççı paylarını,

⁵⁵⁹ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 124.

⁵⁶⁰ Kırca, s. s. 239.

⁵⁶¹ Sermayeye dayalı finansman yöntemi ve borçlanmaya dayalı finansman yöntemine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.2.3.].

talepte bulunan yatırımcılara tahsisli olarak kullanım fiyatı karşılığında ihraç edecektir. Ardından ihraççının tahsisli olarak gerçekleştireceği sermaye artırımını sonucunda ihraç ettiği payların, talepte bulunan yatırımcının hesabına geçmesi ile eş zamanlı bir şekilde, (i) ihraççı payını alım talebinde bulunan kişilerin MKK nezdinde kayden izlenen ortaklık varantları ve (ii) kullanım hakkına ilişkin herhangi bir talepte bulunmayan, başka bir deyişle vade sonunda kullanım hakkından yararlanmaya ilişkin herhangi bir talebini ihraççıya ulaştırmayan yatırımcılar nedeniyle ihraççının elinde kalan paylar iptal edilecektir.

3.1.2.2. Pay ile Uzlaş

Pay ile uzlaşının tanımı, Varant Tebliği'nin 17/4 hükmünde yer almaktadır. Söz konusu hükme göre “ortaklık varantı sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ile kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan payların kullanım fiyatı ile kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan payların kullanım fiyatı ile izahnamede esasları belirlenen borsa fiyatı arasındaki *farkı* ihraççıdan pay olarak talep etme hakkı” yatırımcının pay ile uzlaş yöntemi uyarınca kullanım hakkını teşkil edecektir.

Amerikan hukukunda “cashless basis”, “cashless exercise”⁵⁶², “exercise on a cashless basis”⁵⁶³ olarak adlandırılan pay ile uzlaş yönteminde ihraççı, yatırımcısına; kullanım hakkının yerine getirilmesi kapsamında ilgili payın piyasa fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki fiyat farkına tekabül eden adetteki payı kayden teslim etmektedir⁵⁶⁴.

Pay ile uzlaş yöntemi (*kısaca, pay ile uzlaş*), bir nevi mahsuplaşma sistemi öngörmektedir; yatırımcıya ihraççı şirkete herhangi bir ödeme yapmaksızın, her bir ortaklık varantı karşılığında hak ettiği adette pay teslim edilmektedir. Daha net bir

⁵⁶² Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 124.

⁵⁶³ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 124.

⁵⁶⁴ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 110.

deyişle, pay ile uzlaşı yönteminde esasen ortaklık varantı yatırımcısı, pay edinimi amacıyla ihraççı şirketin kasasına herhangi bir ödeme yapmamaktadır. Pay ile uzlaşı yönteminde yatırımcının ödeyeceği bedel tek kalem olup varant primiyle sınırlıdır. İhraççının kasasına, varant primi haricinde başkaca herhangi bir bedel girmeyeceğinden pay ile uzlaşı yönteminde ortaklık varantına ilişkin belirlenen kullanım fiyatı; zahiri bir bedel olup yatırımcıya teslim edilecek pay adedini belirlemek için yapılacak hesapta kullanmaya yarayan bir fiyattır.

Pay ile uzlaşıda kullanım hakkından kaynaklanan borç kısmen takas edilecek ve kullanım fiyatı ile ilgili sermaye piyasası aracının ihracına ilişkin hazırlanan izahnamede yer alan esaslara göre payın borsa fiyatı belirlenecek ve kullanım fiyatı arasında oluşan pozitif farka denk gelen miktarda pay yatırımcı tarafından, ihraççıdan talep edilecektir⁵⁶⁵. Bu sebepten ötürü, pay ile uzlaşının kaydi teslimata kıyasla, özellikle yatırımcı ile ihraççı arasındaki nakit trafiğini azaltması nedeniyle daha sade bir sistem olduğu öğretilmektedir⁵⁶⁶. Öyle ki pay ile uzlaş, varant primi ödemesi karşılığında yapılacak mahsuplaşma neticesinde doğrudan yatırımcının pay sahibi olmasıyla tamamlanacak bir ihraç süreci öngördüğü için, ihraççı açısından doğrudan sermayeye dayalı finansman yöntemi olarak değerlendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz⁵⁶⁷.

Tıpkı kaydi teslimatta olduğu gibi, pay ile uzlaş, yöntemi tercih eden yatırımcıların da riskten korunma amacıyla ortaklık varantı edinen yatırımcılar olduğunu söylemek mümkündür⁵⁶⁸.

⁵⁶⁵ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 124.

⁵⁶⁶ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 124.

⁵⁶⁷ Sermayeye dayalı finansman yöntemi ve borçlanmaya dayalı finansman yöntemine ilişkin bkz: Bu çalışma b. [1.2.3.].

⁵⁶⁸ Kırca, s. 239.

3.1.2.2.1. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Avrupa Tipi Ortaklık Varantında Pay ile Uzlaş

İhraççı payları üzerine yazılı Avrupa tipi ortaklık varantlarında pay ile uzlaş yönteminin ne şekilde yerine getirileceği; Varant Tebliği'nin 20/1-c hükmünün ikinci ve üçüncü cümlelerinde düzenlenmektedir. Yukarıda izah edildiği üzere, 20/1-c hükmü aynı zamanda kaydi teslimatı da düzenlemekte olup pay ile uzlaş için yapılan düzenleme aradaki farka denk gelen miktardaki payın yatırımcı hesabına kayden geçirileceğine ilişkindir. Söz konusu hüküm uyarınca ihraççı, kullanım süresi içinde yatırımcılara yönelik olarak, kullanım fiyatı ve kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılı payların kullanım fiyatı ile ne şekilde belirleneceğine ilişkin esasların izahnamede detaylarıyla yer aldığı borsa fiyatı arasındaki farka denk gelecek tutarda sermaye artırımını yaparak, paylarını bu yatırımcılara tahsisli bir şekilde ihraç edecektir. Devamında, kaydi teslimat ile benzerlik gösterecek şekilde, ihraççı tarafından gerçekleştirilecek tahsisli sermaye artırımını sonucunda ihraç edilen payların ilgili yatırımcının hesabına geçmesi ile eş zamanlı bir şekilde; talepte bulunan yatırımcıların MKK nezdindeki ortaklık varantları ile kullanım süresinin sonunda, kullanım hakkından yararlanılamaması nedeniyle ihraççının elinde kalan paylar iptal edilecektir.

3.1.2.3. Kaydi Teslimat ve Pay ile Uzlaşya Uygulanacak Ortak Hükümler

3.1.2.3.1. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Avrupa Tipi Ortaklık Varantında Ortak Hükümler

Varant Tebliği'nin 20/1-a,b,ç hükümleri, ihraççının kendi payları üzerine yazılan Avrupa tipi ortaklık varantlarında kaydi teslimata ve pay ile uzlaşya ilişkin ortak olan usul ve esasları düzenlemektedir. Buna göre öncelikle Varant Tebliği'nin 20/1-

a hükmü gereği ihraççının, kullanım süresinin⁵⁶⁹ başlangıç tarihinden en az kırk beş gün önce ortaklık varantı yatırımcılarına yönelik olarak yapacağı tahsisli sermaye artırımını⁵⁷⁰ nedeniyle ihraç edeceği paylara ilişkin hazırladığı ihraç belgesinin onaylanması amacıyla SPK'ye başvuruda bulunma zorunluluğu mevcuttur. Elbette ihraç belgesi ile yapılacak bu başvuruda ihraç edilecek pay adedinin belirlenmesi gerekmekte olup başvuru kapsamında belirlenecek pay miktarı, sanki dolaşımdaki (*satılan veya bedelsiz teslim edilen*) tüm ortaklık varantlarına ilişkin kullanım haklarının kaydi teslimat ile uzlaşa yöntemi kullanılacakmış gibi belirlenecektir.

