T.C.
ANKARA YILDIRIM BEYAZIT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ VE HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Enes Baki YENER

ÖZEL HUKUK TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

Ankara, 2022

T.C.
ANKARA YILDIRIM BEYAZIT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ VE HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Enes Baki YENER

ÖZEL HUKUK TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Cafer EMİNOĞLU

Ankara, 2022

ONAY SAYFASI

Enes Baki YENER tarafından hazırlanan "SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ VE HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMESİ" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

<table>
<tr><th colspan="2">Unvan Adı Soyadı</th><th>Kurumu</th><th>İmza</th></tr>
<tr><td colspan="2">Danışman
Doç. Dr. Cafer Eminoğlu</td><td rowspan="2">Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>Kabul ☐</td><td>Red ☐</td></tr>
<tr><td colspan="2">Jüri Üyesi
Dr. Öğr. Üyesi Ünsal Dönmez</td><td rowspan="2">Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Hukuk Fakültesi</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>Kabul ☐</td><td>Red ☐</td></tr>
<tr><td colspan="2">Jüri Üyesi
Dr. Öğr. Üyesi Tamer Bozkurt</td><td rowspan="2">Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>Kabul ☐</td><td>Red ☐</td></tr>
</table>

Tez Savunma Tarihi: 16.05.2022

Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olması için şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü Ünvan Ad Soyad

BEYAN

Bu tez çalışmasının kendi çalışmam olduğunu, tezin planlanmasından yazımına kadar bütün aşamalarda patent ve telif haklarını ihlal edici etik dışı davranışımın olmadığını, bu tezdeki bütün bilgileri akademik ve etik kurallar içinde elde ettiğimi, bu tezde kullanılmış olan tüm bilgi ve yorumlara kaynak gösterdiğimi beyan ederim. 16.05.2022

Enes Baki YENER

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde değerli vaktini esirgemeyen, fikirleri ile yol gösteren tez danışmanım, sayın hocam Doç. Dr. Cafer EMİNOĞLU'na teşekkürlerimi ve saygılarımı arz ederim.

Tez savunma jürimde yer alan kıymetli hocalarım Dr. Öğr. Üyesi Ünsal DÖNMEZ'e ve Dr. Öğr. Üyesi Tamer BOZKURT'a görüşleri ve eleştirileri için içtenlikle teşekkür ederim.

Bir diğer teşekkür borcum da bu çalışmanın ortaya koyulmasında başından sonuna kadar desteklerini esirgemeyen abim Arş. Gör. Mehmet Zahid YENER'e ve en büyük övgüyü hak eden ailemedir.

Son olarak, 2210-A Genel Yurt İçi Yüksek Lisans Burs Programı kapsamında bu çalışmayı destekleyen TÜBİTAK'a da teşekkürü bir borç bilir ve minnetlerimi sunarım.

ÖZET

Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arza Aracılık Faaliyeti ve Halka Arza Aracılık Sözleşmesi

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının yetkili bir yatırım kuruluşu aracılığıyla gerçekleştirilmesi esastır. Halka arza aracılık faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzına yatırım kuruluşları tarafından aracılık edilmesini ifade etmektedir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın aracılık edilebilmektedir. Buna göre halka arza aracılık faaliyeti kendi içinde "en iyi gayret aracılığı", "tümünü yüklenim aracılığı", "bakiyeyi yüklenim aracılığı" şeklinde alt türlere ayrılmaktadır. Halka arza aracılık faaliyeti, taraflar arasında yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesinin imzalanmasını gerekli kılmaktadır. Halka arzın gerçekleştirilme biçimine göre; sözleşmenin türü, tarafların edimleri ve sözleşmenin hukuki niteliği farklılık göstermektedir. Halka arza aracılık sözleşmesi esas itibariyle vekâlet sözleşmesinin özelliklerini taşısa da bazı hususlar itibariyle satış sözleşmesi ile benzerlikler göstermektedir.

Bu çalışmada, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ikincil düzenlemeleri çerçevesinde ve öğretide ileri sürülen görüşler ışığında halka arza aracılık faaliyeti ve halka arza aracılık sözleşmesi kavramları ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: halka arz, halka arza aracılık faaliyeti, halka arza aracılık sözleşmesi, sermaye piyasası araçları, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, yatırım kuruluşları.

ABSTRACT

The Activity of Intermediation for Public Offering and Agreement of Intermediation for Public Offering in Capital Markets Law

Capital market instruments are required to be offered to public through an authorized investment firm. The activity of intermediation for public offering refers to the intermediation of the issue or public offering of capital market instruments by investment firms. The activity of intermediation for public offering of capital market instruments can be carried out on a firm commitment basis or without a firm commitment basis. Accordingly, the activity of intermediation for public offering is divided into sub-types as “best effort”, “full commitment underwriting” and “standby underwriting”. Activity of intermediation for public offering requires the conclusion of a written agreement of intermediation for public offer between the parties. The type of contract, the acts of the parties and the legal nature of the contract differ according to the way the public offering is performed. The agreement of intermediation for public offering fundamentally includes the characteristics of the contract of attorney, some of its features are similar to the sales contract.

In this study, the concept of activity of intermediation for public offering and agreement of intermediation for public offering will be explained within the scope of Capital Markets Law No:6362 and the secondary legislation of Capital Markets Board of Turkey and the opinions in academic studies.

Keywords: activity of intermediation for public offering, agreement of intermediation for public offering, capital market instruments, investment firms, investment services and activities, public offer.

İÇİNDEKİLER

ÖZET i
ABSTRACT ii
İÇİNDEKİLER iii
KISALTMA CETVELİ vii
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ İHRAÇ VE HALKA ARZI

1.1 İhraç 4
1.1.1 Tanım ve Kavram 4
1.1.2 İhraç İşlemlerinde Kullanılan Satım Modelleri 6
1.1.2.1 Halka Arz Yoluyla Satış 6
1.1.2.2 Halka Arz Edilmeksizin Satış 7
1.1.2.2.1 Tahsisli Satış 7
1.1.2.2.2 Nitelikli Yatırımcılara Satış 8
1.2 Halka Arz 8
1.2.1. Tanım ve Kavram 9
1.2.2. Halka Arz Varsayımı 12
1.2.3. Hukuki Niteliği 14
1.2.4. Konusu 15
1.2.5. Avantajları ve Dezavantajları 16
1.2.6. Çeşitleri 18
1.2.7. Halka Açık Ortaklık ve Halka Açılma Kavramı 18
1.2.8. Payların Halka Arzı 20
1.2.9. Halka Arzda Uygulanan Satış Yöntemleri 24
1.3 Sermaye Piyasası Aracı 26
1.3.1 Tanım ve Kavram 26
1.3.2 Türleri 29
1.3.2.1. Menkul Kıymetler 29
1.3.2.2. Türev Araçlar 35
1.3.2.3. Yatırım Sözleşmeleri 36
1.3.2.4. Diğer Sermaye Piyasası Araçları 38

İKİNCİ BÖLÜM
YATIRIM HİZMETLERİ VE FAALİYETLERİNİN BİR TÜRÜ OLARAK HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ

2.1 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri 40
2.2 Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetleri 41
2.2.1. Genel Olarak 41
2.2.2. Alım Satıma Aracılık 44
2.2.3. Halka Arza Aracılık 45
2.3 Yatırım Kuruluşları 47
2.3.1. Genel Olarak 47
2.3.2. Aracı Kurumlar 49
2.3.2.1 Tanım ve Kavram 49
2.3.2.2 Aracı Kurumlara İlişkin Şartlar 51
2.3.3. Bankalar 55
2.3.4. Aracı Kurumların ve Bankaların Sermaye Piyasasındaki Yeri 58
2.3.5 Halka Arza Aracılık Faaliyeti 60
2.3.5.1. Tanım ve Kavram 60
2.3.5.2. Türleri 61
2.3.5.2.1. Genel Olarak 61
2.3.5.2.2. En İyi Gayret Aracılığı 63
2.3.5.2.3. Yüklenim Aracılığı 65
2.3.5.2.3.1. Genel Olarak 65
2.3.5.2.3.2. Tümünü Yüklenim Aracılığı 66
2.3.5.2.3.3. Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı 68
2.3.5.2.3.4. Kısmen Tümünü Yüklenim ve Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı 70
2.3.5.3. Halka Arza Aracılıkta Uyulacak Esaslar 70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMESİ

3.1. Tanım ve Kavram 72
3.2. Hukuki Niteliği 74
3.2.1. Genel Olarak 74
3.2.2. En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmesi 79
3.2.3. Yüklenim Aracılığı Sözleşmesi 83
3.2.3.1. Tümünü Yüklenim Aracılığı Sözleşmesi 83
3.2.3.2. Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı Sözleşmesi 85
3.2.4. Karma Aracılık Sözleşmeleri 91
3.3. Konusu 92
3.4. Şekli 92
3.5. Tarafları 94
3.5.1. Genel Olarak 94
3.5.2. Yatırım Kuruluşu 95
3.5.3. Aracılık Konsorsiyomu 96
3.5.3.1. Tanım ve Kavram 96
3.5.3.2. Hukuki Niteliği 98
3.5.3.3. Yükümlülükler 101
3.6. Tarafların Yükümlülükleri 104
3.6.1. Genel Olarak 104
3.6.2. Yatırım Kuruluşunun Yükümlülükleri 104
3.6.2.1. Genel Olarak 104
3.6.2.2. Halka Arzı Sadakat ve Özenle Gerçekleştirmek 106
3.6.2.3. Organizasyonel İşlemleri Yürütmek ve Danışmanlık Hizmeti Vermek 109
3.6.2.4. Halka Arz Edenin Talimatlarına Uygun Hareket Etmek 110
3.6.2.5. Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Yüklenimde Bulunmak veya Satılamayan Sermaye Piyasası Araçlarını Geri Vermek 111
3.6.2.6. Diğer Yükümlülükleri 112
3.6.2.5.1. İşi Bizzat Yapma 112
3.6.2.5.2. Bilgi ve Hesap Verme 112
3.6.2.5.3. Aldıklarını Geri Verme 113
3.6.2.5.4. Sır Saklama 113

3.6.3. Halka Arz Edenin Yükümlülükleri 114
3.6.3.1. Aracılık Ücretini Ödenme 114
3.6.3.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Mülkiyetini Devretme 115
3.6.3.3. Diğer Yükümlülükleri 115
3.7. Sözleşmenin Sona Ermesi 116
SONUÇ 119
KAYNAKÇA 130

KISALTMA CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
bkz.	: Bakınız
C	: Cilt
ESerPK	: 2499 sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklıklar
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
m.	: Madde
MiFID	: Markets in Financial Insruments Directive
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
S	: Sayı
s.	: Sayfa
s.e.t.	: Son Erişim Tarihi
SEC	: U.S. Securities and Exchange Commission
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TFM	: Ticaret ve Fikri Mülkiyet Dergisi
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve devamı

GİRİŞ

Şirketler faaliyetlerini sürdürebilmek için finansmana ihtiyaç duymaktadır. Bu ihtiyacı kendi öz kaynaklarından karşılayamayan şirketler kaynak arayışına girmekte ve kredi temin etmek üzere bankacılık sektörüne başvurmaktadır. Uygulamada genelgeçer nitelikte olan bu yöntem, yüksek faiz oranlarının mevcudiyeti ve kısa vadeli bir borçlanma olması nedeniyle cazip bir seçenek olarak görülmemektedir. Gelişmiş bir ekonomi için şirketlerin finansmana daha kolay ve düşük maliyetle erişiminin sağlanması gerekmektedir. Sermaye piyasaları ise finansman ihtiyacının daha düşük maliyetle ve uzun vadeli karşılanmasında önemli bir alternatif olup bu kapsamda şirketler sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek halka satabilirler. Nitekim sermaye piyasaları, payların ve borçlanma araçlarının halka arzı yoluyla kaynak temini hususunda şirketlere birçok imkân sağlamaktadır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonominin büyümesi ve gelişmesi için tasarruf sahiplerinin elinde atıl vaziyette duran tasarrufların finansal piyasalara kazandırılması gerekmektedir. Sermaye piyasaları, tek başına bir önemi olmayan tasarrufların yatırıma dönüştürülmesini ve sermayenin tabana yayılmasını amaçlamaktadır. Halka arz müessesesi de bu amaca muvafık ve sermaye piyasalarına özgü bir satış yöntemidir. Sonuç olarak hem şirketler kaynak ihtiyaçlarını gidermekte hem de halk için bir tür kazanç sağlama fırsatı oluşturulmaktadır. Bunun yanı sıra halkın elinde tek başına bir önem arz etmeyen meblağların üretime ve ekonomiye aktarılması yeni istihdam imkânları yaratmakta, milli gelirin artmasına yardımcı olmakta ve ülke ekonomisine katkı sağlamaktadır.

07.08.2008 tarihinde İstanbul Sanayi Odası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası[1], Sermaye Piyasası Kurulu ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği arasında imzalanan *"Halka Arz Seferberliği"*[2] protokolü ile halka arz süreci kolaylaştırılmış, bu yönde bir teşvik süreci başlamıştır. Ancak ilerleyen süreçlerde istenen sonuçlara ulaşılamamış hatta yatırımcıların zarara uğradığı örnekler karşımıza çıkmıştır. Halka arz kavramı son yıllarda tekrar sermaye piyasalarımızın gündeminde sıklıkla yer almaya başlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki uygulamalara benzer şekilde artık Türkiye'de de şirketler sermaye piyasalarının sunduğu finansman kaynaklarından yararlanma yolunu tercih etmekte ve yatırımcılar da buna rağbet göstermektedir. Ancak altını özellikle çizmek isteriz ki halka arz şirketler için salt ucuz

[1] Şimdiki adıyla "Borsa İstanbul".
[2] https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/205/halka-arz-etkinlikleri s.e.t 11.04.2022.

finansman kaynağı veya yatırımcılar için kısa vadede getiri sağlamanın bir anahtarı değildir. Sermaye piyasalarının temel amacı olan *"sermayenin taban yayılması"* halka arz aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla bu kavram sermaye piyasası hukukunda ayrı bir önem atfedilerek düzenleme alanı bulmaktadır. Halka arz müessesesinin gerek ülke ekonomisine olan katkısı gerek bir dizi yasal düzenleme çerçevesinde gerçekleştiriliyor olması bu konuda hukuki çalışmaların yapılmasını elzem kılmaktadır.

Sermaye piyasalarında halka arz eden taraf ile yatırımcılar doğrudan bir ilişki kuramamaktadır. Halka arz faaliyeti de bir aracı vasıtasıyla gerçekleşmektedir. 6362 sayılı Kanun, bu aracıyı *"yatırım kuruluşu"* olarak isimlendirmektedir. Yatırım kuruluşları halka arzlarda başat bir vazife üstlenmekte, gerek halka arzı gerçekleştirenlere gerek yatırımcılara eşit mesafede yaklaşarak sermaye piyasası mevzuatına ve Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine riayet ederek halka arza aracılık faaliyetini yürütmektedirler. Bu bağlamda, sermaye piyasası araçlarını halka arz edenlerin yatırım kuruluşu tercihi ayrı bir önem arz etmektedir. Biz de çalışmamızda yatırım kuruluşu kavramından ne anlaşılması gerektiğini, hangi kuruluşların yatırım kuruluşu olarak nitelendirilebileceğini, yatırım kuruluşlarının kuruluş ve faaliyet şartlarının neler olduğunu ve hangi yatırım kuruluşlarının halka arza aracılık hizmeti sunabileceğini cevaplamaya çalışacağız.

Sermaye piyasalarında gerçekleştirilen aracılık faaliyetleri 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda *"Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri"* başlığı altında düzenleme alanı bulmaktadır. Çalışmamızın esas konularından birini, bir tür yatırım hizmeti ve faaliyeti olarak *"halka arza aracılık faaliyeti"* oluşturmaktadır. Kanun, sermaye piyasası araçlarının halka arzında, yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın aracılık edilebileceğini kısaca ifade ettikten sonra halka arza aracılığa ilişkin detaylı izahata Kurul'un ikincil düzenlemelerinde yer verilmiştir. Biz de çalışmamızda, Kurul'un ilgili düzenlemeleri ve öğretide yer alan açıklamaları temel alarak, halka arzın hangi türlerinin olduğunu ve bu türlerin ayırt edici özelliklerini, *"yüklenim"* ibaresinden ne anlaşılması gerektiğini ve halka arza aracılığa ilişkin esasları açıklamaya çalışacağız.

Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri yürüten yatırım kuruluşları, yürüttükleri faaliyete göre ihraççı ortaklıkla ve/veya halka arz edenlerle ya da yatırımcılarla bir takım yazılı sözleşmeler akdetmektedir. Halka arza aracılık faaliyeti de yatırım kuruluşu ile ihraççı ortaklık ve/veya halka arz eden arasında bir sözleşmenin yapılmasını gerekli kılar. Bu sözleşme *"halka arza aracılık sözleşmesi"* olarak isimlendirilmektedir. Kanun'da yer almayan ve Kurul'un ilgili düzenlemelerinde de sadece ismen zikredilen bu sözleşmenin

hukuken detaylı bir çalışmaya konu olması sermaye piyasası hukuku için kanaatimizce önem arz etmektedir. Özellikle de halka arza aracılık faaliyeti ve halka arza aracılık sözleşmelerine ilişkin öğreti incelemelerinin ve tartışmalarının ekseriyetinin 6362 sayılı Kanun'un yürürlüğe girmesinden önce yapıldığı göz önüne alındığında, yüksek lisans tezimizin öğretiye naçizane bir katkısının olmasını temenni ediyoruz. Zira çalışmamızın konusunu teşkil eden ihraç, halka arz, sermaye piyasası araçları, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, sermaye piyasalarında gerçekleştirilen aracılık faaliyetleri, yatırım kuruluşları gibi kavramlara ilişkin olarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Kurul düzenlemeleri birçok yeniliği içermektedir. Bu bağlamda, 6362 sayılı Kanun ile birlikte, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliğ, VII-128.1 sayılı Pay Tebliği ve VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği çalışmamıza ilişkin başlıca mevzuat arasındadır.

Yüksek lisans tezimiz üç bölümden oluşmaktadır:

Çalışmamızın "Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç ve Halka Arzı" başlıklı birinci bölümünde; Kanun'da *"sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı"* olarak tanımlanan "ihraç" kavramı, ihraç işlemlerinde kullanılan satım modelleri olan "halka arz yoluyla satış" ve "halk arz edilmeksizin satış" yöntemi kısaca ifade edildikten sonra *"halka arz"* kavramı ayrı bir başlık altında daha detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Hem halka arzın hem de halka arza aracılık faaliyetinin ve halka arza aracılık sözleşmesinin konusunu teşkil eden *"sermaye piyasası aracı"* kavramı da birinci bölümde açıklanmaktadır.

"Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetlerinin Bir Türü Olarak Halka Arza Aracılık Faaliyeti" başlıklı ikinci bölümde; ilk kez 6362 sayılı Kanun'da kullanılan "*Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri*" ve "*Yatırım Kuruluşları*" kavramlarını açıklanmaktadır ve halka arza aracılık faaliyeti detaylı bir şekilde izah edilmektedir.

"Halka Arza Aracılık Sözleşmesi" başlıklı üçüncü bölümde ise sözleşmenin tanımı, hukuki niteliği, konusu, şekli ve tarafları açıklanmaktadır. Sözleşmenin hukuki niteliğinin öğretide farklı görüşlere konu olduğu görülmektedir. Tüm bu tartışmalara elimizden geldiğince detaylı bir şekilde yer verip konuya ilişkin kanaatimizi ifade etmeye çalışacağız. Tarafların yükümlülüklerine ve sözleşmenin sona ermesine de değindikten sonra çalışmamız tamamlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARININ İHRAÇ VE HALKA ARZI

1.1 İhraç

1.1.1 Tanım ve Kavram

İhraç kavramı, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) m. 3/1-ğ hükmünde *"sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı"* olarak tanımlanmaktadır. Kelime anlamı itibariyle "çıkarma"yı ifade eden ihraç kavramına sermaye piyasası literatüründe özel bir anlam atfedilmiştir[3]. İhraç kavramı ile sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkarılması ve birinci el piyasalarında ilk sahiplerine satışa sunulması süreci ifade edilmektedir[4].

İhraç işlemi, sermaye piyasası araçlarının piyasaya arzı için yapılması gereken işlemlerin sürecini ifade etmektedir[5]. Sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler onu sermaye piyasasına çıkarmaktadır[6]. İhraç edilen sermaye piyasası aracının türüne göre ihraç kuralları farklılık gösterebilmektedir[7]. Sermaye piyasası araçlarının ihraç ve satışı sonucunda, ihraççı ile bu araçları satın alanlar arasında, sermaye piyasası aracının türüne göre ortaklık ya da alacaklılık ilişkisi doğmaktadır[8].

---

[3] **Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin** (2018) Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Hukuku, Açıklamalı Genişletilmiş 2. Bası, İstanbul, Vedat, s. 23; **Adıgüzel, Burak** (2019) Sermaye Piyasası Hukuku, 3. Baskı, Ankara, Adalet, s. 37; **Memiş, Tekin / Turan, Gökçen** (2020) Sermaye Piyasası Hukuku, Güncellenmiş 5. Baskı, Ankara, Seçkin, s. 51; **Manavgat, Çağlar** (2016) Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, 1. Baskı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 547; **Mutlu Uşaklı, Senem** (2010) 'Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri' (Yüksek Lisans), Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 4.

[4] **Ayoğlu, Tolga** (2006) 'Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri' (Doktora), Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 14; **Poroy, Reha / Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin** (2019) Ortaklıklar Hukuku II, 14. Bası, İstanbul, Vedat, s. 1079; **Memiş/Turan,** s. 27; **Gökalp, Namık Kemal** (2014) Sermaye Piyasalarında Halka Arz "Yöntemler, Uygulama ve Analizi", 1. Baskı, İstanbul, Beta, s. 6; **Karababa, Serdar** (2001) Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, 1. Baskı, Ankara, Seçkin, s. 22. Bir diğer değişle daha önceden mevcut olmayan sermaye piyasası araçları, ihraç işlemi ile hukuk düzeninde bir varlık olarak ortaya konmakta ve ilk sahiplerine teslim edilmektedir.

[5] **Aydoğan, Gökhan** (2017) 'Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları', Batider, C: XXXIII, S: 4, s. 237.

[6] **Adıgüzel,** s. 37; **Mutlu Uşaklı,** s. 10; **Bahtiyar, Mehmet** (2019) Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, 1. Baskı, İstanbul, Beta, s. 3.

[7] **Gündoğdu, Aysel** (2018) Sermaye Piyasası Hukuku, Güncellenmiş 3. Baskı, Ankara, Seçkin, s. 24-27.

[8] **Memiş/Turan,** s. 45.

İhraç, bir satış işlemidir[9]. Kanun'da yer alan tanımda satış da ihraç tanımının kapsamına alınmıştır[10]. İlk kez çıkarılan sermaye piyasası araçları ihraç işlemiyle satılmaktadır. Bu satış işleminin konusunu sermaye piyasası araçları; taraflarını ise ihraççı ile yatırımcılar oluşturmaktadır[11].

İhraççı kavramı, SerPK m. 3/1-h hükmünde tanımlanmış olup buna göre ihraççı, *"Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını"* ifade etmektedir. İhraççı kavramı, her türlü sermaye piyasası aracı ihraç eden tüzel kişileri ve halka açık anonim ortaklıkları içine alan bir kavram olarak değerlendirilebilir[12]. İhraççı statüsüne kavuşulması için mutlaka hisse senetlerinin halka arz edilmiş olması gerekmez. Hisse senedi dışında kalan sermaye piyasası araçlarının ihraç edilmesi de ihraççı sıfatının kazanılması için yeterlidir. Sermaye piyasası araçlarının ihraççıları açısından; kamu tarafında Hazine borçlanma senetleri yoluyla tahvil ve bono piyasasının büyük kısmını elinde tutarken, hisse senetleri piyasasında da halka açık anonim ortaklıkların ağırlığı bulunmaktadır[13]. Türk sermaye piyasasında ihraççı olmasına izin verilen özel hukuk kişileri esas olarak anonim şirketlerdir[14].

---

[9] İhraççının çıkardığı sermaye piyasası araçlarının SerPK kapsamında "ihraç" olarak değerlendirilebilmesi için satışın yapılması gerekmektedir. Bkz. **Tanör, Reha** (2000) Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt Halka Arz, İstanbul, Beta, s. 155; Kapalı anonim ortaklık tarafından gerçekleştirilen sermaye artırımı pay sahipleri arasında kaldığı için SerPK anlamında bir satış değildir. Bkz. **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 23.

[10] Böylece, sermaye piyasası aracı tanımına giren her çeşit sermaye piyasası aracının, çıkarılma aşamasından itibaren SerPK'ya tabi olması söz konusudur. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 547; Halka açık olmayan anonim ortaklıkların, halka arz edilmeyen pay ihraçları SerPK kapsamı dışındadır (SerPK m.2/1).

[11] **Memiş/Turan,** s. 51.

[12] **Ünal, Oğuz Kürşat** (2005) Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, 1. Baskı, Ankara, Asil, s. 234; **Ünal, Oğuz Kürşat**, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, 1. Baskı, Ankara, Nobel, s. 21; **Karababa,** s. 37; **Adıgüzel,** s. 38; **Günal, Vural** (1997) Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar Kurumlar), 1. Baskı, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, s. 3; Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların ihraççı olarak değerlendirip değerlendirilemeyeceği hakkında ayrıca bkz. **Ayoğlu,** s. 24–25; **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 239; Her ihraççı aynı zamanda bir halka açık anonim ortaklık değildir. Ancak, halka açık her anonim ortaklık aynı zamanda bir ihraççı konumundadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü gibi SerPK'da öngörülen yükümlülükler halka açık anonim ortaklıklar dâhil olmak üzere tüm ihraççılar bakımından geçerlidir. Ancak, temettü avansı dağıtımı ve kayıtlı sermaye sistemi gibi durumlardan sadece halka açık anonim ortaklıklar faydalanır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 25; Bazı borçlanma araçları bakımından ihraççının niteliği özel olarak belirlenmiş olup, sadece bu nitelikteki kuruluşlarca ihraç mümkündür. Bkz. **Çatakoğlu, Buket** (2015) 'Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları' (Doktora), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 74; Yatırım fonları, tüzel kişiliğe sahip olmadıkları halde ihraççı kapsamına alınmıştır. Bkz. **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 23.

[13] **Tanör,** Halka Arz, s. 177.

[14] **Aydoğan, Gökhan** (2020) 'Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk' (Doktora), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 440.

Sermaye piyasalarının temeli ihraca dayanmaktadır[15]. Sermaye piyasalarında fon transferinin gerçekleştirilmesi, halkın elinde atıl duran tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve böylelikle şirketlerin kaynak ihtiyacının giderilmesi ve üretime aktarılması sermaye piyasası araçlarının ihracı ile sağlanmaktadır[16]. İhraççı ister kamu ister özel kesim olsun ihraç işleminin altında yatan başlıca neden fon toplayarak kaynak elde etmektir[17]. İhraççılar hisse senedi ihraç ederek ortaklık yapısını büyütür, güçlendirir ve kaynak sağlayabilir veya tahvil, bono gibi borçlanma araçları kullanarak finansman sağlayabilirler[18]. Anonim ortaklıkların, etkisi ve kapsamı en geniş işlemlerinden birisi de menkul kıymet ihraç kararı almalarıdır[19].

1.1.2 İhraç İşlemlerinde Kullanılan Satım Modelleri

II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin "Satış Şekilleri" başlıklı altıncı maddesi, sermaye piyasası araçlarının var olmasını sağlayan ihraç işlemlerinde "halka arz yoluyla satış" ve "halka arz edilmeksizin satış (tahsisli satış)" olmak üzere iki farklı satım modeli öngörmektedir[20]. İhraç, halkın geneline yapılan çağrı ile gerçekleşen halka arzlı ihraç şeklinde veya küçük ve kapalı bir yatırımcı kitlesine halka arzsız ihraç şeklinde gerçekleştirilebilir[21].

1.1.2.1 Halka Arz Yoluyla Satış

Halka arz, SerPK m. 3/1-f hükmü uyarınca, *"sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı"* ifade etmektedir. Sınırları belirsiz bir kitleye, çağrı yoluyla, standart koşullarla satışın yapılıyor olması halka arzı diğer satış yöntemlerinden ayırmaktadır[22]. Halka arz yoluyla satış, halka arz edilmeksizin satışa kıyasla sermaye piyasalarımızda daha

---

[15] **Memiş/Turan,** s. 52.

[16] **Ayoğlu,** s. 21; **Tanör,** Halka Arz, s. 3-4; İhraççılar, birincil piyasada, sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek tasarruf sahiplerinden kaynak toplamaktadırlar. Tasarrufların yatırımlara aktarımı birincil piyasalarda ihraç işlemi aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bkz. **Küçüksözen, Cemal** (1999) Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, 1. Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, s. 7; **Yasaman, Hamdi** (1992) Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, s. 6.

[17] **Tanör,** Halka Arz, s. 3.

[18] **Tanör,** Halka Arz, s. 255; **Ayoğlu,** s. 21; **Günal, Vural / Okat, Yalçın Özge** (2021) Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 103 vd.

[19] **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 231.

[20] **Ayoğlu,** s. 48; **Günal/Okat,** s. 78; Bu iki satım modeli tek bir ihraç işleminde bir arada da kullanılabilir (II-5.2 sayılı Tebliğ m. 6/2).

[21] **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 237.

[22] **Manavgat, Çağlar** 'Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı', Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 118.

çok tercih edilen bir satış yöntemi olup hem birinci el piyasasında hem de ikinci el piyasasında uygulanabilen bir satım modelidir[23].

Sermaye piyasası araçlarının halka arz ile satışında; *"talep toplama yoluyla satış yöntemi"*, *"talep toplanmaksızın satış yöntemi"* ve *"borsada satış yöntemi"* olmak üzere üç farklı tipte satış yöntemi kullanılabilmektedir (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 13).

Halka arz ve ihraç kavramları birbirleriyle yakın anlamlı olsalar da tam olarak aynı anlama gelmezler. Halka arz, ihraç faaliyeti kapsamında bir çeşit alt satış yöntemidir. Sermaye piyasası araçlarının ihracı halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin gerçekleştirilebilmektedir. İhraç, halka arzı da kapsayan bir üst kavram niteliğindedir.

1.1.2.2 Halka Arz Edilmeksizin Satış

Kanun'da yer alan ihraç tanımından da anlaşıldığı üzere, ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının mutlak bir şekilde halka arz edilmesi gerekmeyip bu araçların halka arz edilmeksizin satışına da cevaz verilmektedir[24]. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen satışlarda, sermaye piyasası araçları halka satılmaksızın doğrudan belirli özelliklere sahip bireysel veya kurumsal yatırımcılara tahsis edilmektedir; yani teknik anlamda bir halka satış mevcut değildir[25].

Halka arz edilmeksizin satış yöntemi gizlilik, zaman ve maliyet avantajı sağlasa da Türk uygulamasında ve öğretisinde fazla rağbet görmemektedir[26]. Halka arz edilmeksizin yapılan satışlar, tahsisli satışlar veya nitelikli yatırımcılara yapılan satışlardır.

1.1.2.2.1 Tahsisli Satış

Tahsisli satış, II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 4/1-ö hükmünde *"sermaye piyasası araçlarının doğrudan yurt dışında ve/veya yurt içinde yerleşik kişilere borsa dışında tahsisli olarak ya da borsada toptan satışı"* şeklinde tanımlanmıştır. Bir başka ifadeyle alıcısı önceden belli olan satışlardır[27].

---

[23] **Tekinalp, Ünal** (1982) Sermaye Piyasası Hukukun Esasları, 1. Baskı, İstanbul, Es, s. 22; **Ayoğlu,** s. 48; **Ünal, Oğuz Kürşat** (1997) Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar, 1. Baskı, Ankara, Yaklaşım, s. 35.

[24] Buna karşılık, Kanun'da halka arz edilmeksizin satış tanımlanmamış, unsurlarına ve özelliklerine de yer verilmemiştir.

[25] **Ayoğlu, s.** 49.

[26] **Ayoğlu, s.** 50-52.

[27] **Memiş/Turan,** s. 90; **Adıgüzel,** s. 61; **Manavgat,** Halka Arz, s. 733; Tahsisli satış, sermayesini kaybeden ortaklıkların finansal gereksinimlerinin karşılanması için veya finansman sorunlarından bağımsız olarak işletme konusunun etkin biçimde yerine getirilebilmesi için stratejik ortak alınmasında kullanılmaktadır. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 551.

Tahsisli satışlarda sermaye piyasası aracı; daha evvel belirlenmiş en çok yüz elli yatırımcıya[28], borsada işlem görmemek üzere[29] tahsis edilerek satılmaktadır. Tahsisli satış, adından da anlaşılacağı üzere belli kişilere sermaye piyasası araçlarının tahsis edilerek satılmasıdır[30]. Önceden belirlenmiş olan alıcılar, nitelik bakımından herhangi bir ayırıcı özelliği bulunmayan yatırımcılardır[31].

1.1.2.2.2 Nitelikli Yatırımcılara Satış

Nitelikli yatırımcı kavramı, II-5.2 sayılı Satış Tebliği'nin m. 4/1-m hükmünde *"Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil profesyonel müşteriler"* şeklinde tanımlanmıştır[32]. Nitelikli yatırımcılara satış, sadece bu yatırımcılara yönelik bir çağrıda bulunulması ve/veya nitelikli yatırımcıların önceden belirlenmesi suretiyle gerçekleştirilebilir (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 9/1). Bu yöntemin ayırıcı özelliği, alıcıların belli niteliklere sahip olmasıdır[33].

Tahsisli satışlarda yatırımcı sayısı yönünden yüz elli kişilik bir üst sınır belirlenmişken, nitelikli yatırımcılara satışta bu yönden bir sınırlama bulunmamaktadır (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 9/1). Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçları, borsa düzenlemeleri çerçevesinde, yalnızca nitelikli yatırımcılar arasında alınıp satılmak üzere borsada işlem görebilir (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 7/1).

1.2 Halka Arz

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonominin büyümesi ve gelişmesi için tasarruf sahiplerinin elinde atıl durumda olan birikimlerin finansal piyasalara kazandırılması elzemdir. Nitekim sermaye piyasaları da tek başına bir önemi olmayan tasarrufların yatırıma dönüştürülmesini ve sermayenin tabana yayılmasını amaçlamaktadır. İşbu amacın gerçekleştirilmesinin en etkili yollarından birisi de halka arzlardır. Şirketlerin sermaye ihtiyacının dış borçlanmaya gitmeksizin karşılanması, yastık altı birikimlerin değerlendirilmesi, sermaye piyasalarının derinleşmesi ve aynı zamanda sermayenin tabana

---

[28] Bu husus, II-5.2 sayılı Satış Tebliği'nin m. 8/1 hükmünde *"Payların ikincil piyasa işlemleri hariç olmak üzere, tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarını belirli bir anda elinde bulunduran yatırımcıların sayısının yüz elliyi geçmemesi esastır."* şeklinde ifade edilmiştir. Yatırımcı sayısına ilişkin istisnalar ve detaylı açıklamalar için ayrıca bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 551; **Adıgüzel,** s. 62; Yatırımcı sayısı yasal sınırı aşarsa, halka arz hükümlerinin uygulanması gerekecektir. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 588.

[29] Bu husus, II-5.2 sayılı Satış Tebliği'nin m. 7/1 hükmünde *"Tahsisli olarak satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının ise borsada işlem görmemesi esastır."* şeklinde ifade edilmiştir.

[30] **Adıgüzel,** s. 61; **Memiş/Turan,** s. 90.

[31] **Manavgat,** Halka Arz, s. 551 ve 554.

[32] Bu kapsamda, III-39.1 sayılı Tebliğin m. 31 hükmünde *"profesyonel müşteri"* kavramı, m. 32 hükmünde de *"talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek müşteriler"* kavramı düzenlenmektedir.

[33] **Manavgat,** Halka Arz, s. 559 ve 733.

yayılması halka arzlar vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Halka arz, sermaye piyasasına özgü bir kavram olup, Kanunun temel hedef ve ilkeleri arasında da kendine yer bulmaktadır.

1.2.1. Tanım ve Kavram

Halka arz, sermaye piyasası hukukuna özgü bir kavramdır[34]. Halka arz kavramı *(public offering)*, 6362 sayılı SerPK m. 3/1-f hükmü uyarınca *"sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı"* ifade eder. Diğer bir ifade ile sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her çeşit yoldan (TV, radyo, gazete ilanı vs. ile) yapılan çağrı ve bu çağrı bağlamında gerçekleştirilen satıştır[35]. Bir başka ifadeyle halka arz, her türlü yoldan yapılan genel çağrılar üzerine sermaye piyasası araçlarının satın alınmasıdır[36]. Halka arz, esasında bir satış işlemi olup SerPK hükümlerine tabi bir faaliyettir[37]. Sermaye piyasalarının temel amaçları arasında yer alan sermayenin tabana yayılması ve halkın elinde bulunan atıl tasarrufların yatırıma tahsis edilmesi halka arzlar sayesinde gerçekleşmektedir[38].