Ardından Varant Tebliği'nin 20/1-b hükmü uyarınca ihraççı, kullanım süresinin başlangıç tarihinden en az on beş gün önce (i) kullanım süresi, (ii) kullanım hakkının kullanımına ilişkin başvurulacak yerler ile (iii) kullanım hakkına ilişkin sair hususları içeren özel durum açıklaması yapacaktır⁵⁷¹. İlgili hükmün devamı gereği kullanım süresi boyunca kullanım haklarından faydalanmak isteyen ortaklık varantı yatırımcılarının, pay alım taleplerini yetkili kuruluş vasıtasıyla ihraççıya iletmeleri gerekmektedir. Bu bahisle, söz konusu hükmün son cümlesi uyarınca, yatırımcıların pay alım taleplerine ilişkin bildirimlerini kolaylıkla yapabilmesine ilişkin gerekli önlemlerin alınması ihraççının sorumluluğunda olacaktır.

Varant Tebliği'nin 20/1-ç hükmü uyarınca, yukarıda izah edilen tüm işlemlerinin tamamlanmasından sonra, sermaye artırımının tamamlandığına ilişkin işlemlerin, payların ihracına ilişkin SPK düzenlemelerinde belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmesi gerekecektir.

⁵⁶⁹ Kullanım süresi ile vadenin farklarına ilişkin bkz: Bu çalışma b.[1.2.7.].

⁵⁷⁰ Tahsisli sermaye artırımına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.2.3.4.].

⁵⁷¹ Özel durum açıklamasına ilişkin bkz: Bu çalışma b. [2.2.1.4.3.].

3.1.2.3.2. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Amerikan Tipi Ortaklık Varantında Ortak Hükümler

Varant Tebliği'nin 20/2-a,b,c,ç,d hükümleri çerçevesinde, ihraççının kendi payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantında hem kaydi teslimatın hem de pay ile uzlaşının işleyişine yer verilmiştir. İhraççı payları üzerine yazılı Amerikan tipi ortaklık varantında kullanım hakkının işleyişine ilişkin, kaydi teslimat ve pay ile uzlaş yöntemleri arasında hiçbir fark gözetilmediğinden; biz de çalışmamız içerisinde ortak bir başlık altında açıklamakta fayda görmekteyiz.

Varant Tebliği'nin 20/2-a hükmü nezdinde, ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkının *-kaydi teslimatla veyahut pay ile uzlaş yöntemiyle yerine getirilmesi usul ve esaslara ilişkin hiçbir fark yaratmaksızın-* kaydi teslimatın veya pay ile uzlaşının uygulanması şeklinde kullanılacak olması halinde; yatırımcılara tahsis edilecek paylar, ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin hazırlanan izahnamenin SPK tarafından onaylanmasından önce, ihraççının halihazırdaki pay sahiplerinin yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanmak suretiyle, kullanım hakkı kapsamında gerçekleştirilecek devir işlemine hazır bir şekilde bekletilecektir (*satışa hazır bekletilen paylar*⁵⁷²). Bu durumda ihraççı, yatırımcılara yönelik olarak gerçekleştireceği tahsisli sermaye artırımları nedeniyle ihraç edeceği paylara ilişkin hazırlanan ihraç belgesinin onaylanması için SPK'ye başvuruda bulunmak zorunluluğundadır. Mezkur SPK başvurusu kapsamında ihraç edilecek pay miktarı, yatırımcısıyla buluşan tüm ortaklık varantlarına ilişkin kullanım haklarının *-kaydi teslimat ya da pay ile uzlaş fark etmeksizin-* kaydi teslimat yönteminin kullanılacağı varsayımıyla belirlenmesi gerekecektir.

Varant Tebliği 20/2-b uyarınca, ihraççı tarafından yatırımcılara verilmek üzere hazır bekletilen ve MKK nezdinde kayden izlenen payların yatırımcı hesaplarına devrinin, ihraççı tarafından ve ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin

⁵⁷² Satışa hazır bekletilen paylara ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Bu çalışma b.[2.4.1.].

olarak düzenlenen izahnamede belirtilen esaslar dahilinde yerine getirilmesi icap etmektedir.

Yukarıda, birincil piyasa işlemlerine ilişkin yaptığımız açıklamalar ışığında⁵⁷³ Varant Tebliği'nin 20/2-c hükmü incelendiğinde, ihraççı paylarının kullanım hakkı nezdinde yatırımcılara devri, ihraççı tarafından, borsada işlem gördüğü pazarda birincil piyasa işlemleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Ancak devir sonrası takas yükümlülüğünün söz konusu satışa hazır bekletilen ihraççı paylarından karşılanması gerektiği hatırlatılarak, ortaklık varantından kaynaklanan sorumluluğun öncesinde var olan payların devri ile karşılanmasının mümkün olamayacağı bir kez daha hatırlatılmaktadır.

Varant Tebliği'nin 20/2-ç hükmü içerisinde, yatırımcının kullanım hakkını vade boyunca dilediği zaman kullanabilmesi yönündeki esnek yapısı gereği Avrupa tipi ortaklık varantının aksine kullanım süresi spesifik bir tarih aralığı olarak tespit edilemeyen Amerikan tipi ortaklık varantı açısından ihraççı paylarının devrine ilişkin düzenli periyotlarla kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün gereğinin yerine getirilmesi hususu ihdas edilmiştir. Söz konusu hüküm gereği, Amerikan tipi ortaklık varantı sebebiyle yatırımcıya verilmek üzere satışa hazır bekletilen ihraççı paylarının kullanım hakkı kapsamında gerçekleşen pay devir sonuçlarına ilişkin bilgi, ihraççı tarafından her ay sonunu takiben üç iş günü içerisinde, özel durum açıklaması vasıtasıyla kamuya açıklanacaktır.

Nihayet Varant Tebliği'nin 20/2-d hükmü, kaydi teslimat sonucu satılan pay miktarı veya pay ile uzlaşısı sonucu mahsuplaşılacak pay adedi sonrasında çıkarılmış sermayeye ilişkin esas sözleşme değişikliğinin hazırlanarak ticaret siciline tescilini düzenlemektedir. Buna göre mezkur hükümde, yatırımcılara verilmek üzere satışa hazır bekletilen payların devir sürecinin; ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin hazırlanan izahnamede kullanım hakkına ilişkin belirlenen sürenin

⁵⁷³ Birincil piyasa işlemleri ve ikincil piyasa işlemlerine ilişkin bkz: Bu çalışma b.[2.2.1.].

tamamlanması ile sona ereceği ve bu sürenin tamamlanmasıyla, hazır bekletilen paylardan satılamayanların (veya *pay ile uzlaşma gereği pay adedine yönelik mahsuplaşması yapılmayanların*) iptal olacağı hususu düzenlenmiştir. İlgili hükmün devamı uyarınca, ilgili sermaye piyasası aracı nezdinde hazırlanan izahnamede belirlenen, kullanım hakkına ilişkin belirlenen sürenin sona ermesinden itibaren 10 iş günü içerisinde, yatırımcılara satılan (veyahut *pay ile uzlaşma hükümleri çerçevesinde mahsuplaşma sonucu yatırımcı hesaplarına kayden geçirilen*) payların tutarı dikkate alınarak çıkarılmış sermayeyi⁵⁷⁴ gösteren, esas sözleşmenin sermaye maddesinin yer aldığı esas sözleşme tadil metninin hazırlanması ve bu tasarıya uygun görüş alınmak üzere SPK'ye başvurulması gerekmektedir. Nitekim SPK tarafından uygun görüş verilmesinin ardından on beş iş günü içerisinde, sermaye maddesine yönelik esas sözleşme tadil tasarısının ticaret siciline tescil ve ilanı gerçekleştirilecektir.

3.1.2.3.3. İhraççı Payları Üzerine Yazılı Ortaklık Varantında Ortak Genel Hükümler

Öncelikle belirtmek gerekir ki Varant Tebliği sistematığında bu başlık altında bahsedilecek hükümler, Avrupa tipi veya Amerika tipi ortaklık varantı yönünden herhangi bir farklılık arz etmemektedir. Bu bahisle hem kaydi teslimat hem de pay ile uzlaşma uygulanacak Varant Tebliği düzenlemelerinden biri; Varant Tebliği'nin 20/3 hükmüdür. Bu hüküm çerçevesinde, sermaye artırımını da dahil olmak üzere ortaklık varantı kapsamında gerçekleştirilen tüm işlemlerin kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan açıklamalara uygun bir şekilde, tam olarak ve zamanında yerine getirilmesinden, kanun koyucu, ihraççıyı sorumlu tutmuştur.

Kaydi teslimat ve pay ile uzlaşma yöntemlerine ortak bir şekilde tatbik edilmesi gereken bir başka hüküm ise Varant Tebliği'nin 20/4 hükmü olacaktır. Mezkur hüküm uyarınca, çıkarılmış ortaklık varantlarına ilişkin olarak ihraççı tarafından

⁵⁷⁴ Çıkarılmış sermayenin tanımına ilişkin bkz: Bu çalışma b.[2.2.3.2.].

yapılacak sermaye artırımını işlemlerinin ihraççı şirketin ve ihraççının ortaklık varantı ihracı öncesindeki pay sahiplerinin hak ve menfaatlerine hanel getirecek şekilde gerçekleştirilemeyeceği ifade edilmektedir. Teoride, söz konusu hükmün kaleme alınması şüphesiz ki son derece mantıklı ve halihazırdaki pay sahiplerini korumaya yönelik iyi niyetli bir yaklaşım örneği sergilemektedir. Ancak ortaklık varantı ihracının doğal sonucu olarak, paylarda sulanma (*dilution*) problemi karşımıza çıkmaktadır ve *dilution*, bu haliyle yalnızca ortaklık varantı ihracı ile dahi pay sahiplerinin hak ve menfaatlerini olumsuz etkileyebilecek nitelikte bir durumdur. Bu nedenle hüküm içerisinde, ortaklık varantından kaynaklı payların sulanması probleminin hariç tutulmasının; pay sahibi ile ihraççı şirketin organları arasındaki olası uyuşmazlıkları gidermekte önemli bir yol gösterici olacağı kanaatindeyiz. Başka bir deyişle, payların sulanmasının pay sahiplerinin hak ve menfaatlerine hanel getirmeyeceği hususunun, söz konusu hükmün içerisinde doğrudan lafzi olarak yer almasının faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

Kaydi teslimat ve pay ile uzlaşa yöntemlerine uygulanacak ortak hükümlerden ikisi, Varant Tebliği'nin 20/5 ve 20/6 hükümleridir. Bu iki hükmü bir arada ele almamızın sebebi, mezkur hükümlerin ilk bakışta Avrupa tipi ile Amerikan tipi ortaklık varantın birbirinden ayrı değerlendirmek gerekiyormuşçasına kaleme alınmasına rağmen; bu terminolojinin yalnızca lafzî olarak Avrupa tipi ortaklık varantının gerekleri ve Amerikan tipi ortaklık varantının gereklerine uygun birer hüküm ihdas etme, yaratma amacına hizmet etmesidir. Kısacası, her iki hükmün uygulanmasında da Avrupa tipi ortaklık varantı açısından “vadesinin bitimine yakın dönemde yapılacak işlemler”; Amerikan tipi ortaklık varantı açısından ise “vade boyunca yapılacak işlemler”in niteliği nazara alınmalıdır. Bu açıklamadan hareketle Varant Tebliği'nin yatırımcıyı koruma amacı taşıyan 20/5 hükmü uyarınca; (i) Avrupa tipi ortaklık varantı açısından vade bitimine yakın dönemde, (ii) Amerikan tipi ortaklık varantı açısından ise tüm vade boyunca; ihraççı paylarının borsa fiyatının, ortaklık varantının *kullanım fiyatının altına düşmesine* neden olmak suretiyle, yatırımcıların ortaklık varantını kullanmalarına *engel oluşturmak* maksadıyla *tedavülü artırıcı* herhangi bir işlem tesis edilmemesi esastır. Varant

Tebliği'nin ilgili 20/5 hükmü bu işlemleri (i) sermaye artırımını, (ii) bölünme işlemleri, (iii) borsada işlem görmeyen ihraççı paylarının dolaşıma sokulması, (iv) ihraççının yönetim kontrolüne sahip pay sahiplerinin pay satışı ve (v) bu minvaldeki benzeri *tedavülü artırıcı* işlemler olarak ifade ettiğinden bu işlemlerin sınırlı sayı ilkesine göre değil örnekleme yoluyla sıralandığı değerlendirilmektedir. Ancak ilgili hükmün devamından, kanun koyucu tarafından bu minvaldeki işlemleri mutlak bir şekilde sınırlandırıldığı anlaşılmaktadır. Zira Varant Tebliği'nin 20/5 hükmünün devamında; yukarıda sıralanan minvaldeki *tedavülü artırıcı* işlemlerin; ancak yatırımcılara mahiyeti itibarıyla yatırımcı aleyhine sonuçları olabilecek işlem öncesinde kullanım haklarını *nakit uzlaşısı* ile kullanmalarına imkan verilmesi suretiyle mümkün kılınabileceği ifade edilmektedir. Kanun koyucunun bu hüküm ile, kaydi teslimat ve pay ile uzlaşısı yöntemleri olan pay edinimi temelli uzlaşısı yöntemlerinden zarar görme ihtimalini bertaraf etmek istediği yatırımcı lehine, ihraççıya uzlaşısı yöntemini nakdi uzlaşısıya çevirmek yönünde bir *edimi değiştirme yetkisi* tanıdığı kanaatindeyiz. Öte yandan mezkur hükümde belirtilen ihraççı veya ihraççı pay sahipleri tarafından tesis edilecek işlemlerin, mahiyeti itibarıyla SerPK'nin 23. maddesinde tanımlanan “önemli nitelikteki işlemler”e; yatırımcıya zarar görme ihtimali bulunan işlemler karşısında nakdi uzlaşısı ihtimali sunularak adeta kendisini zarara sokma ihtimali bulunan bu işlemler karşısında ihraççıdaki pay sahipliği ihtimalinin (*ilgili sermaye piyasası aracının pay olması durumunda, ihraççıdan daha fazla adette pay sahibi olmasının*) ortadan kaldırılması ve yerine kendisine nakit para verilecek olmasının ise mahiyeti itibarıyla SerPK'nin 24. maddesinde tanımlanan “ayrılma hakkı”na benzediği değerlendirilmektedir. Fakat Varant Tebliği'nin 20/5 hükmünün son cümlesi uyarınca, yatırımcı tarafından tesis edilecek işlemi ve sonucunda yapılacak nakdi uzlaşısıya dönüştürme işleminin; sermaye artırımına yönelik kanuni zorunluluklar ile PT.'nin satışa hazır bekletilen paylara ilişkin 9. ve 10. maddeleri başta olmak üzere, SPK'nin pay ihracına ilişkin düzenlemelerinde yer alan satışa hazır bekletilen payların ihracına ilişkin hükümlere halel getirmemesi gerekecektir.

Varant Tebliği'nin 20/6 hükmüne bakıldığında ise 20/5'in aksine mutlak sınırlayıcı bir hüküm ihdas edildiği görülmektedir. Söz konusu 20/6 hükmü uyarınca (i) Avrupa tipi ortaklık varantı açısından vade bitimine yakın dönemde, (ii) Amerikan tipi ortaklık varantı açısından ise tüm vade boyunca ihraççı paylarının borsa fiyatının, ortaklık varantının *kullanım fiyatının üstüne çıkmasına* neden olmak suretiyle, yatırımcıların kullanım haklarını *kullanmalarını* sağlamak maksadıyla *tedavülü azaltıcı* işlem tesis etme imkanı bulunmamaktadır. Varant Tebliği'nin 20/6 hükmü içerisinde bu işlemlerin (i) sermaye azaltımı, (ii) ihraççının kendi paylarını geri satın alması, (iii) ihraççının yönetim kontrolüne sahip olan pay sahiplerinin pay alımı işlemleri ve (iv) bu minvaldeki benzeri tedavülü azaltıcı işlemler olarak örneklendiği görülmektedir. Mevzubahis bu hükmün ise spekülatif işlemleri engellemek amacıyla ihdas edildiği değerlendirilmektedir.