Halka çağrı; sözlü veya yazılı şekilde, çok sayıda ve belirsiz (gayrimuayyen) kişilere, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan duyuru yapılmasını ifade eder[39]. Kanuni tanımdan hareketle, çağrının *"her türlü yoldan yapılabilmesi*" ve *"genel"* olması kavramlarının ayrı ayrı değerlendirilmesi isabetli olacaktır.

Kanun, çağrının her türlü yoldan yapılabileceğine işaret etmektedir. Çağrının şekli, yazılı veya sözlü olması, yapıldığı mecra önem teşkil etmemektedir[40]. Çağrı, yöntem

---

[34] **Manavgat, Çağlar** (2012) 'Türk Ticaret Kanunu'nun Halka Arz Kavramına Yaklaşımı', Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C: 18, S: 2, s. 402; Halka arz her ne kadar bir tür satış yöntemi olsa da alıcı tarafta geniş bir yatırımcı kitlesinin olması bu kavramın özel olarak düzenlenmesini gerektirmiştir. Böylelikle, sermaye piyasasına hâkim olan kamuyu aydınlatma, yatırımcının korunması ve şeffaflık ilkesi sayesinde geniş çaptaki yatırımcı kitlesinin korunması sağlanır. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 587.

[35] **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 23; **Adıgüzel,** s. 40; **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 168; **Günal/Okat,** s. 31; **Manavgat,** Halka Arz, s. 587; **Aytaç, Zühtü** (1985) 'Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler', Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, C: 40, S: 1, s. 243; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 23; **Ünal,** HAAO, s. 22; **Arıcı, Fatih** 'Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi', Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler) (2019), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 107-108; **Gökalp,** s. 48; **Karababa,** s. 73.

[36] **Günal/Okat,** s. 31.

[37] **Tanör,** Halka Arz, s. 184; **Manavgat,** Halka Arz ve Sermaye Artırımı, s. 117.

[38] **Memiş/Turan,** s. 53; **Ayoğlu,** s. 49.

[39] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 23; **Manavgat,** Halka Arz, s. 588; **Adıgüzel,** s. 40; **Memiş/Turan,** s. 53; **Somer, Mehmet** (1990) Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri, 1. Baskı, İstanbul, Kazancı, s. 57; **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 169; **Aytaç,** Çok Ortaklı Şirketler, s. 244; *"Çağrı"* sözcüğü "davet" anlamındadır. Bkz. **Günal, Vural** (2007) Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, 1. Baskı, İstanbul, Galatasaray Üniversitesi, s. 31.

[40] **Memiş/Turan,** s. 53; **Manavgat,** Halka Arz ve Sermaye Artırımı, s. 131; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 31.

kısıtlaması olmaksızın bir daveti ifade etmektedir[41]. Çağrı, bütün süreçleriyle SerPK ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili düzenlemelerine uygun ve genel nitelikte olduğu sürece yazılı ve görsel basın aracılığıyla, reklamlar yoluyla, el ilânlarıyla, panolara yapıştırılan ilânlar yoluyla, PTT kanalıyla yahut internet[42] ve sosyal medya aracılığıyla gerçekleştirilebilir[43]. Kanun, herhangi bir sınırlamaya gitmeksizin çağrı araçlarını olabildiğince geniş tutmuştur[44].

Çağrının çok sayıda ve belirsiz (gayrimuayyen) kişilere yapılması gerekir. Çağrının genel olması, halka arz kavramındaki "halk" ifadesinin bir yansımasıdır[45]. SerPK kapsamındaki "halk" kavramı, bireysel olarak tanımlanmamış bir kitleyi kastetmektedir[46]. Çağrının sınırlama yapılmaksızın halka yöneltilmesi veya belli özellikleri taşıyan, ancak bireysel olarak belirli hâle getirilmemiş bir topluluğa yöneltilmesi gerekmektedir[47].

6362 sayılı SerPK'da halka arz, halka çağrı yoluyla yapılan satış olarak tanımlanırken, 2499 sayılı mülga Kanun'da yapılan halka arz tanımında dört farklı halka arz yolunun varlığından söz edilmekteydi[48]. Buna göre; "*1- Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka çağrıda bulunulması, 2- Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu*

---

[41] **Manavgat,** Halka Arz, s. 589; Halka arz çağrısı sadece paylara ilişkin değil tüm sermaye piyasası araçlarına yönelik olabilir. Bkz. **Arıcı,** s. 108.

[42] İnternet yoluyla yapılan halka arzlara ilişkin detaylı açıklamalar için ayrıca bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 590-592.

[43] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 23; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 237; **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 23; **Manavgat,** Halka Arz, s. 589-590; **Memiş/Turan,** s. 53; **Adıgüzel,** s. 40; **Tekinalp,** s. 21; **Yanlı, Veliye** (2005) Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, 1. Bası, İstanbul, Beta, s. 28.

[44] "Her türlü yoldan çağrı" ifadesinin ne ölçüde geniş yorumlanacağı tartışma konusu olmuştur. Örneğin; bir ilçenin meydanında, kasabada kurulan pazar yerinde ya da bir belediye veya cami hoparlöründen yapılan çağrının da bu kapsamda değerlendirilebileceği ileri sürülmüştür. Bkz. **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 31; Ancak Adıgüzel'in de ifade ettiği üzere Kurul'un çizdiği kuralların dışına çıkılarak sadece bu şekilde yapılan çağrıların, "halka arz kapsamında bir çağrı" olarak değerlendirilmemesi gerekmektedir. Bkz. **Adıgüzel,** s. 41.

[45] **Gözüyeşil, Fevzi Fırat** (2019) 'Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnameden Doğan Sorumluluk' (Doktora), Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, s. 124; Nitekim çağrıya genellik özelliğini veren husus çağrının yöneltildiği kitledir. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 589.

[46] **Manavgat,** Halka Arz, s. 588

[47] Halka arz kapsamındaki çağrı, belirli kişilere veya belirli sayıda kişilere yapılamazken belirli meslek sahipleri veya belirli nitelikteki kişilere yapılabilir. Çağrının meslek örgütünün üyeleri, futbol takımının taraftarları gibi belli özellikleri taşıyan ancak bireysel olarak belirli hale getirilmemiş topluluğa yapılması çağrının genelliğine halel getirmez. Bu tip çağrılarda ortak özellik belirlense de çağrının muhatapları bireyselleştirilmemiştir. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 588; **Yanlı,** HAAO, s. 27; Çok sayıda ve belirsiz kişilere yöneltildiği sürece çağrının belirli bir isme hitaben e-posta ve SMS aracılığıyla yapılması da çağrıyı şahsileştirmez. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 125; Halka açık anonim ortaklığın sermaye artırımında yeni pay alma hakkını kullandırması hâlinde, ortaklık daha önceden halka açıldığı için, daha önceden "halk" tanımına girecek bir genişliğe ulaşan pay sahipleri kitlesine yapılan çağrı da halka arz tanımı kapsamındadır. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 588.

[48] **Ayoğlu,** s. 67 vd.; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 32; **Günal, Vural** (2004) 'Sermaye Piyasasında Halka Arz', Prof. Dr. Erden Kuntalp'e Armağan Cilt 1, İstanbul, Galatasaray Üniversitesi, s. 342 vd.; **Tanör,** Halka Arz, s. 180 vd; **Mutlu Uşaklı,** s. 49 vd.; **Aytaç,** Çok Ortaklı Şirketler, s. 243; **Karababa,** s. 74; **Küçüksözen,** s. 82; **Yanlı,** HAAO, s. 27; **Ünal,** HAAO, s. 34.

olmaya davet edilmesi, 3- Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, 4- Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satılması" halka arz olarak düzenlenmekteydi. 6362 sayılı SerPK ile mülga Kanun'da yer alan sayma yöntemi terk edilmiş ve genel bir tanımlama yapılarak "*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış*[49]" halka arz olarak tanımlanmıştır[50].

Halka arzda iki farklı durum mevcuttur. Ya daha evvelden satışa sunulmamış ve satılmamış yeni çıkarılan araçların satışı ya da daha evvelden çıkarılmış ve ortaklık veya şahıs (gerçek veya tüzel) elinde bulunan araçların halka arzı söz konusudur[51]. Başka bir ifade ile bir ortaklığın payları, ihraç döneminde halka arz edilebileceği gibi daha sonrasında pay sahibi tarafından da SerPK anlamında halka sunulabilir[52].

Sahibi bulundukları sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere SPK'ya başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişiler, SerPK m. 3/1-g'de yer alan *"halka arz eden"* kavramı ile ilk defa tanımlanmaktadır[53]. Halka arz edenler, bizzat ihraççı olabileceği gibi sermaye piyasası araçlarına sahip olan şahıslar da (gerçek veya tüzel) olabilir. Halka arz eden sıfatını haiz olmak için sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi amacıyla SKP'ya başvuru yapılması gerekir[54]. Halka arz edenler, daha evvelden ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının sahibi olup bunları halka arz esasları çerçevesinde satmaktadır[55].

---

[49] Satış işlemi 2499 sayılı mülga Kanun'da halka arzın zorunlu şartı olarak öngörülmemişti. Satış olmaksızın salt çağrının yapılması halka arzın varlığı için yeterliydi. 6362 sayılı Kanun ile halka çağrının akabinde gerçekleştirilen satış işlemi de halka çağrıyla beraber halka arzın zorunlu unsuru haline gelmiştir. Yatırımcının yanlış veya eksik bilgi sebebiyle zarara uğraması çoğunlukla sermaye piyasası aracını satın almasıyla söz konusu olmaktadır. Bu nedenle satış işleminin halka arzın bir unsuru olarak düzenlediği düşünülmektedir. Ayrıca bu sayede ticari hayatın akışı içindeki bazı faaliyetlerin gereksiz yere halka arz olarak kabul edilmesinin de önüne geçilmektedir. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 593 vd. Buna karşılık Gözüyeşil'e göre Manavgat'ın bu görüşü yerinde değildir. Yatırımcının korunması hükümlerinin devreye girmesi için satışın gerçekleşmesinin beklenmesi durumunda yatırımcının korunması gecikebilecektir. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 123.

[50] Mülga Kanun'da yapılan bu düzenleme o dönemde Günal tarafından eleştirilmiştir. Yazara göre, gerçek halka arz, halka çağrı ile gerçekleştirilmektedir. Diğer yolların halka arz varsayımı içerisinde mütalaa edilmesi gerekirken doğrudan halka arz olarak değerlendirilmesi yazara göre Kanun'un anlaşılmasında zorluk yaratmaktadır. Bkz. **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 169.

[51] **Ünal, Oğuz Kürşat** (1997) 'Sermaye Piyasasında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği', Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 1, S: 1, s. 83.

[52] **Tekinalp,** s. 22.

[53] **Aydoğan,** s. 447; **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 237; **Adıgüzel,** s. 41; *"İhraççı"* ve *"halka arz eden"* kavramları arasındaki ayrım için ayıca bkz. **Adıgüzel,** s. 41-42; **Günal/Okat,** s. 31.

[54] Pay sahibi sayısı nedeniyle kazanılan halka açık ortaklık durumunda (SerPK m. 16/1) Kurul'a bir başvuru olmadığı için halka arz eden sıfatından bahsedilemez. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 185-186.

[55] **Adıgüzel,** s. 41-42; **Gözüyeşil,** s. 185.

Halka arzın, ihraç işleminin bir alt satış yöntemi niteliğinde olduğunu ifade etmiştik. Halka arz esasında bir tür satış yöntemi olsa da alıcı tarafta geniş bir yatırımcı kitlesinin olması ve satış işlemine yönelik koşulların taraflarca tartışılma fırsatının olmaması halka arzın özel düzenlemelere tabi olması sonucunu doğurmuştur[56]. Nitekim halka arz yöntemiyle satış, halka arz edilmeksizin satışa kıyasla ülkemizde daha fazlasıyla tercih edilen bir satış yöntemidir[57].

1.2.2. Halka Arz Varsayımı

Halka arz, fiilî ve varsayımsal halka arz olarak da tasnif edilmektedir[58]. Buna göre, fiilî halka arz, SerPK m. 3/1-f hükmüne istinaden halka çağrı ve akabinde gelen satışı ifade etmektedir. Varsayımsal halka arz ise, SerPK m. 16/1'de *"Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır."* şeklinde ifade edilen halka arzdır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine tabidir (SerPK m. 16/1 son cümle). Halka açık anonim ortaklıklar özel bir mevzuata tabi değilse SerPK'ya tabi olmaktadırlar[59].

Fiilî halka arzda bir satış söz konusudur. Buna karşılık varsayımsal halka arzda, fiilen yapılan bir satış söz konusu olmayıp ortak sayısının çokluğu nedeniyle veya payların borsada işlem görmesi nedeniyle ortaklığın payları halka arz edilmiş sayılır[60].

Pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır[61]. Kanun koyucu, bu varsayım ile ortak sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklığın ortaklarını "halk" deyimi içinde mütalaa etmiştir[62]. Ortak sayısı nedeniyle halka arzın

---

[56] **Manavgat,** Halka Arz, s. 587; **Manavgat,** Halka Arz ve Sermaye Artırımı, s. 118.
[57] **Ayoğlu,** s. 66.
[58] **Manavgat,** Halka Arz, s. 587; **Günal,** Halka Arz, s. 342; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 31 ve 35; **Karahan, Sami** (2001) 'Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması', Batider, C: XXI, S: 2, s. 50 vd.; **Zengin, İbrahim Çağrı** 'Halka Açık Anonim Ortaklığın Tanıtılması Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması ve Kaybı', Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler) (2019), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 89; **Hızır, Serdar** (2019) Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 27.
[59] **Bahtiyar,** s. 18; Bu ortaklıklar, SerPK ve ikincil düzenlemelere ve de Kurul kararlarına uymakla yükümlüdür.
[60] **Manavgat,** Halka Arz, s. 598; **Manavgat,** Halka Arz ve Sermaye Artırımı, s. 131-132; **Aytaç,** Çok Ortaklı Şirketler, s. 241
[61] Şirket çoğunluğunun aksi yöndeki iradesine rağmen, pay sahiplerinden birisinin, pay senetlerini beş yüzden fazla kişiye satarak şirketi halka açık ortaklık statüsüne tabi kılıp kılamayacağına ilişkin tartışmalar için ayrıca bkz. **Karahan,** s. 35 ve 53 vd.; **Mutlu Uşaklı,** s. 17 vd.; **Ünal,** HAAO, s. 39; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 268 vd.; **Memiş/Turan,** s. 55; **Etirli, Burak** (2020) '6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Halka Açık Anonim Ortaklıkların Halka Kapalı Statüye Dönmesi' (Yüksek Lisans), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 33 vd.; **Yanlı,** HAAO, s. 41.
[62] **Aytaç,** Çok Ortaklı Şirketler, s. 244.

gerçekleşmiş sayılacağına ilişkin Kanun'da yer alan bu düzenlemenin aksi kararlaştırılamaz[63]. Bu hüküm sayesinde; geniş bir yatırımcı kitlesinin menfaat sahibi haline gelmesi nedeniyle, pay sahiplerinin sermaye piyasası mevzuatında yer alan korumadan yararlanması sağlanmakta ve ortaklıkların SerPK ve ilgili mevzuatta yer alan denetimden uzak kalmasının önüne geçilmektedir[64].

Payların borsada[65] işlem görmesi de Kanun'da işaret edildiği üzere halka arza karine teşkil etmektedir[66]. İşlem görme, borsa pazarlarındaki alım satıma konu her türlü sistemi kapsamaktadır[67]. Ortaklığın payları mevzuatta öngörülen süreçlerden geçmeksizin bir şekilde borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda süreklilik[68] arz edecek şekilde işlem görüyorsa, bu durumda payların halka arz edildiği kabul edilir[69]. Hisse senetlerinin bu şekilde işlem görmesi bu araçların bir fiyatının olması, bireysel ve kurumsal yatırımcıların yatırımına açık tutulması demek olup bu durumun halka arz olarak kabulü yerindedir[70].

---

[63] **Memiş/Turan,** s. 55.

[64] **Tanör,** Halka Arz, s. 187; **Manavgat,** Halka Arz, s. 42 ve 597; **Sayın, Hediye** (2013) 'Halka Açık Anonim Şirket Kavramı ve Halka Açık Anonim Şirket Statüsünün Kazanılması', Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 8, S: 109-119, s. 108; **Ünal,** HAAO, s. 36; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 265; Ancak, SerPK m. 33/5 hükmünde, ortak sayısı beş yüzü geçmiş olsa bile bazı şartların varlığı hâlinde ortaklıkların Kanun'dan kaynaklanan yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muaf tutabileceği gibi, tamamen Kanun kapsamından da çıkarılabileceği düzenlemiştir. Borçlanma araçlarının ihracı, halka arz yöntemi kullanılmasa bile Kanun'a tabi olduğundan, borçlanma aracı sahiplerinin sayısına bağlı bir koruma sistemine gerek yoktur. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 597.

[65] Borsa; belirli kurallar dâhilinde, organize edilmiş şekilde, sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı yerdir. Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerin kotasyon kuralları ve işlem görme esaslarına göre güvenilir koşullar altında yapılması borsalar sayesinde olmaktadır. Bkz. **Yanlı,** HAAO, s. 63-64; **Adıgüzel,** s. 225-226. Borsa, "sermaye piyasasının kalbi" olarak dahi nitelendirilmektedir. Bkz. **Tanör, Reha** (1999), Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt Taraflar, İstanbul, Beta, s. 7; Borsalar yalnızca hisse senetlerinin alım ve satımının yapıldığı yerler olmayıp, diğer başka tür emtiaların da ticaretinin yapıldığı merkezlerdir. Bkz. **Işık, Olcay** (2012) 'Hukuki Açıdan Borsa ve Borsa Türleri', Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C:1, s. 216; En genel anlamıyla borsa; *"alıcı ile satıcının veya onların vekillerinin, emtia menkul kıymet veya buna benzer misli emtia veya kıymetten sayılan diğer şeyler üzerinde alım ve satım yapmak maksadıyla bir araya geldikleri, belirli süreler için ve belirli yerlerde kurulan, belli kurallara tabi şekilde faaliyet gösteren, organize edilmiş, merkezi pazarlardır."* Bkz. **Işık,** s. 221.

[66] **Arı, Zekeriyya** (1996) 'Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu' (Yüksek Lisans), Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 10; **Etirli,** s. 22 vd.; Payların borsada işlem görmesi durumunun varsayımsal halka arz olarak ele alınmasının yerinde olmadığına ilişkin görüş için bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 598; Kanun metninde "teşkilatlanmış diğer piyasalar" terimi kullanmasa da teşkilatlanmış piyasada işlem gören anonim ortaklığın da halka açık sayılması gerektiğine ilişkin görüş için bkz. **Zengin,** s. 90-91.

[67] **Aytaç, Zühtü** 'Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler', Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 23; **Hızır,** s. 84; Payların borsada işlem görmesi borsa kotuna alınarak veya alınmaksızın gerçekleşebilir. Bkz. **Bahtiyar,** s. 20.

[68] Süreklilik şartının yerine getirilmesinin ölçüsü açısından herhangi bir gösterge mevcut değildir. Bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 183; Borsada işlem görmesi yasaklanmamış olan hisse senetlerinin devamlı işlem gördüğü kabul edilmektedir. Bkz. **Mutlu Uşaklı,** s. 51; Borsada işlem görme, payların ikincil piyasada sürekli olarak el değiştirecek durumda bulunmasını ifade eder. Bkz. **Hızır,** s. 86.

[69] **Tanör,** Halka Arz, s. 182; **Ayoğlu,** s. 68; **Günal,** Halka Arz, s. 345; **Hızır,** s. 87.

[70] **Ayoğlu,** s. 68; Yanlı, **HAAO,** s. 30

Böylelikle, söz konusu ortaklıklar da sermaye piyasası mevzuatı kapsamına alınarak yatırımcının korunması ilkesine etkinlik kazandırılmaktadır[71].

Varsayımsal halka arz ile halka açık ortaklık statüsü kazanılmaktadır. Ancak bu durum, payların kendiliğinden ve derhal borsada işlem görmesi demek değildir. SerPK m. 16/2 hükmü uyarınca, payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorundadırlar[72]. Bu düzenleme, halka açık anonim şirket kavramının, payları borsada işlem gören şirket kavramı ile anılmasına neden olmaktadır[73].

1.2.3. Hukuki Niteliği

Halka arzın hukuki niteliği konusunda, yapılan çağrı ve akabinde kullanılacak satış yöntemine göre farklı görüşler öne sürülmüştür[74]. ESerPK döneminde öğretide yapılan değerlendirmelerde, bir taraftan halka arzın icap niteliğinde olduğu yönünde görüşler öne sürülürken[75] öte yandan bu işlemi icaba davet olarak nitelendiren görüşler de öne sürülmüştür[76].

Halka arzın icap niteliğinde olduğunun kabulü halinde yatırımcıların sermaye piyasası araçlarını alım talebi hukuken kabul niteliği taşıyacaktır. Ancak AYOĞLU'nun da işaret ettiği üzere; bu kabulde, sermaye piyasası araçlarına olan talebin halka arz edilen araç sayısından fazla olması durumunda fazla talebin hangi gerekçe ile reddedileceğini açıklamak zor olacaktır[77]. Bu sebeple, yazara göre ve bizce de halka arzın icaba davet olarak kabul

---

[71] **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 5; **Karababa,** s. 39; **Sayın,** s. 108.

[72] **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 15; **Çetin, Nusret / Töremiş, Hatice Ebru /Cantimur, Zeynep** (2014) 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu Sistematik Analizi, 1. Baskı, Ankara, Yetkin s. 47; Beş yüzden fazla ortak sayısına ulaşması sebebiyle halka açık sayılan ortaklıklardan paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler SerPK m. 33/4 uyarınca, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile Kanun kapsamından çıkabilmektedir. Kanun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınır. Bkz. **Aytaç,** HAAO, s. 24.

[73] **Şehirali Çelik (Kırca/Manavgat),** Anonim Şirketler Hukuku, s. 230.

[74] **Uçar, Dilara** (2019) 'Payların Halka Arzında İzahnameden Doğan Kamuyu Aydınlatma Sorumluluğu' (Yüksek Lisans), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 10; Manavgat halka arzı, bir edim karşılığında alıcının sermaye piyasası aracını edinmesini konu alan, genel bir çağrının yapıldığı hukuki işlem olarak ifade etmektedir. TBK hükümleri açısından bakıldığında, yazara göre halka arzı mutlak olarak öneri veya kabul olarak nitelendirmek mümkün değildir. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 598-599.

[75] **Somer,** s. 95; SOMER'e göre anonim ortaklıklara mümkün mertebe geniş bir halk kitlesinin katılımının sağlanması açısından halka arz icap olarak kabul edilmelidir. Aksi durumda Kanun'da yer alan amaçlar kolaylıkla bertaraf edilebilir. **Arı,** s.57.

[76] **Ayoğlu,** s. 73; **Mutlu Uşaklı,** s. 55 vd.; **Kaytaz, Ali İhsan** (2010) 'Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması' (Doktora), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 80.

[77] **Ayoğlu,** s. 73; Halka arzın tamamlanamayıp yarım kalması durumunda oluşabilecek sonuçlar açısından halka arzın icaba davet olarak değerlendirilmesinin yerinde olacağına ilişkin ayrıca bkz. **Mutlu Uşaklı,** s. 58; 6362 sayılı Kanun'un yürürlüğe girmesiyle II-5.2 sayılı Satış Tebliği'nde, talebin arzdan fazla olması halinde izlenecek yöntem düzenlenmiştir. Bkz. **Uçar,** s. 11.

edilmesi yerinde olacaktır. Böylelikle; halka yapılan çağrı icaba davet, çağrıya uyup ortak olmak isteyenlerin talepleri icap, taleplerin kabul edilmesi de kabul olarak değerlendirilecektir[78].

MANAVGAT, halka arzın hukuki niteliğinin belirlenmesinde halka arzda kullanılan satış yöntemleri üzerinden bir değerlendirmede bulunmuş ve satış yöntemine göre irade açıklamasının niteliğinin farklılaştığını öne sürmüştür. Buna göre; talep toplama yoluyla satışta fiyat tespiti üç farklı şekilde gerçekleştirilmekte ve buna göre bir değerlendirme yapılmaktadır. Sabit fiyatla veya fiyat aralığıyla talep toplanmışsa, halka arz edenin fiyat teklifi herkese açık bir öneri niteliği taşımaktadır. Fiyat teklif yoluyla talep toplanması durumunda; halka arz edenin fiyat teklif isteği öneriye çağrı, yatırımcının teklifi öneri ve satış yapılacaklarının belirlenmesi halka arz edenin kabul beyanı niteliğinde olacaktır. Talep toplanmaksızın satış yönteminde; sabit fiyatla satış açıklaması öneri, yatırımcının parayı yatırması ise kabul niteliğindedir. Borsada satış yönteminde ise sermaye piyasası araçlarının borsada satışa sunulması öneri, yatırımcının ilgili araçları alım emri ise kabul niteliğindedir[79].

1.2.4. Konusu

Halka arzın konusunu sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır[80]. Sermaye piyasası araçları, 6362 sayılı SerPK m. 3/1-ş hükmünde *"menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları"* olarak tanımlanmaktadır. Kanun'da yer alan düzenlemeden hareketle tüm sermaye piyasası araçlarının halka arza konu olabileceği anlaşılsa da türev araçlar gibi bazı sermaye piyasası araçları yapıları itibariyle halka arza uygun değildir[81].

---

[78] Halka arzın icap niteliğinde olduğu varsayımında; yatırımcıların alım talebinin, satışa sunulan sermaye piyasası aracından fazla olması durumunda, ortaklığın hangi gerekçeyle talepleri reddedeceğini açıklamak mümkün olmayacaktır. Yatırımcının alım talebi kabul olarak değerlendirileceği için de ihraççı ve/veya halka arz eden sözleşmeye aykırılıktan sorumlu olacaktır. Ancak ihraççı ve/veya halka arz edenin kusurundan ve/veya ihmalinden kaynaklanmayan böyle bir sebep ile sorumluluğa gidilmesi hakkaniyete aykırı olacaktır. Bkz. **Mutlu Uşaklı,** s. 58.

[79] **Manavgat,** Halka Arz, s. 599 vd.

[80] **Ayoğlu,** s. 79; **Mutlu Uşaklı,** s. 23.

[81] Türev araçlar halka arz edilmek üzere değil, vadeli işlem borsalarında işlem görmek üzere tasarlanmış sermaye piyasası araçlarıdır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 80; Borçlanma senetleri, halka arz edilmeye uygun olsa da bu tür araçlarda halka arz edilmeksizin satış yöntemi halka arza oranla daha fazla tercih edilmektedir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 80.

1.2.5. Avantajları ve Dezavantajları

Sermaye piyasasının temel amaçlarından birisi de sermayenin tabana yayılması olup, halka arzlar bu amacın gerçekleştirilmesinde başat rol oynamaktadır[82]. Yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesi, tek başına bir anlam ifade etmeyen yastık altındaki tasarruflarının reel ekonomiye kazandırılması, halkın yatırımlara ortak edilmesi, mülkiyetin küçük yatırımcılarla paylaşılması, halka arz edilen şirketlerin sayısı arttıkça sermaye piyasalarının derinleşmesi, şirketlerin faizsiz ve ucuz kaynak sağlaması, şirketlerin halka açılması ile şirketler üzerindeki denetim mekanizmaları artacağı için kayıt dışı ekonominin azalması halka arzın avantajları arasında sayılmaktadır[83]. Halkın elindeki atıl tasarruflarının üretime sermaye piyasaları yoluyla aktarılması, ihraççılar tarafından çıkarılan ortaklık veya borçlanma senetlerinin halka arz edilmesi yoluyla olmaktadır[84].

Halka arz; finansman kaynağı, likidite, prestij ve tanınırlık, kurumsallaşma, vergi avantajı[85] gibi şirketlere bir takım avantajlar sağlamaktadır. Halka arz her şeyden önce şirketler için ucuz finansman kaynağıdır[86]. Halka arz, ekseriyetle, kaynak ihtiyacı olan ve bu ihtiyacı kendi iç kaynaklarından karşılayamayan şirketlerin başvurduğu, ortaklık için diğer finansman yöntemlerine göre daha az maliyetli bir yöntemdir[87]. Şirketlerin dış borçlanma yoluyla elde ettiği kaynaklarda faiz ve anapara ödenirken halka arzlarda bu durum söz konusu olmayıp daha düşük maliyetli bir kaynak elde edilmektedir[88]. Şirket, halka arz

---

[82] **Memiş/Turan,** s. 53; **Gökalp,** s. 49.

[83] **Memiş/Turan,** s. 53.

[84] Borçlanma senetleri bankacılık sektörünün mevduata sağladığı getiriye alternatif oluştururken; ortaklık senetleri mülkiyetin küçük yatırımcı ile paylaşılmasını, yani sermayenin tabana yayılmasını sağlamaktadırlar. Bkz. **Ayoğlu,** s. 75.

[85] 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na 11.11.2020 tarihinde eklenen hüküm uyarınca, en az %20 oranında paylarını halka arz eden şirketlerin, payların ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanacaktır.

[86] Nitekim halka satılan hisse senetleri karşılığında halktan toplanan meblağ belirli bir süre sonunda geri ödenmesi zorunlu bulunan ve ortaklık bilançosunda borç olarak yer alacak olan bir meblağ değildir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 76; **Gökalp,** s. 88; Buna karşılık borçlanma senetlerinin halka satışında, ihraççı ortaklık için maliyetsiz değil bazen tam tersine bankacılık sisteminden sağlanacak finansmana oranla daha maliyetli dahi olabilen bir fon toplama işlemi söz konusudur. Bkz. **Ayoğlu,** s. 77.

[87] **Mutlu Uşaklı,** s. 74; **Ayoğlu,** s. 76; **Manavgat,** Halka Arz, s. 43; **Tunçay, Ezgi** (2019) 'Borsada İlk Halka Arzların Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama' (Yüksek Lisans), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 9.

[88] Ayrıca, şirketler halka açıldıktan ve payları borsada işlem görmeye başladıktan sonra da paylarını teminat göstererek kredi kullanabilmekte, borç senedi ihraç etme yoluyla da kaynak ihtiyaçlarını giderebilmektedirler. Bkz. **Sermaye Piyasası Kurulu** (2016), Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, s. 2, < https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/73>, s.e.t. 06.01.2022; **Borsa İstanbul** (2017), Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, s. 2, < https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf>, s.e.t. 06.01.2022.

sayesinde, maliyeti daha düşük bir kaynak ile yatırımlarına ve faaliyetlerine devam edebilmektedir[89].

Halka arz edilen paylar, likit enstrüman niteliği kazanmaktadır. Bu paylar için aktif bir ikinci el piyasası oluşurken aynı zamanda paraya çevrilebilir bir yatırım aracı (likit enstrüman) niteliği kazanmaktadır[90]. İkinci el piyasanın oluşmasının bir sonucu olarak, piyasa koşulları çerçevesinde ve objektif bir şekilde bu payların (ve dolayısıyla ortaklığın) değeri belirlenebilecektir[91].

Şirketler, halka arz sonrası kendilerini daha fazla kamuoyu önünde bulmaktadır. Piyasadaki prestijini ve tanınırlığını artıran şirketlerin, yatırımcılar ve finansal kurumlar nezdindeki kredibilitesi de artmaktadır[92]. Ayrıca, halka açık şirketlerin finansal açıdan daha sağlam olduğuna ilişkin oluşan algı, rekabette halka açık şirketleri bir adım daha öteye taşımaktadır. Halka arz esnasında gerçekleştirilen reklâm ve tanıtım faaliyetleri de şirketin kamuoyundaki imajını geliştirmekte ve tanınırlığını artırmaktadır. Nitekim ülkemizde de kamuoyu tarafından en fazla bilenen şirketler, halka açık anonim ortaklıklar ve özellikle de payları borsada işlem gören ortaklıklardır[93].

Ülkemizde şirketler genellikle aile şirketi niteliğinde olup şirketin ömrü de genellikle "ailenin ömrü" ile sınırlı olmaktadır[94]. Halka açılan ve payları borsada işlem gören şirketlerin, sermaye piyasası mevzuatından doğan şeffaflık, kamuyu bilgilendirme, hesap verilebilirlik ve denetim gibi yükümlülükleri, şirketlere kurumsal bir yapı kazandırmakta ve şirketlerin devamlılığını sağlamaya yardımcı olmaktadır[95]. Halka açık anonim şirketlerin daha uzun ömürlü olabileceği düşüncesi; nitelikli çalışan, müşteri ve yatırımcı çekme noktasında da şirketlere yardımcı olmaktadır.

Halka arzın yukarıda saydığımız bütün bu olumlu yanlarını bir kenara bırakırsak, halka arz fikri şirketler açısından bazı endişeleri de gündeme getirmektedir. Bunları şu şekilde

---

[89] Birinci el piyasasında gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde toplanan finansmandan ihraççı doğrudan yararlanırken; ikinci el piyasasında gerçekleştirilen işlemlerde, sermaye piyasası araçlarını satışa sunan (elinde bulunduran) gerçek veya tüzel kişi finansman elde etmektedir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 89; **Memiş/Turan,** s. 28.

[90] **Çeker, Mustafa** (1998) 'Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi', Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul s. 127; **Mutlu Uşaklı,** s. 75.

[91] Manavgat, Halka Arz, s. 43; Gökalp, s. 51; Ayoğlu, s. 90

[92] **Yanlı,** HAAO, s. 87; **Tunçay,** s. 10; **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 240; **Borsa İstanbul,** s. 3.

[93] **Mutlu Uşaklı,** s. 75; **Ayoğlu,** s. 90.

[94] **Gökalp,** s. 91; **Borsa İstanbul,** s. 3; **Sermaye Piyasası Kurulu,** s. 3-4.

[95] **Sermaye Piyasası Kurulu,** s. 3; **Manavgat,** Halka Arz, s. 44; **Koser, Nihan** (2019) 'Borsa İstanbul'da Halka Arz Süreci ve Halka Arzlarda Başarılarının Değerlendirilmesi' (Yüksek Lisans) Tezi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 8; **Gökalp,** s. 51.

sıralayabiliriz[96]: 1-) Kanun'un öngördüğü; sürekli bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü, şeffaf bir yönetim mekanizması oluşturma yükümlülüğü, mali tablolarını bağımsız denetim firmalarına incelettirme yükümlülüğü gibi yükümlülüklere tabi olma, 2-) Yeni bir otoritenin (Sermaye Piyasası Kurulu) denetim ve gözetimi altına girilmesi, 3-) Ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi riski, 4-) Halka arz süreci ve bu süreçte yapılması gerekenler ve uyulması gereken yükümlülükler, 5-) Halka arz edilen araçlara yeterli talebin olmaması, 6-) Şirket payları için borsada oluşacak fiyatın gerçeği yansıtmayacağı endişesi, 7-) Kurumsal yönetim yükümlülükleri, 8-) Halka arz masrafları[97].

1.2.6. Çeşitleri

Halka arz, birinci el ve ikinci el piyasa işlemi olarak gerçekleştirilebilir[98]. Yeni ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından halka arzı, *"birinci el piyasasında halka arz"* olarak adlandırılırken; daha önceden ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları hâlihazırda ellerinde bulunduranlar tarafından halka arzı, *"ikinci el piyasasında halka arz"* olarak ifade edilmektedir[99].

Birinci el piyasalarda gerçekleştirilen halka arzlarda; ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının ilk sahibi yatırımcılar olurken, satıştan elde edilen gelirin tamamı ihraççı şirketin kasasına girmektedir[100]. İkinci el piyasalarda gerçekleştirilen halka arzlarda; daha evvel ihraç olmuş sermaye piyasası araçları, bu araçları elinde bulunduran gerçek veya tüzel kişiler tarafından halka satıldığı için satıştan elde edilen gelir ihraççıya değil, satışı gerçekleştirenlere ait olmaktadır[101]. Bu iki türün bileşiminden oluşan karma halka arzların gerçekleştirilmesi de mümkündür.

1.2.7. Halka Açık Ortaklık ve Halka Açılma Kavramı

"Halka arz" ile "halka açık olma" birbiriyle bağlantılı kavramlar olarak karşımıza çıksa da tam olarak aynı anlama gelmemektedir[102]. Halka açık ortaklık, SerPK m. 3/1-e

---

[96] **Sermaye Piyasası Kurulu,** s. 4; **Manavgat,** Halka Arz, s. 45-47; **Koser,** s. 9; **Ayoğlu,** s. 91; **Mutlu Uşaklı,** s. 81 vd.; **Gökalp,** s. 51-52.