Son olarak Varant Tebliği'nin 20/7 hükmü gereği, ihraççı payları üzerine yazılı ortaklık varantında kullanım hakkının işleyişi ve ihraççı tarafından gerçekleştirilecek sermaye artırımına ilişkin tüm giderler ihraççı tarafından karşılanacaktır.

3.1.2.3.4. Payları Borsada İşlem Gören Başka Bir Şirketin Payları Üzerine Yazılı Ortaklık Varantında Ortak Hükümler

Varant Tebliği'nin 21. maddesi, payları borsada işlem gören üçüncü kişi sıfatını haiz başka bir şirketin payları üzerine yazılı olan ortaklık varantının kullanım hakkına ilişkin esaslar düzenlenmektedir. Burada, üçüncü kişi sıfatını haiz başka bir ortaklıktan bahsedildiği için, elbette ihraççının bu şekilde bir ortaklık varantı ihraç etmek neticesindeki sorumluluğu, *üçüncü kişi şirketin paylarını temin etmek* şeklinde olmaktadır. Varant Tebliği içerisindeki ihraççı paylarının teslimine ilişkin usul ve esasları kazuistik düzenlemelere kıyasla, Varant Tebliği'nde üçüncü kişi şirket paylarının ne şekilde temin edileceğine ilişkin ihraççıya bir serbesti tanındığı kanaatindeyiz. Zira Varant Tebliği içerisinde pay temininin ne şekilde olacağına ilişkin bir düzenleme yer almamakta olup Varant Tebliği'nin 21/1 hükmü, yalnızca

ihraççının payları borsada işlem gören başka bir şirketin, ortaklık varantına konu paylarını ne şekilde temin edeceğinin ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin hazırlanan izahnamede açıklanmasını zorunlu tutmuştur. Bununla birlikte, her ne kadar teminin izahnamede açıklanması zorunlu tutulmuş ise de izahnamede yer alması gereken bilgilerin SPK tarafından sıralanmadığı tespit edilmektedir.

Varant Tebliği'nin 21/2 hükmü uyarınca ihraççının, ihraççı paylarında da olduğu gibi, yatırımcıların kullanım hakkından yararlanabilmesi için kullanım süresinin başlangıç tarihinden en az on beş gün önce (i) kullanım süresi, (ii) başvuru yerleri ve (iii) kullanım hakkına ilişkin diğer hususlardan bahsedeceği bir özel durum açıklaması yapması gerekmektedir. Hükmün devamı uyarınca, kullanım haklarını kullanmak isteyen yatırımcılar ortaklık varantından kaynaklanan haklarını aracı kuruluş vasıtasıyla ihraççıya iletecek olup bu bildirimin kolaylıkla yapılabilmesini temin etmeye yönelik önlemlerin alınması, ihraççının sorumluluğundadır.

Varant Tebliği'nin 21/3 hükmü, ihraççının (i) kaydi teslimatta doğrudan kullanım fiyatı karşılığında yatırımcıya payları borsada işlem gören şirketin paylarını temin edeceğini ve (ii) pay ile uzlaşma yönteminde ise kullanım fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farka denk gelecek tutardaki payları temin edeceğini ifade etmektedir. Varant Tebliği'nin 21/4 hükmü uyarınca, payları borsada işlem gören şirketin paylarının temini de dahil olmak üzere, ortaklık varantına ilişkin tüm işlemlerin (i) izahname ve (ii) diğer kamuyu aydınlatmaya yönelik açıklamalarına uygun bir şekilde tam ve zamanında yerine getirilmesi; ihraççının temin edeceği paylara ilişkin sorumluluğunun sınırını oluşturmaktadır. Bu durum bir bütün olarak incelendiğinde ihraççının, payları borsada işlem gören şirketin paylarını uhdesinde bulundurmasına yönelik koşullardan veya bu payların sermaye piyasası hukuku ve borsa düzenlemeleri anlamında güvenilirliğini teminden sağlamaktan bahseden herhangi bir hükmün Varant Tebliği'nde yer almaması, akla üçüncü kişi sıfatını haiz payları borsada işlem gören şirketin yapacağı tedavülü artırıcı veya tedavülü azaltıcı işlemleri sebebiyle; yatırımcıların ihraççıya başvurma hakkına sahip olup olmadığı yönünde bir soru getirmektedir. Kanaatimizce, ihraççının sermaye

piyasaının genel hükümlerine ve kendisine yüklediği genel sorumluluk rejimine aykırı hareket edip etmediğinin tespiti izahname ve kamuya yapılan açıklamalara uyum çerçevesi ile sınırlı olacağından; olası uyuşmazlıkların çözümünde izahname ve diğer kamuya yapılan açıklamalarda payların teminin ne şekilde sağlanacağını ifade ettiği hususu son derece büyük bir önem taşıyacaktır. Payın teminine yönelik imkansızlık hallerinin izahnamede düzenlenmesi hususuna hem yatırımcı hem de ihraççı perspektifinden hassasiyetle yaklaşılması gerekecektir.

Son olarak Varant Tebliği'nin 21/5 hükmü gereği, payların temini başta olmak üzere payları borsada işlem gören şirketin payları üzerine yazılı ortaklık varantı uyarınca kullanım hakkının yerine getirilmesine ilişkin tüm giderler ihraççıya ait olmaktadır.

3.1.3. Yatırımcıya Nakit Para Teslimi

3.1.3.1. Nakdi Uzlaş

Varant Tebliği'nin 17/1-c hükmü, öğretide nakdi mutabakat olarak da kullanılan nakdi uzlaşından kaynaklanan kullanım hakkını “ortaklık varantı sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ile kullanım oranı esas alınarak üzerine ortaklık varantı yazılan payların kullanım fiyatı ile izahnamede esasları belirlenen borsa fiyatı arasındaki *farkı* ihraççıdan *nakit olarak talep* etme hakkı” olarak tanımlamaktadır. Nakdi uzlaşıda tam manasıyla gerçekleşen bir pay ediniminden ya da pay iktisabından söz edilemeyecektir; bu cihetle ihraççı pay ihraç etmeyeceği gibi payları üzerine ortaklık varantı yazılı herhangi bir şirketin paylarını temin sorumluluğu dahi bulunmamaktadır. Bu nedenle nakdi uzlaşıda esasen ihraççı ile yatırımcı arasında bir netleştirme yapıldığı kabul edilmektedir⁵⁷⁵. Nakdi uzlaşıda borç kısmen takas edilmektedir; ortaklık varantında belirlenen kullanım fiyatı ile

⁵⁷⁵ Yılmaz Türkmen, s. 9.

payın izahname uyarınca belirlenen borsa değeri arasındaki pozitif fark; bir para borcu olarak yatırımcıya ödenmektedir⁵⁷⁶.