[97] Halka arzlarda; aracılık faaliyetine ödenen ücretler, Kurul'a ödenen ücretler, Borsa'ya ödenen ücretler, Merkezi Kayıt Kuruluşu'na ödenen ücretler, bağımsız denetim kuruluşuna ödenen ücretler, tanıtım ve reklam için ödenen ücretler gibi masraf kalemleri bulunmaktadır. Bkz. **Sermaye Piyasası Kurulu,** s. 13; **Borsa İstanbul,** s. 22.

[98] **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 6.

[99] **Mutlu Uşaklı,** s. 69 ve 72; **Ayoğlu,** s. 80 vd.; **Karababa,** s. 22-23; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 35 ve 128; Daha evvelden paylarını halka arz etmiş olan bir ortaklığın, sermaye artırımı sonucu oluşan yeni paylarını halka arz etmesinin de bir birinci el piyasası işlemi olduğuna dair bkz. **Ayoğlu,** s. 81; **Karababa,** s. 39.

[100] **Ayoğlu,** s. 80; **Karababa,** s. 39; **Mutlu Uşaklı,** s. 69; **Memiş/Turan,** s. 28.

[101] **Mutlu Uşaklı,** s. 72; **Ayoğlu,** s. 85; **Memiş/Turan,** s. 28; **Gökalp,** s. 6.

[102] **Memiş/Turan,** s. 54.

hükmünde *"Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar"* olarak tanımlanmaktadır. SerPK kapsamında halka açık anonim şirket statüsünün kazanılması, payların halka arzı veya payların halka arz edilmiş sayılması ile söz konusu olmaktadır[103].

Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar, *"halka açık ortaklıklar"* olarak Kanun'da ifade edilmiştir. Halka açık anonim ortaklıklar TTK'nın düzenlediği anonim ortaklıklardan farklı bir statüye bağlanan ortaklıklardır[104]. Anonim ortaklığın halka açık olması halinde SerPK hükümleri öncelikli olarak uygulama alanı bulacaktır[105].

Halka açıklık paya ilişkin bir durumdur. Halka açık anonim ortaklıktan söz edebilmek için payların herhangi bir şekilde halka arz edilmiş olması gerekmektedir[106]. Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı, ihraççıyı halka açık anonim ortaklık durumuna getirmez[107]. Oysa halka arz bu bağlamda daha geniş kapsamlı bir kavram olup yalnızca hisse senetlerinin değil; tahvil, varant, gayrimenkul sertifikası, kira sertifikası gibi diğer tüm sermaye piyasası araçlarının satın alınması için, her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında yapılan satışı ifade etmektedir[108].

"*Halka açılma*" kavramı ise anonim ortaklık sermayesini temsil eden payların, kısmen veya tamamen halka arz yoluyla, ilk kez halka satılmasıyla başlar ve halka arzı izleyen süreçte yatırımcıların paylar üzerinde işlem yapmasını da kapsayan geniş bir süreci kapsar[109]. Ortaklıklar kaynak ihtiyaçlarını gidermek ve ucuz sermaye temin etmek için halka açılmaktadır[110]. Kaynak toplayarak mali yapısını güçlendirmek, yeni yatırımlara yönelmek

---

[103] *"Halka açık anonim ortaklık"* kavramı ile sadece "pay senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar" kastedilmemektedir. Pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıklar da paylarının borsada işlem görüp görmemesine bakılmaksızın bu kavramın kapsamı içinde mütalaa edilmektedir. Bkz. **Eminoğlu, Cafer** (2014) Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 32 vd.

[104] **Şener, Oruç Hami** (2019) Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı, Gözden Geçirilmiş 4. Bası, Ankara, Seçkin, s. 297; **Manavgat,** Halka Arz, s. 25 vd.; **Karahan,** s. 36; **Sayın,** s. 90; **Karababa,** s. 74; **Yanlı,** HAAO, s. 31; **Ünal,** HAAO, s. 11.

[105] **Etirli,** s. 11; **Karahan,** s. 28; Halka açık ortaklıklar da kendi içinde; payları borsada işlem görenler ve payları borsada işlem görmeyenler üzere ikiye ayrılmaktadır. Payları borsada işlem görenler açısından, SerPK yanında, borsa işlemleri yönünden öncelikle borsa mevzuatı hükümleri uygulanmaktadır. Bkz. **Bahtiyar,** s. 18.

[106] **Bahtiyar,** s. 19; **Manavgat,** Halka Arz, s. 41; **Karahan,** s. 57; **Zengin,** s. 88.

[107] **Memiş/Turan,** s. 54; **Bahtiyar,** s. 19; Dolayısıyla her ihraççı aynı zamanda bir halka açık anonim ortaklık olarak nitelendirilemez. Bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 177-178.

[108] **Sermaye Piyasası Kurulu,** s. 1.

[109] **Manavgat,** Halka Arz, s. 41; Halka açılma, fiili halkı arzı ve de varsayımsal halkı arzı içeren geniş bir kavramdır. Bkz. **Hızır,** s. 22.

[110] **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 257; **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 45; Ortaklık, bu vesileyle faiz yükü altına girmeden kaynak ihtiyacını giderebilmektedir. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 43.

veya bu yolla ekonomik sıkıntılarından kurtulmak isteyen anonim ortaklıklar halkın karşısına çıkmaktadır[111]. Ancak ülkemizde halka açık ortaklık sayısının çok az olması sermaye piyasaları için arzu edilmeyen bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır[112].

1.2.8. Payların Halka Arzı

Halka arzın konusunu sermaye piyasası araçlarının oluşturduğunu ifade etmiştik. Bunlar içinde de payların halka arzı önemli bir yere sahiptir[113]. Paylarını halka arz eden ortaklık, şirkete pay sahibi olma yolunu yatırımcılara açmaktadır. Payların halka arz edilmesiyle, ortaklık, halka açık anonim ortaklık statüsüne geçmektedir ve sermaye piyasası mevzuatına ve Kurul'un düzenlemelerine tabi olmaktadır[114].

6362 sayılı SerPK m. 12 hükmü temelde, sermaye piyasası aracı olarak payın satışına yönelik düzenlemeleri ihtiva etmektedir[115]. İhraç olunan payların bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi, SerPK m. 12/1 hükmünün birinci cümlesi uyarınca zorunludur. SPK, satış süresi içinde satılamayan payların tamamının satın alınacağının ve bedellerinin ödeneceğinin ortaklığa karşı taahhüt edilmesini isteyebilir (SerPK m. 12/1 ikinci cümle). Sermaye piyasası araçlarının halka arzında, borçlanma araçları ile pay senetlerinin halka arzı arasında birtakım farklılıkların olduğu görülmektedir[116]. Payların ihracına ve halka arzına ilişkin usul ve esaslar VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nde düzenlenmektedir[117]. Paylar, izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde, Kanun ve ikincil düzenlemeler ile Kurul düzenlemelerine ve kurallarına uygun şekilde halka arz edilir[118].

---

[111] **Tanör,** Halka Arz, s. 177-178; **Gökalp,** s. 48.

[112] **Tekinalp, Ünal** 'Sermaye Piyasası Kanunumuzun Hukukumuz İçindeki Önemi', Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü; s. 8-9; **Aytaç,** HAAO, s. 21; Ülkemizde hiçbir şirket tüm paylarını halka arz etmemekte, paylarının büyük çoğunluğu borsada işlem görmemektedir. Bkz. **Bozkurt, Tamer** (2020) Şirketler Hukuku, 11. Baskı, Ankara, Legem, s. 196.

[113] Pay kavramı, hem "*pay (hisse) senedi*" anlamı taşıyan menkul kıymet türünü hem de anonim ortaklığın, sermayesinin bölünmesi sonucu oluşan birimi ifade etmektedir. Bkz. **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 243; Bu bapta kastedilen pay kavramı, ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymettir.

[114] **Çeker,** s. 89-90; İhraç edilen payların halka arz edilmesiyle beraber şirket halka açık haline gelmekte ve halka açık olmanın getirdiği avantajlara ve yükümlülüklere tabi olmakta ve ayrıca kamu otoritesinin (SPK) gözetimi altına girmektedir. Bkz. **Memiş/Turan,** s. 45.

[115] **Adıgüzel,** s. 59.

[116] Bunun sebebi; borçlanma araçlarında ihraççı, borçlu sıfatıyla ihraçta bulunarak yatırımcılara karşı bir yükümlülük altına girerken, pay senetlerinde ise bu payları alan yatırımcılar, ihraççı ortaklık üzerinde, ortaklık hakkı elde etmektedirler. Bkz. **Sırma, İbrahim** (2016) 'Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahname Kapsamındaki Bilgilerin Yatırımcı Talebine Etkisi', Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, C: 12, S: 29, s. 165.

[117] Borçlanma araçlarının ihracına ilişkin düzenlemeler için bkz. VII-128.8 Sayılı Borçlanma Araçları Tebliği.

[118] **Adıgüzel,** s. 169.

Halka kapalı bir şirketin ortaklarının mevcut paylarını halka arz etmesi veya ortaklığın sermaye artırımı yoluyla yeni pay ihraç etmesi "*ilk halka arz*" (*Initial Public Offering – IPO*) olarak adlandırılmaktadır[119]. Payları ilk kez halka arz edilecek anonim ortaklıkların, VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 5 hükmünde yer alan, halka arz öncesi ön şartları yerine getirmesi gerekmektedir. Bu kapsamda; 1-) Ortaklığın mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin tamamının ödenmiş olması gerekir (128.1 sayılı Tebliğ m. 5/1 ilk cümle). 2-) Ortaklık sermayesinde, başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde, varlıkların gerçeğe uygun değere taşınması suretiyle oluşan değer artış fonları ve benzeri fonların eklenmemiş olması gerekir (128.1 sayılı Tebliğ m. 5/1 son cümle). 3-) Şirketin başvuru tarihinden önceki iki yıl içinde anonim ortaklığa dönüşmüş olması durumunda; dönüşüm öncesi bilançoda yer alan öz kaynak kalemlerinin, dönüşüm sonrası ortaklığın açılış bilançosunda sermaye hesabı altında bir toplulaştırma yapılmadan, bilançoda ayrı kalemler olarak dönüşüm öncesi şirketin devamı olacak şekilde gösterilmiş olması ve bunun tespitine ilişkin mali müşavir raporunun düzenlenmesi gerekir (128.1 sayılı Tebliğ m. 5/2 ilk cümle). 4-) Halka arz izahnamesinde yer alacak en son tarihli finansal tablolarına göre Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflarından olan ticari olmayan alacaklarının tüm alacaklar toplamına olan oranı yüzde yirmiyi veya aktif toplamına olan oranı yüzde onu geçemez (128.1 sayılı Tebliğ m. 5/4 ilk cümle). Bu oranlara uyum sağlamak amacıyla, ortakların mevcut paylarının satışından elde edilecek fonun ilişkili taraflardan olan alacakların tahsilinde kullanılmasının ve ortaklığın bu hükmün dolanılmasına yol açacak şekilde tekrar alacaklı hale getirilmemesinin ortaklık ve halka arz edenler tarafından taahhüt edilmesi gerekir (128.1 sayılı Tebliğ m. 5/4 ikinci cümle).

Halka açık olmayan ortaklıkların, paylarının ilk halka arzı öncesi uyulacak ön şartları düzenleyen VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 5/5 hükmü, tez konumuz açısından önem arz eden aracılık yüklenimine ilişkin bir düzenleme içermektedir. Buna göre, halka arz edilecek

---

[119] **Günal/Okat,** s. 96; Payların halkı arzı kendi içinde *"ilk (birincil) halka arz"* ve *"ikincil halka arz"* olarak ayrılmaktadır. Evvelden halka açık olmayan şirketlerin yaptığı halka arz *"birincil halka arz"* şeklinde isimlendirilirken daha öncesinde halka arz edilmiş şirketlerin yaptığı halka arzlar da *"ikincil halka arz"* olarak isimlendirilmektedir. Ancak, ikinci kez halka arz kavramı Ayoğlu'na göre yerinde bir kullanım değildir. Yazara göre, daha önceden hisse senetlerini halka arz etmiş olan bir ortaklığın sermaye artırımı sonucu oluşan yeni paylarını halka arz etmesi de yeni ihraç olunan sermaye piyasası aracının ilk sahiplerine ulaştırılması işlemi olduğu için birinci el piyasası işlemidir. İkinci el piyasasında halka arz, daha önceden ihraç olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları ellerinde bulunduran kimseler tarafından halka satılması anlamına gelmektedir. Sermaye artırımı sonucu oluşturulan payların halka arz edilmesi yazara göre bu tanıma uymamaktadır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 81; İkincil halka arz da "mevcut payların (ortakların) halka arzı" ve *"yeni pay ihracı yoluyla (ortaklığın sermaye artırımı) halka arz"* olarak ayrılmaktadır. Bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 602; **Arıcı,** s. 110.

payların, halka arz fiyatı temel alınarak hesaplanacak piyasa değerinin yirmi milyon liranın altında olması durumunda, satılamayan payların tamamı için halka arza aracılık eden kuruluş tarafından bu payların alınacağına ilişkin yüklenimde bulunulması gerekmektedir. Payların piyasa değerinin yirmi milyon lira ile kırk milyon lira arasında olması durumunda ise satılamayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı için, aşan kısmının ise yarısı için ortaklığa karşı yüklenimde bulunulması gerekir. Halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon liranın üzerinde olması durumunda ise yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur.

Payların halka arzı, mevcut payların halka arzı (ortak satışı) ve/veya yeni pay ihracı yoluyla (sermaye artırımı) gerçekleşebilir. "*Mevcut payların halka arzında (ortak satışı, portföy boşaltma, portföy satış)",* daha önceden ihraç edilmiş ancak halka arz edilmemiş paylar, paylara sahip gerçek veya tüzel kişilerce halka arz edilmektedir[120]. Ortaklık tarafından yeni pay ihraç edilmemektedir. Gerçek veya tüzel kişiler, sahibi oldukları payları halka arz ettiklerinde, ortaklıktaki pay oranları azalmakta ve bu payların satışından kaynaklı bir gelir elde etmektedirler[121]. Ortaklık bu yöntemde kaynak elde etmezken ortaklara finansman sağlanmaktadır[122].

Halka açık olmayan ortaklıklarda, ortakların paylarının halka arzına ilişkin şartlar, VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 6 hükmünde düzenlenmektedir. Buna göre, satılacak paylar üzerinde rehin veya teminat verilmek suretiyle ya da başka bir şekilde devir ve tedavülü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtların bulunmaması gerekmektedir (128.1 sayılı Tebliğ m. 6/1). Ortaklık yönetim kurulunun, esas sözleşmenin sermaye piyasası mevzuatına ve Kurul düzenlemelerine uygun hale getirilmesi için gerekenleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak SPK'ya başvurması gerekir. Kurul'un uygun görüşünün alınmasından sonraki 6 aylık süreçte, esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul toplantısında karara bağlaması gerekmektedir (128.1 sayılı Tebliğ m. 6/2 ikinci cümle).

---

[120] **Çeker,** s. 94: **Günal**, Halka Arz, s. 351; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 40; **Aksoy, Pınar** (2009) 'Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Satış Süreçleri' (Yüksek Lisans), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 51; **Gökalp,** s. 177; **Yanlı,** HAAO, s. 32; **Arıcı,** s. 110.

[121] **Çeker,** s. 94; **Aksoy,** s. 51; **Manavgat,** Halka Arz, s. 637; **Olcay,** s. 228.

[122] Bu yöntemde şirkete finansal açıdan bir fayda sağlanmamaktadır. Şirket, "halka açık anonim şirket" statüsünü kazanmaktadır. Pay sahiplerinin, elindeki pay senetlerini halka arz ederek şirketi farklı bir ortaklık statüsüne tabi kılıp kılamayacağına ilişkin tartışmalar için ayrıca bkz. **Yanlı,** HAAO, s. 33 vd.; **Ünal,** HAAO, s. 26 vd.

"Yeni pay ihracı yoluyla halka arzda (sermaye artırımı)", halka açık olmayan ortaklıklar, mevcut ortakların yeni pay alma haklarını (rüçhan haklarını) kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler (128.1 sayılı Tebliğ m. 7/1)[123]. Burada sermaye artırımına gidilerek yeni pay ihraç edilmektedir[124]. Bir başka ifadeyle, artırılan sermayeyi temsil eden paylar halka arz edilmektedir[125]. İhraç edilen payların bedellerinin nakden ve tamamen ödenmiş olması gerekmektedir (SerPK m. 12/1). Yeni çıkarılan hisse senetleri bedeli karşılığında sahiplerine verilir[126]. Şirketler bu yöntemde doğrudan finansman elde etmektedir[127].

Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının, sermaye artırımı yoluyla halka arzına yönelik hususlar VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 7 hükmünde düzenlenmektedir. Buna göre; mevcut ortakların yeni pay alma haklarının (rüçhan hakkı), genel kurul kararıyla kısmen veya tamamen kısıtlanması gerekmektedir (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 7/1)[128]. Nitekim halka arz, rüçhan hakkının sınırlandırılabilmesi veya kaldırılabilmesi açısından haklı sebep niteliğindedir (TTK m. 461/2)[129]. Artırılan kısım kadar halka arzda bulunulur ve bu yolla ortaklık halka açılmış olur[130]. Ortaklık yönetim kurulu, VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 7/2-a hükmü uyarınca, esas sözleşmenin sermaye piyasası mevzuatına ve Kurul düzenlemelerine ve uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri ve sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarılarını karara bağlayarak Kurul'a başvurur. Kurul'un uygun görüşünün alınmasından sonraki altı aylık süreçte, esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul toplantısında karara bağlaması gerekmektedir (128.1 sayılı Tebliğ m. 7/2-a ikinci

---

123 **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu),** Ortaklıklar 2, s. 250; **Ayoğlu,** s. 82 vd.; **Adıgüzel,** s. 167; **Çeker,** s. 100-101; **Manavgat,** Halka Arz, s. 636 vd.; **Günal,** Halka Arz, s. 352; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 41; **Karahan,** s. 40; **Aksoy,** s. 53; **Yanlı,** HAAO, s. 36.

124 Sermaye, bir ortaklığın amacını gerçekleştirmeye yönelik olarak ortaklar tarafından taahhüt edilen değerlerin toplamı olup; sermaye artırımı ise ortaklık bilançosunda yer alan sermaye kaleminin mevzuatta yer alan esaslar çerçevesinde yükseltilmesidir. Bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 283-284; Pay ihraçlarında ilk halka arzın ayrı bir önemi vardır. Zira ilk halka arz ile ortaklık halka açık ortaklık statüsüne geçmekte ve sermaye piyasası mevzuatına tabi olmaktadır. Ayrıca ortaklık, borsa yatırımcısı pay sahiplerinin de dâhil olduğu yeni bir ortaklık yapısına kavuşmaktadır. Bkz. **Günal/Okat,** s. 96; Pay Tebliği çerçevesinde halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımlarına ilişkin detaylı açıklamalar için ayrıca bkz. **Akbulak, Yavuz** (2016) 'Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı', İstanbul Barosu Dergisi, C: 90, S: 2, s. 153 vd.

125 **Günal/Okat,** s. 99.

126 **Tanör,** Halka Arz, s. 259.

127 **Manavgat,** Halka Arz, s. 636; **Tanör,** Halka Arz, s. 259.

128 **Çeker,** s. 101.

129 **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu),** Ortaklıklar 2, s. 230; **Adıgüzel, Burak** (2014) 'Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması', Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: XVIII, S: 1, s. 15; TTK m. 461/2: "*Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle,* ***halka arz****, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur."*

130 **Tanör,** Halka Arz, s. 285.

cümle). Ortaklık genel kurulunca, mezkûr maddenin (b) bendi uyarınca, TTK hükümleri çerçevesinde sermayenin arttırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına yönelik karar alınır[131]. Bu işlemlerin akabinde, izahnamenin onaylanması için Kurul'a başvurulur (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 7/3).

Payların halka arzında belirli süreçlerin izlenmesi gerekmektedir[132]. Hazırlık işlemleri altında öncelikle halka arz sürecini yürütmek üzere şirket içinde çalışma grubu oluşturulur. Sonrasında halka arza aracılık faaliyetini sürdürecek yatırım kuruluşu veya konsorsiyum ile halka arza aracılık sözleşmesi akdedilir. Böylece halka arz yöntemi, aracılığın türü, yüklenim şekli, ücret gibi hususlar kararlaştırılır. Ayrıca bağımsız denetim şirketi seçilerek bağımsız denetim sözleşmesi akdedilir. Halka arza ilişkin başvuruda bulunan ortaklıklar finansal tablolarını sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamak ve bunları yetkili bağımsız denetim şirketlerin denetiminden geçirmek durumundadır. Ardından halka arza ilişkin olarak ortaklık genel kurul kararı alınır ve sermaye piyasası mevzuatına uyum sağlamak amacıyla esas sözleşme değişikliği işlemleri gerçekleştirilir. Sözleşme tadil tasarıları Kurul'a sunulur. Son olarak yatırım kuruluşunun fiyat tespit raporu eşliğinde halka arz fiyatı belirlenir. Hazırlık veya bir diğer ifadeyle başlangıç hazırlıkları tamamlandıktan ve ortaklık tarafından gerekli dokümanlar hazırlandıktan sonra, izahnamenin onaylanması için Kurul'a başvuruda bulunulur. Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin anlaşılabilir, tutarlı ve Kurulca belirlenen standartlara uygun olduğunun tespiti durumunda izahnamenin onaylanmasına karar verir.

1.2.9. Halka Arzda Uygulanan Satış Yöntemleri

Halka arzda kullanılacak satış yöntemine kural olarak halka arz eden karar vermektedir[133]. Bazı durumlarda ise mevzuatta belirtilen yöntemlerin kullanımı zorunlu tutulmuştur[134]. Sermaye piyasası araçlarının satış yöntemlerine, dağıtımına ve teslimine ilişkin hususlar II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nde düzenlenmektedir. Mezkûr Tebliğ uyarınca payların halka arzı; talep toplama yoluyla satış, talep toplanmaksızın satış ve borsada satış yöntemi olmak üzere üç tip satış yöntemi ile yapılabilmektedir.

---

131 Ortaklığın, kayıtlı sermaye sisteminde olması halinde, bahsi geçen işlemler, esas sözleşme ile yetkilendirilmesi durumunda yönetim kurulunca yerine getirilir. (VII-128.1 sayılı Tebliğ m. 7/2-b).

132 **Adıgüzel,** s. 167-169; **Manavgat,** Halka Arz, s. 614 vd.; **Arıcı,** s. 111 vd.; **Gökalp,** s. 103 vd.; **Sermaye Piyasası Kurulu,** s. 7-10; **Borsa İstanbul,** s. 4-7.

133 **Manavgat,** Halka Arz, s. 722; **Aksoy,** s. 85; Yöntem seçiminde halka arzın büyüklüğü öncelikle önem taşımaktadır. Bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 332.

134 **Tanör,** Halka Arz, s. 332; **Mutlu Uşaklı,** s. 157; **Çeker,** s. 111; **Aksoy,** s. 86.

Talep toplama yönteminde, yatırımcıların halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına yönelik talepleri, talep formu düzenlemek suretiyle toplanmaktadır. Talepler toplandıktan sonra, önceden belirlenmiş esaslar çerçevesinde satış gerçekleştirilir (II-5.2 sayılı Satış Tebliğ m. 14). Bu yöntemde, öncelikle yatırımcılardan talep toplanmakta, gelen taleplerin niteliğine bağlı olarak talep sahipleriyle satış sözleşmesi kurulmaktadır[135]. Şayet yatırımcılar yeterli talebi göstermezse, talepte bulunulmayan paylar bakımından talep toplanmaksızın satış yöntemine ilişkin düzenlemeler uygulanır (II-5.2 sayılı Satış Tebliğ m. 14/9).

Talep toplama yoluyla satış yönteminde fiyat tespiti; sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alarak talep toplama ve fiyat aralığı ile toplama şeklinde üç farklı yolla gerçekleştirilebilir. Sabit fiyatla talep toplama yoluyla satış yönteminde, pay için sabit bir fiyat (borçlanma senedinde ise sabit bir faiz oranı) belirlenerek talep toplanmaktadır (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 14/5). Fiyat teklifi alarak talep toplama yoluyla satış yönteminde, asgari bir satış fiyatı belirlenmektedir ve bu fiyat üzerindeki fiyat teklifleri toplanmaktadır (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 14/6). Fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla satış yönteminde, bir taban ve tavan fiyatı[136] belirlenerek bu fiyat aralığında yer alan talepler toplanmaktadır (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 14/7).

Talep toplanmaksızın satış yöntemi; payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklardan, Satış Tebliği'nin m. 17/3 hükmündeki yer alan ortaklıklar dışında kalanların paylarının, ortaklığın kendisi tarafından veya yetkili kuruluşlar vasıtasıyla, belirli bir fiyattan halka arz edilmek suretiyle satışını ifade etmektedir (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 15/1). Bu yöntemde yatırımcılar, duyurulan banka hesabına pay bedellerini yatırarak pay satın alabilirler[137].

Diğer bir satış yöntemi de borsada satış yöntemidir. Borsada satış yöntemi, sermaye piyasası araçlarının, borsa düzenlemelerine göre, borsada satışını ifade etmektedir (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 16/1). Bu yönteme ilişkin esaslar borsa tarafından belirlenmektedir (II-5.2 sayılı Satış Tebliği m. 16/2). Borsada satış yöntemi ile nesnel fiyatı olan payların piyasa koşullarında ve herhangi bir ayrımcılığa yer vermeyecek şekilde satışı sağlanmaktadır[138].

---

[135] **Manavgat,** Halka Arz, s. 723; **Memiş/Turan,** s. 88; **Günal/Okat,** s. 82; **Adıgüzel,** s. 66.
[136] Tavan fiyat, taban fiyatın yüzde yirmisini geçmeyecek şekilde belirlenir (II-5.2 sayılı Satış Tebliğ m. 14/8).
[137] **Manavgat,** Halka Arz, s. 725; **Gökalp,** s. 101.
[138] **Manavgat,** Halka Arz, s. 725; Borsada satış yönteminin kullanılması ilişkin zorunluluk için ayrıca bkz. **Manavgat,** Halka Arz, s. 726; **Gökalp,** s. 102.

1.3 Sermaye Piyasası Aracı

1.3.1 Tanım ve Kavram

Sermaye piyasasının üzerine kurulu olduğu temel bileşenlerin başında bu piyasada işlem gören araçlar yer almaktadır. Zira sermaye piyasasının en önemli varlık sebeplerinin başında bu araçların alım satımı yer almaktadır[139]. Sermaye piyasası araçları, sermaye piyasası mevzuatı tarafından tespit edilen ve sermaye piyasası hukukunun konusunu teşkil eden araçlardır[140]. İhraç ve halka arzın işleminin konusunu ve dolayısıyla halka arza aracılık işleminin ve halka arza aracılık sözleşmesinin konusunu "*sermaye piyasası araçları*" oluşturur[141]. *"Piyasaya arz edilen fona karşılık el değiştirilen araçlar"* olarak da ifade edilen[142] bu terim, 6362 sayılı SerPK m. 3/1-ş hükmünde *"menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları"* olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasası araçları, *"sermaye piyasasında, fon talep edenler tarafından satışa sunulan ürünler"* olarak da tanımlanmaktadır[143]. Bu araçların neler olduğu hukuk sistemince belirlenmiştir[144]. Sermaye piyasasında fon transferleri sermaye piyasası araçlarının ihracıyla sağlanmaktadır[145].

Sermaye piyasası araçları, Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabidir (SerPK m. 2/1). Halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları hariç olmak üzere, her tür sermaye piyasası aracının ihracı SerPK kapsamındadır[146]. Sermaye piyasası araçlarının SerPK kapsamında değerlendirilmesi; bu araçların ihracı, ihraççıları, halka arz edenleri, işlem gördükleri piyasalar, konu oluşturduğu çeşitli işlemlerin Kanun ve tebliğlere

---

[139] **Adıgüzel,** s. 143; **Karababa,** s. 21; **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 234.

[140] **Tanör,** Halka Arz, s. 81; **Aksoy,** s. 19; **Adıgüzel,** s. 143; **Paslı, Ali** (2007) 'Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı', Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan Cilt 2, İstanbul, Vedat, s. 1520 vd.; **Aydın, Sema** (2009) Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar, 2. Bası, İstanbul, Vedat, s. 8.

[141] **Memiş/Turan,** s. 59; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 5; **Paslı,** s. 1521; **Tekinalp,** s. 269; **Acar,** s. 317; **Kara, Mustafa Sencer** (2006) 'Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması' (Doktora), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 99; **Ayli, Ali** (2006) 'Bankaların Sermaye Piyasası Faaliyetleri', Doç. Dr. Mehmet Somer'in Anısına Armağan, Hukuk Araştırmaları Dergisi Armağan Özel Sayısı, C: 12, S: 1-3 2004-2006, İstanbul, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, s. 17; **Mutlu Uşaklı,** s. 27.

[142] **Bahtiyar,** s. 8.

[143] **Sırma,** s. 164; Sermaye piyasası araçları, *"fon fazlası olan kesimden fon açığı olan kesime fon aktarımının gerçekleştirilmesini sağlayan ve taraflar arasında kurulan ortaklık ya da alacak ilişkisini düzenleyen araçlar"* olarak da tanımlanmaktadır. Bkz. **Ata, Özlem** (2019) 'Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması' (Doktora), Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 15.

[144] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 5.

[145] **Ayoğlu,** s. 25.

[146] **Yanlı, Veliye** (2016) 'Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları', Batider, C: XXXII, S: 3, s. 6.

uygunluğu ile idari, cezai ve hukukî sorumluluk hâlleri için SerPK hükümlerinin uygulama alanı bulması demektir[147].

6362 sayılı Kanun, sermaye piyasası araçlarının, senede bağlanmaksızın elektronik ortamda "*kayden ihracını (kaydi değer sistemi)"* esas almıştır. (SerPK m. 13/1)[148]. Hangi araçların kaydileştirileceğine Kurul karar vermektedir[149]. Kaydi sermaye piyasası aracı, *"fiziki olarak bir senet üzerine basılarak tecessüm etmeyen, Sermaye Piyasası Kurulu'nca kaydileştirilmesine karar verilerek kaydi sisteme aktarılan veya doğrudan kaydi sistemde ihdas edilen ve kaydi sistem kapsamında elektronik ortamdaki hesaplarda kaydi olarak saklanan ve izlenen sermaye piyasası aracı"* olarak tanımlanabilir[150]. Payları borsada işlem gören ortaklıkların paylarının kaydileştirilmesi mecburi kılınmıştır (Pay Tebliği m. 48)[151]. Kaydileştirilmeyen anonim şirket payları borsada işlem görememektedir[152]. Kayden ihraç edilen sermaye piyasası araçları kıymetli evrak özelliklerini korumakta ve *"varakasız kıymetli evrak"* olarak nitelendirilmektedir[153]. Kaydileştirme işlemleri, Kurul'un gözetimi, denetimi ve belirlediği esaslar çerçevesinde Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından gerçekleştirilir[154]. *"Kaydileştirme"*, sermaye piyasası araçlarının fiziki olarak senet üzerine basılmasından vazgeçilerek bu araçlara karşılık gelmek üzere elektronik kayıtların

---

147 **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi, s. 10; **Gözüyeşil,** s. 90.

148 Normalde, senet TTK'ya göre (m. 645/1) kıymetli evrakın ana unsurudur ve kıymetli evrakın temsil ettiği hak senede sıkı sıkıya bağlıdır. Ancak SerPK m. 13/1 hükmü bu duruma istisna getirmektedir. Bkz. **Turanboy, Asuman** (1998) Varakasız Kıymetli Evrak, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 47; **Günal/Okat,** s. 85; Kaydi sermaye piyasası araçlarında, hak senette değil; kaydi sistemdeki kayıtlarda mündemiçtir. Bkz. **Ünal, Mücahit** (2011) 'Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi ve Kaydi Sistem Kapsamında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Olarak İhracı', Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: XV, S: 3, s. 259; **Bozer, Ali / Göle, Celal** (2021) Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Bası, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 522.

149 **Günal/Okat,** s. 87; Kaydileştirme her zaman tüm sermaye piyasası araçları için geçerli değildir. Bunun altında yatan neden, bazen kaydi sermaye piyasası aracının özelliği bazen de kaydileştirmeye ilişkin hukuki düzenlemeler olabilir. Bkz. **Ünal,** Kaydileştirme, s. 24 ve 66; Türü ve ihraççısı itibariyle, bazı sermaye piyasası araçları kaydileştirmeye konu olamayacaktır. Bkz. **Manavgat, Çağlar** (2001) 'Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları', Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 50, S: 2, s. 177 vd.

150 **Ünal,** Kaydileştirme, s. 67.

151 **Yanlı, Veliye /Okutan-Nılsson, Gül** (2019) 'Kaydileştirilmiş Paylar Bakımından Pay Defteri Gerekli Midir?', Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 1328; 2008 yılından itibaren borsada senetler işlem görmemektedir. Bkz. **Bozkurt,** Şirketler, s. 195; Payları halka arz edilmiş ve borsada işlem gören halka açık anonim şirketlerle birlikte ortak sayısı nedeniyle halka arz edilmiş sayılan ortaklıkların da kaydi sistem kapsamında sayılması gerekliliğine ilişkin bkz. **Ünal,** Kaydileştirme, s. 243.

152 **Ünal,** Kaydileştirme s. 243.

153 **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 47 vd.; Her ne kadar kıymetli evrakta hakkın senede bağlanması esas olsa da "Kaydi Değer Sistemi" ile buna bir istisna getirilmektedir ve kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetlerin senede bağlanmaksızın ihracı ve tedavülü sağlanmaktadır. Bkz. **Bozer/Göle,** s. 523; Buna karşılık Kırca'ya göre kaydi sistemde kıymetli evrakın varlığından söz etmek zorlama bir yaklaşım olacaktır. Bkz. **Kendigelen, Abuzer / Kırca, İsmail** (2021) Kıymetli Evrak Hukuku, 5. Bası, İstanbul, On İki Levha, s. 16.

154 **Bozer/Göle,** s. 523; **Mutlu Uşaklı,** s. 24; **Tanör,** Halka Arz, s. 113; **Günal/Okat,** s. 87; Merkezi Kayıt Kuruluşu hakkında detaylı bilgi için ayrıca bkz. **Günal/Okat,** s. 363-366.

oluşturulması işlemidir[155]. Kaydi değer sistemi ile sermaye piyasası araçları fiziki olarak senet üzerine basılmamakta, MKK vasıtasıyla elektronik ortamda varlık göstermesi sağlanmaktadır[156]. Kaydi sermaye piyasası araçları, SerPK m. 13/2 hükmü gereğince elektronik ortamda isme açılmış hesaplarda izlenir. Sermaye piyasası araçlarının kolayca alınıp satılması ve muhafaza edilmesi ile işlemlerin güvenli ve hızlı şekilde yürütülmesi kaydi sistem sayesinde gerçeklemektedir[157].

2499 sayılı ESerPK'da, *"sermaye piyasası aracı"* kavramı sadece, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak düzenlenme alanı bulmaktaydı. 6362 sayılı SerPK'da ise piyasanın ihtiyaçlarına cevap vermek ve Avrupa Birliği müktesebatına da uyum sağlamak amacıyla, *"türev araçlar"* ve *"yatırım sözleşmeleri"* de ayrı bir sermaye piyasası aracı türü olarak Kanun'da ismen zikredilerek sermaye piyasası aracı kavramı genişletilmiştir[158]. Esasında, 2499 sayılı ESerPK yürürlükteyken, *"türev araçlar"* Türk sermaye piyasalarında yer almakta ancak kanun ile değil Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri ile düzenleme alanı bulmaktaydı. Buna karşılık *"yatırım sözleşmeleri"* kavramı Türk sermaye piyasalarında yeni bir sermaye piyasası aracı türü olarak 6362 sayılı SerPK ile karşımıza çıkmaktadır[159].

Kanuni tanımda yer alan "*Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları"* ifadesi, sermaye piyasası araçlarının, Kanun'da yer alanlarla sınırlı olmadığını ifade etmektedir[160]. SerPK 128/1-e'de Kurul'un görev ve yetkileri arasında yer alan *"sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek"* hükmü gereğince Kurul, Kanun'da yer alan sermaye piyasası araçları haricinde piyasanın ihtiyacı doğrultusunda yeni sermaye piyasası aracı ihdas etme yetkisine sahiptir[161]. Nitekim aşağıda

---

[155] **Ünal,** Kaydileştirme, s. 227.

[156] **Aydoğan, Fatih** 'Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı ve Kaydileştirilmesi' Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler) (2019), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 127-128; **Bozer/Göle**, s. 523; MKK tarafından yürütülen kayıtlar açıklayıcı etkiye sahiptir. Bkz. **Ünal,** Kaydileştirme, s. 249.

[157] **Günal/Okat,** s. 85-86; **Aydoğan,** Araçlar, s. 127-128; **Bozer/Göle**, s. 523.

[158] **Ata,** s. 16; **Adıgüzel, Burak** (2017) '6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı', Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C: 3, S: 1, s. 2.

[159] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 2.

[160] **Turanboy, Asuman** (2019) '6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları', Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 1291; **Gözüyeşil,** s. 94; Sermaye piyasası araçlarının neler olabileceğini düzenleme ve tanımlama yetkisinin Kurul'a bırakılmasının, yasama yetkinin devri niteliğinde olduğu ve dolayısıyla Anayasa'ya aykırı olduğuna ilişkin görüş için bkz**. Kütükçü, Doğan** (2004) Sermaye Piyasası Hukuku Birinci Cilt, 1. Bası, İstanbul, Beta, s. 384.

[161] **Adıgüzel,** s. 145; **Gözüyeşil,** s. 94; Mülga Kanun döneminde Kurul'un böyle bir yetkisinin olup olmadığına ilişkin tartışmalar için ayrıca bkz. **Ayoğlu**, s. 30; **Mutlu Uşaklı,** s. 33 vd.; **Aytaç, Zühtü** (1988) Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 50.

zikredilecek olan menkul kıymet çeşitlerinin bir kısmının Kanun'da ismen yer almaması da bu değerlendirmeyi destekler niteliktedir.

1.3.2 Türleri

Sermaye piyasası araçları, kanun koyucu tarafından çeşitli türlere ayrılmıştır. Kanun'da yer alan tanımdan da anlaşılacağı üzere *"Menkul Kıymetler"*, *"Türev Araçlar"*, *"Yatırım Sözleşmeleri"* ve *"Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sermaye piyasası aracı olduğu belirlenen diğer araçlar"* sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmektedir.

1.3.2.1. Menkul Kıymetler

Sermaye piyasalarında işlem gören sermaye piyasası araçlarının ekseriyetini ve de belki de en önemlisini menkul kıymetler oluşturmaktadır[162]. Menkul kıymet kavramı, SerPK m. 3/1-ş hükmünde sermaye piyasası aracı olarak zikredildikten sonra m. 3/1-o hükmünde ayrıca düzenlenmiştir. Buna göre menkul kıymet, *"Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları, 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarıdır."* Menkul kıymet kavramına ilişkin bir tanım içermeyen bu hüküm ile nelerin menkul kıymet kabul edilebileceği ifade edilmiştir[163].

Kanun'da yer alan tanımda menkul kıymetler, pay ve borçlanma araçları olarak ikiye ayrılmıştır. Bu ayrım, menkul kıymetin ya *"ortaklık hakkı"* ya da *"alacaklılık hakkı"* sağlayacağını ifade etmektedir[164]. Bir diğer ifadeyle, menkul kıymet, ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlamaktadır[165]. Menkul kıymetleri kısaca ifade etmek gerekirse, yatırım

---

[162] **Aytaç,** Hisse Senetleri, s. 39; **Adıgüzel,** s. 143; Zira menkul kıymetler sermaye piyasasının esas konusunu teşkil etmektedir. Bkz. **Paslı,** s. 1513.

[163] **Turanboy,** Menkul Kıymet, s. 1285 vd.; **Ülgen, Hüseyin / Helvacı, Mehmet / Kendigelen, Abuzer / Kaya, Arslan** (2014) Kıymetli Evrak Hukuku, 9. Bası, İstanbul, On İki Levha, s. 32; **Bahtiyar,** s. 8; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 3; Anılan düzenleme, TTK'da kambiyo senedi olarak yer alan çek, poliçe ve bono ile ödeme aracı olarak kullanılan parayı açıkça menkul kıymet kavramının dışında bırakmıştır. Menkul kıymetler Kanun'da sayılanlarla sınırlı değildir. SerPK 128/1-e gereğince Kurul, ikincil düzenlemelerle başka menkul kıymetler oluşturabilir.

[164] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 3.

[165] **Yasaman,** s. 18; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 215; **Paslı,** s. 1529; **Aytaç,** Hisse Senetleri, s. 43; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 3; **Karababa,** s. 28; **Aydoğan,** İhraç Kararları, s. 235; **Aksoy,** s. 21; Ünal'a göre mülkiyet mevzuu olabilen bütün hukuki mallar üzerinde ortaklık veya alacak hakkı sağlayan bir menkul kıymet yaratılması mümkündür. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 14.

aracı olarak kullanılan ve sermaye piyasasının işleyişini sağlayan sermaye piyasası araçlarıdır[166]. Menkul kıymetler aynı zamanda kıymetli evrakın bir türüdür[167].

6362 sayılı Kanun, menkul kıymet kavramına ilişkin bir tanım getirmezken ESerPK'da menkul kıymetler, *"Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır."* şeklinde tanımlanmıştır. Mülga Kanun döneminde yapılan bu tanımlama öğretide kabul görmeye devam etmektedir[168]. ESerPK'da yer alan tanımdan hareketle menkul kıymetin şu unsurları taşıması gerekmektedir[169]; 1) Ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlaması[170], 2) Belirli bir meblağı temsil etmesi[171], 3) Yatırım aracı olarak kullanılması[172], 4) Dönemsel gelir

[166] **Yasaman,** s. 17; **Mutlu Uşaklı,** s. 32; **Aytaç,** Hisse Senetleri, s. 39; Menkul kıymetler, *"para piyasasında işlem görmeyen veya para piyasasına hizmet etmeyen, buna karşılık yatırım aracı olarak kullanılan, sermaye piyasasının teşkilini ve oluşmasını sağlayan senetlerdir."* Bkz. **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 72.

[167] **Bozer/Göle, Celal,** s. 519.

[168] **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 32; **Bozer/Göle,** s. 521; **Memiş/Turan,** s. 60; **Adıgüzel,** s. 146; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 3; Ünal'a göre bu kanuni tanım yeterli değildir. Kavram, açık bir şekilde ortaya konulamamıştır. Bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 36.

[169] **Paslı,** s. 1528-1529; **Tekinalp,** s. 13 vd.; **Yasaman,** s. 23; **Ayoğlu,** s. 28; **Adıgüzel,** s. 146 vd.; **Mutlu Uşaklı,** s. 25 vd.; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 38; **Tanör,** Halka Arz, s. 82; **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 2.

[170] Ortaklık hakkı, senedin temsil ettiği bir haktır. Senedi elinde tutan kişiye, ortaklığa paydaş olduğunu göstermektedir. SerPK'daki esas görünümü anonim şirketlere ait pay senetleridir. Alacaklılık hakkı ise senedi elinde tutan kişinin onu aldığı kişiden bir alacağı olduğunu göstermektedir. SerPK'daki esas görünümü tahvillerdir. Bkz. **Adıgüzel,** s. 146; **Tanör,** Halka Arz, s. 82; **Paslı,** s. 1530.

[171] Menkul kıymette mündemiç olan ortaklık veya alacaklılık hakkının önceden belirlenmiş bir maddi değerinin olması gerekir. Menkul kıymet, itibari bir değer taşımalı ve belirli bir miktar üzerine düzenlenmelidir. Bkz. **Paslı,** s. 1531; **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 73; Bir başka ifadeyle, maddi veya hesaplanabilir bir değerinin olması demektir. Bkz. **Çatakoğlu,** s. 62; Bu meblağ bir alacak tutarı veya borçlanma miktarı olabileceği gibi, ortaklık hakkını temsil eden nominal bir değer de olabilir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 28; **Tanör,** Halka Arz, s. 82.

[172] Tanımda yer alan *"yatırım aracı olarak kullanılan"* ibaresi eleştirilmiş, bunun yerine *"yatırım aracı olarak kullanılmak üzere çıkarılan"* ifadesinin kullanılması gerektiği ifade edilmiştir. Zira menkul kıymeti yatırım amaçlı kullanıp kullanmamak bir tercihtir. Bkz. **Ayli,** s. 17; Yatırım aracı olması hususu Ünal tarafından da eleştirilmiştir. Yazara göre bu husus menkul kıymetlerin bir unsuru olmayıp menkul kıymet yatırımlarında beklenen bir menfaat şeklindedir. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 13; Menfaatten kasıt, yatırımdan beklenen her türlü faiz, gelir, kar, herhangi bir imtiyaz hakkı yani kazanç ve fayda beklenebilecek herhangi bir durumdur. Bkz. **Ünal,** HAAO, s. 18; Yatırım aracı niteliğine ilişkin olarak, Gözüyeşil'e göre, ABD hukukunda uygulanan *Howey Testi* Türk hukukunda da uygulanmaya müsaittir. Beklenen kazancın, önemli ölçüde bir başkasının ticarî faaliyetlerine bağlı bir beklenti niteliğinde olması durumunda bir yatırımdan bahsedilebilecektir. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 99.

getirmesi[173], 5) Misli nitelikte olması[174], 6) Seri halinde çıkarılması[175], 7) İbarelerinin aynı olması, 8) Şartlarının SPK tarafından belirlenmesi, 9) Kıymetli evrak niteliğinde olması[176].

Öğretide, menkul kıymet kavramının çok keskin hatlarla çizilmiş bir kavram olmadığı[177] ve temel bazı özelliklerin bulunması şartıyla menkul kıymet türlerinde farklılıklar bulunabileceği kabul edilmektedir[178]. Nitekim 6362 sayılı Kanun da menkul kıymetlere ilişkin mülga Kanun'daki gibi kapsamlı bir tanım getirmemiştir.

Menkul kıymetler Kanun hükmünde sayılanlarla sınırlı değildir[179]. Halka açık anonim ortaklıklarının pay senetleri ve şirketlere/kamuya ait tahviller en sık rastlanılan menkul kıymetlerdir[180].

---

[173] Burada kastedilen söz konusu araçların temettü, faiz veya yeni hisse senedi edinme hakkı şeklinde düzenli gelir/ürün/semere sağlamalarıdır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 28; **Paslı,** s. 1536; Ünal'a göre dönemsel gelir getirme özelliğini menkul kıymetlerin bir unsuru olmaktan ziyade menkul kıymetlerden beklenen bir menfaat olarak düşünmek gerekir. Bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 39.

[174] Bu unsur, bir menkul kıymetin yerini aynı cinsten başka bir menkul kıymetin alabilmesini ifade eder. Bkz. **Paslı,** s. 1539; Misli olma, piyasada aynı vasıfları haiz başkaca değerlerinde işlem görmesi anlamındadır. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 98; Misli nitelikte olma, menkul kıymetlerin aynı ihraççı tarafından ihraç edilmeleri, aynı türde olmaları, sahiplerine aynı hakları bahşetmeleri ve bu nedenle de birbirleri ile değiştirilebilir nitelikte olmalarını ifade etmektedir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 28; **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 74; Menkul kıymetlerin misli eşya niteliğinde olmaları, onların alım-satım ve aracılık işlemlerine konu olabilmesini sağlar. Bkz. **Tekinalp,** s. 15; **Karababa,** s. 29; Kaydi değer ve kıymet hakkı kavramının misli nitelik taşıması hususunu ortadan kaldırdığına ilişkin görüş için ayrıca bkz. **Turanboy,** Menkul Kıymetler, s. 1289-1290.

[175] Seri halde çıkarılmak, birden çok sayıda yani kitle halinde ihraç edilebilmek ve birbirini takip eden şekilde seri numaraları taşıması demektir. Bkz. **Adıgüzel,** s. 148; Bu unsura yönelik eleştiriler için ayrıca bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 39.

[176] Mülga Kanun'da yer alan tanımda, menkul kıymetin aynı zamanda kıymetli evrak olduğu ifade edilirken, 6362 sayılı SerPK'da "kıymetli evrak"a ilişkin bir ibare yer almamaktadır. Ancak öğretide 2499 sayılı Kanun'da yapılan tanımın geçerli olduğu ve menkul kıymetlerin, kıymetli evrak niteliğinde olduğu ifade edilmektedir. Bkz. **Aytaç,** Çok Ortaklı Şirketler s. 236; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 32; **Bozer/Göle,** s. 522; **Tanör,** Halka Arz, s. 81-82; **Bahtiyar,** s. 8; TTK 645'te sayılan şartları taşıyan menkul kıymetler, kıymetli evrak olarak kabul edilmelidir. Burada *"kıymet hakkı"* denilen kavrama değinmekte de fayda vardır. Kıymetli evrakta hak, senede birbirinden ayrılamayacak şekilde bitiştirilmiştir; ancak sermaye piyasalarında senedin fiziki olarak işlem görmesinden ziyade senedin elektronik ortamda kaydileştirilmesine yönelik bir yaklaşım söz konusudur. Hal böyle olunca, evraksız kıymetli evraklar veya kâğıttan olmayan senetler ortaya çıkmakta ve bu husus *"kıymet hakkı (evraksız kıymetli evrak)"* olarak adlandırılan kavram ile ifade edilmektedir. Bkz. **Memiş/Turan,** s. 61; **Turanboy,** Menkul Kıymet, s. 1289; **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 47 ve 72; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 42 vd; **Günal/Okat,** s. 85; Kaydi sistemde kıymetli evrakın varlığından söz edilemeyeceğine ilişkin Bkz. **Kendigelen/Kırca,** Kıymetli Evrak s.16.

[177] Aytaç'ın da ifade ettiği üzere, asıl olan menkul kıymetin tanımı değil, tanım kapsamına girebilecek türleridir. **Aytaç,** Hisse Senetleri, s. 53.

[178] Tanımda yer alan bazı unsurların piyasa koşulları nedeniyle aranmayabileceği ve menkul kıymet kavramının değişken niteliğine ilişkin görüşler için ayrıca bkz. **Ayoğlu,** s. 29; **Aytaç,** Hisse Senetleri, s. 53; **Mutlu Uşaklı,** s. 33; Bahtiyar, menkul kıymetlerin yatırım aracı olarak kullanılması, dönemsel gelir sağlaması ve misli eşya niteliği taşıması olmak üzere üç önemli unsuru olduğuna işaret etmektedir. Bkz. **Bahtiyar,** s. 8; Benzer yönde bkz. **Günal/Okat,** s. 22; Paslı'ya göre menkul kıymetin, ortaklık veya alacaklılık sağlama ile belli bir meblağın temsil edilmesi şeklinde iki temel tanımsal unsuru bulunmaktadır. **Paslı,** s. 1527; Tekinalp ise misli eşya niteliğine sahip olma, yatırım aracı olarak kullanılma ve dönemsel ürün verme olmak üzere ana işleve sahip üç ögenin varlığına işaret etmektedir. Bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu),** Ortaklıklar 2, s. 107.

[179] **Turanboy,** Menkul Kıymet, s. 1286; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 3.

[180] **Bahtiyar,** s. 9.

Pay senetleri (hisse senetleri)[181], anonim ortaklıklarda[182] ortaklığın sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder ve sahiplerine her türlü ortaklık haklarından yararlanma hakkı sağlar[183]. Pay senetleri, payların menkul kıymet haline getirilebilmesine imkân tanımaktadır[184]. Pay senetleri TTK m. 484 ve devamında düzenlenmektedir. TTK anlamında hisse senetleri, sahibine; yönetime katılma, oy kullanma, iptal davası açma, ortaklığın faaliyetleri hakkında bilgi edinme gibi ortaksal haklar ile ortaklık payından kar payı alma, hazırlık dönemi faizi, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma gibi mali haklar sağlamaktadır[185]. SerPK açısından pay senetleri, tasarruf sahibine elindeki parayı gelir getiren bir alana yatırma imkânı sağlayan bir sermeye piyasası aracıdır[186]. Anonim ortaklıklarda pay sahipliğini teşvik etmek ve pay üzerindeki hukuki işlemleri kolaylaştırmak amacıyla, payları temsil etmek üzere pay senetleri çıkarılabilir[187].

Hisse senetlerinin sermaye piyasalarında ayrı bir önemi vardır. Güvenli ve istikrarlı bir sermaye piyasasının mevcudiyeti için yeterli miktarda ihraç edilmiş hisse senetlerinin bulunması, bu senetlerin piyasada serbestçe tedavül etmesi, fiyatlarının serbest piyasa koşullarında arz ve talebe göre belirlenmesi ve yatırımcıların bu araçlara güven ortamı içinde yatırım yapabilmesi gerekmektedir[188]. Hisse senetlerinin yanı sıra tahviller de menkul kıymet piyasasında tedavül eden önemli araçlardan birisidir[189].

---

[181] Kaydi değer sistemi ile senet basılmaksızın da payların sisteme dâhil olması mümkündür. Dolayısıyla, "pay" terimi TTK'da ve SerPK'da "pay senedi" kavramını da kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Bkz. **Bozer/Göle,** s. 524; Borsada pay senetleri değil paylar işlem görmektedir. Bir diğer ifadeyle borsada işlem gören paylar kaydi hale getirilmiştir ve senetten arındırılmıştır. Bkz. **Bozkurt,** Şirketler, s. 195.

[182] Sermayesi paylara bölünmüş olan komandit ortaklıklar da hisse senedi çıkarabilir ancak bunları halka arz edemezler. Bkz. **Çeker,** s. 89; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 62; **Aksoy,** s. 21; Menkul kıymet olarak nitelendirilecek pay senetleri anonim ortaklıklara ait pay senetleridir. Bkz. **Adıgüzel,** s. 159; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 23.

[183] **Yasaman,** s. 33; **Memiş/Turan,** s. 63; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 217; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 58-59; **Adıgüzel,** s. 157; Mevcut hukuk sistemimizde hisse senetleri; anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, ortaklık sermaye payını temsil eden, kıymetli evrak niteliğine sahip menkul kıymetlerdir. Bkz. **Karababa,** s. 30.

[184] **Günal/Okat,** s. 24; Hisse senetleri, anonim ortaklıklarda hissedarlık hakkını senede bağlayan kıymetli evraktır. Bkz. **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 79.

[185] **Yasaman,** s. 33; **Kendigelen/Kırca,** Kıymetli Evrak, s. 23; **Karababa,** s. 30; **Aytaç,** Hisse Senetleri, s. 65 vd.

[186] **Aksoy,** s. 46.

[187] **Tanör,** Halka Arz, s. 84; Pay, senetten önceden de mevcuttur. Hisse senetleri kurucu değil açıklayıcı niteliktedir. Bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 80; Payları borsada işlem gören anonim şirketler kaydi sisteme tabi olduklarından fiziki anlamda pay senedi çıkaramamaktadır. Bkz. **Kendigelen/Kırca,** Kıymetli Evrak, s. 23.

[188] **Karababa,** s. 31.

[189] **Çatakoğlu,** s. 23.

Tahvil, borçlanma aracıdır (TTK m. 504)[190]. Tahviller, ödünç para bulmak için çıkarılan borç senetleridir[191]. Anonim ortaklıklar veya kamu kuruluşları, toplu ve belirli bir borcu kıymetli evraka bağlamaktadırlar[192]. Tahviller, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-m hükmünde *"ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı"* olarak tanımlanmaktadır. Tahvil, anonim ortaklılar tarafından[193] ödünç para bulmak (finansal kaynak[194]) bulmak amacıyla seri halde çıkarılan, vadesi bir yıldan uzun borç senetleridir[195]. Ortaklığın, münferit şahıs ve kuruluşlara verdiği borç senetleri tahvil niteliğinde değildir[196]. Tahvil sahibi bir kişi, tahvil ihraççısı ortaklığın alacaklısı haline gelmektedir[197]. Tasarrufunu tahvil satın almak suretiyle değerlendiren yatırımcı, tahvil ihraççısına ödünç para vermiş olmaktadır. Bunun karşılığında tahvil sahibine belirli bir vadede faiz ve anapara ödemesi yapılmaktadır[198]. Ülkemizde, anonim ortaklıkların, ortak sayılarını veya sermayelerini artırmayı tercih etmek yerine; piyasadan borçlanarak dolaşım yeteneği olan tahvil ihraç etmeyi de tercih ettikleri görülmektedir. Bu bakımdan tahvil, bir tür finansman aracı niteliğindedir[199].

---

[190] Borçlanma araçları, ihraççılar tarafından sermaye piyasasından borçlanma amacıyla ve bu piyasada işlem görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır. Bu araçlar da menkul kıymet niteliğinde olup, genellikle faiz geliri altında alacak hakkı sağlar. Bkz. **Çatakoğlu,** s. 3 vd.; **Günal/Okat,** s. 25 ve 103 vd.; İhraç edenin bir borcunun karşılığı olarak çıkarılmaktadır. Bkz. **Adıgüzel,** s. 145; Borçlanma araçlarında ihraççı, borçlu sıfatını haiz olup kaynak arayışındadır. Yatırımcı ise ihraççıya borç vermek suretiyle kazanç elde etmeyi amaçlamaktadır. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 102.

[191] Anonim ortaklıklar veya kamu kuruluşları, toplu ve belirli bir borcu, itibari değerleri eşit parçalara bölerek kıymetli evraka bağladıklarında tahvil söz konusu olur. Bkz. **Yasaman,** s. 56; **Çatakoğlu,** s. 21 vd.; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 35; **Adıgüzel,** s. 173 vd.; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 104 vd.; **Gökalp,** s. 19; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 219; **İmregün, Oğuz** (1989) Anonim Ortaklıklar, Yenilenmiş 4. Bası, İstanbul, Yasa, s. 396 vd.

[192] **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 86; Halka açık anonim ortaklıklarda ihraç limitine ilişkin detaylı açıklamalar için ayrıca bkz. **Çatakoğlu,** s. 78-82.

[193] Tahviller, hem kamu hem özel sektör tarafından finansman ihtiyacını karşılamak için başvurulan, orta veya uzun vadeli borçlanma araçları olup çalışmamızın konusunu teşkil eden tahviller ise esas olarak anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan tahvillerdir.

[194] Tahviller borç para temini için çıkarılır. Paradan başka borç ve alacaklar için tahvil düzenlenemez. Bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 105.

[195] **Çatakoğlu,** s. 21 vd.; **Adıgüzel,** s. 173 vd.; **Yasaman,** s. 56; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 104 vd.; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 219.

[196] **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 104.

[197] **Paslı,** s. 1530.

[198] **Turanboy,** Varakasız Kıymetli Evrak, s. 86; **Çatakoğlu,** s. 22; **Rençber, Erenalp** (2010) 'Türk Ticaret Kanunu Tasarı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Tahvil İhracının Önşartlarının İncelenmesi', Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: VII, S: 1, s. 117; Tahvil sahibi, tahvil ihraççısının bir nevi uzun vadeli alacaklısıdır.

[199] **Çatakoğlu,** s. 22.

Yukarıda detaylı izah ettiğimiz üzere, borçlanma araçlarının ihracında, ihraççı yatırımcılara karşı bir borç altına girerken; pay senetlerinde ise yatırımcılar ihraççı ortaklık üzerinde ortaklık hakkı elde etmektedirler. Dolayısıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arzında, borçlanma araçları ile pay senetleri bazı konularda farklı düzenlemeler tabi tutulmuştur. Borçlanma araçlarının ihracında uyulması gereken esaslar ile ihraç edilecek borçlanma araçlarının nitelikleri VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nde düzenleme alanı bulmaktadır. Borçlanma aracı ihracı, adı geçen Tebliğ'in m. 3/1-f hükmü uyarınca, bu araçların ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya edilmeksizin satışını ifade eder. Borçlanma araçlarının halka arz edilerek satışının yapılabilmesi, Tebliğ'in m. 4 vd. hükümlerinde düzenlenmiş şartların yerine getirilmesiyle söz konusu olmaktadır.

Diğer başlıca menkul kıymetler şu şekildedir: depo sertifikaları[200], gayrimenkul sertifikaları[201], konut sertifikaları, kira sertifikaları[202], yatırım fonu katılma belgeleri[203],

[200] Yabancı menkul kıymetler olarak adlandırılan depo sertifikaları VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği'nin m. 4/1-b hükmünde *"Saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankasınca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracı"* olarak tanımlanmıştır.

[201] Gayrimenkul sertifikaları VII-128.2 sayılı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği'nin m. 3/1-i hükmünde "*ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit menkul kıymet"* olarak tanımlanmıştır. Gayrimenkullerin menkul kıymet hâline getirilerek sermaye piyasasında tedavülünü sağlayan borçlanma araçlarıdır. Bkz. **Çatakoğlu,** s. 64; **Günal/Okat,** s. 119.

[202] *"Sukuk"* olarak da adlandırılan kira sertifikaları, gelirin karşılık gösterildiği faizsiz bir sermaye piyasası aracıdır. 6362 s. SerPK m. 61'de *"her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan, nitelikleri Kurulca belirlenen sermaye piyasası araçları"* olarak ifade edilmiştir. Bkz. **Adıgüzel,** s. 223; **Çatakoğlu,** s. 49 vd.

[203] Detaylı bilgi için ayrıca bkz. **Adıgüzel,** s. 192.

intifa senetleri[204], finansman bonoları[205], ipotekli sermaye piyasası araçları[206], ipotek ve varlığa dayalı menkul kıymetler[207], varantlar[208], kuponlar ve talonlar[209].

1.3.2.2. Türev Araçlar

Türev araçlar (*derivatives*), 6362 sayılı SerPK m. 3/1-u hükmünde şu şekilde yer almaktadır: *"Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları: 1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları, 2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri, 3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri ifade eder."*

Türev araç, en basit tabiriyle *"değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olan finansal araç"* olarak ifade edilmektedir[210]. Dayanak varlığın sahipliğinin el değiştirmesine gerek olmaksızın, bu varlıkla ilgili hak ve yükümlülüklerin

---

[204] İntifa senetleri TTK m. 502-503'te düzenlenmektedir. Sahiplerine net kâra veya tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya rüçhan hakkı gibi malvarlığı hakları sağlar. Bkz. **Adıgüzel,** s. 169 vd.; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 147 vd.; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 35; **İmregün,** s. 373 vd.

[205] Detaylı bilgi için ayrıca bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 174 vd.; **Memiş/Turan,** s. 66; **Çatakoğlu,** s. 53 vd.; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 40; **Adıgüzel,** s. 186; **Günal/Okat,** s. 112.

[206] İpotekli sermaye piyasası araçları 6362 sayılı SerPK m. 3/1-i'de *"İpotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen pay dışındaki sermaye piyasası araçları ve konut finansmanından kaynaklanan alacaklara dayalı olarak veya bu alacakların teminatı altında ihraç edilen diğer sermaye piyasası araçları"* olarak tanımlanmıştır.

[207] Detaylı bilgi için ayrıca bkz. **Adıgüzel,** s. 210 vd.; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 37; **Çatakoğlu,** s. 30 vd.; **Günal/Okat,** s. 45-46.

[208] Varant, yatırımcısına bir dayanak varlığı belirli bir fiyattan ve belirli bir vade içerisinde alma ya da satma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Bkz. **Günal/Okat,** s. 113; **Adıgüzel,** s. 218 vd.; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 41.

[209] Detaylı bilgi için ayrıca bkz. **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya,** s. 34; **Yasaman,** s. 51; **Memiş/Turan,** s. 63.

[210] **Chambers, Nurgül** (2009) Türev Piyasalar, İstanbul, Beta, s. 1; **Keskin, Ayşe Dilşad** (2008) 'Hukuki Açıdan Finansal Türev Araç Kavramı', Batider, C: XXIV, S: 4; s. 127; **Penezoğlu, Yusuf Gökhan** (2004) Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, 1. Baskı, İstanbul, Kazancı, s. 5; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 4; **Tanör,** Halka Arz, s. 145-146.

ticaretine imkân sağlanmaktadır[211]. Türev araçlar riskten korunma, spekülasyon, yatırım veya arbitraj amacıyla kullanılmaktadır[212].

Türev araçlarda; bir menkul kıymet veya emtianın fiyatı, endeks veya faiz oranı gibi birtakım değerler esas alınmaktadır[213]. Sözleşmenin kurulması ile ifa tarihindeki bu değerler arasındaki oluşan farklardan yatırımcı kazanç veya zarar elde etmektedir.

Türev araçlar *"türev araçlar piyasası"* olarak adlandırılan ayrı bir piyasada işlem görürler[214]. Türev piyasalar; anlaşmanın bugünden yapıldığı, yükümlülüklerin ise gelecek bir vadede yerine getirildiği piyasalardır. Vadeli işlem piyasalarında; hisse senedine, endekse, dövize, emtiaya/kıymetli madenlere, tarım ürünlerine, enerjiye dayalı olarak oluşan türev sözleşmeler işlem görmektedir[215].

Türev araçların temeli, bir varlık üzerinden yeni bir değerin türetildiği sözleşmelere dayanmaktadır[216]. Türev sözleşmelerde, bir sermaye piyasası aracı önceden tespit edilen bir tarihte ve fiyatta satın alınmakta veya satılmaktadır[217]. Kanun hükmünde de türev araç olarak; opsiyon sözleşmeleri, alivre (forward) sözleşmeler, vadeli işlem (futures) sözleşmeleri, swap sözleşmeleri ve kaldıraçlı alım satım sözleşmelerinin ifade edildiği anlaşılmaktadır.

1.3.2.3. Yatırım Sözleşmeleri

Türk sermaye piyasası hukukunda yeni bir kavram olan *"yatırım sözleşmeleri"*, bir tür sermaye piyasası aracı olarak 6362 sayılı SerPK'da düzenlenmiştir. Yatırım sözleşmeleri, Kanun'da sermaye piyasası aracı olarak zikredilmiş olsa da buna ilişkin herhangi bir tanımlama yapılmamış ve Kurul tarafından da herhangi bir Tebliğ ile düzenlemeye kavuşturulmamıştır.

Yatırım sözleşmesi kavramı ile özel olarak ismen belirtilmemiş bir işlemin, mahiyeti itibariyle sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmesine olanak sağlanmaktadır[218].

---

[211] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 4.
[212] **Chambers,** s. 2; **Penezoğlu,** s. 15 vd; **Gündoğdu,** s. 125; **Özşahin, A. Kerem** (1999) Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, s. 5-8.
[213] **Keskin,** s. 127-128.
[214] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 4; **Işık,** s. 237 vd.; Ülkemizde bu piyasa, *"vadeli işlem ve opsiyon piyasası"* (*VİOP*) olarak ifade edilmektedir. Türev araçlar işlem gördüğü piyasalara göre, *"tezgahüstü piyasada işlem gören türev araçlar"* ve *"teşkilatlanmış piyasada işlem gören türev araçlar"* olarak da tasniflendirilmektedir. Bkz. **Penezoğlu,** s. 12.
[215] **Penezoğlu,** s. 13.
[216] **Chambers,** s. 1; **Penezoğlu,** s. 5; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 4; **Keskin,** s. 136.
[217] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 153.
[218] **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi, s. 13; **Günal/Okat,** s. 29.

Yatırım sözleşmesi kavramı tabiri caizse "torba" bir kavramdır[219]. Şayet, menkul kıymet ve türev araç niteliğinde olmayan bir araç (evrak, sözleşme, işlem, proje, plan, program vs.) sermaye piyasasında işlem görüyor ve alınıp satılabiliyorsa, bunlara *"yatırım sözleşmeleri"* adı verilmektedir[220].

Yatırım sözleşmesi kavramının temeli Amerikan hukukundaki SEC[221] v. W. J. Howey Co. Davasına dayanmaktadır[222]. Bir girişimin, sermaye piyasası olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceğine yönelik *"Howey Testi"* uygulanmıştır. Howey Testi farklı nitelikte sözleşmelerin, belgelerin somut olayda sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceğine ilişkin bir uygulamadır. Bu değerlendirmeye göre de sermaye piyasası hükümlerinin uygulanıp uygulanmayacağı tespit edilmektedir[223].

Buna göre yatırım sözleşmesinin (*investment contract*) dört unsuru mevcuttur[224]; para veya parasal bir değer ile yapılan yatırımın olması[225], yatırımın müşterek bir işletmeye yapılması[226], kazanç elde etme amacıyla yatırımın yapılması ve kazanç beklentisinin üçüncü kişi veya bu işletmeyi kuran kişilerin faaliyetlerinden kaynaklanması gerekmektedir[227].

Yatırım sözleşmeleri, Amerikan Yüksek Mahkemesi tarafından *"bir işlem veya proje vasıtasıyla ortak bir girişime para yatırılması ve yatırımcının bu yatırım nedeniyle üçüncü kişilerin çalışmaları sonucunda bir menfaat elde edeceğini ümit ettiği sözleşme"* şeklinde tanımlanmıştır[228]. ABD'de Howey Testi dışında bir işlemin yatırım sözleşmesi olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceğine ilişkin olarak yaygın olmasa da *"Risk Sermayesi Testi"* de uygulanmaktadır. Howey Testi'nde aranan yatırımın müşterek bir işletme

---

[219] **Adıgüzel,** s.154; **Gözüyeşil,** s. 121.

[220] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 5; **Adıgüzel,** s.154; **Gözüyeşil,** s. 93; Taraflarca karşılıklı müzakere edilmiş, kendine özgü durumlar barındıran ve kamuya açık olmayan evrak, sözleşme, plan veya programlar yatırım sözleşmesi olarak kabul edilmemelidir. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 120.

[221] U.S. Securities and Exchange Commission (Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)

[222] SEC v. W.J. Howey Co. : Supreme Court of the United States, 328 U.S. 293, 66 S.Ct.1100, 90 L.Ed. 1244 (1946) https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/; s.e.t. 06.01.2022.

[223] **Kütükçü,** s. 402; **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi, s. 18; **Günal/Okat,** s. 20; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 7; **Ata,** s. 26.

[224] **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi, s. 14; **Kütükçü,** s. 405; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 5; **Adıgüzel,** s. 155.

[225] Burada para ile kastedilen şey dar anlamıyla nakit para değildir. Para yerine kullanılabilecek mal varlığı veya nakde çevrilebilecek şeyler de söz konusu olabilmektedir. Bkz. **Kütükçü, s.** 407; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 5.

[226] Müşterek işletme kavramı ile yatırımcının menfaatinin işletmeye dâhil olan diğer yatırımcıların menfaatleriyle aynı kadere bağlı olması ifade edilmektedir. Birlikte kazanıp birlikte kaybetme söz konusudur. Bkz. **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi, s. 16.

[227] Yatırımcıların etkisi müşterek yatırımı yönetenlere kıyasla pasif bir etkidir. Sadece müşterek yatırıma tahsis edilen sermaye hakkında karar vermektedirler, yatırımı yönetmemektedirler. Bkz. **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 6.

[228] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 5.

bünyesinde yapılıyor olması şartı Risk Sermayesi Testi'nde aranmamaktadır. Yatırımcıya sunulanın kazancın, diğer bir kişinin faaliyetinden kaynaklanıyor olması bu kapsamda yeterli kabul edilecektir[229]. Özetle yatırım sözleşmesi denilen kavram herhangi bir sözleşmenin, belgenin, uygulamanın veya bir işlemin mahkeme tarafından yatırım sözleşmesi olarak kabul edilip edilmeyeceğinin tespiti ve bunun sonucu olarak SerPK hükümlerine tâbi olup olmayacağına ilişkindir.

1.3.2.4. Diğer Sermaye Piyasası Araçları

6362 sayılı SerPK m. 3/1-ş hükmünde, sermaye piyasası araçlarının; menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarından teşekkül ettiği hükme alınmıştır[230]. *"Diğer sermaye piyasası araçları"*; menkul kıymetler, türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri dışında kalan, şartları Kurulun çıkaracağı düzenlemelerle belirlenen ve sermaye piyasası mevzuatında ismen sayılmayan sermaye piyasası araçlarıdır[231]. Böylelikle sermaye piyasası aracı niteliklerini taşıyan, ancak mevzuatta sermaye piyasası aracı olarak düzenlenmemiş finansal ürünlerin SerPK hükümlerinden ve denetiminden kaçması engellenmektedir[232].

Türk sermaye piyasası hukuku gelişim içindeki bir sistem olup henüz kavramlar ve müesseseler tam olarak oturmamıştır. Bu kapsamda, piyasanın ihtiyacına göre, Kurul tarafından yeni kavramlar oluşturulmaktadır[233]. Kurul'un bu yetkisi, sermaye piyasası araçlarının tanımlandığı SerPK m. 3/1-ş hükmüne ve Kurul'un görev, yetki ve sorumluluklarının düzenlendiği SerPK m. 128/1 hükmüne dayanmaktadır. Böyle bir yetkinin Kurul'a verilmiş olması sermaye piyasasının dinamik ve değişken yapısıyla doğrudan ilgilidir[234]. Böylelikle piyasaların ihtiyacına cevap verebilecek esnek bir yapı oluşturulmaktadır[235]. Nitekim, KÜTÜKÇÜ'nün de isabetle işaret ettiği üzere, sözleşme özgürlüğünün hakim olduğu bir hukuk sisteminde ve ayrıca finansal araçların sürekli gelişip

---

[229] **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi; s. 19; **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 6.
[230] 6362 sayılı Kanun'da herhangi bir tanımlama yapılmasa da 2499 sayılı ESerPK'da diğer sermaye piyasası araçları, *"menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evrak"* olarak tanımlanmaktaydı. *"Diğer sermaye piyasası araçları"* teriminin kullanılmasına yönelik eleştiriler için ayrıca bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 81-82.
[231] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 7; **Adıgüzel,** s. 156; **Ata,** s. 25; **Yanlı,** HAAO, s. 10.
[232] **Ata,** s. 25; **Yanlı,** Yatırım Sözleşmesi, s. 11.
[233] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 9.
[234] **Adıgüzel,** Sermaye Piyasası Aracı, s. 7; **Ata,** s. 25.
[235] **Paslı,** s. 1568.