Varant Tebliği'nin genel lafzı incelendiğinde, nakdi uzlaşısı her ne kadar ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkının yerine getirilme yöntemlerinden biri olarak açıkça ifade edilse dahi ortaklık varantında nakdi uzlaşıdan son derece sınırlı bir şekilde bahsedildiği görülmektedir. Diğer taraftan bu sınırlı bahsedilme halinin kendi içerisinde bir mantığı olmadığı iddia edilemeyecektir; zira nakdi uzlaşısı günün sonunda yatırımcıya karşı yerine getirilecek bir para borcu ihtiva ettiğinden, bir uzlaşısı yöntemi olarak nakdi uzlaşısının ortaklık varantının “yatırımcıyı bir şirkette sıfırdan veya daha fazla miktarda pay sahibi yapma” amacına hizmet eden bir yönü bulunmamaktadır. Ortaklık varantına ilişkin Varant Tebliği düzenlemelerinde nakdi uzlaşısı yalnızca, Varant Tebliği'nin 20/5 hükmünde ihraççının, *ihraççı paylarında tedavülü artırıcı işlemlere ihtiyacı olması halinde yatırımcıya sunabileceği bir hukuki çare* olarak karşımıza çıkmaktadır. Hal böyleyken bu durum, akıllara nakdi uzlaşısının ortaklık varantları açısından gerçekten var olup olmadığına yönelik bir soru getirmektedir. Ortaklık varantının öncelikle kendi satışıyla ardından, pay edinimi ya da satışıyla sermaye piyasasındaki işlemleri derinleştirme amacına hizmet eden bir sermaye piyasası aracı olduğu yönündeki değerlendirmelerimiz sebebiyle; nakdi uzlaşısı ortaklık varantından kaynaklanan kullanım hakkının yerine getirilmesine yönelik gerçek ve etkili bir uzlaşısı yöntemi olarak görmenin mümkün olamayacağını belirtmekte bir sakınca görülmemektedir. Özellikle öğretiler⁵⁷⁷; ortaklık varantı dışındaki sermaye piyasası araçları açısından da var olan nakdi uzlaşısı tercih eden yatırımcıların, spekülatif amaçlı işlem yapan yatırımcılar olması yönündeki görüş; nakdi uzlaşısı ortaklık varantı ile özdeşleşen bir uzlaşısı yöntemi olarak görmemek yönündeki görüşümüzü destekler niteliktedir. Zira uzlaşısı yöntemlerinden bağımsız bir şekilde, bir çatı kavram olarak ortaklık

⁵⁷⁶ Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 125.

⁵⁷⁷ Yılmaz Türkmen, s. 9.

varantı; riskten korunma amacı güden yatırımcıların beklentilerine hizmet eden bir diğer sermaye piyasası aracı olarak piyasalarda işlem görmektedir⁵⁷⁸.

Son olarak nakdi uzlaşının şirket açısından hangi finansman yöntemini teşkil ettiğine yönelik değerlendirmelerimizi paylaşmakta fayda olacaktır. Şöyle ki, mutabakat yöntemi olarak nakdi uzlaşının uygulanması icap eden bir ihraç sürecinde yatırımcı varant primi olarak ödediği nakit karşılığında, belirli bir zaman sonra kullanım fiyatına göre belirlenecek bir miktar nakdi ihraççıdan teslim almaktadır. Bu hususun, nakdi uzlaşya göre elde edilen bir finansmanı sermayeye dayalı bir finansman yöntemi olmaktan uzaklaştırdığı değerlendirilmektedir. Zira nakdi uzlaş yatırımcı açısından pay sahipliği ile sonuçlanabilecek bir yatırım kararı olmayacaktır. Bu bahisle, nakdi uzlaş her ne kadar borçlanmaya dayalı finansman yöntemine yaklaşmış olsa da nakdi uzlaşda aslında yatırımcının teknik anlamda bir faiz geliri elde etmemesi; borçlanmaya dayalı finansman yöntemi değerlendirmemize haklı bir eleştiri getirilebilecek mahiyettedir.

⁵⁷⁸ Ortaklık varantının riskten korunma özelliğine ilişkin bkz: Bu çalışma b.[1.3.1.2.].

SONUÇ

Bir ülkenin gelişmişlik seviyesinin en önemli göstergelerinden birinin sermaye piyasasının derinliği olduğu değerlendirilmektedir. Sermaye piyasalarının derinliği ise ancak halihazırdaki sermaye piyasası araçlarının etkin kullanımını sağlamak; yatırımcılar açısından güvenli bir sermaye piyasası ortamı yaratırken ihraççılar açısından da kurallarının rahatlıkla anlaşılabilceği bir ihraç ve satış ortamı sunmaktan geçmektedir. Bu anlamda bir sermaye piyasası aracının mevzuatta kendisine yer bulmak suretiyle yerel hukuk çerçevesine alınması maalesef tek başına yeterli olamamaktadır; söz konusu finansal varlığın aktif kullanımını temin etmek amacıyla ihracın tüm tarafları açısından kullanışlı bir yasal çerçeve çizilmesi ve bu varlığın tanınırlığının artmasına imkan verilmesi gerekmektedir.

Dünyada pek çok ülkede yaygın bir şekilde ihraç edilen ortaklık varantının ülkemizdeki ihraç ve borsada işlem görme verilerine maalesef erişilememiştir; ancak sermaye piyasalarımızda kendisine henüz dünya piyasalarındaki kadar geniş bir yer bulamadığı bilinmektedir. Öte yandan günümüzde, ihraç edilmesi halinde hangi pazarda işlem göreceği hususu dahi gri bir alan olarak karşımıza çıkmaktadır. Halbuki ortaklık varantı ihraççı açısından, bugün yaygın kullanılan tahvil gibi pek çok sermaye piyasası aracına kıyasla çok daha elverişli bir finansman yöntemidir. Zira borçlanma araçlarının aksine ortaklık varantında yatırımcılara faiz ödemesi yapılmayacaktır ve bu durum, ortaklık varantını ihraççı açısından maliyet avantajı yaratan bir statüye getirecektir. Ortaklık varantı sermaye piyasası mevzuatımızda etkin kullanıldığı takdirde; birleşme devralma işlemlerinden⁵⁷⁹, şirketler

⁵⁷⁹ Uygulamada, ticaret ortaklıklarının yapı değişikliklerine ilişkin (i) birleşme, (ii) bölünme ve (iii) tür değiştirme gibi şirketlerin yeniden yapılandırılmasına yönelik ticaret hukuku çareleri kullanılmaktadır (*Ticaret ortaklıklarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Ünal Tekinalp/Reha Poroy/Ersin Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku I, 15. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2021, s. 169-210*). Kavramsal kökenini Amerikan hukukundan alan; ancak mevzuatımızda kendisine yer edinmeyen ve bu nedenle borçlar hukukunun genel hükümleri ile anlamlandırdığımız birleşme ve devralma işlemleri (*mergers & acquisitions, kısaca M&A*) ise günümüzde şirket yeniden yapılandırmaları için en sık başvurulanan yöntemlerden birini oluşturmaktadır (*Birleşme devralma projelerinde borçlar hukukunun genel hükümlerine*

topluluğu⁵⁸⁰ içerisindeki şirketlerin birbirinin piyasadaki prestijini artırmaya yönelik aktif hareket etmesine kadar şirketler hukuku ve sermaye piyasası hukuku kaynaklı pek çok alanda önemli bir sermaye piyasası aracı olarak kendisine yer edinmesi ve bu şekilde sermaye piyasalarımıza derinlik kazandırması mümkündür. Ortaklık varantının yaygın kullanımıyla; stratejik yatırımcının halka arz için şirketi başlangıç seviyesinde fonlaması mümkün olabileceği gibi; (*ihraççısı olmak suretiyle*) ihraca yönelik bütün sorumluluk ve maliyet giderini üstlenen hakim şirketin, yavru şirketinin sermaye piyasalarında kurumsallaşmasına öncülük etmesi sağlanabilecektir.

Bunun karşısında yatırımcı, normal koşullarda paylarına sahip olmak için nispeten yüksek bir bütçe ayıracağı şirketin payları üzerine yazılı ortaklık varantını satın almakla, ilgili payın piyasa değerine kıyasla çok daha düşük bir ücrete tekabül eden varant primini ödeyerek dilerse kullanım süresi içerisinde elindeki ortaklık varantını paya dönüştürecek; dilerse de payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin piyasa değeri ışıldadıkça, elindeki ortaklık varantından ikincil piyasalarda agresif bir gelir elde etmeye devam edecektir.

Ne var ki uygulamada, Varant Tebliği'nin uygulamaya konulması zor yapısı ve kullanım hakkı sonrasında yapılacak sermaye artırımının hukuki dayanağına yönelik eleştirilerin yanı sıra hem piyasalar hem de borsa düzenlemeleri; varantları, yalnızca yatırım kuruluşu varantlarından ibaret algılamak eğilimindedirler. Halbuki

başvurulduğuna örnek teşkil eden bir kaynak olarak bkz: Zahide Altunbaş Sancak, -Anonim Şirket Özelinde- Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayrıptan Doğan Sorumluluğu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2022). Pay satım sözleşmesi (share purchase agreement) ile sermayeye iştirak sözleşmesi (share subscription agreement) gibi sözleşmelerin kullanıldığı birleşme devralma işlemlerinin her biri, kendi içerisinde biricik kabul edilebilecek dinamikleri barındıran bir yapıya sahip olup ortaklık varantlarının birleşme devralma işlemlerinde bir araç olarak kullanılmasının mümkün olabileceği kanaatindeyiz. Çalışmamız içerisinde birleşme devralma işlemleri kavramı, burada izah edildiği anlamıyla kullanılacaktır (Birleşme ve devralma işlemlerine ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Esin).

⁵⁸⁰ Şirketler topluluğuna ilişkin detaylı açıklamalar hakkında bkz: Veliye Yanlı, “Hakimiyet Sözleşmeleri”, Regesta, (https://www.ito.org.tr/documents/Kurumsal/Yayinlar/regesta_2013_1.pdf) (E.T.: 2 Aralık 2022), s. 3-17; Gül Okutan Nilsson (Ed.), Karşılaştırmalı Şirketler Topluluğu Hukuku, 80. Yaş Gününde Prof. Dr. Ünal Tekinalp'e Saygı Konferansı, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018.

ortaklık varantı günün sonunda, gelirlerinin ve gelecekteki performansının nispeten riskli görüldüğü, henüz bir miktar belirsizlik arz eden şirketlerin ilgisini çekecektir⁵⁸¹. Bu nedenle en azından, yatırımcının yatırım kararı haricinde kalan konularda güvenilir, istikrarlı ve şeffaf bir yapının oluşturulması büyük bir önem arz etmektedir.

Yukarıdaki hususlara ilaveten, Varant Tebliği'nde izahnamede yer alması gereken hususlara ilişkin daha detaylı bilgilere yer verilmesi, özellikle ihraççıların hazırlık süreçlerini daha kolay bir hale getirecektir.

Takdim edilen bu çalışma içerisinde bizler, (i) Varant Tebliği'nin tahsisli sermaye artırımını yerine şarta bağlı sermaye artırım hükümlerine tabi olması, (ii) ortaklık varantının bir sermaye piyasası aracı olarak kabulü ile sermaye piyasası araçlarına sağlanan ihraç ve satış kolaylıklarından faydalandırılması ve (iii) borsa düzenlemelerinde kendilerine güvenli bir kotasyon ortamı oluşturulmasının önemini hatırlatmakla yetiniyoruz.

Son olarak ortaklık varantı konusunda derinleşmek isteyen yazarların (i) ihraççının, başka bir şirketin paylarını temin etmesine ilişkin usul ve esaslar, (ii) grup şirketler arasında ortaklık varantı ihracının, örtülü kazanç aktarımı olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği meselesi, (iii) ihraççı ile payları üzerine ortaklık varantı yazılı şirketin farklı tüzel kişiler olması halinde, aralarındaki hukuki ilişki, (iv) ihraççı tarafından ortaklık varantından kaynaklanan hakkın yerine getirilmesi esnasında küsuratlı pay teslimi ile (v) ihraççı tarafından alınan ortaklık varantı ihraç kararının geçerliliği ile şirket organlarının ortaklık varantı ihraç kararından sorumluluğu ve son olarak (vi) varant priminin ihraççının pay sahiplerine kâr payı olarak dağıtılıp dağıtılamayacağı konularını gözden geçirmelerinin literatürü zenginleştireceği değerlendirilmektedir.

⁵⁸¹ Şirkete sağlanacak kaynağın aşamalarla getirilmesine (*staged financing*) ilişkin açıklamalar hakkında bkz: Okutan Nilsson, Birleşme Amaçlı Ortaklık, s. 52.

KAYNAKÇA

ADIGÜZEL, Burak

“6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1, 2017, s. 1-8

(“Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”)

ADIGÜZEL, Burak

“Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant”, Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 14, Sayı: 3-4, 2010, s. 227-267

AKYÜREK, Koray

Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020

ALAN, Bayram Volkan

Sermaye Piyasası Kurulu’nun İdari Yaptırım Yetkisinin İdarenin Takdir Yetkisi Kapsamında Değerlendirilmesi ve Yargısal Denetimi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019

ALTUNBAŞ SANCAK, Zahide

-Anonim Şirket Özelinde- Devralma İşlemlerinde Satıcının Ayıptan Doğan Sorumluluğu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2022

ARICI, M. Fatih

Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), Mehmet Helvacı/Necdet Uzel/Numan Sabit Sönmez/Ahmet Özsoy (Ed.), On İki Levha Yayıncılık, 2019

ARICI, M. Fatih

VEZİROĞLU Cem

Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı, On İki Levha Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2018

ATA, Özlem

Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satım Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020

AYDOĞAN, Fatih

“Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı ve Kaydileştirilmesi”, Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), Mehmet Helvacı/Necdet Uzel/Numan Sabit Sönmez/Ahmet Özsoy (Ed.), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019

AYDOĞAN, Gökhan

“Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 33, Sayı: 4, 2017, s. 231-268

AYOĞLU, Tolga

Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık

- Sözleşmeleri, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2008.
- BAHTİYAR, Mehmet** Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, Beta Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2019
- BAK, Başak** “Borsa Opsiyon Sözleşmesi”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 64, Sayı: 4, 2009, s. 39-75
- BALAN, Arzu** Ekonomik Bir Suç Olarak Sermaye Piyasası Kanununda Düzenlenen İşleme Dayalı Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019
- BALTALI, Candemir** Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı, On İki Levha Yayıncılık, 2019
- BAŞ, Kadir** Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirketlere Katılımı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021
- BELLALAH, Mondher** Derivatives, Risk Management and Value, World Scientific, Singapore, 2010
- BİÇER, Levent** Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye (*Doktora Tezi*), Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2009

CENKÇİ, Esra

Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi, On İki Levha Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2015

ÇAKIR, Tufan

“Türkiye’de KİT’lerin Sorunları ve Çözüm Yolları”, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 18, Sayı: 1, 2002, s. 117-124

ÇAPA, Mehmet Sadık

Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, On İki Levha Yayıncılık, 2013

ÇELİKBOYA, Kerem

Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, 2021

ÇETİN, Nusret

“Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Temel Analizi”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 15, Sayı: 1, 2011, s. 1-23

DAVER, Hilal

Borcun İfasında Borçlunun Rolü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018

DEĞİRMENCİOĞLU AYDIN, NİHAN

Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021,

DEMİR, Koray

Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020

DEMİR, Koray

Uygulanabilirlik Şartları Bakımından Esas Sermayenin Azaltılması Yöntemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 33, Sayı:1, 2017, s. 105-133
("Sermayenin Azaltılması Yöntemleri")

DİREKÇİ, Yusuf Emre

Portföy Yönetiminde Finansal Teknolojiler, Hiperyayın, 1. Baskı, İstanbul, 2020

DOWNES, John

GOODMAN, Jordan Elliot

Dictionary of Finance and Investment Terms, 3rd Edition, Barron's Educational Series, New York, 1991

EKİCİ, Şerafettin

Escrow Sözleşmesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2022

EMİNOĞLU, Cafer

Türk Ticaret Hukukunda Kurumsal Yönetim, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2014

ERSAN, İhsan

Finansal Türevler, 2. Baskı, Literatür Yayıncılık, 1998

ESİN, İsmail G.