çeşitlendiği bir ekosistemde, sermaye piyasası araçlarının tek tek sayılması ve tüketilmesi yanlış olacaktır[236].

[236] **Kütükçü, Doğan** (2005) '2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunun Eleştirisi', Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 2, S: 2, s. 166.

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIM HİZMETLERİ VE FAALİYETLERİNİN BİR TÜRÜ OLARAK HALKA ARZA ARACILIK FAALİYETİ

2.1 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri

6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle sermaye piyasası faaliyetlerinin düzenlenmesinde yeni bir yaklaşım sergilenmiştir. Sermaye piyasası faaliyetleri; m. 34 hükmü uyarınca, sermaye piyasası kurumlarının Kanun kapsamındaki faaliyetleri, Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile bunlara ek olarak sunulan yan hizmetlerden oluşmaktadır.

Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri kavramı 6362 sayılı Kanun ile Türk sermaye piyasası hukukunda yerini almıştır. Bu faaliyetlerin neler olduğu Kanun'un m. 37 hükmünde düzenlenmiştir. Adı geçen hükme göre, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri şu sayılanlardan oluşmaktadır: 1- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi (emir iletimine aracılık), 2- Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi (işlem aracılığı), 3- Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı (portföy aracılığı), 4- Portföy yöneticiliği, 5- Yatırım danışmanlığı, 6- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi (aracılık yüklenimi), 7- Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi (en iyi gayret aracılığı), 8- Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi, 9- Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması, 10- Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması.

"Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri" kavramı 2499 sayılı mülga Kanun döneminde yer almamakta, yukarıda sayılan faaliyetler *"sermaye piyasası faaliyetleri"* başlığı altında yer almaktaydı[237]. 6362 sayılı SerPK ile *"yatırım hizmetleri ve faaliyetleri"* kavramı, AB'nin 2004/39/EC sayılı Direktifi'ne (MiFID – *Markets in Financial Instruments Directive*) de

[237] 2499 Sayılı ESerPK m. 30/1 Sermaye Piyasası Faaliyetleri: "*a) Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, b) Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı, c) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık, d) Sermaye piyasası araçlarının geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı, e) Yatırım danışmanlığı, f) Portföy işletmeciliği ve yöneticiliği, g) Döviz, mal, kıymetli maden veya Kurulca belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı alım satımı, alım satımına aracılık ve bu işlemlere yönelik hizmetlerin yerine getirilmesi, h) Diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleridir.*"

paralel şekilde, Türk Hukukuna kazandırılmıştır[238]. Mülga Kanun döneminde benimsenen *"kurum bazlı düzenleme"* yerine *"faaliyet bazlı düzenleme"* ölçüt alınmıştır[239]. Ayrıca mülga Kanun'da yer alan *"aracı kuruluş"* ibaresi de terk edilerek *"yatırım kuruluşu"* kavramı kullanılmaya başlanmıştır.

Yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için, SerPK m. 39/1 hükmü uyarınca, Kurul'ndan izin alınması gerekmektedir. Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ancak yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilebilir. (SerPK m. 39/1 ikinci cümle). Kurul, her bir yatırım hizmet ve faaliyetinin, sermaye piyasası aracı veya yatırım hizmet ve faaliyeti bazında ayrı kuruluşlar tarafından yapılmasını kararlaştırabilmektedir (SerPK m. 39/1 son cümle)[240]. Özel kanunları ile yetkili kılınmış bulunsalar bile, SerPK'da yer alan koşulları taşımayan ve Kurul tarafından izin verilmeyen kişi ve kuruluşlar yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini yürütemezler (SerPK m. 39/5).

Yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin sunulmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenmektedir (SerPK m. 39/8). Bu yetkiye binaen, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ve III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, Kurul tarafından düzenlenen ikincil düzenlemelerin başında gelmektedir.

2.2 Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetleri

2.2.1. Genel Olarak

Sermaye piyasaları uzmanlık gerektiren bir alan olduğu için gerçek ve tüzel kişiler bu alanda uzmanlaşmış, mali yapısını ve çalışanlarını bu işlere yöneltmiş kurumlar tarafından profesyonel aracılık hizmetlerine ihtiyaç duyarlar. Sözlük anlamı itibariyle bir işin çözümünde araya girerek yardımcı olmak anlamına gelen "aracılık" kavramına sermaye

---

[238] **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 81; **Töremiş, Hatice Ebru** (2021) 'Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması' (Doktora), İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 56; **Memiş/Turan,** s. 159; **Adıgüzel,** s. 267; **Kankoç Aydın, Dilara** (2019) 'Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetlerinin Hukuki Niteliği' (Yüksek Lisans), İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 60.

[239] **Turanboy, Asuman** 'Yatırım Kuruluşları', Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 84; **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 81; **Töremiş,** s. 56; **Ata,** s. 63; **Akbulak, Yavuz** (2014) 'Türk Sermaye Piyasasında Yatırım Kuruluşlarına Dair Yeni Esaslar', İstanbul Barosu Dergisi, C: 88, S: 4, s. 382.

[240] Yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icrası kamu iznine tabi kılınmışken, ilgili faaliyetlerin arızi veya münferit olarak sunulması izin kapsamına alınmamıştır. Bkz. **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 86.

piyasası hukukunda özel bir anlam atfedilmiştir[241]. Sermaye piyasaları, işleyiş mekanizmaları itibariyle, özünde bir aracılar sistemi olarak da ifade edilmektedir[242]. Aracılık faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının ihracı ile ihracın tamamlanması arasındaki süreçte veya evvelden ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımında gündeme gelmektedir[243]. Bir diğer ifadeyle aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara pazarlanması veya bu araçların alım satımıdır.

6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, Türk sermaye piyasası hukukunda bir kavram olarak yerini almış ve aracılık faaliyetleri de bu başlık altında düzenlenmiştir. Buna göre SerPK m. 37 hükmünde sayılan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alan faaliyetler aracılık faaliyetleri olarak karşımıza çıkmaktadır[244]. Anılan hükmün (a) bendinde *"sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi"* ibaresi emir iletimine aracılığı, (b) bendinde yer alan *"sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi"* ibaresi işlem aracılığını, (c) bendinde yer alan *"sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı"* ibaresi portföy aracılığını ifade etmektedir. Çalışmamızın konusunu oluşturan halka arza aracılık faaliyeti ise (e) ve (f) bendinde yüklenimli ve yüklenimsiz halka arza aracılık faaliyetleri olarak düzenlenmiştir.

---

[241] **Manavgat, Çağlar** (1991) Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, 1. Baskı, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 63; **Çetin, Nusret / Töremiş, Hatice Ebru** (2008) 'Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği', Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: XII, S: 1-2, s. 82; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 53; **Kara,** s. 94; Genel ifadesiyle "*aracı"* kavramı; hukuki işlem ve sözleşmelerin taraflarını bir araya getirmekle, tarafların anlaşmasını sağlamakla, sözleşmelerin hazırlanmasını ve ifayı temin etmekle görevlendirilen ve bu işi meslek edinen gerçek ve tüzel kişileri ifade eder. Türk Hukuku'nda aracılık faaliyetinin; temsilcilik, komisyonculuk, acentelik, tellallık gibi görünümleri de mevcut olup bunlar TBK ve TTK'da düzenleme alanı bulmuştur. Ancak sermaye piyasası hukuku bağlamında aracılık faaliyeti farklı bir görünüme sahiptir ve özel olarak düzenlenmiştir. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 70-71; Finansal aracılık, *"piyasadaki fonların finansal kuruluşlar aracılığı ile fon fazlası olan kesimlerden fon ihtiyacı olan kesimlere doğru yönlendirilmesi"* faaliyetidir. **Işık,** s. 230.

[242] Sistemin mantığı hem birinci el, hem de ikinci el piyasalarında yapılacak işlemlerin yatırım kuruluşları vasıtasıyla gerçekleştirilmesi üzerine kuruludur. Bkz. **Ayoğlu,** s. 6.

[243] **Berzek, Ayşe Nur** (1995) 'Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti', Reha Poroy'a Armağan, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, s. 51; **Memiş/Turan,** s. 157.

[244] 6362 sayılı SerPK m. 37 Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri: *"Bu Kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri şunlardır: a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, ç) Portföy yöneticiliği, d) Yatırım danışmanlığı, e) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi, f) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi, g) Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi, ğ) Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması, h) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması".*

6362 sayılı Kanun'da ve yürürlükteki ikincil düzenlemelerde aracılık faaliyetine ilişkin herhangi bir tanımlama yapılmadığı görülmektedir. Buna karşılık ESerPK m. 30/1-h ve mülga Seri: V No: 46 sayılı Aracılık Tebliği m. 3 hükmünde, aracılık faaliyeti; sermaye piyasası araçlarının, kanunda yer alan düzenlemeler çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına, ticari amaçla[245] alım satımı olarak tanımlanmış ve aracılık faaliyetlerinin halka arza aracılık, alım satıma aracılık[246] ve türev araçların alım satımının yapılmasına aracılıktan oluştuğu ifade edilmiştir.

Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının halka arz aşaması ile halka arz olduktan sonraki alım satım işlemlerinin farklı kurallara tabi olmasından hareketle, alım satıma aracılık ve halka arza aracılık olarak temelde iki türe ayrılabilir. Bunun yanı sıra türev araçların alım ve satımın aracılık faaliyeti de sermaye piyasasındaki aracılık faaliyetlerin içerisinde yer almaktadır[247]. Yatırım kuruluşları, birincil piyasalarda, sermaye piyasası araçlarının ihracına ve halka arzına aracılık ettikten sonra; ikincil piyasalarda, önceden ihraç edilmiş ya da özel hükümler gereğince işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık etmektedir[248]. Çalışmamızın konusu her ne kadar halka arza aracılık faaliyetine ilişkin olsa da konunun daha iyi anlaşılması açısından alım satıma aracılık faaliyetlerine değinmek de yerinde olacaktır.

---

[245] Ticari amaç ile kastedilen şey sadece kazanç sağlama aracı değildir. Aracılık faaliyetinin mesleki bir faaliyet olarak yapılıp yapılmadığına ilişkindir. *"Ticari amaç"* ibaresi hakkındaki tartışmalar için ayrıca bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar; s. 63-64; **Berzek,** s. 54; Ticari amaçla alım-satım yapılmıyorsa aracılık faaliyetinden söz edilemez. Bkz. **Ata,** s. 135; **Berzek,** s. 54; *"Ticari amaçla alım satım"* ibaresi yürürlükteki mevzuatta yer almamaktadır. Dolayısıyla, aracılık faaliyetlerinin, ticari amaçla yerine getirilmesi hususunda gündeme gelen tartışmalar güncelliğini korumamaktadır. Bkz. **Ata,** s. 135.

[246] Ünal, faaliyetin *"alım satıma aracılık"* olarak nitelendirilmesini eleştirmektedir. Yazara göre, ihraç veya halka arza aracılık faaliyetleri de aslında birer alım satıma aracılıktır. Yazar, *"birinci el piyasa faaliyetleri"* ve *"ikinci el piyasa faaliyetleri"* şeklinde bir ayrım yapmanın yerinde olacağını ifade etmektedir. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 130-131.

[247] **Demir Gökyayla, Cemile** (2001) 'Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasalardaki Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları', Prof. Dr. Mahmut Tevfik Birsel'e Armağan, İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi, s. 175.

[248] **Tanör,** Taraflar, s. 283; **Ata,** s. 137; **Memiş/Turan,** s. 46; **Yasaman,** s. 108; **Kara,** s. 103; **Demir Gökyayla,** s. 176; Birinci el piyasayı yeni çıkarılan finansal varlıklar oluştururken, ikinci el piyasada evvelden ihraç edilen bu varlıkların alım satımı söz konusudur. Bkz. **Acar, Faruk** (2001) 'Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi', Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi, s. 318; **Karababa,** s. 22; **Memiş/Turan,** s. 27; Yeni çıkarılan sermaye piyasası araçlarının halka arz veya başka bir şekilde, her türlü alım satımı birinci el piyasası işlemlerini oluşturur. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 29; **Ayoğlu,** s. 2; Birinci el piyasasında ihraç edilmiş tedavüldeki menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının alım satımının yapıldığı piyasalara ikinci el piyasası denilmektedir. Bu tür borsalar, borsa veya borsa dışı tezgahüstü piyasalar olabilir. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 34; **Ayoğlu,** s. 2; **Gökalp,** s. 6; **Karababa,** s. 23; İkinci el piyasanın en önemli fonksiyonu, birinci el piyasasında ihraç edilmiş araçları ilk ihraç sırasında alamamış tarafların bu araçları almasına imkân sağlamaktır. Bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 6; Halka arz hem birincil hem de ikincil piyasa işlemi olarak gerçekleştirilebilir. Bkz. **Kara,** s. 103.

2.2.2. Alım Satıma Aracılık

Alım satıma aracılık faaliyeti, daha öncesinde ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının, ikinci el piyasada alım satımına aracılık faaliyetidir[249]. Yatırım kuruluşlarının sermaye piyasalarındaki asıl ve en önemli fonksiyonlarından birisi de alım satıma aracılık faaliyetini sürdürmek olup sermaye piyasası araçlarının alım ve satımı için yatırımcıların yatırım kuruluşlarından aracılık faaliyeti alma mecburiyeti söz konusudur[250]. Bir başka ifadeyle sermaye piyasası araçlarını satmak veya satın almak isteyen yatırımcıların, bu işlemlere ilişkin olarak, yatırım kuruluşlarından alım satım aracılığı hizmeti alması gerekmektedir. Alım satıma aracılık faaliyeti; emir iletimine aracılık, işlem aracılığı ve portföy aracılığı faaliyetlerini kapsamaktadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 10).

Emir iletimine aracılık, 6362 sayılı SerPK m. 37/1-a hükmünde *"sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi"* olarak ifade edilmektedir[251]. Emir iletimine aracılık faaliyetleri, Kuruldan izin almak ve III-37.1 sayılı Tebliğ m. 13'te yer alan özel şartları karşılamak kaydıyla, aracı kurumlar ve kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere bankalar tarafından yerine getirilmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 12).

Sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım satım emirlerinin borsa sistemine iletilmesi faaliyetine işlem aracılığı denilmektedir[252]. 6362 sayılı SerPK m. 37/1-b hükmünde *"sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi*" olarak ifade edilen faaliyet III-37.1 sayılı Tebliğ m. 10 hükmünde *"işlem aracılığı"* olarak adlandırılmaktadır ve alım satım aracılığı faaliyetinin en yaygın ve en bilinen görünümüdür[253]. İşlem aracılığı faaliyeti, alım satım emirlerinin müşteriden alınıp borsa ya da borsa dışı piyasalarda sonlandırılması faaliyetidir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 16). Bu faaliyet emir iletimine aracılığı da kapsamaktadır. İşlem aracılığını

---

[249] **Tanör,** Taraflar, s. 267-268; **Adıgüzel,** s. 269; **Yasaman,** s. 102; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 139; **Ata,** s. 134; **Karababa,** s. 128; **Kaytaz,** s. 115; **Kurtoğlu, Evin** (2015) 'Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu' (Yüksek Lisans), Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 23.

[250] **Çetin/Töremiş,** s. 80; **Aydın,** s. 65; **Ata,** s. 134.

[251] **Adıgüzel,** s. 269; **Memiş/Turan,** s. 160; **Turanboy**, Yatırım Kuruluşları, s 92; **Günal/Okat,** s. 232; III-37.1 sayılı Tebliğ m. 11/2 hükmü uyarınca *"a) Halka arz, tahsisli satış veya nitelikli yatırımcılara satış sırasında taleplerin toplanmasıyla ilgili olarak taleplerin ilgili yatırım kuruluşuna iletilmesi ve müşteriler tarafından ilgili sermaye piyasası aracının bedeli olarak tevdi edilen nakdin tahsili veya geri ödenmesi gibi işlemleri kapsamak üzere gişe hizmeti verilmesi. b) Lehine faaliyet gösterilen işlem ve/veya portföy aracılığına yetkili kuruluşun sunabileceği yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin yatırımcılara tanıtılması, sözleşme akdedilmesine aracı olunması. c) Sözleşme yapmak isteyen tarafların komisyon karşılığında bir araya getirilmesi faaliyetleri"* de emir iletimine aracılık faaliyeti kapsamında sayılır.

[252] **Memiş/Turan,** s. 160; **Günal/Okat,** s. 234; **Turanboy,** Yatırım Kuruluşları, s 92.

[253] **Kankoç Aydın,** s. 114-115.

gerçekleştirebilen yatırım kuruluşu emir iletimine aracılığı da gerçekleştirebilmektedir[254]. İşlem aracılığı faaliyetini Kurul'dan izin almak kaydıyla, bahsi geçen düzenlemeler uyarınca, tüm sermaye piyasası araçları üzerinde aracı kurumlar; kaldıraçlı işlemler ile pay endekslerine ya da paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere bankalar yürütebilir.

6362 sayılı SerPK m. 37/1-c hükmünde *"sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı"* olarak ifade edilen faaliyet III-37.1 sayılı Tebliğ m. 10 hükmünde *"portföy aracılığı"* olarak adlandırılmaktadır. Müşteriden alınan emirlerin, aracı kurumun kendi portföyünden karşılanması faaliyetine *"portföy aracılığı faaliyeti"* denmektedir[255]. Burada, işlem aracılığı faaliyetine ilaveten, yatırım kuruluşları sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerini karşı taraf olarak da yerine getirmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 21). Bu bağlamda portföy aracılığı hem işlem aracılığını hem de emir iletimine aracılığı kapsamaktadır[256].

2.2.3. Halka Arza Aracılık

6362 sayılı SerPK halka arza aracılık faaliyetinin düzenlemesi açısından da yenilik getirmektedir. 2499 sayılı mülga Kanun'da halka arza aracılık faaliyeti *"Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık"* şeklinde türlere ayrılmaksızın tek bir faaliyet olarak düzenlenmekteydi. Halka arzın yüklenim aracılığı veya en iyi gayret aracılığı şeklinde farklı türlerde yapılmasına ilişkin ayrıma ikincil düzenlemelerde yer verilmekteydi. 6362 sayılı SerPK'da ise sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın gerçekleştirileceğine ilişkin Kanun bazında bir ayrım yapılmıştır[257].

Halka arza aracılık faaliyeti, 6362 sayılı SerPK'da, *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi"* (m. 37/1-e) ve "*sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi"* (m.

---

[254] Bu husus III-37.1 sayılı Tebliğ m. 16 hükmünde şu şekilde ifade edilmektedir: *"işlem aracılığı faaliyeti, emir iletimine aracılık faaliyetine ek olarak, müşterilerin sermaye piyasası araçlarıyla ilgili alım veya satım emirlerinin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına yatırım kuruluşları tarafından, a) Borsalar ya da teşkilatlanmış diğer pazar yerlerine, b) Kanunun 37 nci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi kapsamında yetkilendirilmiş bir kuruluşa, c) Kaldıraçlı işlemler hariç olmak üzere ilgili ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış yurt dışında yerleşik bir kuruluşa, iletilmek suretiyle gerçekleştirilmesini ifade eder."* Bkz. **Memiş/Turan,** s. 161.

[255] **Günal/Okat,** s. 236.

[256] **Memiş/Turan,** s. 161: Portföy aracılığı gerçekleştirmeye yönelik yetkiye sahip olan bir yatırım kuruluşu, işlem aracılığını da de emir iletimine aracılığı da gerçekleştirebilir.

[257] Böylelikle farklı risk seviyelerine ve farklı sermaye gereksinimlerine sahip iki faaliyet, Avrupa Birliği müktesebatına da uyumlu olacak şekilde Kanun düzeyinde ayrıma tabi tutulmuştur. Bkz. https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/899 s.e.t. 06.01.2022.

37/1-f) şeklinde herhangi bir tanımlama yapılmaksızın ifade edildikten sonra III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 51 hükmü ile farklı alt türlere ayrılarak tanımlanmıştır. Tebliğ hükmü halka arza aracılık faaliyetini "aracılık yüklenimi" ve "en iyi gayret aracılığı" şeklinde ikiye; aracılık yüklenimini de "bakiyeyi yüklenim", "tümünü yüklenim", "kısmen bakiyeyi yüklenim" ve "kısmen tümünü yüklenim" şeklinde alt türlere ayırmaktadır. Bakiyeyi yüklenim aracılığı, "*ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasını"*; tümünü yüklenim aracılığı, "*ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasını"*; kısmen bakiyeyi yüklenim aracılığı, "*ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılamayan kısmın bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasını"*; kısmen tümünü yüklenim aracılığı, "*ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasını"* ifade eder. En iyi gayret aracılığı ise "*ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulmasının, satılamayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesi veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması"* olarak tanımlanmaktadır.

III-37.1 sayılı Tebliğ'in m. 51/3 hükmü halka arza aracılık faaliyetinin kapsamını genişletmektedir. Anılan hüküm uyarınca; sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya halka arz edenler ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahnamenin onayı için sunulacak diğer bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması, konsorsiyum oluşturulması, talep toplanması, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışına yönelik olarak yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi ve satışın organize edilmesi gibi kurumsal finansman faaliyetlerinin yürütülmesi ve benzeri faaliyetler ile aracılık sözleşmesinde belirlenen diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi halka arza aracılık faaliyeti kapsamındadır. Mezkûr Tebliğ hükmü ile halka arza aracılık faaliyetinin kapsamının genişletildiği görülmektedir[258].

[258] **Kaytaz,** s. 82; Mezkûr hükümde yer alan *"ve benzeri faaliyetler"* ibaresi bu savı destekler niteliktedir.

Halka arza aracılık faaliyetine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de yer almaktadır. Tebliğ'in m. 52 hükmü ile halka arza aracılık faaliyetinde bulunabilecek yatırım kuruluşları, m. 53 hükmü ile halka arza aracılık faaliyetine ilişkin özel şartlar, m. 54 hükmü ile halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar, m. 55 hükmü ile halka arza aracılık sözleşmesi, m. 56 hükmü ile aracılık konsorsiyumu, m. 57 hükmü ile konsorsiyum sözleşmesi düzenlemektedir.

Özetle, sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenlerle, bu araçlara yatırım yapmak isteyenleri yatırım kuruluşları buluşturmakta ve bu işlem de halka arza aracılık faaliyeti olarak ifade edilmektedir. Çalışmamızın ileri kısımlarında detaylı değinileceği için halka arza aracılık faaliyetine ilişkin açıklamalarımızı burada kısa tutmaktayız.

2.3 Yatırım Kuruluşları

2.3.1. Genel Olarak

Sermaye piyasalarımızda aracılık faaliyetleri çok eskilere dayanmaktadır. Osmanlı döneminde Galata bankerleriyle başlayan süreç çeşitli kişi ve kurumlarca yürütüldükten sonra günümüzde yerini yatırım kuruluşlarına bırakmıştır[259]. Sermaye piyasaları, fon sahibi kişiler veya kuruluşlar ile fon ihtiyacı olan kişilerin veya kuruluşların karşılaştığı piyasalar olup bu karşılaşma işlemi yatırım kuruluşları aracılığında gerçekleşmektedir[260]. Yatırım kuruluşları vesilesiyle taraflar arasındaki "mekan problemi" çözülmektedir[261]. Bu kuruluşlar, halka arz edenler ve yatırımcılar arasında köprü işlevindedir[262].

Yatırım kuruluşu kavramı, SerPK m. 3/1-v hükmüne göre *"aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer*

---

[259] **Kaytaz,** s. 12; **Acar,** s. 318; **İnceoğlu,** s. 22-23; **Çukacı, Yusuf Cahit / Çemberlitaş, İbrahim** (2017) 'Sermaye Piyasası Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurum Faaliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi İşlemleri', Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C: 7, S: 13, s. 179; **Memiş/Turan,** s. 22 vd.

[260] Sermaye piyasasında aracılar, sermaye piyasası araçlarını çıkaran ihraççılar ile tasarruf sahipleri arasında sermaye piyasası aracı ve fon aktarımına yardımcı olan, fon arz edenlerle fon talep edenlerin buluşmasını sağlayan kişi veya kuruluşlardır. Bkz. **Kaytaz,** s. 5.

[261] **Acar,** s. 317; **Arı,** s. 30; **İnceoğlu,** s. 20; **Paslı,** s. 1515; Yatırım kuruluşları, birincil piyasada sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenlerle, bu araçlara yatırım yapmak isteyenleri buluşturmakta; ikincil piyasada ise sermaye piyasası araçlarını alıp-satmak isteyen tarafları buluşturmaktadır. Yatırım kuruluşları bu "buluşturma" işlemleri dışında Kanun'da sayılan diğer yatırım hizmetleri ve faaliyetleri de yerine getirmektedir.

[262] **Arı,** s. 29; **Kaytaz,** s. 13; **İnceoğlu, Mehmet Murat** (2004), Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Niteliği, 1. Baskı, Ankara, Seçkin, s. 17; Yatırım kuruluşlarını *"fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar"* olarak ifade etmek de mümkündür. Bkz. **Paslı,** s. 1520.

sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları" ifade etmektedir[263]. Yatırım kuruluşları, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerle yatırımcılar arasında veya tedavülde bulunun araçları elinde tutup satmak isteyenlerle bu araçları almak isteyen yatırımcılar arasında aracılık faaliyeti yürüten kuruluşlardır. Sermaye piyasalarında aracılık faaliyetleri münhasıran yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirilmektedir[264]. Yatırım kuruluşlarının faaliyetleri güvene dayalı olup, yatırım kuruluşları birer güven kuruluşudur[265].

Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri, 6362 sayılı SerPK m. 39 hükmü gereğince, ancak yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilir[266]. Kanun uyarınca yatırım kuruluşları; aracı kurumlar ve bankalar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını kapsamaktadır[267]. Özel kanunları ile yetkili kılınmış olsalar bile Kanun'da sayılan şartları taşımayan ve Kurulca izin verilmeyen kişi ve kuruluşlar yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunamazlar (SerPK m. 39/5).

Sermaye piyasalarında yatırım hizmeti veren ticari işletmeler SerPK m. 43 vd. hükümlerinde yatırım kuruluşu olarak nitelendirilmektedir[268]. Yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari ya da mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi yalnızca yatırım kuruluşlarınca söz konusudur. (SerPK m. 39/1). Sermaye piyasalarında işlem yapabilmek için aracı olarak yatırım kuruluşlarının kullanılması gerekmektedir[269]. SPK'dan

---

[263] 6362 sayılı SerPK öncesinde, aracı kurumlar ve bankaları ifade etmek üzere *"aracı kuruluş"* kavramı kullanılmaktaydı (ESerPK m. 3/i). Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 19; **Turanboy,** Yatırım Kuruluşları, s. 85; **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 92; **Çetin/Töremiş,** s. 80; 6362 sayılı SerPK'da, AB müktesebatına uygun düşecek şekilde aracı kuruluş kavramı yerine aracı kurumları ve bankaları kapsayacak şekilde "*yatırım kuruluşu*" kavramı tercih edilmiştir. Bkz. **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 92; **Ata,** s. 75; **Kaytaz, Ali İhsan,** (2016) '6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazmin Sistemi', Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C: 22, S: 3, s. 1638.

[264] **Adıgüzel,** s. 277; **Memiş/Turan,** s. 160; Yatırım kuruluşları, borsacılık faaliyetlerinin daha organize yapılması için alım ve satım emirlerini buluşturan ve Borsa'ya ileten kurumlardır. Bkz. **Bahtiyar,** s. 11.

[265] **Turanboy,** Yatırım Kuruluşları, s. 88-90; **Ata,** s. 79.

[266] Bahsi geçen hükümde, yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin münhasıran yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirileceği düzenlemekle beraber m. 39/1 hükmünün üçüncü cümlesinde yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri ve borsalara ilişkin hükümlerin saklı olduğu ifade edilmiştir. Borsalar ve portföy yönetim şirketleri göz ardı edildiğinde, esasında *"yatırım kuruluşu"* kavramı ile kastedilen aracı kurumlar ve bankalardır.

[267] Ancak mevcut durumda aracı kurumlar ve bankalar dışında yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunan başka bir sermaye piyasası kurumu nerdeyse bulunmamaktadır. Kanun'da yatırım kuruluşu olarak işaret edilen *"yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları"* ibaresi yeni oluşabilecek durumlar karşısında esneklik sağlamaya yönelik bir düzenlemeden ibarettir. Bkz. **Çetin/Töremiş/Cantimur,** s. 92.

[268] **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 46.

[269] **Adıgüzel,** s. 277.

yetki belgesi (izin) almış olan yatırım kuruluşları yatırım hizmetleri faaliyetlerinde bulunabilirler (SerPK m. 39/1).

Halka arza aracılık faaliyeti ve halka arza aracılık sözleşmesi cephesinden yatırım kuruluşlarının; ihraç ve halka arz süreçlerine katılımı, ihraç ve satış işlemlerinin başarı ile tamamlanması, yatırımcıların haklarının korunması ve piyasalarda güven ve istikrarın sağlanması bakımından büyük önemi vardır. Yatırım kuruluşunun bu süreçlere katılımı, ihraç ya da halka arzı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşla akdedecekleri *"halka arza aracılık sözleşmesi"* çerçevesinde gerçekleşmektedir[270].

Yatırım kuruluşu kavramı ile esas itibariyle aracı kurumlar ve bankalar ifade edilmektedir. Bu kuruluşların ayrı ayrı incelenmesi gerekmektedir.

2.3.2. Aracı Kurumlar

2.3.2.1 Tanım ve Kavram

Aracı kurumlar, doğrudan doğruya Sermaye Piyasası Kanunu tarafından düzenlenmiş ve münhasıran sermaye piyasalarında faaliyet gösterebilen aracılardır[271]. Aracı kurumların asli faaliyeti aracılıktır[272]. Sermaye piyasası araçlarının ihracına ve/veya halka arzına aracılık ile bu araçların ikincil piyasada alım satımına aracılık, aracılık faaliyetlerinin en yaygın görünümdür. Bunun yanı sıra, aracı kurumlar, türev araçların alım satımına da aracılık yapmaktadırlar. Kısacası, sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara ulaşmasını sağlayan aracılardır[273].

Aracı kurumlar, 6362 sayılı SerPK m. 3/1-a hükmünde *"37 nci maddenin birinci fıkrasındaki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alanları münhasıran olmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu"* olarak tanımlanmıştır. Öğretideki bir başka ifadeyle, *"sermaye piyasasında yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul'dan izin ve yetki belgesi alan, anonim ortaklık şeklinde kurulmuş, banka ve diğer sermaye piyasası kurumları dışındaki yatırım kuruluşları"* olarak da tanımlanabilmektedir[274].

---

[270] **Ayoğlu,** s. 7.
[271] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 68; **Ünal,** HAAO, s. 12.
[272] **İnceoğlu,** s. 19; **Ata,** s. 17; Aracı kurumların en önemli işlevi, piyasadaki fon hareketlerini sağlıklı bir şekilde yönlendirmektir. Bkz. **Adıgüzel,** s. 279.
[273] **Ata,** s. 37.
[274] **Kaytaz,** Yatırımcı Tazmin Sistemi, s. 1638.

"Aracı kurum" kavramı öğretide farklı tanımlara ve açıklamalara konu olmuştur[275]. ÜNAL, aracı kurumları, farklı özellikleri olan *"sui generis"* bir müessese olarak nitelendirmiştir[276]. GÜNAL tarafından yapılan değerlendirmede, aracı kurumlar, *"menkul kıymetlerin arzını ve talebini karşılaştırarak piyasanın oluşmasına imkân veren, sermaye piyasasının yardımcı kuruluşlarından birisi"* olarak ifade edilmiştir[277]. MANAVGAT tarafından yapılan tanımlamaya göre aracı kurumlar; *"menkul kıymetlerin, menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrakın mali değerleri temsil eden ve ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına kendi namına yahut kendi nam ve hesabına aracılık amacıyla alım satımı ile uğraşan, yatırımlar konusunda müşterilerine danışmanlık hizmeti sunan, piyasa araştırmaları ve aracılıkla bağdaşabilen işleri yapan, sermaye piyasasının anonim ortaklık tipinde kurulmuş yardımcı kuruluşları"*dır[278]. KAYTAZ tarafından yapılan tanımlamada ise aracı kurumlar; *"sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına ve daha önce ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarının alım satımına ilişkin faaliyetleri münhasıran yürütmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde kurulan, aracılık veya diğer faaliyetler için yetki belgesi alan, bankalar dışındaki aracı kuruluşlar"* olarak tanımlamaktadır[279]. İNCEOĞLU, *"sermaye piyasasında yer alan aracılık faaliyetlerinden en az birisini yerine getirmek üzere anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olan ve bu faaliyetlerini yürütmek üzere Kurul'dan yetki belgesi almış, bankalar dışındaki sermaye piyasası kurumları"* olarak tanımlamıştır[280].

Sermaye piyasalarına özgü bir kuruluş olan aracı kurumlar, ihraççılar ve yatırımcılarla birlikte sermaye piyasasının temel unsurlarından birini teşkil etmektedir[281]. Aracı kurumlar, sermaye piyasalarındaki aracılık faaliyetlerini yürütmek amacıyla kurulurlar[282]. Sermaye piyasası araçlarının ihraççılardan yatırımcılara ulaşmasını sağlayan aracılardır[283]. Aracı kurumlar piyasadaki fon hareketlerinin yönlendirilmesini, halka arza aracılık faaliyetleri vesilesiyle sermayenin tabana yayılmasını, menkul kıymetlerin taraflar arasında el

[275] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 20; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 68-72; **İnceoğlu,** s. 19; **Berzek,** s. 51; **Kaytaz,** s. 9; **Ata,** s. 66; **Bahtiyar,** s. 11.
[276] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 72.
[277] **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 56.
[278] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 20.
[279] **Kaytaz,** s. 9.
[280] **İnceoğlu,** s. 19.
[281] **Kaytaz,** s. 12.
[282] **İnceoğlu,** s. 19.
[283] **Ata,** s. 37.

değiştirmesini ve bu sayede likiditenin artmasını ve de yatırımcıların bilgilendirilmesini ve yönlendirilmesini sağlar[284].

Aracı kurumların faaliyetleri sadece aracılık faaliyetleri ile sınırlı değildir. 6362 sayılı SerPK m. 37'de yatırım hizmetleri ve faaliyetleri olarak sayılan; portföy yöneticiliği faaliyeti, yatırım danışmanlığı faaliyeti, çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması faaliyeti ve SPK tarafından belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetler aracı kurumların yürütebileceği faaliyetler arasındadır. Aracı kurumların yürütebileceği yan hizmetler de SerPK m. 38 hükmünde düzenlenmiştir.

2.3.2.2 Aracı Kurumlara İlişkin Şartlar

Yatırım kuruluşları birer güven kuruluşu olup bu güveni tesis ve yatırımcıların korunması amacıyla bu kurumların kuruluşlarına ilişkin özel şartlar getirilmiştir[285]. Bir diğer ifadeyle, aracı kurumların kuruluş şartlarına ilişkin olarak "ihtiyatlı düzenleme" yaklaşımı söz konusudur[286]. Aracı kurumlar, normal bir anonim ortaklıktan farklı özelliklere sahip olmalıdır[287]. Aracı kurumlar, güven sağlama amacına yönelik olarak sermaye piyasasına özgü kuruluşlar olarak tasarlanmıştır[288]. Bu bağlamda aracı kurumların kuruluş şartları, kurucularında bulunması gereken özellikler ve sair bazı şartlar Kanun'da ve ikincil mevzuatta düzenlenmiştir. 6362 sayılı SerPK m. 43 hükmünde, aracı kurumların kuruluşuna Kurulca izin verilebilmesi için gerekli şartlar[289]; m. 44 hükmünde, aracı kurumların kurucularına ilişkin şartlar; m. 45 hükmünde, faaliyette bulunulmasına ilişkin şartlar; m. 46 hükmünde ise teminatlar, yatırımcı varlıkları ve kullanım esaslarına ilişkin bazı şartlar düzenlenmiştir.

Aracı kurumların kuruluşuna ilişkin getirilen şartlar şu şekildedir;

---

[284] **Adıgüzel,** s. 279.
[285] **Turanboy,** Yatırım Kuruluşları, s. 89-90; **Ata,** s. 79; **Kaytaz,** s. 211.
[286] Böylece aracı kurumların sermayesinin ve ortaklık yapısının risk altına girmesinin önlenmesi hedeflenmekte; riskli yapılı ve sermayesi sağlıklı olmayan ortaklıkların aracı kuruluş sıfatını haiz olması engellenerek, sermaye piyasalarındaki riskin artmasının önlenmesi amaçlanmaktadır. Bkz. **Kankoç Aydın**, s. 74.
[287] **Turanboy,** Yatırım Kuruluşları, s. 89.
[288] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 38.
[289] "Kuruluş şartları" başlıklı 43'üncü madde bankalar hariç olmak üzere diğer yatırım kuruluşları ve aracı kurumlara ilişkindir. Bkz. **Günal/Okat,** s. 264-265.