Birleşme ve Devralmalar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021

EVİK, Ali Hakan

EVİK, Vesile Sonay

"İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu", İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 63, Sayı: 1-2, 2005

FINDIK, Hakkı

Türkiye Muhasebe Standartları Çerçevesinde Finansal Varlıkların

- Muhasebeleştirilmesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:69, 2016
- GEÇGEL, Ercan** Anonim Şirketlerde Kâr Payı Avansı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018
- GÖKÇAY, Şerif Emre** Uluslararası Vergi Hukuku Konularına Türkiye Yaklaşımı, Billur Yaltı (Ed.), On İki Levha Yayıncılık, 2017.
- GÜNDOĞDU, Aysel** “Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant”, Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 1, 2012, s.57-65
- HACİÖMEROĞLU, A. Oğuzhan** “Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin Genel Bir Değerlendirme”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 37, Sayı: 3, 2021, s. 95-133.
- HERAL, Nevin**
- HIZIR, Serdar** Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019
- HUDSON, Paul L.**
- DOBBS, C. Edward** “Taking Warrants in Loan Transactions: Legal Risks and Remedies”, Commercial Lending Review, Cilt: 3, Sayı: 4, 1988, s. 67-79.
- JURICKOVA, Veronika**
- GREGOVA, Elena** “Earnings Management and It’s Effect on Behavior of Investors”, P. Novgorodov et al.

(*Ed.*), Proceedings of the 54th International Scientific Conference on Economic and Social Development, 21-22 May 2020, s. 246-252

KADIOĞLU, Eyüp

“Varant”, Sermaye Piyasası Araçları: Teori, İşleyiş ve Uygulama Örnekleri, Şenol Babuşcu/Adalet Hazar (*Ed.*), Akademi Araştırma Planlama Danışmanlık Eğitim Yayıncılık Limited Şirketi, 2021

KAR, Ahmet

ÖZER, Özlem

ŞANTAŞ, Fatih

BUDAK, Fatih

“Kar Dağıtımının Hisse Senedi Değeriyle İlişkisi: Spor Hizmetleri Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 1, 2011, s. 1-9

KARACAN, Ali İhsan

Ortaklıktan Çıkarma – Sermaye Hukuku Açısından Bir İnceleme, Legal Yayıncılık, 2015

KARACAN, Ali İhsan

ERİŞİR KARACAN, Esra

Sermaye Piyasası Araçları, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2021

KAYA, M. İsmail

Şartlı Sermaye Artırımı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2009

KAYGISIZ, Timur Altay

Tezgahestü (OTC) Türev İşlemlerin Merkezi Takası, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2008

KENDİGELEN, Abuzer

Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. Tıpkı Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016

KESKİN, A. Dilşad

Hukuki Açıdan Finansal Türev Kavramı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 24, Sayı: 4, 2008, s. 125-153

KESKİN, Mustafa

Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, On İki Levha Yayıncılık, 2018

KIRCA, İsmail

Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2000

KUTLU GÜRSEL, Meltem

“Sermaye Piyasası Kurulu’nun Denetimi”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 7, Özel Sayı, 2005, s. 493-554

KÜÇÜK, Hülya

“Türkiye’de Belediye Şirketlerinin Denetimi Üzerine Bir Değerlendirme”, Journal of International Management, Educational and Economics Perspectives, Cilt: 3, Sayı: 1, 2015, s. 39-52.

KÜÇÜKGÜNGÖR, Aslı

“Halka Açık Anonim Şirketlerde Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Kolektif Temsil”, Hacettepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 12, Sayı: 1, s. 167-231

MANAVGAT, Çağlar

Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016

MANAVGAT, Çağlar

“Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Payın Doğumu ve Satış Sürecine Etkileri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 31, Sayı: 3, 2015, s. 5-20

(“Kayıtlı Sermaye Sisteminde Pay Doğumu”)

MCDONALD, Robert L.

Derivatives Markets, Pearson, Boston, 2013

MCDONALD, Robert L.

Fundamentals of Derivatives Markets, Pearson, Boston, 2009 (“Mcdonald”)

MOROĞLU, Erdoğan

Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2015
(“Sermaye Artırımı”)

MOROĞLU, Erdoğan

Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 7. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2014

MOROĞLU, Erdoğan

“Sermaye Piyasası Kanunu Değişikliği Tasarısı’nın Kaydi Sistemle İlgili Düzenlemesi”, Makaleler, İstanbul, 2010, s.420-426

- OĞUZMAN, Kemal**
ÖZ, Turgut Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt:1, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2015
- OĞUZMAN, Kemal**
BARLAS, Nami Medeni Hukuk, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014
- OKUTAN NILSSON, Gül** Karşılaştırmalı Şirketler Topluluğu Hukuku, 80. Yaş Gününde Prof. Dr. Ünal Tekinalp’e Saygı Konferansı, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018
- OKUTAN NILSSON, Gül** Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016
(“Birleşme Amaçlı Ortaklık”)
- OKUTAN NILSSON, Gül** Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, Çağa Hukuk Vakfı, İstanbul, 2004
(“Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri”)
- ÖNCEL, Mualla** “Enflasyon ve Vergilendirme”, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt: 44, Sayı: 1, 1995, s. 489-519
- ÖNGEN, Betül** Klasik Yatırım Araçlarına Alternatif Finansal Enstrümanlar: Opsiyonlar ve Egzotik Opsiyonlara Genel Bir Bakış, Akademik

- Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 48, 2015, s. 223 - 237
- ÖZBİLEN, Arif Barış** Sözleşmelerin Şekli ve Şekil Yönünden Hükümsüzlüğü, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016
- PALANDUZ, Seda** Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, 2019
- PEHLİVANOĞLU, Murat Can** Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu, İzmir Barosu Dergisi, Sayı:2, 2020, s. 199 - 233.
- PEHLİVANOĞLU, Murat Can** Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Fon Kullanımının Denetimi Üzerine Bir Değerlendirme, İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 7, Sayı:1, 2020, s. 273 - 296.
- PEHLİVANOĞLU, Murat Can** Paya (Ortaklığa) Dayalı Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Sayı:2, 2020 (“Kitle Fonlaması ve Limited Şirketler”)
- PİRGAİP, Burak** Pay Geri Alımları: Finans Teorisi ve Şirketler Hukuku Boyutları, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2015

PULAŞLI, Hasan

Şirketler Hukuku Genel Esaslar, Adalet
Yayınevi, 6. Baskı, Ankara, 2020

PULAŞLI, Hasan

Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre
Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı,
Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 23,
Sayı: 4, 2006, s. 35-90
(“**TTK Tasarısına Göre Sermaye
Artırımı**”)

SAKIZLI, Emre

Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlese
Fonlama, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları,
İstanbul, 2018

SONGUR, Damla

Anonim Şirketlerde Önemli Miktarda
Malvarlığı Üzerinde İşlemler, On İki Levha
Yayıncılık, İstanbul, 2021

SUMER, Ayşe

Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş
Mevzuat, 3. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul,
2002

TANÖR, Reha

Türk Sermaye Piyasası: Halka Arz, Cilt: 2,
Beta Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 2000
(“**Halka Arz**”)

TANÖR, Reha

Türk Sermaye Piyasası: Taraflar, Cilt: 1,
Beta Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul, 1999
(“**Taraflar**”)

TEKİNALP, Ünal

Türk Ticaret Hukukunda Küresel Bir Açılım: IFRS/ TMS – TFRS, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Sayı:24, 2007, s. 33-66.

TEKİNALP, Ünal

POROY, Reha

ÇAMOĞLU, Ersin

Ortaklıklar Hukuku I, 15. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2021

THOMSETT, Michael C.

Getting Started in Options, 3rd Edition, John Wiley & Sons, New York, 1997

TURANBOY, Asuman

“6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları”, Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, 1. Baskı, 2018, s. 1285-1292

TÜREDİ, Selda

“Sermaye Piyasalarında Kotasyon ve Kotasyonun Faydaları”, Mevzuat Dergisi, Sayı: 186, 2013

ÜÇİŞİK, H. Güzin

ÇELİK, Aydın

Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kâr Dağıtımı, On İki Levha Yayıncılık, 2018

ÜNAL, Mücahit

“Kaydi Sisteme İlişkin 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi”, Marmara Üniversitesi

Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları
Dergisi, Cilt: 18, Sayı: 2, 2012, s. 819 - 836

VURALOĞLU SEMERCİ, Tuğba Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, 2015

YANLI, Veliye Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 32, Sayı: 3, 2016, s. 5-35

YANLI, Veliye “Anonim Şirketlerin Vergi Borçlarından Kanuni Temsilcilerinin Sorumluluğuna İlişkin Bazı Hususlar”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 29, Sayı: 4, 2013, s. 59-79.

YANLI, Veliye “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, Belgin Erdoğan’a Armağan, Der Yayınları, İstanbul, 2011
(“Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”)

YILDIRIM, Meral İdari Faaliyetlerin Görülüşüne Katılan Özel Hukuk Kişilerinin İdari İşlem Yapabilirliği Sorunu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019

YILDIZ, Burçak “Sermaye Piyasası Hukukunda Genel Yatırım Tavsiyesi Kavramı Hakkında (SPK

m. 38.1.c.)”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 30, Sayı: 4, 2014

YILMAZ, Abdüssamet

Anonim Ortaklık Payının Rehin ve Hapis Haklarına Konu Olması, On İki Levha Yayıncılık, 2019

YILMAZ, Asuman

Kripto Para Birimi Bitcoin ve Bitcoin'in Türk Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Değerlendirilmesi, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021

YILMAZ, Gülşah

Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018

YILMAZ TÜRKMEN, Sibel

Varantlar, 1. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2012

Çevrim İçi Kaynaklar

AKBULAK, Yavuz

Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulması ve Merkezi Kayıt Kuruluşu Nezdinde Tutulan Hesaplar, 11 Mart 2021,
<https://blog.lexpera.com.tr/kaydilestirilen-sermaye-piyasasi-araclarina-iliskin-kayitlarin-tutulmasi-ve-merkezi-kayit-kurulusu-nezdinde-tutulan-hesaplar/>, E.T.: [6 Nisan 2023]

AKBULAK, Yavuz

“Ortaklık ve Aracı Kuruluş Varantları”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Sayı 105, 2012,
https://0-mevbank-lebibyalkin-com-tr.opac.bilgi.edu.tr/mevzuat/mevbank/dergi/lebib-yalkin-mevzuat-dergisi_mdergi_/2012-eylul-sayi-105_mdergi_8824a-00_/ortaklik-ve-araci-kurulus-varantlari.html, E.T.: [3 Aralık 2022]

Bloomberg HT

Amerikan tipi varantlar ihraç edilebilecek, 10 Eylül 2013,
<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1421743-amerikan-tipi-varantlar-ihrac-edilebilecek>, E.T.: [18 Aralık 2022]

Borsa İstanbul A.Ş.

BIST Piyasa Değeri Ağırlıklı Pay Endeksleri Temel Kuralları, Haziran 2022,
<https://www.borsaistanbul.com/files/bist-piyasa-degeri-agirlikli-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf>, E.T.: [12 Aralık 2022]

Borsa İstanbul A.Ş.

Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası, Eylül 2017,
<https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>, E.T.: [12 Aralık 2022]

Borsa İstanbul A.Ş.

Pay Piyasası Prosedürü, Onay Tarihi: 01 Mart 2016 Revizyon Tarihi: 26 Nisan 2023,

<https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-proseduru.pdf>, E.T.: [4 Mayıs 2023]

Borsa İstanbul A.Ş.

Borsa İstanbul A.Ş. Duyurusu, 20 Kasım 2015, Kamuyu Aydınlatma Platformu, <https://www.kap.org.tr/Bildirim/482962>, E.T.: [2 Şubat 2023]

Borsa İstanbul A.Ş.

Pay Piyasası Yönergesi, Onay Tarihi: 15 Ekim 2015, Revizyon Tarihi: 18 Nisan 2023, <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf>, E.T.: [1 Mayıs 2023]

Borsa İstanbul A.Ş.

Kotasyon Yönergesi, Onay Tarihi: 14 Temmuz 2015 Revizyon Tarihi: 12 Eylül 2022, https://www.borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf, E.T.: [2 Şubat 2023]

Borsa İstanbul A.Ş.

Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Broşürü, <https://borsaistanbul.com/files/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme-tanitim-brosuru.pdf>, E.T.: [1 Şubat 2023]

Borsa İstanbul A.Ş.

Borsa Yatırım Fonları: Varantlar ve Sertifikalar, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Borsa_Yatirim_Fonlari_Varantlar_ve_Sertifikal ar.pdf, E.T.: [28 Aralık 2022]

Borsa İstanbul A.Ş.

Opsiyon Sözleşmeleri, [https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/502/opsiyon-sozlesmeleri#:~:text=Kullan%C4%B1m%20Fiyat%C4%B1%20\(Strike%20Price\),tarihteki%20al%C4%B1m%20veya%20sat%C4%B1m%20fiyat%C4%B1d%C4%B1r](https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/502/opsiyon-sozlesmeleri#:~:text=Kullan%C4%B1m%20Fiyat%C4%B1%20(Strike%20Price),tarihteki%20al%C4%B1m%20veya%20sat%C4%B1m%20fiyat%C4%B1d%C4%B1r), E.T.: [4 Ocak 2023]

Borsa İstanbul A.Ş.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Verileri, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/310/veri>

ler-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi, E.T.: [20 Aralık 2022]

Egeli & Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Esas Sözleşme Tadil Metni,
<https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c61c473770161e085b93844b7>,
E.T.: [20 Nisan 2023]

İstanbul Büyükşehir Belediyesi Şirketler,
<https://www.ibb.istanbul/icerik/Belediye%20%C5%9Eirketler>, E.T.: [1 Mart 2023]

İş Varant “Çarpan”, İş Varant Sözlük,
<https://www.isvarant.com/varant-akademi/sozluk>, E.T.: [12 Aralık 2022]

KAP <https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar>, E.T.: [1 Mayıs 2023]

Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş. Esas Sözleşme Tadil Metni,
<https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328c7850aacb01785a01147119fa>,
E.T.: [20 Nisan 2023]

SPK Aracı Kurum Faaliyet İzinleri,
<https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/araci-kurumlar>, E.T.: [17 Şubat 2023]

SPK Sermaye Piyasası Araçları,
<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/2-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1.pdf>, E.T.: [29 Aralık 2022]

TBMM Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638), Sıra Sayısı: 337,

<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>, E.T.: [16 Nisan 2023]

**T.C. Başbakanlık Kanunlar
ve Kararlar Genel Müdürlüğü**

Türk Ticaret Kanunu Tasarısı,
Sayı:B.02.0.KKG.0.10/101-1078/4903, 9
Kasım 2005,
<https://www2.tbmm.gov.tr/d22/1/1-1138.pdf>,
E.T.: [19 Nisan 2023]

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı

Kamu İşletmeleri Listesi,
https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2022/04/Kamu-Isletmeleri-Listesi_31.03.2022-1.pdf, E.T.: [5
Şubat 2023]

Türkiye İş Bankası

“Varant Dönüşümü”,
<https://www.isbank.com.tr/varant#:~:text=%E2%80%8BVarant%20Terminolojisi,D%C3%B6nüşüm%20kaynaklanan%20hakk%C4%B1n%20kullanılması%20ilmi%20kaynakları>, E.T.:
[28 Aralık 2022]

Türkiye İş Bankası

“Dönüşüm Oranı”,
<https://www.isbank.com.tr/varant#:~:text=D%C3%B6nüşüm%20Oranı%20ilmi%20kaynakları>, E.T.: [28 Aralık 2022]

YANLI, Veliye

“Hakimiyet Sözleşmeleri”, Regesta, Cilt: 3,
Sayı: 1, 2013, s. 3-18,
https://www.ito.org.tr/documents/Kurumsal/Yayinlar/regesta_2013_1.pdf, E.T.: [2 Aralık 2022]

**Zorlu Enerji Elektrik
Üretim A.Ş.**

11 Mayıs 2023 Onay Tarihli İhraç Belgesi,
Kamuyu Aydınlatma Platformu,
<https://www.kap.org.tr/tr/sirket->

bilgileri/ozet/1133-zorlu-enerji-elektrik-uretim-
a-s, E.T.: [14 Mayıs 2023]