1-) Anonim ortaklık şeklinde kurulmaları: Aracı kurumların kuruluşuna SPK tarafından izin verilebilmesi için anonim ortaklık şeklinde kurulmaları gerekmektedir (SerPK m. 43/1-a)[290]. Gerçek kişiler ve diğer ortaklık tipleri aracı kurum kuramazlar. Anonim ortaklık, TTK m. 329 hükmünde *"sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirket"* olarak tanımlanmaktadır. SerPK'da öngörülen bu düzenleme ile sermaye piyasalarında güvenin ve şeffaflığın güvenceye alınması amaçlanmıştır[291]. Ayrıca ifade edilmelidir ki Türk hukukunda kural olarak anonim şirketler TTK hükümlerine göre kurulurken sermaye piyasası kurumları izin sistemiyle (SPK izniyle) kurulur[292].

2-) Sermayeye ilişkin şartlar: 6362 sayılı Kanun aracı kurumların sermaye yapısına ilişkin düzenlemelere de yer vermektedir[293]. Aracı kurumların paylarının tamamının nama yazılı olması gerekir (SerPK m. 43/1-b). Bu düzenleme, aracı kurum ortaklarının ve yönetim üstünlüğünü elinde bulunduran pay sahiplerinin bilinmesine yardımcı olmaktadır[294]. Böylelikle sermaye piyasalarında aranan şeffaflık ve güvenilirliğinin sağlanmasına bir adım daha yaklaşılmaktadır[295].

Aracı kurumların paylarının nakit karşılığı çıkarılması gerekir (SerPK m. 43/1-c). Kişisel emek, ticari itibar, taşınır ve taşınmaz mallar, fikri mülkiyet hakları gibi malvarlığı unsurları sermaye olarak getirilemez[296]. Bu sayede aracılık işlemlerini yürütebilmek için yeterli nakit birikimi sağlanmakta ve ayni sermaye konulmasından doğabilecek değer biçme, ana sözleşmeye geçirilmesi, ifasını sağlayıcı işlemlerin yapılması gibi tehlikeler önlenmektedir[297].

---

[290] Aracı kurumların yanı sıra, diğer sermaye piyasası kurumlarında da anonim ortaklık modelinin benimsendiği görülmektedir. Çünkü anonim ortaklık dışındaki diğer modeller mali bakımdan yeterli güvenceyi taşımamaktadır. Bkz. **Kaytaz,** s. 12.

[291] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 37-38; **Kaytaz,** s. 11; **Kankoç Aydın,** s. 76-77; Anonim şirketler, özellikle büyük ölçekli işletmelerin tercih ettiği, organizasyon ve işleyiş itibariyle profesyonel bir örgütlenmeye sahip bir şirket türüdür. Bkz. **Bozkurt,** Şirketler, s. 183.

[292] **Günal/Okat,** s. 39.

[293] TTK'da anonim ortaklıklar için öngörülmeyen bazı şartların, SerPK ile, yine anonim ortaklık olarak kurulan aracı kurumlar için öngörülmesi, TTK'nın özel kanun hükümlerini saklı tutan m. 330 hükmüne dayanmaktadır.

[294] **Kaytaz,** s. 211; **Ata,** s. 80.

[295] **Ata,** s. 81; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 45-46.

[296] TTK m. 342 hükmü uyarınca hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olamaz. Aynı TTK maddesine göre üzerlerinde sınırlı ayni bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen, fikrî mülkiyet hakları ile sanal ortamlar da dâhil, malvarlığı unsurlarının anonim şirkete ayni sermaye olarak konulabilmesi mümkün iken yine bir anonim ortaklık olan aracı kurumun paylarına SerPK m. 43/1-c hükmü uyarınca yalnızca nakden ödeme koşulu getirilmiştir. Bkz. **Ata,** s. 81.

[297] **Manavgat,** Aracı Kurumlar s. 44; **Tekinalp,** s. 81.

Aracı kurumlar için asgari bir sermaye koşulu da öngörülmüştür. Bu kuruluşların sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması gerekir (SerPK m. 43/1-ç). Böylelikle sermaye piyasasında belirli mali güce sahip anonim ortaklıkların faaliyet göstermesi sağlanmaktadır. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 8 hükmünde, aracı kurumlar, gerçekleştirdikleri yatırım hizmet ve faaliyetine göre sınıflandırılmışlardır. Buna göre, emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olan aracı kurumlar *"dar yetkili"*; işlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar *"kısmi yetkili"*; portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar *"geniş yetkili"* aracı kurumlar olarak sınıflandırılmıştır[298]. Aracı kurumlar; dar yetkili, kısmi yetkili ve geniş yetkili olarak bir sınıflandırmaya tabi tutulmuş ve bu sınıflandırmaya bağlı olarak, farklı asgari öz sermaye yeterlilikleri öngörülmüştür[299]. Böylece yatırım hizmet ve faaliyetlerinin bünyelerinde taşıdıkları riske göre aracı kurumun finansal açıdan yeterliliği noktasında bir denge yaratılmaktadır[300].

3-) Esas sözleşmeye ilişkin şartlar: Aracı kurumların esas sözleşmelerinin SerPK ve ikincil düzenlemelerde yer alan hükümlere uygun olması gerekir (SerPK m. 43/1-d). Aracı kurumlar, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 8 hükmü uyarınca esas sözleşmeleri ile SPK'ya kuruluş başvurusunda bulunmaktadır. Esas sözleşme değişikliklerinde de SPK'nın uygun görüşünün alınması zorunludur (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 8/3)[301].

Aracı kurumların ticaret unvanlarında yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini göstermesi amacıyla *"menkul değerler"* ya da *"menkul kıymetler"* ibarelerinden birinin bulunması zorunlu kılınmıştır (SerPK m. 44/3 ve III-39.1 sayılı Tebliğ m. 7/1). Geniş yetkili aracı kurumların *"yatırım menkul değerler"* veya *"yatırım menkul kıymetler"* ibarelerini kullanmasına izin verilmiştir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 7/1).

---

298 **Günal/Okat,** s. 230.

299 Asgari yeterlilikler için ayrıca bkz. https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2021&no=65 s.e.t. 11.04.2022.

300 **Ata,** s. 82; **Manavgat,** Aracı Kurumlar s. 43; **Kankoç Aydın,** s. 73; **Çetin, Nusret** (2016) 'Bankaların Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri', Prof. Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 713.

301 Anılan düzenlemenin, TTK m. 333'de yer alan anonim şirketin kuruluşu ve esas sözleşme değişikliklerinin Gümrük ve Ticaret Bakanlığı dışında herhangi bir makamın iznine bağlanamayacağı düzenlemesi karşısında bir çelişki yarattığı düşünülecek olsa bile SerPK'nın özel kanun olması (SerPK m. 2/2) ve TTK'nın *"Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır."* (TTK m. 330) hükmü bu çelişkiyi kaldırmakta ve SPK'nın yetkisini meşru kılmaktadır.

4-) Kuruculara ilişkin şartlar: Aracı kurumların kurucularının SerPK ve ilgili düzenlemelerde yer alan şartları taşımaları gerekmektedir (SerPK m. 43/1-e). Böylelikle, olumsuz izlenim yaratabilecek kişilerin, güven esasına dayalı sermaye piyasalarında faaliyet göstermesinin önüne geçilmeye çalışılmakta; gerekli dürüstlük ve itibara sahip kişiler tarafından bu işlemlerin gerçekleştirilmesinin sağlanması amaçlanmaktadır[302].

Aracı kurumların kurucu ortaklarında aranan şartlar SerPK m. 44 hükmünde düzenlenmiştir. Aracı kurumların tüzel kişi kurucu ortaklarının ve şartları Kurulca belirlenecek önemli etkiye sahip ortaklarının da SerPK m. 44/2 hükmü uyarınca kurucular için getirilen şartları taşıması zorunludur.

5-) Ortaklığa ilişkin şartlar: Aracı kurumların ortaklık yapısının, açık ve şeffaf olması gerekir (SerPK m. 43/1-f).

Aracı kurumların, kuruluş sırasında SPK'dan aldıkları izin, ön izin mahiyetindedir[303]. Aracı kurumların, Kanun'da ve ilgili mevzuatta öngörülen kuruluş şartlarını yerine getirmiş olmaları, yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunabilmeleri için tek başına yeterli olmamaktadır. Aracı kurumların faaliyette bulunulmasına ilişkin getirilen şartlar ise şu şekildedir: SerPK ve ilgili mevzuatta öngörülen kuruluş şartlarını yerine getiren kuruluşların, kuruluş iznini aldıktan sonra altı ay içinde Kurul'a faaliyet izni almak üzere başvurmaları gerekmektedir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/1)[304]. Aracı kurumların yanı sıra, kuruluş iznini 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na göre BDDK'dan almış bankaların da sermaye piyasalarında faaliyet gösterebilmeleri için SPK'dan faaliyet izni almaları gerekmektedir. Faaliyet izni alma zorunluluğu SerPK m. 39 hükmünde *"Yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için Kuruldan izin alınması zorunludur."* şeklinde düzenlenmiştir. Yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurulca izin verilenlere, icra edecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri için yetki belgesi verilmektedir (SerPK m. 40/1). Yetki belgesi alınmadan faaliyete başlanamaz (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/5 son cümle).

Faaliyet izni için öngörülen şartlar her ne kadar faaliyet şartları olarak belirtilmişse de ÜNAL'a göre bunlar aynı zamanda aracı kurumların kuruluş şartlarıdır. Yazarın isabetle

---

[302] Bu şartların sadece kurucular için öngörülmesi amaca elverişli değildir. Bu şartlar yalnızca kurucu pay sahipleri için değil aracı kurumun tüm pay sahipleri için aranmaktadır (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 9). Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 47; **Ata,** s. 84.

[303] Bu izin sadece kuruluş işlemleriyle sınırlıdır. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 93.

[304] Altı ay içerisinde faaliyet izni alınmaması durumunda faaliyet izni alma hakkı düşer. Kurul, gerekli görmesi durumunda bu süreyi toplam bir yılı aşmamak üzere uzatabilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 17/1 son cümle).

belirttiği üzere, faaliyette bulunmayan bir aracı kurumun kuruluşundan bahsetmek doğru olmayacaktır[305]. Ayrıca, kuruluş şartlarının devamlılığı da faaliyet şartı niteliğindedir.

Yatırım kuruluşlarının faaliyette bulunmasına ilişkin yükümlülükler, uyulacak ilke ve esaslar SPK tarafından belirlenmektedir (SerPK m. 45/1). Konuya ilişkin III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nde detaylı düzenlemelere yer verilmektedir. Mezkûr Tebliğ'in m. 9 hükmünde, aracı kurumların faaliyet izni alabilmesi için aranan genel şartlar; m. 10 hükmünde, aracı kurumların organizasyon yapısına ilişkin aranan şartlar; m. 13 hükmünde, aracı kurumlarda çalışan personellere ilişkin şartlar; m. 14 ve 15 hükmünde genel müdür ve yardımcıları ile yönetim kurulunun taşıması gereken şartlar düzenlenmiştir. Tebliğ'in m. 11 ve 12 hükmünde çıkar çatışması politikasının oluşturulmasına ve çıkar çatışmalarının önlenmesine ilişkin düzenlemeler de yer almaktadır[306].

Yatırım kuruluşlarının kuruluşlarına ve faaliyetlerine ilişkin aranan genel şartlara ek olarak, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 53 hükmünde çalışmamızın konusunu teşkil eden halka arza aracılık faaliyetine ilişkin bazı özel şartlar öngörülmüştür. Buna göre aracı kurum ile kalkınma ve yatırım bankalarının; sınırlı saklama hizmeti vermek üzere faaliyet izni almış veya bu izni almak üzere Kurula başvurmuş olması, aracılık yüklenimi veya en iyi gayret aracılığı faaliyeti için öngörülen asgari özsermaye yükümlülüğünü yerine getirmiş olması[307], halka arza aracılık faaliyetlerinin yürütülmesini teminen bir birim yöneticisini ve ona bağlı olarak çalışacak yeterli sayıda kurumsal finansman uzmanını görevlendirmiş olması gerekir. III-37.1 ve III-39.1 sayılı Tebliğler uyarınca, halka arza aracılık faaliyeti izni için istenen belgelere Kurul'un internet sitesinden ulaşılabilmektedir[308].

2.3.3. Bankalar

SerPK'da yer alan tanım gereğince yatırım kuruluşu kavramını aracı kurumlar ve bankalar oluşturmaktadır. Bankalar, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3 hükmünde *"mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları"* olarak ifade edilmektir. Sermaye piyasası mevzuatında da bankalar, Bankacılık Kanunu'nda yer alan

[305] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 99.
[306] Konumuz açısından önem teşkil eden halka arz aracılık faaliyetinde, yatırım kuruluşları, yatırımcılardan gelecek talebin artması veya bazı sair nedenlerle halka arz fiyatını olması gerekenden yüksek veya düşük belirleyebilmekte ve halka arza aracılık ettikleri kişi veya ortaklık lehine iyimser raporlar hazırlayarak bilgi asimetrisi yaratabilmektedir. Bkz. **Kankoç Aydın,** s. 93; **Günal/Okat,** s. 269-270.
[307] Bu şart kalkınma ve yatırım bankaları için aranmamaktadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 53/2).
[308] https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/8/9 s.e.t. 06.01.2022

düzenlemeye atıf yapılarak, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 3/1-b hükmünde *"19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununda tanımlanan mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları"* olarak tanımlanmıştır.

Bankalar, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 6 hükmü uyarınca kanunda öngörülen şartların yerine getirilmesi ve BDDK'nın izni ile kurulur. Bankalar, Bankacılık Kanunu kapsamında yer alan klasik bankacılık faaliyetlerine ilave olarak diğer kanunlarda öngörülen hükümler saklı kalmak kaydıyla 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 4'te belirtilen faaliyetleri yerine getirebilmektedir. Cevaz verilen faaliyetler arasında bazı sermaye piyasası faaliyetleri de yer almaktadır[309]. Bankaların bu tür faaliyetleri için 6362 sayılı SerPK hükümlerindeki şartlar ve SPK izni gerekecektir (6362 sayılı SerPK m. 39/5).

Kuruluşları ve faaliyetleri açısından 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamında ve BDDK denetim ve gözetimine tabi olan bankalar, yürüttükleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri bakımından 6362 sayılı SerPK hükümlerine ve SPK denetimine tabidir[310]. Bu husus, 6362 sayılı SerPK m. 136/5 hükmünde *"Kendi sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek veya halka arz etmeksizin satan bankalar ile bu Kanunda tanımı yapılan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunan bankalar, bu faaliyetleri ile sınırlı olarak, bu Kanun hükümlerine tabi olurlar."* şeklinde ifade edilmektedir.

Bankaların, sermaye piyasalarında faaliyet gösterebilmesi için 6362 sayılı SerPK m. 39/1 uyarınca SPK'dan faaliyet izni almaları gerekmektedir. Kurul ayrıca her bir yatırım hizmet ve faaliyetinin, sermaye piyasası aracı veya yatırım hizmet ve faaliyeti bazında ayrı kuruluşlar tarafından yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya yetkilidir (SerPK m. 39/1 son cümle). SPK'dan faaliyet izni alan bankalar, yetkili oldukları yatırım hizmet ve faaliyetlerini yürütebilecektir.

Bankaların yürütebileceği yatırım hizmet ve faaliyetleri açısından 6362 sayılı SerPK m. 39/9 hükmünün irdelenmesi yerinde olacaktır. Kanun tasarısı aşamasında bankaların yürütebileceği yatırım hizmet ve faaliyetleri tartışma konusu olmuş ve eklenen bu fıkra ile

---

309 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 4'üncü maddesinde, *"i) ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı; vadeli işlem sözleşmelerinin, opsiyon sözleşmelerinin, birden fazla türev aracı içeren basit veya karmaşık yapıdaki finansal araçların alımı, satımı ve aracılık işlemlerinin, j) sermaye piyasası araçlarının alım ve satımı ile geri alım veya tekrar satım taahhüdü işlemlerinin, k) sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık işlemlerinin, l) daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık maksadıyla alım satımının yürütülmesi işlemlerinin, n) yatırım danışmanlığı işlemlerinin, o) portföy işletmeciliği ve yönetimi işlemlerinin"* bankalar tarafından yerine getirilebileceği düzenlenmiştir.

310 **Çetin,** Bankalar, s. 711-712; **Günal,** Sermaye Piyasası, s. 57; **Yasaman,** s. 119; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 24; **Günal/Okat,** s. 225.

bankaların yürütebilecekleri yatırım hizmet ve faaliyetleri düzenlemeye kavuşmuştur[311]. Anılan hüküm şu şekildedir: *"Bu Kanunun 37 nci maddesinin (a), (b), (c), (ğ) ve (h) bentlerinde sayılan yatırım hizmet ve faaliyetleri bankalarca da yürütülebilir. Yatırım ve kalkınma bankaları aynı maddenin (ç), (d), (e) ve (f) bentlerinde sayılan hizmetleri de sunabilir. Bankaların aynı madde kapsamında yürütecekleri yatırım hizmet ve faaliyetlerine ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir. İşbu hizmet ve faaliyetlerde Kurul, sermaye piyasası araçlarının ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun görüşüyle bankaların niteliklerine göre farklı usul ve esaslar belirleyebilir."* Buna göre bankalar; sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması, Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması konularında hizmet sunabileceklerdir. Bu faaliyetlere ek olarak yatırım ve kalkınma bankaları[312]; portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi faaliyetlerini de yürütebilmektedir. Aracılık faaliyetleri cephesinden baktığımızda, konumuz açısından önem teşkil eden halka arza aracılık faaliyeti yalnızca yatırım ve kalkınma bankaları tarafından yerine getirilebilirken alım satıma aracılık faaliyeti her tür banka tarafından yerine getirilebilir[313].

SerPK m. 39/9 hükmünde bankaların aracılık faaliyetinde bulunabilmesi için bir sınırlamaya yer verilmemesine karşılık, III-37.1 sayılı Tebliğ ile bir takım sınırlandırmalar getirilmiştir. Emir iletimine aracılık faaliyeti bankalar tarafından kaldıraçlı işlemler

---

311 **Çetin,** Bankalar, s. 707.

312 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3 hükmünde "banka", mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları olarak tanımlanmıştır. Mevduat bankaları, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3 hükmünde *"bu Kanuna göre kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleri"* şeklinde tanımlanmıştır. Katılım bankaları, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3 hükmünde *"bu Kanuna göre özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleri"* şeklinde tanımlanmıştır. Yatırım ve kalkınma bankaları, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3 hükmünde *"bu Kanuna göre mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleri"* şeklinde tanımlanmıştır. Yatırım ve kalkınma bankaları, ticaret bankalarının aksine mevduat kabul etmeyen bankalardır. Bu tür bankalar kendi özkaynakları ve diğer mali kaynaklardan topladıkları fonları genellikle orta ve uzun vadeli yatırımlara kanalize ederler. Bkz. **Yasaman,** s. 118; Bankacılık Kanunu yatırım ve kalkınma bankalarını tek tür olarak düzenlemiştir. Bkz. **Günal/Okat,** s. 224.

313 **Ata,** s. 77.

hariç olmak üzere yapılabilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 12). İşlem aracılığı faaliyeti bankalar tarafından paylar, kaldıraçlı işlemler ile pay endekslerine ya da paylara dayalı türev araçlar hariç olmak üzere sermaye piyasası araçları üzerinde yapılabilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 17). Bankaların, paylar, kaldıraçlı işlemler ile pay endekslerine ya da paylara dayalı türev araçlara ilişkin olarak işlem aracılığı faaliyetinden; mevduat ve katılım bankalarının da halka arza aracılık faaliyetinden uzak tutulduğu görülmektedir[314]. Yatırım ve kalkınma bankaları, yaptıkları işlemler itibariyle bir sermaye piyasası kuruluşu olarak tam bir aracı niteliğindedir[315].

İlgili düzenlemeler ışığında, konumuz açısından önem teşkil eden halka arza aracılık faaliyetinin aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları tarafından gerçekleştirilebildiği anlaşılmaktadır. Mevduat ve katılım bankaları SerPK m. 39/9 hükmü gereğince halka arza aracılık hizmetini sunamamaktadır.

2.3.4. Aracı Kurumların ve Bankaların Sermaye Piyasasındaki Yeri

Bankalar, mali piyasanın genelinde faaliyet gösterebilen, çok yönlü işlemler yapabilen kuruluşlar olup aracı kurumlar ise sermaye piyasasına özgü kuruluşlardır[316]. Her ne kadar sermaye piyasalarında yatırım hizmetlerinin münhasıran yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirildiğini ve yatırım kuruluşu kavramının da aracı kurumlar ve bankalardan teşekkül ettiğini yukarıda ifade etmiş olsak da önemle ifade etmeliyiz ki ülkemizde sermaye piyasalarının temel oyuncusu bankalar değil aracı kurumlardır[317]. Nitekim bankaların da sermaye piyasası faaliyetlerini sahibi oldukları aracı kurumlar ile yürüttüğü görülmektedir[318]. Günümüz uygulamasında aracılık faaliyetlerinin adeta aracı kurumlara

---

[314] Bu yaklaşımın nedeni, çıkar çatışmalarının ve bilgi asimetrisinin önlenmesi amacına dayanmaktadır. Detaylı açıklama için bkz. **Kankoç Aydın,** s. 96 vd.

[315] **Arı,** s. 23-24.

[316] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 34.

[317] **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 47; **Adıgüzel,** s. 277; **Çetin,** Bankalar, s. 712; **Ata,** s. 78; **İnceoğlu,** s. 20; Dünyadaki uygulamaya bakıldığında, yatırım bankaları, sermaye piyasalarında öncü rol oynarken, ülkemizde aracı kurumlar daha aktif bir konumdadır. Bu durumun gerekçesi, ülkemizde sermaye piyasalarının gelişimindeki öncü rolü pay piyasalarının üstlenmesi olarak görülmektedir. Nitekim sermaye piyasalarımızın gelişiminde en önemli araç borsada işlem gören paylar iken, Borsa İstanbul nezdindeki pay piyasasında uzun bir müddet aracı kurumlar bu payların alım satımına aracılık edebilmiş; bankalar ise bu konuda yakın tarihe kadar yetki sahibi olmadığından, aracı kurumlar daha fazla ön plana çıkabilmiştir. Bkz. **Çetin,** Bankalar, s. 712; 14.01.2016 tarih 29593 sayılı Resmi Gazete'de yapılan değişiklik ile yatırım ve kalkınma bankalarının da pay piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmasına olanak tanınmıştır. Böylelikle yatırım ve kalkınma bankaları ile aracı kurum arasındaki pay piyasasındaki yer alan bu farklılık ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Ancak, III.37-1 sayılı Tebliğ 'de yer alan bazı sınırlamalar bu farkın tamamen kalkmasına engel niteliğindedir. Bkz. **Ata,** s. 78.

[318] Esasında bu olayın temeli SPK'nın 15.08.1996 tarihli toplantısında bankaların aracılık faaliyetlerinin ayrı bir aracı kurum çatısı altında yürütülmesine karar vermesi sonucunda doğmuştur. Bu karar ile, bankaların aracılık faaliyetlerine devam edebilmesi için, mevcut aracı kurumlardan birini satın alma veya mevcut yetkilerini bir aracı kurum kurarak bu kuruma devretme yükümlülüklerinden birini yerine getirme şartı

özgü bir faaliyet haline geldiği de ifade edilmektedir[319]. Her ne kadar bankalar da aracı kurumlar gibi birer yatırım kuruluşu olsalar da bankaların gerçekleştirebileceği yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin aracı kurumlara nazaran daha sınırlı olduğu görülmektedir[320]. Bankaların esas faaliyet alanı tasarruf sahiplerinden mevduat toplamak olup, sermaye piyasalarındaki faaliyetleri ekseriyetle aracılık niteliğindedir[321].

ESerPK m. 32'de sermaye piyasası kurumları sayılırken bankalar bağımsız olarak zikredilmemiştir. MANAVGAT'a göre bu husus, bankaların sermaye piyasasındaki faaliyetlerinin ikinci planda görülmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca kendilerine özgü mevzuata sahip olan bankaların SerPK'ya da bütünüyle tabi olması yazara göre kanun koyucuda bir endişe yaratmıştır[322]. TEKİNALP ve ÜNAL ise bankaların sadece halka arz ve buna bağlı işlemleri yapıp, diğer aracılık faaliyetlerinde bulunmamalarının nitelik ve görevlerine uygun düştüğünü öne sürmüştür[323]. Kanaatimizce, geniş bir kitleye ulaşabilen bankaların, yürütebileceği sermaye piyasası faaliyetlerinin önemli ölçüde sınırlandırılması, sermaye piyasalarının gelişimine engel teşkil etmektedir. Buna karşılık, bankaların, riskli sermaye piyasası faaliyetleri neticesinde mali durumlarının bozulabileceği de dikkate alınmalı ve finansal sistemin tehlikeye atılmaması için gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir. Nitekim esas faaliyet sahası tasarruf sahiplerinden mevduat toplamak olan bankaların, sermaye piyasalarındaki faaliyetlerinin önemli risk yaratacak nitelikte olmaması gerekmektedir. Aracı kurumların ana faaliyet alanı sermaye piyasaları olduğu için bankalardan farklı nitelikte ve yoğunlukta riske maruz kalması hayatın olağan akışı içindedir.

---

getirilmiştir. Her ne kadar Danıştay tarafından bu karar iptal edilse de (Danıştay 10. Dairesi'nin 3.11.1998 tarih ve E.1996/9498, K.1998/5507 sayılı kararı) bankalar kendi aracı kurumlarını kurarak (banka kökenli aracı kurumlar) veya mevcut aracı kurumlardan birini satın alarak sermaye piyasası faaliyetlerini bu yolla sürdürmeyi tercih etmişlerdir. Bkz. **Tanör,** Taraflar, s 252 ve 287; **Çetin,** Bankalar, s. 706; **Turanboy,** Yatırım Kuruluşları, s. 91; **Ata,** s. 72-74; **Çetin/Töremiş,** s. 82; **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 339; **Ayoğlu,** s. 173; **Karababa,** s. 123.

[319] **İnceoğlu,** s. 21.

[320] **Ata,** s. 75.

[321] **Ayli,** s. 16; Bankaların, temel varlık sebepleri bakımından risk yaratabilecek nitelikteki işlemleri yapmamasına yönelik bir yaklaşım sözkonusudur. Ünal'a göre bankalar bir aracı kurum olmayıp istisnai olarak Kanun gereğince aracılık faaliyetinde bulunabilen kurumlardır. Dolayısıyla yazar aracılık faaliyetleri çatısı altında bankaları inceleme konusu yapmamıştır. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 64.

[322] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 14-15; Yazar, bu durumun yanlış olduğunu ve bankaların sermaye piyasaları için önemli olduğunu ifade etmektedir.

[323] **Tekinalp,** s. 86; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 63; Tekinalp ve Ünal, halka arz ve halka arzın sağlanması için garantiler verilmesi gibi işlemlerin bankacılık uğraşının kapsamı içinde olduğunu ifade etmekte, menkul kıymet ve diğer bu tür evrakın alım satım uğraşlarının bankalara yabancı olduğunu ileri sürmektedir.

Çalışmamızın bu kısmında Kanun'daki sistematik bir çelişkiden söz etmekte fayda olacaktır. 6362 sayılı SerPK m. 3/1-a hükmünde aracı kurumların, Kanun'un 37'nci maddesinin *(a), (b), (c), (e) ve (f)* bentlerinde sayılan yatırım hizmet ve faaliyetlerini *"münhasıran"* gerçekleştireceği düzenlenmiştir. Ancak bir diğer yatırım kuruluşu olan bankaların gerçekleştirebileceği yatırım hizmet ve faaliyetlerinin düzenlendiği Kanun'un m. 39/9 hükmünü incelediğimizde Kanun'un 37'nci maddesinin *(a), (b), (c), (ğ) ve (h)* bentlerinde sayılan faaliyetlerin bankalarca da yürütülebileceği hatta yatırım ve kalkınma banklarının *(ç), (d), (e) ve (f)* bentlerinde sayılan hizmetleri de yürütebileceği hüküm altına alınmıştır[324]. Kanun'un m. 3/1-a hükmünde yer alan *"münhasıran"* ibaresi ile madde metninde sayılan yatırım hizmetlerinin sadece aracı kurumlar tarafından yapılabileceği anlaşılsa da Kanun'un m. 39/9 hükmünde bankaların yürütebileceği yatırım hizmetlerine ilişkin düzenleme bir çelişki yaratmaktadır. Nitekim III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in m. 12, 17 ve 22 hükümleri de Kanun'un m. 39/9 hükmünü doğrulamaktadır. Bu bağlamda Kanun'un m. 3/a hükmündeki *"münhasıran"* ibaresinin m. 39/9 hükmü ve Tebliğ hükümleri ile çeliştiği ileri sürülebilir[325].

2.3.5 Halka Arza Aracılık Faaliyeti

2.3.5.1. Tanım ve Kavram

Sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenler ile bu araçlara yatırım yapmak isteyenleri yetkili yatırım kuruluşları buluşturmaktadır. Yatırım kuruluşları tarafından gerçekleştirilen bu işlem *"halka arza aracılık faaliyeti"* olarak nitelendirilmektedir. Bu aracılık faaliyeti, 6362 sayılı SerPK'da, *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi"* (m. 37/1-e) ve "*sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi"* (m. 37/1-f) olarak düzenleme alanı bulmuştur. Halka arza aracılık; sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının, belli süre içinde, belli fiyatla halka satılması taahhüdünün çeşitli

[324] Buna göre bankalar, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımını gerçekleştirebileceği gibi sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi ile portföy saklanması faaliyetlerini de gerçekleştirebilecektir. Hükmün devamında yatırım ve kalkınma bankalarının bu hizmetlere ilaveten portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı ve halka arza aracılık faaliyetlerini de yerine getirebileceği ifade edilmiştir.
[325] **Memiş/Turan,** s. 160.

türlerini ihtiva eder[326]. Halka arza aracılık, yatırım kuruluşlarınca yapılan bir tür pazarlamadır[327].

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında, yatırım kuruluşlarından halka arza aracılık hizmetinin alınması zorunludur. Bu husus II-5.2 sayılı Tebliği m. 28 hükmünde *"Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, yetkili kuruluş veya bu kuruluşlardan oluşan konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi esastır. Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satışının ve bunlara ilişkin anapara, faiz ödemesi gibi benzeri yükümlülüklerin halka arza aracılık eden yetkili kuruluş veya diğer yetkili kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur."* şeklinde ifade edilmektedir. Bu aracılık faaliyeti SPK tarafından yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları tarafından gerçekleştirilebilir. (6362 sayılı SerPK m. 3/1-a ve m. 39/9, III-37.1 sayılı Tebliğ, m. 52, II-5.2 sayılı Tebliğ, m. 4/1-s).

Halka arza aracılık faaliyetinin ihraç veya halka arz sürecinin konusunda uzmanlaşmış kurumlar tarafından yürütülmesinin; sermaye piyasası araçlarının satılmamasına ilişkin riskin ihraççının üzerinden alınması, doğru ve etkin satış yöntemlerinin kullanılması, sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerinde fiyatlandırılmasının sağlanması ve halka arzın başarılı bir biçimde yürütülüp sonuçlandırılması gibi işlevleri bulunmaktadır[328].

Halka arza aracılık faaliyetine ilişkin detaylı düzenlemeler III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de yer almaktadır. Halka arza aracılık faaliyetinin tanımı ve türleri (m. 51), halka arza aracılık faaliyetinde bulunabilecek yatırım kuruluşları (m. 52), halka arza aracılık faaliyetine ilişkin özel şartlar (m. 53), halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar (m. 54), halka arza aracılık sözleşmesi (m. 55), aracılık konsorsiyumu (m. 56), konsorsiyum sözleşmesi (m. 57), sözleşme şartlarının uygunluğu (m. 58) Tebliğ ile hükme bağlanmıştır.

2.3.5.2. Türleri

2.3.5.2.1. Genel Olarak

Halka arza aracılık faaliyeti, yatırım kuruluşunun taahhüt ettiği edimin niteliği ve kapsamına göre alt türlere ayrılmaktadır. Kanun'da halka arza aracılık faaliyetinin

[326] **Tekinalp,** s. 79.
[327] **Acar,** s. 319.
[328] **Manavgat,** Halka Arz, s. 622; **Memiş/Turan,** s. 46; **Adıgüzel,** s. 58; **İnceoğlu,** s. 29; **Ayoğlu,** s. 165; **Tanör,** Halka Arz, s. 259; **Gökalp,** s. 57; **Karababa,** s. 84; **Ünal,** HAAO, s. 26.

yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın yani en iyi gayret aracılığı[329] şeklinde yapılabileceği ifade edilmektedir. Aracılık yüklenimi de bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi yüklenim ve kısmen tümünü yüklenim şeklinde kendi içinde alt türlere ayrılmaktadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51).

Tarafların, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimini seçme konusunda kural olarak bir mecburiyetleri bulunmamaktadır. İhraççı ve yatırım kuruluşu, aracılığın ne şekilde gerçekleştireceğine öncelikle ihraççının hedefleri ve eğilimleri doğrultusunda serbestçe karar vermektedir[330]. Örneğin, mali açıdan güçlü olmayan yatırım kuruluşlarının halka arza aracılığı yürüttüğü durumlarda bu kuruluşların sermaye piyasası araçlarının satılamamasını riskini taşıyamayacak olmaları tarafları en iyi gayret aracılığına itmektedir[331]. Aracılık yüklenimini tercih eden taraflar ise ihraçtan beklenen getirinin ihraççıya garanti edilmesini amaçlamaktadır[332]. Özellikle satışa sunulan araçların satılmama riskinin yüksek olduğu ilk halka arzlar gibi durumlarda, yüklenim aracılığı yürüten yatırım kuruluşu talep eksikliğini bertaraf etmekte ve payın olası bir değer kaybının önüne geçmektedir[333]. Nitekim halka arza aracılık faaliyetinin bir diğer işlevi de sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerine uygun olarak fiyatlandırılmasını sağlamaktadır[334].

Halka arz aracılık faaliyetinin tanımlandığı III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51 hükmünde yüklenimli aracılığın "kısmen bakiyeyi yüklenim" veya "kısmen tümünü yüklenim" şeklinde gerçekleştirilebileceği hükme bağlanmıştır. Halka arzın kısmen en iyi gayret aracılığı kısmen aracılık yüklenimi şeklinde gerçekleşebileceğine ilişkin bir hüküm yer almasa da böyle bir durumun mümkün olabileceği öğretide ifade edilmektedir[335]. Ancak Kurul, bazı durumlarda yüklenim aracılığını zorunlu tutabilecektir. Bu husus, SerPK m. 12/1'de *"...Kurul, satış süresi içinde satılamayan payların tamamının satın alınacağının ve bedellerinin ödeneceğinin ortaklığa karşı taahhüt edilmesini isteyebilir..."* şeklinde ifade edilmiştir. Nitekim VII-128.1 sayılı Pay Tebliğ'inde, halka açık olmayan ortaklıkların

---

[329] Kanun metninde "en iyi gayret" ibaresi yer almamakla birlikte, Tebliğ metninde "yüklenimsiz aracılık" kavramını ifade etmek üzere "en iyi gayret aracılığı" ibaresi kullanılmaktadır. Kanun metni, sermaye piyasası araçlarına yönelik herhangi bir mali risk yüklenilmemesi nedeniyle en iyi gayret aracılığını aracılık yüklenimi kavramının dışında bırakmıştır.

[330] **İnceoğlu,** s. 31; **Gökalp,** s. 96; Taraflar arasındaki anlaşmada, ihraççı ortaklığın tercihleri ve öncelikleri belirleyici olmaktadır. İhraççı, sermaye piyasası aracının değerinin olabildiğince yüksek olmasını ve bu sayede gerçekleştirilen satıştan iyi bir gelir elde etmeyi hedefler. Yatırım kuruluşu ise, yüklenim payını ve riskini azaltmak ve de satışı kolaylaştırmak amacıyla fiyatı düşük tutmak ister. Bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 277-278.

[331] **Tanör,** Halka Arz, s. 278; **Berzek,** s. 53; **Yasaman,** s. 110.

[332] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s.79; **Ayoğlu,** s. 166.

[333] **Manavgat,** Halka Arz, s. 622.

[334] **Ayoğlu,** s. 168.

[335] **Ayoğlu,** s. 197; **İnceoğlu,** s. 75.

paylarının ilk halka arzında, kırk milyon lirayı aşmayan paylara yönelik aracılık yüklenimi konusunda bir zorunluluk öngörülmüştür[336]. Halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon liranın üzerinde olması durumunda, yüklenimde bulunulmasına ilişkin bir zorunluluk bulunmayıp, en iyi gayret aracılığı da tercih edilebilir[337].

2.3.5.2.2. En İyi Gayret Aracılığı

En iyi gayret aracılığı (*best effort underwriting*), 6362 sayılı SerPK m. 37/1-f hükmünde *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi"* olarak ifade edildikten sonra III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 51 hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulmasının, satılamayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesi veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması"* olarak tanımlanmıştır.

En iyi gayret aracılığı, en kısa tabirle, yatırım kuruluşunun herhangi bir taahhüt altına girmeden sermaye piyasası araçlarının satılmasına aracılık etmesidir. Yatırım kuruluşu; sermaye piyasası araçlarının izahnamede işaret edilen satış süresi içinde satılması için en iyi gayreti göstermekte, satılamayan sermaye piyasası araçları için herhangi bir taahhüt altına girmemektedir[338]. Satılamayan sermaye piyasası araçları ise daha önceden taraflarca belirlendiği şekilde ya satışı yapana iade edilir ya da bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılır. Bu aracılık türünde, sermaye piyasası araçlarının satılmaması riski yatırım kuruluşu tarafından üstlenilmemektedir.

En iyi gayret aracılığı faaliyetini yürüten yatırım kuruluşu, satılamayan sermaye piyasası araçlarına yönelik bir yüklenimde bulunmaz. Bununla beraber yatırım kuruluşunun tek yükümlülüğü, satış sürecine aracılık etmekten ibaret değildir. Yatırım kuruluşu pazarlama, tanıtım ve organizasyon faaliyetlerini yürütmek, sermaye piyasası aracının

---

[336] VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 5/5: *"Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklığın, ek satış hariç halka arz edilecek paylarının halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak piyasa değerinin; a) Yirmi milyon TL'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için, b) Yirmi milyon TL ile kırk milyon TL arasında olması durumunda ise, satılamayan payların yirmi milyona kadar olan kısmının tamamı, aşan kısmının ise yarısı için halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşların halka arz fiyatı üzerinden bu payları satın alacağına ilişkin olarak ortaklığa karşı yüklenimde bulunması ve izahnamenin Kurulca onaylanmasından önce yüklenim sözleşmesinin Kurula gönderilmesi zorunludur. Halka arz edilecek payların piyasa değerinin kırk milyon TL'nin üzerinde olması durumunda yüklenimde bulunma zorunluluğu yoktur. Payları GİP'te işlem görecek ortaklıklarda bu yükümlülük piyasa danışmanı tarafından da yerine getirilebilir. Bu fıkrada yer alan tutarlar, fiyat aralığı ile talep toplanması halinde taban fiyat esas alınarak hesaplanır."*

[337] **Manavgat,** Halka Arz, s. 622-623.

[338] **Tanör,** Taraflar, s. 280; **İnceoğlu,** s. 29; **Acar,** s. 319; **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 276; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 212; **Yasaman,** s. 110; **Arı,** s. 91; **Ayoğlu,** s. 188; **Kütükçü,** s. 440; **Kaytaz,** s. 93; **Gökalp,** s. 95.

fiyatını tespit etmek, izahname hazırlanması sürecinde aktif olarak rol almak, talep toplamak, SPK nezdindeki süreçleri yürütmek ve nihai olarak sermaye piyasası araçlarının satışını gerçekleştirmek gibi birçok edimi de yerine getirmektedir. Sermaye piyasası araçlarının satışına yüklenimde bulunmaksızın aracılık edilen en iyi gayret aracılığında, aracılık sözleşmesinin esas edimi bu tür çabalardan ibarettir[339]. Bu aracılık faaliyetinin karşılığı olarak da satış üzerinden muayyen bir oranda "komisyon" (kurtaj) denilen ücrete hak kazanılır[340]. Yatırım kuruluşunun üstlendiği risk daha az olduğu için bu aracılık türünde ücret de daha düşük olacaktır[341].

Tarafların en iyi gayret aracılığını seçmesinde farklı saikler söz konusu olabilmektedir[342]. Halka arz edenler penceresinden baktığımızda, en iyi gayret aracılığı, yüklenimli aracılık türlerine kıyasla daha az maliyetli bir aracılık türüdür. Ancak, yatırım kuruluşunun, satılamayan araçlara yönelik herhangi bir taahhütte bulunmaması durumu, sermaye piyasası araçlarının satılamaması riskini halka arz edenin bizzat kendisinin yüklenmesi anlamına gelmektedir. Riskleri üstlenmek istemeyen ihraççılar/halka arz edenler tarafından en iyi gayret aracılığına mesafeli yaklaşılmaktadır. Buna karşılık, toplum nezdinde yeterli bilinirliğinin olduğunu düşünen ve sermaye piyasası araçlarının tamamının satılacağına ilişkin bir beklentisi olan ihraççı/halka arz eden için en iyi gayret aracılığını tercih etmek, maliyet açısından daha isabetli olabilecektir[343]. Yatırım kuruluşları penceresinden baktığımızda en iyi gayret aracılığı, mali yönden güçlü olmayan yatırım kuruluşlarının risk üstlenmeksizin aracılık faaliyetlerinde bulunmalarına imkân sağlamaktadır. Öte yandan sermaye piyasası araçlarını halka arz eden ortaklığın tanınmamış olması durumunda sermaye piyasası araçlarının tamamının satılamaması riski gündeme gelebilecektir[344]. Böyle bir riski üstlenmek istemeyen yatırım kuruluşlarının kanaatimizce en iyi gayret aracılığını tercih etmesi gerekmektedir.

---

339 **Acar,** s. 319.
340 **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 606; **Ayoğlu,** s. 188; Buradaki ücret, vekilin ücreti şeklindedir. Ücretin "aracılık komisyonu" olarak adlandırılması taraflar arasında bir komisyonculuk sözleşmesi olduğu anlamına gelmemektedir. Bkz. **Mutlu Uşaklı**, s. 64.
341 **Tanör,** Halka Arz, s. 278; **Kaytaz,** s. 94; **Aksoy,** s. 38.
342 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 65; **Ünal,** Sözleşme, s. 102; **Arı,** s. 92; **Aksoy,** s. 37; **Kara,** s. 117, **Ayli,** s. 23.
343 **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 606; **Yasaman,** s. 110; **Ayoğlu,** s. 190.
344 **Kara,** s. 117; **Arı,** s. 92.

2.3.5.2.3. Yüklenim Aracılığı

2.3.5.2.3.1. Genel Olarak

Yüklenim aracılığı veya bir başka ifadeyle aracılık yüklenimi 6362 sayılı SerPK m. 37/1-e hükmünde *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi"* olarak ifade edildikten sonra III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m. 51 hükmünde *"bakiyeyi yüklenim", "tümünü yüklenim", "kısmen bakiyeyi yüklenim"* ve *"kısmen tümünü yüklenim"* olarak dört farklı alt grup halinde tanımlanmıştır. *"*Yüklenim*"* ibaresi bir satın alma taahhüdü veya peşinen satın alma mahiyetinde, sermaye piyasası hukukuna özgü bir kavramdır[345].

Aracılık yüklenimi, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının satın alınmasının ya da satış başlamadan önce tamamının satın alınarak daha sonra halka satılmasının ihraççıya ve/veya halka arz edene taahhüt edildiği aracılıktır[346]. Yatırım kuruluşu, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satılamayan kısmını satın alarak veya önceden tamamını satın almak suretiyle, sermaye piyasası araçlarının satılamamasına ilişkin riski, en iyi gayret aracılığının aksine, kendi üzerine almaktadır. Bu sebeple bu aracılık türleri öğretide *"aracılık yüklenimi"* olarak anılmaktadır[347]. Yatırım kuruluşunun, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının satılmama riskini üstlenmesi, bu aracılık türünün en önemli ve en belirgin özelliğidir[348]. AYOĞLU'nun ifadesiyle[349] *"...aracı kuruluş, sermaye piyasalarındaki bilgi birikimi, tecrübesi ve uzmanlığına dayanarak, piyasanın ihraç veya halka arza yönelik olarak vereceği tepkiye ilişkin belirsizlik ve piyasa koşullarında meydana gelebilecek olası değişikliklerden kaynaklanan riskleri üstlenmektedir."*

---

[345] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 81; **Ayoğlu,** s. 166; **Kaytaz,** s. 92; **Mutlu Uşaklı,** s. 62.
[346] **Kaytaz,** s. 96.
[347] 6362 sayılı SerPK öncesinde, öğretide yapılan başka bir tartışmaya değinmekte fayda vardır. Manavgat'a göre en iyi gayretin gösterileceğine ilişkin taahhüt aracılık yüklenimi olarak değerlendirilmez. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 79-81. Buna karşılık Yasaman ve Berzek, aracılık yükleniminin üç türde de söz konusu olduğunu ve en iyi gayret aracılığının da bir tür aracılık yüklenimi olduğunu ifade etmiştir. Yatırım kuruluşu, buradaki aracılık faaliyetinde en iyi gayreti gösterme yüklenimini taşımaktadır. Bkz. **Yasaman,** s. 112; **Berzek,** s. 56; Şayet yatırım kuruluşu satılamayan sermaye piyasası araçlarına ilişkin sözleşmede bir taahhütte bulunmadıysa yüklenimsiz aracılık sözleşmesinin varlığı söz konusudur. Ancak Ünal'a göre böyle bir taahhüt olsun veya olmasın, sözleşme, *"aracılık yüklenim sözleşmesi"*dir. Yazara göre, *"yüklenim (taahhüt)"* kavramı genel bir kavram olup aracılık faaliyetleriyle ilgili her türlü taahhüdü ihtiva edebilir. Bkz. **Ünal,** Sözleşme, s. 99; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 208.
[348] **Kara,** s. 119.
[349] **Ayoğlu,** s. 166.

Sermaye piyasası araçlarının satılması aracılığı yürüten kuruluş tarafından bir şekilde garanti edildiği için yüklenim aracılığı en iyi gayret aracılığından ayrılmaktadır. Nitekim İngiliz dilinde taahhüt, garanti, sigorta etmek anlamına gelen *"underwriting"* teriminin karşılık bulduğu tür aracılık yüklenimidir[350]. Satılamayan araçlara yönelik bir garanti getirilmesi, ihraççıların bu aracılık türüne yönelmesine neden olmaktadır. Piyasadaki bilinirliği yüksek olmayan bir şirketin karşılaşabileceği talep eksikliği ve bunun olumsuz sonuçları yüklenim aracılığı ile bertaraf edilmektedir.

Yüklenim aracılığında, aracılık faaliyetini yürüten kuruluş, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesine ilişkin aracılık faaliyetlerini yürütürken aynı zamanda sermaye piyasası araçlarının satılmama/satılamama riskini de üstlenmektedir. Yatırım kuruluşunun, bu riski üstlenme biçimine göre, aracılık yüklenimi; bakiyeyi yüklenim aracılığı, tümünü yüklenim aracılığı veya kısmen yüklenim aracılığı olarak ifade edilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51).

2.3.5.2.3.2. Tümünü Yüklenim Aracılığı

"Tümünü yüklenim aracılığı" veya bir başka tabirle *"kesin bağlantı aracılığı"*, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edilmesi"* olarak ifade edilmektedir. Bu şekilde gerçekleştirilen aracılık işleminde taraflar arasında *"tümünü yüklenim (kesin bağlantı aracılığı – firm commitment underwriting) sözleşmesi"* akdedilir[351]. Bu tür aracılıkta yatırım kuruluşu; satış başlamadan evvel, sermaye piyasası araçlarını, bedellerini ödemek suretiyle satın aldığından, bu araçların satılamamasına ilişkin risk[352] tümüyle yatırım kuruluşu tarafından üstlenilmektedir[353].

---

[350] Hukukumuzdaki *"aracılık yüklenimi"* kavramı, Anglosakson hukukundaki *"underwriting"* kavramından gelmektedir. Anglosakson hukukunda, sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzına aracılık faaliyetini tanımlamak üzere taahhüt etmek, sigorta etmek anlamına gelen *"underwrite"* ibaresinin kullanıldığı görülmektedir. Amerikan hukukunda *"underwriting"* şeklinde isimlendirilen aracılık yükleniminin, en iyi gayret aracılığını da kapsamasına karşılık, hukukumuzda *"en iyi gayret aracılığı"* ve *"aracılık yüklenimi"* farklı kavramlar olarak düzenlenmektedir. Bkz. **Kara,** s. 109; **Kaytaz,** s. 93; **Ünal,** Sözleşme, s. 90; **Tekinalp/Çamoğlu,** s. 47.

[351] Manavgat'a göre bu aracılık türü gerçek bir yüklenimi içermekle beraber bu durumda bir aracılık sözleşmesi yapılmamaktadır. Yazara göre, yatırım kuruluşu kendi nam ve hesabına aracılık yaparken, ortaklığın ihraç ettiği sermaye piyasası aracını tümüyle almakta ve kendi satmaktadır. Bu aşamalarda alım satım ilişkisi doğmaktadır ve alım satım sözleşmesi yapılması yeterli olmaktadır. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 65.

[352] Sermaye piyasası araçlarının istenilen kar marjıyla satılamaması, piyasa koşullarının değişmesi, pazarlama ve fiyatlama sorunlarının oluşabilmesi, ulusal veya uluslararası olumsuz ekonomik gelişmeler ve sektörel riskler gibi bazı riskler söz konusudur. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 65; **Kara,** s. 123.

[353] **Ayoğlu,** s. 194; **Aksoy,** s. 39; **Kara,** s. 123; **Kaytaz,** s. 98.

Satın alınan sermaye piyasası araçlarının halka satılması, ihraççı ve/veya halka arz edenden bağımsız yürütülmektedir. Yatırım kuruluşu, ihraççıdan ve/veya halka arz edenden satın aldığı araçları; kendi namına ve hesabına, kendi belirlediği fiyattan, istediği zamanda ve istediği miktarda, bilahare halka satmaktadır[354]. Yatırım kuruluşu bu satış için belli bir süreye tabi olmadığı gibi bu araçları tamamen satmak zorunda da değildir[355]. Hatta stratejik bakımdan uygun görmesi durumunda, bu araçları satışa çıkarmayarak, yerine göre, elinde tutma hakkı da bulunmaktadır[356]. Hatta AYOĞLU'na göre piyasa koşullarındaki değişime ya da başkaca bir ticari değerlendirmeye bağlı olarak halka satışın gerçekleştirilmemesi durumunda, bu araçların halka satılması dava edilebilir bir edim olmayıp ihraççı ve/veya halka arz eden tarafın bu araçları elden çıkarma noktasında yatırım kuruluşunu zorlaması mümkün değildir[357].

Tümünü yüklenim aracılığı faaliyetinde, sermaye piyasası araçları her ne kadar yatırım kuruluşu tarafından bilahare halka arz edilse de en nihayetinde bu araçların halka arz kapsamında yatırımcılara satılması gerekmektedir. Sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunun elinde bulunduğu süre boyunca, çok sayıda ve belirsiz kişilere satış (halka satış) gerçekleştirilmediği için ortaklık açısından halka arz kanaatimizce henüz tamamlanmamış durumdadır. Halka arz eden taraf her ne kadar halka arzdan beklemiş olduğu finansmanı peşinen elde etmiş olsa da aynı zamanda piyasadaki tanınırlığını ve değerini artırmak veya halka arz edilen araçlar açısından aktif bir ikinci el piyasasının da oluşmasını isteyebilmektedir. Bu bakımdan halka arzın tamamlanmasında bir menfaati söz konusudur. Bu yüzdendir ki AYOĞLU tarafından öne sürülen, halka satışın gerçekleştirilmemesi durumunda bu araçların halka satılmasının dava edilemeyeceği şeklindeki görüşe katılmamaktayız. Bu tip aracılık faaliyeti de diğer aracılık faaliyetlerinde olduğu gibi halka arzın gerçekleştirilmesi amacıyla yapılmaktadır. Satışın gerçekleştirilmiyor olması da halka arza aracılık faaliyetinin amacına aykırılık teşkil edeceğinden makul bir sebep olmaksızın satışı erteleyen veya iptal eden yatırım kuruluşunun kanaatimizce bir sorumluluğu gündeme gelebilecek ve bu hususta halka arz eden tarafın bir talep hakkı olabilecektir. Böyle bir uyuşmazlık konusuyla karşılaşılmaması için taraflar arasında akdedilen halka arza aracılık sözleşmesinde halka arzın ne zaman gerçekleştirileceğine ilişkin düzenlemelerin dikkatli bir şekilde hazırlanması gerekmektedir.

---

354 **Tanör,** Halka Arz, s. 279; **Ayoğlu,** s. 196; **Yasaman,** s. 111; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 608.
355 **Ünal,** Sözleşme, s. 103; **Kara,** s. 124.
356 **Ayoğlu,** s. 196; **Tanör,** Halka Arz, s. 279.
357 **Ayoğlu,** s. 235.

Yatırım kuruluşu bu tip aracılıkta sermaye piyasası araçlarını kendi mülkiyetine geçirmek amacıyla satın almamaktadır. Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarını kendi nam ve hesabına alıp satarken, yatırım saikiyle değil, ticari amaçla hareket etmektedir[358]. Altını çizmekte fayda vardır ki, aracılık faaliyetini yürüten kuruluş, bu araçları satış başlamadan önce satın almış bulunsa da satın aldığı araçları halka tekrar satmayı da taahhüt etmektedir. Dolaylı da olsa yine de aracılık faaliyetinde bulunulmaktadır[359]. Dolayıyla, bu tür aracılığın gerçek anlamda aracılık olmadığına ilişkin öğretide ileri sürülen görüşlere[360] katılmamaktayız.

Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarını iskontolu fiyattan satın alıp daha sonra halka satarak alım satım arasındaki farktan kazanç elde etmektedir[361]. İhraççı cephesinden bakıldığında, sermaye piyasası araçlarının bedeli, satıştan önce tam ve nakden ödediğinden, beklenilen finansman peşinen elde edilmektedir[362]. Böylece, sermaye piyasası araçlarının satılamamasına ilişkin riskleri tümüyle yatırım kuruluşu üstlenmektedir[363]. Türk sermaye piyasalarında yatırım kuruluşlarının genelde bu ölçekte bir maddi gücü olmadığı için bu tip aracılık türüne neredeyse hiç rastlanılmamaktadır[364]. Yatırım kuruluşlarının bu riski tek başına üstlenmekten çekindikleri durumlarda aracılık konsorsiyumları oluşturdukları gözlemlenmektedir. Nitekim riskin daha yüksek olması sebebiyle, aracılık konsorsiyumları tümünü yüklenim sözleşmelerinde daha çok tercih edilmektedir[365].

2.3.5.2.3.3. Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı

Yatırım kuruluşu, tümünü yüklenim aracılığında olduğunun aksine sermaye piyasası araçlarını baştan satın almayıp, satış işlemi tamamlandıktan sonra satılamayan kısmı satın alacağını taahhüt ederek de yüklenimli halka arza aracılık faaliyetini gerçekleştirebilir. *"Bakiyeyi yüklenim aracılığı"* veya bir başka tabirle *"tam aracılık"*, III-37.1 sayılı Tebliğ

---

358 **Kara,** s. 124.
359 **Kara,** s. 124; İnceoğlu'na göre, yatırım kuruluşunun kendi nam ve hesabına hareket etmesi durumunda bir aracılıktan bahsedilmesi çelişki yaratsa da sermaye piyasası araçlarının alım satımı söz konusu olduğu için dolaylı da olsa aracılık söz konusudur. Bkz. **İnceoğlu,** s. 27;
360 Yatırım kuruluşunun, bu araçların alım ve satımından doğan fiyat farklılığından kazanç elde ettiğinden hareketle aslında burada bir aracılık sözleşmesinin olmadığı, alım satım veya alım satım vaadi sözleşmesinin söz konusu olduğu ileri sürülmektedir. Bkz. **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 608; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 65.
361 Bu bedel, komisyondan ziyade fiyat farkı (spread) niteliğindedir. Bkz. **Tanör,** Halka Arz, s. 279.
362 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 65; **Yasaman,** s. 111; **Ayoğlu,** s. 194.
363 Yatırım kuruluşunun, satılamayan sermaye piyasası araçlarına ilişkin tüm riskleri üzerinde taşıması, bu aracılık türünün gerçek bir aracılık yüklenimi olduğunu ortaya koymaktadır. Bkz. **Kaytaz,** s. 99.
364 **Tanör,** Halka Arz, s. 279; **Ayoğlu,** s. 196; **Aksoy,** s. 40; **Kankoç Aydın,** s. 162; Bu tür yüklenim ABD'de sıklıkla uygulanmaktadır. Bkz. **Berzek,** s. 53.
365 **Kara,** s. 123; **Tanör,** Halka Arz, s. 278.

m. 51/1-a hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının satış yapana karşı taahhüt edilmesi"* olarak ifade edilmiştir[366]. Bu şekilde gerçekleştirilen aracılık işleminde taraflar arasında *"bakiyeyi yüklenim (tam aracılık- stand-by underwriting, old-fashioned, strict underwriting) sözleşmesi"* akdedilir.

Yatırım kuruluşu tarafından getirilen taahhüt, satış süresi sonunda satılamayan araçların satın alınıp bedellerinin tam ve nakden ödenmesi güvencesini kapsamaktadır[367]. Belirlenen süre zarfında sermaye piyasası araçlarının tamamının satılması durumunda ise aracılık faaliyetini yürüten kuruluşun ihraççıya karşı ayrıca bir yükümlülüğü doğmamaktadır[368].

Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmekle birlikte, aynı zamanda satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınacağı garantisini de vermektedir. Bu taahhüt kesin garanti anlamında bir taahhüttür[369]. Yatırım kuruluşu böyle bir taahhütte bulunmakla ihraççının ve/veya halka arz edenin üzerindeki riski üstlenmektedir ve bir bakıma sermaye piyasası araçlarının tümünün satılamaması riskine karşı sigorta görevi görmektedir[370]. Nitekim bu husus ihraççının sermaye piyasası araçlarının satılamama riskini sigorta ettirdiği şeklinde de yorumlanmaktadır[371]. Satış sonunda satılamayan sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunca satın alınması, mülkiyetin yatırım kuruluşuna geçirilmesinden ziyade halka arzın tamamlanabilmesini amaçlayan bir işlemdir[372].

Satılamayan sermaye piyasası araçlarının bedelleri, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51 hükmü uyarınca tam ve nakden ödenmektedir. Ödemenin takside bağlanması veya ayni şekilde yapılması anılan hüküm karşısında mümkün değildir[373]. Yatırım kuruluşu bu bedeli öderken alacağı komisyon bedelini, ücreti ve diğer masrafları mahsup edebilir[374]. Satılamayan

---

366 2499 sayılı EserPK m. 7/2 hükmü uyarınca hisse senetlerinin halka arza aracılığında bu tür aracılık öngörülmekteydi. Üç ay sonunda hisse senetlerinin tamamen satılacağına veya satılamayan kısım olursa bu kısmın da aracılık faaliyeti yürüten kuruluş tarafından satın alınacağına ilişkin zorunlu bir taahhüt verilmekteydi. **Meral, Nevin** (2020) 'Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk' (Doktora), İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 459.
367 **Aytaç,** Çok Ortaklı Şirketler, s. 246.
368 **Kara,** s. 120.
369 **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 605; **Ünal,** Sözleşme, s. 100.
370 **Berzek,** s. 53: Bu aracılık türüne uygulamada esas olarak İngiltere'de görülmektedir.
371 **Kaytaz,** s. 97.
372 **İnceoğlu,** s. 86: Nitekim yatırım kuruluşları da bu araçları bünyelerinde tutmaktan ziyade en uygun zamanda yatırımcılara satmayı amaçlamaktadır.
373 **Kara,** s. 120; **Yasaman,** s. 111; **İnceoğlu,** s. 111; Aksi yönde bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 289.
374 **Yasaman,** s. 110; **Kara,** s. 120.

sermaye piyasası araçlarına ilişkin ihraççıya tam ve nakden ödeme yapan yatırım kuruluşu, mali yapısını bozmaması şartıyla yatırımcılara bu araçları taksitle satabilir[375].

2.3.5.2.3.4. Kısmen Tümünü Yüklenim ve Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı

"Kısmen tümünü yüklenim aracılığı", III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edilmesi"* şeklinde ifade edilmiştir. Tümünü yüklenim aracılığından farklı olarak sermaye piyasası araçlarının tamamının değil, bir kısmının satın alınması söz konusudur.

"Kısmen bakiyeyi yüklenim aracılığı", III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının; halka arz yoluyla satışa sunulmasının ve satılamayan kısmın bir bölümünün satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının satışı yapana karşı taahhüt edilmesi"* şeklinde ifade edilmiştir. Bakiyeyi yüklenim aracılığından farklı olarak satılamayan sermaye piyasası araçlarının tümü için değil, bir kısmı için satın alma taahhüdü söz konusudur.

2.3.5.3. Halka Arza Aracılıkta Uyulacak Esaslar

Halka arza aracılık faaliyetini yürüten yatırım kuruluşu, her şeyden önce, Sermaye piyasası mevzuatında ve Kurul düzenlemelerinde yer alan kurallara ve esaslara uymakla yükümlüdür. Halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar, III-37.1 sayılı Tebliğ'in m. 54 hükmünde ayrıca düzenlenmiştir[376].

Halka arzlarda; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ve/veya halka arz eden gerçek veya tüzel kişiler ile yetkili yatırım kuruluşu veya yatırım kuruluşlarının dahil olduğu konsorsiyum arasında, yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmektedir. Halka arza aracılık işlemleri bu sözleşmede belirlenen esaslar çerçevesinde yürütülür (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-a ve m. 55).

Halka arza aracılık faaliyeti izahnamede, satışa ilişkin belgelerde, ilanlarda ve reklamlarda belirlenen esaslar çerçevesinde yürütülür (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-a). Yatırım kuruluşu, aracılık faaliyeti kapsamında sunulan hizmetler karşılığında alınan

[375] **Kaytaz,** s. 97; **Tanör,** Halka Arz, s. 487.
[376] **Ünal,** Sözleşme, s. 84; **Acar,** s. 322; **Günal/Okat,** s. 248; **Gökalp,** s. 57-58; **Kankoç Aydın,** s. 174 vd.

komisyon ve ücretler haricinde, kendisine ve/veya üçüncü kişilere menfaat sağlanmasına olanak tanıyacak işlemlerde bulunamaz (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-c).

Halka arza aracılık faaliyetini yürüten yatırım kuruluşu, halka arz işlemleri sırasında piyasa bozucu eylem niteliğinde olabilecek faaliyetlerde bulunamaz (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-b). Piyasa bozucu eylemler, 6362 sayılı SerPK m. 104 hükmünde *"Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler, bir suç oluşturmadığı takdirde, piyasa bozucu nitelikte eylem sayılır."* şeklinde ifade edilmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ile ilgili olarak, halka arzı gerçekleştirenler hakkında detaylı ve dikkatli inceleme yapma hususunda, yatırım kuruluşu en iyi gayret göstermekle yükümlüdür (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-d). Yatırım kuruluşu, yatırımcıların ihtiyaçlarına ve taleplerine uygun bir halka arzın gerçekleştirilmesi için en iyi gayreti gösterir[377].

Halka arz fiyatının, sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi noktasında yatırım kuruluşu azami özeni göstermek zorundadır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-e). Fiyat tespit raporunun hazırlanması sırasında SPK tarafından belirlenen değerleme standartlarına uyulur, halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin neden seçildiği ve bu yöntemler içerisinden fiyatın belirlenmesinde esas alınan yöntem veya yöntemlerin seçilme gerekçeleri açıklanır (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-e).

Halka arza aracılık faaliyetini yürüten yatırım kuruluşu, bu süreçte kamuya açıklanmamış bilgilere sahip olabilmektedir. Edinilen bu bilgilerin gizliliğinin sağlanması esastır. Bu kapsamda, bu bilgilerin hem kurum dışında hem de kurum içindeki diğer birimlerle paylaşılmasının engellenmesi gerekmektedir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-f).

[377] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 129; İhraççının veya halka arz edenin, piyasaya karşı şeffaflığının sağlanması konusunda da aracılık faaliyeti yürüten kuruluşun önemli bir yeri mevcuttur. Bkz. **Kankoç Aydın,** s. 179.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HALKA ARZA ARACILIK SÖZLEŞMESİ

3.1. Tanım ve Kavram

Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri yürüten yatırım kuruluşları, ilgili faaliyete göre, müşterilerle veya halka arz edenlerle bir takım yazılı sözleşmeler yapmaktadır[378]. Nitekim halka arza aracılık faaliyeti ve dolayısıyla halka arza aracılık sözleşmesi, Kurul'dan bu faaliyete ilişkin yetki belgesi almış yatırım kuruluşu veya bu kuruluşların oluşturduğu konsorsiyum ile ihraççı ve/veya halka arz edenler arasındaki bir akdi ifade etmektedir[379]. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında (ve hatta halka arz edilmeksizin satışlarda), aracılığın türü fark etmeksizin halka arz eden taraf ile yatırım kuruluşu arasında yazılı bir sözleşme yapılması gerekmektedir[380]. Halka arza aracılık sözleşmeleri, sermaye piyasası araçlarının halka satılması taahhüdünü içeren sözleşmelerdir. Genel itibariyle bir borçlar hukuku sözleşmesi olarak nitelendirilebilen halka arza aracılık sözleşmesi, taraflar arasındaki ilişkinin esaslarını düzenlemektedir.

Halka arza aracılık sözleşmesi, öğretide; Kurul'dan bu faaliyete ilişkin olarak yetki belgesi almış aracı kurum ya da yatırım veya kalkınma bankaları veya bunların oluşturduğu konsorsiyum ile ihraççı ortaklık veya hisse senetlerini halka arz eden gerçek veya tüzel kişi pay sahipleri arasında akdedilen; yatırım kuruluşunun ücret veya komisyon karşılığı halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının yatırımcılara satışına yüklenimli veya yüklenimsiz şekilde aracılık edilmesini taahhüt ettiği, yazılı bir aracılık sözleşmesi olarak ifade edilmektedir[381].

Kanun'da halka arza aracılık sözleşmesine ilişkin herhangi bir düzenlenme yer almamaktadır. III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in m. 55 hükmü ise *"Halka Arza Aracılık Sözleşmesi"* başlığı altığında bu konuya değinmektedir. Mezkûr hükme göre, *"Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ve/veya halka arz eden ile yetkili yatırım*

---

[378] **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 588-589; **Ünal,** Sözleşme, s. 85; **Aksoy,** s. 42; **Özbay, Çiğdem** (1999) Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, s. 7.

[379] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 79; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 184; **Yasaman,** s. 109; **Karababa,** s. 127.

[380] **Günal,** Araçlar Kurumlar, s. 278; **Ayoğlu,** s. 160; **Ünal,** Sözleşme, s. 86; **Karababa,** s. 127; **Arı,** s. 89; **Ayli,** s. 27; **Gökalp,** s. 59.

[381] **Yasaman,** s. 109; **Ünal,** Sözleşme, s. 88-89; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s 188; **Ayoğlu,** s. 159; **Kaytaz,** s. 91; **Arı,** s. 89.

kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurulca belirlenir."

Halka arza aracılık sözleşmesinin temeli, Anglosakson hukukunda yer alan *"underwriting"* müessesesine dayanmaktadır[382]. Sözlük anlamı ile "*underwrite*", insan hayatının ve malların sigorta edilmesi olarak ifade edilmektedir[383]. Nitekim mülga Kanun'un gerekçesinde de *"underwrite"* kavramına İngilizce olarak yer verilmiştir[384]. "*Underwriting",* sermaye piyasası araçlarının, belli süre içinde ve belirli bir fiyatla halka satılması taahhüdünün çeşitli türlerini kapsayan bir kavramı ifade etmektedir[385]. İhraççı ortaklık ile *"underwriter"* arasında bir *"underwriting sözleşmesi"* imzalanır[386].

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışına aracılık da mümkün olup sermaye piyasası araçlarının sadece halka arzında değil, halka arz edilmeksizin satışında da aracılık sözleşmesi türlerinden biri akdedilebilir[387]. Dolayısıyla "halka arza aracılık sözleşmesi" kavramının ismen yetersiz kaldığı ve kavramın muhtevasına, halka arz edilmeksizin satışların da dâhil edilmesi gerektiği öne sürülmektedir[388]. Bu bağlamda, sermaye piyasası araçlarının gerek halka arz edilerek gerekse halka arz edilmeksizin satışında, en iyi gayret aracılığı veya yüklenimli aracılık şeklinde aracılık faaliyeti yürütülebilmekte ve bu tür aracılık faaliyetleriyle ilgili sözleşmelere de genel olarak *"halka arza aracılık sözleşmesi"* denilmektedir[389].

Bütün bu açıklamalar çerçevesinde halka arza aracılık sözleşmesini şu şekilde ifade etmekteyiz: hem yeni çıkarılan hem de daha önce çıkarılmış sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışında ve hatta halka arz edilmeksizin satışında, Kurul'dan halka arza aracılık faaliyetine ilişkin yetki belgesi almış aracı kurum ya da yatırım veya kalkınma bankaları veya bunların oluşturduğu konsorsiyum ile ihraççı ortaklık ve/veya sermaye piyasası araçlarını halka satışa sunan gerçek veya tüzel kişi arasında akdedilen, yüklenimli veya yüklenimsiz bir şekilde sermaye piyasası araçlarının halka satılması taahhüdünü ihtiva eden ve bunun karşılığında aracılığı yürüten kuruluşun belirli bir ücret veya komisyona hak

---

382 **Berzek,** s. 53; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 75; **Ayoğlu,** s. 159; **Tekinalp/Çamoğlu,** s.47.
383 **Black, Henry Campbell** (1968) Black's Law Dictionary, 4. Baskı, s. 1697; Terim, sigorta hukukundan ödünç alınmıştır. Ancak günümüzde bu terim "yüklenici" anlamına gelmektedir. Bkz. **Kütükçü,** s. 431.
384 **Ünal,** Sözleşme, s. 89.
385 **Tekinalp,** s. 79; **Berzek,** s. 52.
386 Underwriting sözleşmesinde, yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara satmak üzere kendi satın alır, riski kendi üstlenir. Satıştaki riski de kendi üstlenir. Bkz. **Kara,** s. 109-110.
387 **Berzek,** s. 56; **Ayoğlu,** s. 12; **Kara,** s. 108.
388 **Ünal,** Sözleşme, s. 87-88; **Kara,** s. 108; **Ayoğlu,** s. 13.
389 **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 185; Yazara göre sözleşme adı yanlış seçilmiştir. *"Aracılık yüklenim sözleşmesi"* kavramı ilgili sözleşmeyi daha iyi ifade etmektedir.

kazandığı, kanunda düzenlenmeyen, Tebliğ hükmü ile yazılı şekil şartına tabi kılınan bir tür aracılık sözleşmesidir. Kısaca tanımlamak gerekirse, halka arza aracılık sözleşmesi; yetkili yatırım kuruluşları ile halka arzı gerçekleştiren taraf arasında akdedilen, sermaye piyasası araçlarının halka satışının yüklenimli veya yüklenimsiz bir şekilde taahhüt edildiği ve halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine ilişkin esasların düzenlediği bir tür aracılık sözleşmesidir.

3.2. Hukuki Niteliği

3.2.1. Genel Olarak

Halka arza aracılık sözleşmesi, kanunen düzenlenmiş bir sözleşme değildir. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 55 hükmünde *"Halka Arza Aracılık Sözleşmesi"* başlığı altında *"Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ve/veya halka arz eden ile yetkili yatırım kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurulca belirlenir."* düzenlemesi yer almaktadır. Bahsi geçen hükümde, sözleşmenin esaslı unsurları ile tarafların hak ve yükümlülükleri yer almamakta; yalnızca bu isimde bir sözleşmenin mevcudiyetinden bahsedilip bu sözleşmenin yazılı olarak akdedilmesinin zorunluluğu ve içeriğinin SPK tarafından belirleneceği belirtilmektedir.

Herhangi bir kanunda düzenlenmemiş sözleşmelere isimsiz sözleşme denilmektedir[390]. Bir sözleşmenin kanun tarafından düzenlenmiş, isimli bir sözleşme olarak kabul edilebilmesi için sadece ismen zikredilmiş olması yeterli olmayıp sözleşmenin esaslı unsurlarının da kanun tarafından düzenlenmiş olması gerekir[391]. SerPK'da ve ikincil düzenlemelerde halka arza aracılık sözleşmesinin unsurları düzenleme alanı bulmamıştır[392].

---

[390] Unsurları veya unsurların bir araya geliş tarzları kanunen düzenlenmemiş sözleşmeler *"isimsiz sözleşme"* olarak isimlendirilmektedir. Bkz. **Oktay, Saibe** (1996) 'İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşlukların Tamamlanması', İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C: 55, S: 1-2, s. 263-265; **Kuntalp, Erden** (2013) Karışık Muhtevalı Akit (Karma Sözleşme), Gözden Geçirilmiş ve Yenilenmiş 2. Bası, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 3-4; **Gümüş, Mustafa Alper** (2013) Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt 1, 3. Bası, İstanbul, Vedat, s. 4; **Zevkliler, Aydın / Gökyayla, K. Emre** (2019) Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 19. Bası, Ankara, Turhan, s. 11.

[391] **Oktay,** s. 264; **Yavuz, Cevdet** (2014) Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Yenilenmiş 10. Bası, İstanbul, Beta, s. 22; **Eren, Fikret** (2019) Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 7. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 948; **Aral, Fahrettin / Ayrancı, Hasan** (2018) Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 11. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 53.

[392] Sözleşmenin Kanun'da düzenlenmemiş olması, bu sözleşmenin tipik akit (isimli sözleşme) niteliği taşımadığı sonucunu doğurmaktadır. Bkz. **Oktay,** s. 264-266.

Bundan dolayı, çalışmamızın konusunu teşkil eden halka arza aracılık sözleşmeleri isimsiz sözleşme (adsız, atipik) niteliği taşımaktadır[393].

Halka arza aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin öğretide yapılan değerlendirmelerde sözleşmenin, vekâlet sözleşmesi veya vekâlet sözleşmesinin komisyonculuk gibi özel türlerinden biri olarak nitelendirildiği görülmektedir. Daha geniş bir ifadeyle, halka arza aracılık sözleşmesinin, bir tür "iş görme amacı güden sözleşme[394]" olarak mütalaa edildiği görülmektedir. Buna karşılık, sözleşmenin (özellikle de yüklenim aracılığı sözleşmelerinin) satış sözleşmesi niteliğinde olabileceğine ilişkin görüşler de yer almaktadır.

Halka arza aracılık sözleşmesi ile bizce temelde bir iş görme sözleşmesi, özellikle de bir vekâlet ilişkisi kurulmaktadır. Nitekim TBK m. 502/2 hükmü, vekâlete ilişkin hükümlerin niteliklerine uygun düştükleri ölçüde TBK'da düzenlenmemiş olan iş görme sözleşmelerine de uygulanabileceğine cevaz vermektedir[395]. Vekâlet sözleşmesi ile vekil, bir başkasının, yani vekâlet verenin, çıkarına ve iradesine uygun olarak iş görme borcu altına girer (TBK m. 502)[396]. Halka arza aracılık sözleşmesinde vekil konumunda, halka arza

---

393 **Ayoğlu,** s. 215; Aracılık sözleşmeleri her ne kadar sermaye piyasası mevzuatında ayrı bir sözleşme olarak tanımlanmasa da sermaye piyasalarında gerçekleştirilen aracılık faaliyetlerinin TBK ve TTK'de yer alan aracılığa ilişkin düzenlemeler çerçevesinde değerlendirilebilmesi mümkündür. Bkz. **Ayhan, Hatice Ebru** (2008) 'Borsada Hisse Senedi Alım Satım Sözleşmesi ve Hakkın İntikali' (Yüksek Lisans), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 21.

394 İş görme amacı güden sözleşmeler; konusu bir çalışma, hizmet veya emek olan sözleşmelerdir. Bu tip sözleşmelerde insan emeği harcanarak belirli bir işin görülmesi amacı söz konusudur. *"Hizmet sözleşmesi", "eser sözleşmesi", "vekâlet sözleşmesi", "simsarlık sözleşmesi"* ve *"komisyonculuk sözleşmesi"* bu tipte sözleşmelere örnek gösterilebilir. Bkz. **Yavuz,** s. 19; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 27; **Eren,** s. 21; **Aral/Ayrancı,** s. 51; **Erzurumluoğlu, Erzan** (2017) Sözleşmeler Hukuku (Özel Borç İlişkileri), Yenilenmiş 7. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 38; Ancak Manavgat'ın da işaret ettiği üzere halka arza aracılık sözleşmeleri hizmet sözleşmesi niteliğinde değildir. Halka arza aracılık sözleşmelerinde sermaye piyasası araçlarının satışı yani bir sonuç amaçlanmaktadır. Oysa hizmet sözleşmelerinde sonuç önemli değildir. Satışın belirli bir süre içeresinde gerçekleştirilmesi gerekliliği akıllara hizmet sözleşmesini getirecek olsa bile bu husus satış yöntemine ilişkin bir kayıttan ibarettir, sözleşmenin unsuru değildir. Ayrıca yatırım kuruluşunun sıkı bir bağımlılık ilişkisinde olmaması, sadece ihraççının talimatlarıyla hareket etmemesi (örn. objektif fiyat belirleme yükümlülüğü), ekonomik yönden bağımsız olması, ayrı işyerinin varlığı halka arza aracılık sözleşmesinin hizmet sözleşmesi olarak nitelendirilemeyeceğine ilişkin savı destekler nitelikte hususlardır. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 85; Halka arza aracılık sözleşmeleri eser sözleşmesi olarak da nitelendirilemez. Burada eser sayılacak bir sonucun yaratılması söz konusu olmayıp özen borcuna uygun hareket edilerek işin görülmesi esastır. Bkz. **Zevkliler/Gökyayla,** s. 600; **Eren,** s. 729.

395 Kanunda düzenlenmemiş işgörme sözleşmeleri vekâlet sözleşmesi olarak kabul edilmese de bu tür sözleşmelere vekâlete ilişkin hükümler kıyasen uygulanabilir. Bkz. **Zevkliler/Gökyayla,** s. 602; **Eren,** s. 724; **Tandoğan, Haluk** (1987) Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri Cilt 2, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 384; Halka arza aracılık sözleşmesi TBK'da veya SerPK'da düzenlenmiş bir sözleşme değildir. Anılan TBK hükmü karşısında halka arza aracılık sözleşmesine vekâlet hükümlerinin uygulanmasında bir sakınca bulunmamaktır.

396 **Eren,** s. 715; **Yavuz,** s. 1153; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 598; Tandoğan ise vekâlet sözleşmesini şu şekilde tanımlanmaktadır: "*vekâlet öyle bir akittir ki vekile müvekkilin menfaatine ve iradesine uygun bir sonuca yönelen bir iş görmeyi bir zaman kaydına tabi olmaksızın ve nispeten bağımsız olarak yapma borcunu, sonucun elde edilmemesi rizikosu ona ait olmamak üzere yükler*" Bkz. **Tandoğan,** s. 356; Gümüş ise vekâlet

aracılık eden yatırım kuruluşu veya konsorsiyum yer alırken; vekâlet veren konumunda da ihraççı ortaklık ve/veya halka arzı gerçekleştiren gerçek veya tüzel kişi yer almaktadır. İş görme borcunu da sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık edilmesi ve III-37.1 sayılı Tebliği m. 51/3 hükmünde sayılan faaliyetler oluşturmaktadır.

Halka arza aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğinin tespitinde öğretide farklı kıstasların değerlendirme konusu yapıldığı görülmektedir. Kimi yazarlar tarafından yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiğine odaklanılırken[397], bazı yazarlar tarafından bu kıstas eleştirilip halka arza aracılık sözleşmesinden doğan hak ve borçların neler olduğu kıstas olarak ele alınmıştır[398].

Yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiği hususu kıstas alınarak yapılan değerlendirmelere değinmeden önce ifade etmeliyiz ki bu görüşlerin ekseriyetinin 6362 sayılı SerPK'dan önce kaleme alındığı görülmektedir. 6362 sayılı SerPK'dan önceki dönemde aracılık faaliyeti, *"sermaye piyasası araçlarının kanunda yer alan düzenlemeler çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına ticari amaçla alım satımı"* olarak tanımlanmaktaydı (2499 sayılı ESerPK m. 30/1-h). 6362 sayılı Kanun'da ve yürürlükteki ikincil düzenlemelerde aracılık faaliyetine ilişkin herhangi bir genel tanımlama yapılmamış ve aracılığın kimin nam ve hesabına hareket edildiğine ilişkin ayrım da kaldırılmış; edimin içeriğine ve niteliğine göre bir ayrım yapılması yoluna gidilmiştir. Bu yüzde böyle bir ayrım dikkate alınarak bir değerlendirme yapmak kanaatimizce isabetli olmayacaktır. Nitekim aracılık sözleşmelerinin hukuki niteliğinin tespitinde, halka arzın gerçekleşme biçimi ve tarafların sözleşmeden doğan borçları esas alınması gerekirken yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiğine göre bir tespitte bulunulmaya çalışılması İNCEOĞLU tarafından da bir "sorun" olarak görülmüştür[399]. Yazarın da işaret ettiği üzere, hukuki nitelendirme yapılırken halka arzın gerçekleşme biçimine ve tarafların edimlerine göre bir ayrım yapılması bizce de isabetli olacaktır.

---

sözleşmesini şu şekilde tanımlanmaktadır: "*vekâlet sözleşmesi öyle bir sözleşmedir ki, vekil, vekâlet veren ile arasındaki özel güven ilişkisine dayalı şekilde, vekâlet verenin menfaatine ve hesabına olarak ve nispeten yersel, zamansal veya maddi bağımsızlık içerisinde bir iş veya hizmeti, ücretsiz veya sözleşmede kararlaştırılmış ya da teamül varsa ücretli olarak görmeyi borçlanır.*" **Gümüş, Mustafa Alper** (2014) Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt 2, 3. Bası, İstanbul Vedat, s. 122.

[397] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 84 vd.; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 76 vd.; **Tanör,** Taraflar, s. 285; **Yasaman,** s. 113; **Acar,** s. 320; **Berzek,** s. 57; **Karababa,** s. 128.

[398] **İnceoğlu,** s. 75 vd. İnceoğlu, aracılığın kapsamı dikkate alınmaksızın salt işleme taraf olanlar üzerinden hukuki nitelik tespitinin yapılmasının yanlış olduğu görüşündedir. Yazar, sözleşmeden doğan borçların belirlenmeden sözleşmeye hukuki nitelik atfetmenin yanlış olacağını vurgulamaktadır.

[399] **İnceoğlu,** s. 75-76 ve 84-85.

Sözleşmenin hukuki niteliğinin tespitine ilişkin olarak yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiğinden yola çıkan görüş İNCEOĞLU ve AYOĞLU tarafından eleştirilmiştir. İNCEOĞLU, taraflar bakımından doğan borçların irdelenmesinin gerekliliğini ifade ederken, AYOĞLU ise ESerPK'da yer alan aracılığın kimin nam ve hesabına yürütüldüğüne yönelik ayrımın, halka arza aracılık faaliyeti için değil alım satıma aracılık faaliyeti için getirildiğini savunmaktadır[400].

Yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiği hususu kıstas alınarak yapılan değerlendirmelerde[401];

1-) Yatırım kuruluşunun başkası (ihraççı ve/veya halka arz eden) nam ve hesabına hareket ettiği hâllerde (en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim aracılığı) vekâlet sözleşmesinin mevcut olduğu ifade edilmektedir. Yatırım kuruluşu ile halka arz eden arasında bir vekâlet ilişki söz konusuyken yatırım kuruluşu ile yatırımcılar arasında doğrudan temsil söz konusudur[402]. Yatırım kuruluşu işleme taraf olmamakta, alım satımdan doğan haklar ve borçlar doğrudan işlemin tarafı ortaklık ve yatırımcılar arasında doğmaktadır[403].

---

[400] **Ayoğlu,** s. 218; **Konuralp, Haluk / Konuralp, Aynur** (1998) 'Borsa Uyuşmazlıkları', Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 591.

[401] **Acar,** s. 320; **Yasaman,** s. 114; **Tanör,** Taraflar, s. 285; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 85 vd; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 78; **Berzek,** s. 57; **Arı,** s. 99; **Aksoy,** s. 31; **Karababa,** s. 128; **Kara,** s. 97; **Kaytaz,** s. 96; **Ayli,** s. 29 vd.

[402] TBK m. 504/2 hükmü gereğince, vekâlet, vekilin yapmayı kabul ettiği işlerin görülmesi için gerekli hukuki işlemlerin yapılması yetkisini de kapsar. Vekâlet iç ilişkiye yönelikken temsil dış ilişkiye ilişkindir. Bkz. **Eren,** s. 720; **Aral/Ayrancı,** s. 441; Doğrudan temsil, temsil yetkisine dayanılarak başka bir kişinin ad ve hesabına hukukî işlem yapılmasıdır. Doğrudan temsilde, ikinci bir işleme gerek kalmaksızın hak ve borçların sahibi temsil olunana ait olur. Bkz. **Eren, Fikret / Dönmez, Ünsal** (2022) Eren Borçlar Hukuku Şerhi Cilt 1, 1. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 944.

[403] Yatırım kuruluşunun başkası nam ve hesabına hareket etmesi tellallığı akıllara getirmiştir. Yasaman'a göre sözleşme her ne kadar vekâlet akdi niteliğinde olsa da aracılık işlemlerinde tellallığa dair hükümlerin öncelikle uygulanmasında bir engel yoktur. Bkz. **Yasaman,** s. 114-115; Benzer yönde bkz. **Berzek,** s. 58; Buna karşılık Ünal ise, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan aracılık faaliyetinin mülga Ticaret Kanunu'nda yer alan "ticari işler tellallığı"ndan farklı olduğunu ve tellallık hükümlerinin uygulanamayacağını ifade etmektedir. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 78; Benzer yönde bkz. **Ayoğlu,** s. 223; Bizce de halka arza aracılık sözleşmesinin tellallık (simsarlık) sözleşmesi olarak mütalaa edilmesi isabetli olmayacaktır. Simsarlık sözleşmesi (tellallık sözleşmesi), simsarın (tellâl) taraflar arasında bir sözleşme kurulması imkânının hazırlanmasını veya kurulmasına aracılık etmeyi üstlendiği ve bu sözleşmenin kurulması hâlinde ücrete hak kazandığı sözleşmedir (TBK m. 520). Bkz. **Bozkurt, Tamer** (2007) Türk Hukukunda ve Uygulamada Tellâllık, 1. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 51 vd.; **Arkan, Sabih** (2021) Ticari İşletme Hukuku, 27. Bası, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 205 vd.; **Yavuz,** s. 1308; **DenizÇakmaklı, Hande** (2018) Alım veya Satım Konusunda Komisyon Sözleşmesi, 1. Baskı, Ankara, Seçkin, s. 65-68; Simsar her ne kadar bir tür aracılık faaliyeti yürütse de temsil yetkisi yoktur. Bkz. **Arkan,** s. 208; **Bozkurt,** Tellâllık, s. 177; Oysa halka arza aracılık faaliyetinde yatırım kuruluşu ihraççı ve/veya halka arz edenin yatırımcılara karşı temsilcisi konumundadır. Ayrıca, sermaye piyasası araçları halka satılmasa bile yani yatırımcılarla alım satım sözleşmesi kurulmasa bile aracılık ücretini almaktadır. Oysa simsarlık sözleşmesinde ücret talep edilebilmesi için sözleşmenin kurulmuş olması gerekir (TBK m. 521/1). Dolayısıyla simsarlık hükümleri kanaatimizce halka arza aracılık sözleşmelerine uygun nitelikte değildir. Nitekim simsarlık daha çok "emlakçılık sözleşmesi" olarak bilinmektedir. Bkz. **Erzurumluoğlu,** s. 208; **Bozkurt,** Tellâllık, s. 265.

2-) Yatırım kuruluşunun kendi namına ve hesabına hareket ettiği hâllerde (tümünü yüklenim aracılığı) satış sözleşmesinin mevcut olduğu ifade edilmektedir. Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarını halka arz edenden satın alıp yine kendi namına ve hesabına yatırımcılara satmaktadır. Bu sözleşmeye, sermaye piyasası mevzuatı ile Türk Borçlar Kanunu'nun menkul mal satışına ilişkin hükümlerinin uygulanması gerektiği ifade edilmiştir.

3-) Yatırım kuruluşunun kendi namına ve başkası hesabına hareket ettiği hâllerde komisyonculuk sözleşmesinin (bünyesinde dolaylı temsili barındıran[404]) mevcut olduğu ifade edilmektedir. Komisyonculuğa ilişkin özel hükümler haricinde bu tür aracılıkta vekâlet hükümleri uygulanır[405].

İfade etmeliyiz ki sözleşmenin hukuki niteliğini tespit ederken, sözleşmeye taraf olanlar yönünden bir değerlendirme yapmak yerine tarafların sözleşmeden doğan borçlarının dikkate alınması, bir başka ifadeyle halka arza aracılığın türüne göre bir ayrım yapılması isabetli olacaktır. Nitekim mülga Kanun'un aksine 6362 sayılı SerPK'da aracılığın kimin nam ve hesabına yürütüldüğüne dair bir ayrım yer almamakta, faaliyet bazlı düzenleme esas alınmaktadır.

Halka arza aracılık sözleşmeleri, sermaye piyasası araçlarının halka satılması taahhüdünü içeren sözleşmelerdir. Bu taahhüdün çeşidine göre de farklı tür sözleşme çeşitleri söz konusudur. Halka arza aracılık, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimi şeklinde; aracılık yüklenim de kendi içinde tümünü yüklenim aracılığı veya bakiyeyi yüklenim aracılığı şeklinde gerçekleştirilebilir. Taraflar kural olarak bu aracılık türlerinden birisini veya karma şeklini seçebilmektedir. Halka arzın gerçekleştirilme türüne göre taraflar arasında *"en iyi gayret aracılığı sözleşmesi"*, *"tümünü yüklenim aracılığı sözleşmesi"*, *"bakiyeyi yüklenim aracılığı sözleşmesi"* veya *"karma aracılık sözleşmesi"* akdedilmektedir. Halka arza aracılık sözleşmelerinin hukuki niteliğine ilişkin daha doğru bir tespitte bulunabilmek için halka arza aracılığın türüne göre bir ayrım yapılması daha doğru olacaktır. Nitekim yatırım kuruluşu tarafından taahhüt edilen edimlerin niteliği ve kapsamı bu üç tip sözleşmeyi birbirinden ayırmaktadır.

---

[404] Burada, alım ve satım ilişkisinden doğan hak ve borçlar öncelikle yatırım kuruluşuna geçmekte sonra da iç ilişkide dolaylı temsil edilen kimseye (ihraççıya) devredilmektedir. Bkz. **Kara,** s. 98; Dolaylı temsil nedeniyle, üçüncü kişilere karşı alıcı veya satıcı taraf konumunda yatırım kuruluşu vardır. Yatırım kuruluşu, iç ilişkide, halka arza aracılık sözleşmesi dolayısıyla üçüncü kişilerden elde ettiklerini ihraççıya aktarmakla yükümlüdür. Bkz. **Ayli,** s. 26.

[405] **Deniz Çakmaklı,** s. 52.

3.2.2. En İyi Gayret Aracılığı Sözleşmesi

Çalışmamızda detaylı izahı bulunan en iyi gayret aracılığı III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri Tebliği m. 51 hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulmasının, satılamayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesi veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması"* olarak tanımlanmıştır. Halka arz için gerekli özeni gösteren yatırım kuruluşunun satılamayan sermaye piyasası araçları yönünden bir sorumluluğu bulunmayıp bu araçlar, mezkûr Tebliğ'in m. 51/1-b hükmünde işaret edildiği üzere, satışı yapana iade edilmekte veya bu araçları satın almayı evvelden taahhüt eden üçüncü kişilere satılmaktadır.

Yatırım kuruluşunun, sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir riski yüklenmemesi hasebiyle, en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri *"aracılık yüklenimi"* kavramının dışında bırakılmaktadır ve bu tür sözleşmeler *"yüklenimsiz aracılık sözleşmeleri"* olarak isimlendirilmektedir[406]. Buna karşılık, öğretide, en iyi gayret aracılığının da hukukî açıdan bir *"yüklenim"* olduğunu ve aracılık yüklenimi kavramı içerisinde kabul edilmesi gerektiği de ifade edilmektedir[407]. Ancak 6362 sayılı SerPK'da, en iyi gayret aracılığını ifade etmek üzere *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi"* ibaresi kullanılmıştır (m. 37/1-f). Bu ifade, kanaatimizce bu aracılık türünü "yüklenim" kavramından açıkça ayırmaktadır[408].

Aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşun, halka arza konu olan sermaye piyasası araçlarını kısmen veya tamamen satın almak gibi bir yükümlülüğü mevcut değildir. Yetkili kuruluşun yükümlülüğünün sermaye piyasası araçlarının satışına aracılık etmek ile sınırlı olması ve herhangi bir sonuç taahhüdünde bulunulmadığından hareketle bu tip aracılık sözleşmesi *"en iyi gayret aracılığı sözleşmesi"* olarak ifade edilmektedir[409]. Hatta ÜNAL'a göre bu sözleşmede basit anlamıyla pazarlama hizmeti sunulmaktadır[410]. MUTLU UŞAKLI ise ÜNAL tarafından öne sürülen bu yaklaşıma katılmamaktadır. Yatırım kuruluşu her ne

---

406 **Ayoğlu,** s. 187; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 83.
407 **Ünal,** Sözleşme, s. 99; **Yasaman,** s. 112; **Berzek,** s. 56.
408 Halka arza aracılık faaliyeti kapsamındaki "yüklenim" ibaresi finansal kökenli bir kavram olup aracılığı yürüten kuruluşun mali açıdan bir risk altına girdiğini ifade etmektedir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 187; En iyi gayret aracılığında, aracılığı yürüten kuruluş böyle bir mali risk altına girmediği için yüklenimli aracılık faaliyetinden ayrılmakta ve yüklenimsiz aracılık faaliyeti olarak değerlendirilmektedir.
409 **Ayoğlu,** s. 216; **İnceoğlu,** s. 79; **Kurtoğlu,** s. 77.
410 **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 606; **Ünal,** Sözleşme, s. 102; Buna rağmen, yazara göre, en iyi gayret aracılığı sözleşmeleri de aracılık yüklenim sözleşmelerinden biridir. Yatırım kuruluşu tarafından satılamayan sermaye piyasası araçlarına yönelik bir taahhütte bulunulsun veya bulunulmasın Ünal'a göre her tür sözleşme "aracılık yüklenim sözleşmesi"dir. Ayrıca yazar Amerikan Hukukunda "underwriting" olarak ifade edilen aracılık yüklenimi kavramının özünde en iyi gayret aracılığını da kapsadığına işaret etmektedir. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 184-187; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 603.

kadar doğrudan malî bir risk üstlenmese de sermaye piyasası araçlarının satışı için elinden gelen gayreti göstermekle yükümlü olup buna ilişkin yükümlülüklerinin ihlâli hâlinde sorumluluğu söz konusu olacaktır[411].

Öğretide, en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin hukuki niteliği değerlendirilirken aracılığın kimin namına ve hesabına yürütüldüğü bir ölçüt olarak ele alınmıştır[412]. Bu değerlendirmelerde, yatırım kuruluşunun başkası (ihraççı) nam ve hesabına hareket ettiği hâllerde; iç ilişkide (ihraççı ile olan ilişkide) vekâlet sözleşmesi söz konusu olup, dış ilişkide (yatırımcı olan ilişkide) ise doğrudan temsil hükümlerinin uygulama alanı bulması gerektiği ifade edilmektedir. En iyi gayret aracısı yatırım kuruluşunun kendi namına ve başkası hesabına hareket ettiği varsayımında, iç ilişkide komisyon sözleşmesinin[413] mevcut olduğu dış ilişkide ise dolaylı temsilin söz konusu olduğu ifade edilmiştir.

TANÖR'e göre, en iyi gayret aracısı her zaman ihraççı nam ve hesabına hareket etmekte, bu yüzden en iyi gayret aracılığı sözleşmesi her zaman vekâlet sözleşmesi niteliğindedir ve yatırım kuruluşu ihraççıyı doğrudan temsil etmektedir[414]. İNCEOĞLU ve AYOĞLU ise yatırım kuruluşunun, kendi adına ihraççı hesabına hareket etmesini teorik olarak mümkün görmekle beraber en iyi gayret aracılığının niteliği gereğince uygulamada ihraççı ortaklığın nam ve hesabına hareket edildiğine dikkat çekmektedir[415]. Nitekim halka arzlarda yatırımcıların gözünde, yatırım kuruluşundan ziyade, ihraççı ve/veya halka arz eden tarafın kim olduğu daha çok önem arz etmektedir. Dolayısıyla bizce de en iyi gayret aracılığı halka arz eden nam ve hesabına gerçekleştirilen bir faaliyettir. Halka arza aracılık faaliyetini yürüten kuruluş, halka arz edenin doğrudan temsilcisi konumunda olup TBK m. 504/2 hükmü kapsamında halka arzın gerçekleştirilmesi için gerekli tüm işlemleri yapmaya yetkilidir.

---

411 Yazarın isabetle ifade ettiği üzere, bir pazarlama faaliyetinden değil, bir aracılık faaliyetinden bahsedilmesi gerekmektedir. Bkz. **Mutlu Uşaklı,** s. 63-64.

412 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s.84 vd.; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s.76 vd.; **Tanör,** Taraflar, s.285; **Yasaman,** s.113; **Acar,** s.320; **Berzek,** s. 57; **Arı,** s. 99-100; **Kara,** s. 98; **Ayli,** s. 29.

413 TBK m. 532 hükmüne göre komisyoncu, *"ücret karşılığında kendi adına ve müvekkili hesabına kıymetli evrak ve taşınır eşya alım satımını üstlenen kimse"* dir. Komisyon sözleşmesi, *"komisyoncunun kendi adına ve başkası hesabına (müvekkil) hukuki işlem yapmak amacıyla kurulan ivazlı bir vekâlet sözleşmesi"* dir. Bkz. **Arkan,** s. 248 vd.; **Bozkurt,** Tellâllık, s. 103 vd.; **Deniz Çakmaklı,** s. 25; Komisyoncu, alım veya satım işlerinde kendi adına vekâlet veren hesabına üçüncü kişilerle işlem yapmaktadır. Komisyonculuk faaliyeti, dolaylı temsil yetkisi veren vekâlet sözleşmesinde vekilin faaliyetinin bir özel görünümü niteliğindedir. Bkz. **Yavuz,** s. 1286; **Bozkurt,** Tellâllık, s. 103.

414 **Tanör, Taraflar,** s. 285: Yazara göre en iyi gayret aracısı, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerin temsilcisi olarak hareket etmektedir. Dolayısıyla yatırım kuruluşunun kendi adına hareket etmesi mümkün olmadığından sözleşmenin komisyon sözleşmesi olarak değerlendirilmesi yazara göre mümkün değildir.

415 **İnceoğlu,** s. 80; **Ayoğlu,** s. 217-218; Benzer yönde bkz. **Kara,** s. 117.

Sözleşmenin hukuki niteliğinin tespitine ilişkin olarak, yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiğinden yola çıkan görüşün İNCEOĞLU ve AYOĞLU tarafından eleştirildiğini yukarıda ifade etmiştik. İNCEOĞLU, en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin hukuki niteliğinin, komisyon veya vekâlet akdi olarak belirlenmesinin pratik bir önemi olmayacağını ifade etmektedir. Yazar, komisyon sözleşmesinin, vekâlet sözleşmesinin bir türü olduğuna dikkat çekmekle birlikte komisyon sözleşmesine ilişkin hükümlerin ekseriyetinin en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde uygulanamayacağını öne sürmektedir[416]. AYOĞLU, en iyi gayret aracılığı sözleşmesini hukuki niteliğine ilişkin olarak; sözleşmenin klasik bir vekâlet akdi niteliği taşımadığını, ortada sui generis iş görme sözleşmesinin mevcut olduğunu ve nitelikleri el verdiği ölçüde vekâlet hükümlerinin kıyasen uygulanmasını gerektiğini savunmuştur[417].

Özetlemek gerekirse, çoğunluk görüş en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinde yatırım kuruluşunun ihraççı nam ve hesabına hareket etmesi durumunda vekâlet; kendi namına ihraççı hesabına hareket etmesi halinde de komisyon akdinin mevcut olacağını ifade etmektedir. Yatırımcı ile olan dış ilişkide ise ihraççı nam ve hesabına hareket edildiğinde doğrudan temsil, kendi namına ihraççı hesabına hareket edildiğinde dolaylı temsil hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Uygulamada en iyi gayret aracısı halka arz eden nam ve hesabına hareket ettiğinden burada vekâlet ilişkisini varlığı söz konusudur. Esasında bu görüşlerin temeli, mülga Kanun döneminde yer alan, aracılık faaliyetlerinin kimin nam ve hesabına yürütüldüğünü esas alan düzenlemeye dayanmaktadır. 6362 sayılı SerPK'da ise halka arza aracılık faaliyetinin kimin nam ve hesabına yürütüldüğüne yönelik bir ayrım yer almamakta; halka arza aracılık faaliyetinde yatırım kuruluşu tarafından yüklenimde bulunup bulunulmadığına ilişkin bir sınıflandırma yapılmaktadır. 6362 sayılı Kanun'daki düzenleme göz önüne alındığında, aracılığın kimin namına ve hesabına yürütüldüğüne yönelik bir ayrım yapmaya gerek olmayacağı kanaatindeyiz. Sonuç olarak, en iyi gayret aracılığı sözleşmelerine, TBK'nın vekâlet sözleşmelerine ilişkin hükümlerinin, uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanması kanaatimizce isabetli olacaktır.

Vekâlet sözleşmelerinde vekil, TBK m. 502 hükmü uyarınca, müvekkilin menfaatine ve iradesine uygun bir sonuca ulaşmak için belli bir yönde iş görmektedir. Vekil, azami özeni

---

[416] **İnceoğlu,** s. 75-76 ve 80; Nitekim komisyon sözleşmesinin düzenlendiği TBK m. 532 hükmünde, özel hüküm bulunmadığı takdirde komisyon sözleşmelerine vekâlet hükümlerinin uygulanacağı düzenlenmiştir. Ayrıca, aracılık faaliyeti yatırım kuruluşu adına, ihraççı hesabına yapılmadığı için de komisyonculuk sözleşmesi olarak değerlendirilemez.

[417] **Ayoğlu,** s. 222-223

göstermeyi taahhüt etmekte, sonuç elde etmeye yönelik bir garanti vermemektedir. Bir başka ifadeyle, sonucun elde edilmeme rizikosu vekâlet verene aittir[418]. En iyi gayret aracılığında da yatırım kuruluşunun halka arza aracılığa ilişkin en iyi gayreti göstermekle yükümlü olması, satılamayan sermaye piyasası araçlarına ilişkin taahhütte bulunmaması en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin vekâlet akdi niteliğinde olduğunu destekleyici nitelikte çıkarımlardır. Bu bakımdan, halka arza aracılık sözleşmelerinde vekâlet akdine ilişkin hükümlerin uygulanması yerinde olacaktır. Nitekim mukayeseli hukukta da en iyi gayret aracılığı sözleşmelerinin (*the best effort underwriting*) vekâlet akdi niteliğinde olduğu kabul edilmektedir[419].

Sermaye piyasalarında yatırımcının korunması ve piyasalarda güvenin sağlanması prensipleri, aracılık faaliyetlerinin sıkı bir çerçeveye tabi olmasını gerektirmektedir. Örnek vermek gerekirse III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-e hükmü gereğince yatırım kuruluşu, halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde azami özeni göstermekle yükümlüdür. Ayrıca izahname hazırlanması sürecinde aktif rol oynayan yatırım kuruluşları, halka arz edenin talimatlarından ve emirlerinden bağımsız şekilde, gerçeği yansıtan bilgileri vermekle de yükümlüdür. İşbu durum aracılık faaliyetini yürüten yatırım kuruluşunun halka arz edenin talimatlarına tam anlamıyla bağlı kalamayacağını ortaya koymaktadır. En iyi gayret aracısının, satış fiyatının tespiti ve izahnamenin hazırlanması süreçlerinde uyması gereken yükümlülükler ve dolayısıyla halka arz edenin talimatlarına tam anlamıyla bağlı kalamayacak olması, en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin klasik bir vekâlet akdi olarak nitelendirilemeyeceğine ilişkin görüşlerin ileri sürülmesine neden olmuştur. AYOĞLU da bu noktaya değinerek en iyi gayret aracılığı sözleşmesinin, klasik anlamda bir vekâlet sözleşmesi olmadığını ve *"sui generis iş görme sözleşmesi"*[420] niteliği taşıdığını ifade etmiştir[421]. Aracılık faaliyetlerinin sıkı gözetim ve denetim altında, sermaye piyasası mevzuatının ve Kurul'un çizdiği sınırlar içerisinde

---

[418] **Zevkliler/Gökyayla,** s. 600-601; **Eren,** s. 729.

[419] **Ayoğlu,** s. 216; Temsil ilişkisi hasebiyle, yatırım kuruluşu ile ihraççı ve/veya halka arz eden arasında vekâlet sözleşmesinin hükümleri uygulanma alanı bulmakta ve yatırım kuruluşu vekil gibi sorumlu olmaktadır. Bkz. **Meral,** s. 458.

[420] İsimsiz sözleşmeler, sözleşmede yer alan asli edimlerin isimli sözleşmelere ait olup olmamasına göre karma sözleşme ve kendine özgü (*sui generis*) sözleşme diye ayrılmaktadır. Kendine özgü yapısı olan (*sui generis*) sözleşmeler kanunda düzenlenmemiş sözleşmelerin unsurlarını ihtiva eder. Bkz. **Eren/Dönmez,** C. 1, s. 270 ve 274.

[421] **Ayoğlu,** s. 218-223 vd. Sermaye piyasası araçlarının satış fiyatlarının tespiti ve izahnamenin hazırlanması süreçlerine katılımlarının yatırımcıları koruma amacına dayanması yazara göre bu kuruluşların klasik birer vekil olarak algılanmasına ve ihraççının talimatı ile bağlı kabul edilmelerine engel oluşturmaktadır. Ayrıca, TBK m. 512'de yer *alan "Vekâlet veren ve vekil, her zaman sözleşmeyi tek taraflı olarak sona erdirebilir."* şeklindeki vekâletten azil ve istifanın her zaman mümkün bulunduğuna dair hükmün de en iyi gayret aracılığı sözleşmelerine uygulanabilmesi, halka arzın sekteye uğrayabileceği nedeniyle yazara göre mümkün değildir.

gerçekleştiriliyor olması ve dolayısıyla vekâlet verenin talimatlarına ters düşebilecek uygulamalara yol açabilecek olması kanaatimizce sözleşmenin vekâlet akdi niteliğini etkilemeyecektir[422]. Çünkü vekilin, talimata uygun ifa borcunu düzenleyen TBK m. 505 hükmü, vekâlet verenin hukuka aykırı talimatlarını kapsamamaktadır[423]. Nitekim vekâlet verenin talimat verme hakkı vekilin mesleki yükümlülükleri ile sınırlıdır[424]. Yatırım kuruluşu sadece ihraççının ve/veya halka arz edenin değil, sermaye piyasasının menfaatlerini de gözetmekle yükümlüdür. KANKOÇ AYDIN'ın da ifade ettiği üzere, vekâlet veren durumunda olan ihraççının talimatlarının hukuka aykırı olması halinde, vekil konumunda olan yatırım kuruluşunun bu talimatları yerine getirmemesi durumunda bir sorumluluğu söz konusu olmayacaktır[425].

3.2.3. Yüklenim Aracılığı Sözleşmesi

3.2.3.1. Tümünü Yüklenim Aracılığı Sözleşmesi

Tümünü yüklenim aracılığında, sermaye piyasası araçlarının tamamının, satıştan önce, bedeli tam ve nakden ödenmek suretiyle, yatırım kuruluşu tarafından satın alınıp halka satıldığını ifade etmiştik. Bir diğer ifade ile bu tip sözleşmede, sermaye piyasası araçlarını yatırım kuruluşu kendi portföyüne alır ve yeniden tedavüle sunar[426].

Tümünü yüklenim sözleşmelerinde, sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırım kuruluşu tümüyle kendi adına ve hesabına hareket etmektedir. Dolayısıyla ihraççı ile yatırımcı arasında akdi bir ilişki bulunmamaktadır[427]. Sermaye piyasası araçlarının tamamını satın alan yatırım kuruluşu sonradan bu araçları yatırımcılara satmakta ve alım satım arasındaki fiyat farkından yararlanmaktadır[428].

Tümünü yüklenim sözleşmesinde, yatırım kuruluşunun kendi nam ve hesabına hareket ettiğinden bahisle, öğretideki çoğunluk görüşe göre yatırım kuruluşu ile ihraççı arasında alım satım sözleşmesi kurulmaktadır[429].

---

[422] Benzer yöndeki görüş için bkz. **Kankoç Aydın,** s. 189-190.
[423] **Tandoğan,** s. 437; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 620; **Yavuz,** s. 1201; **Aral/Ayrancı,** s. 454
[424] **Zevkliler/Gökyayla,** s. 621
[425] Yazara göre, yatırım kuruluşunun mutlak şekilde halka arz edenin talimatları altında çalışmıyor olması, en iyi gayret aracılığını vekâlet ilişkisinden uzaklaştırmamaktadır. TBK m. 26 ve m. 27 hükümlerinin kıyasen uygulanmasıyla, hukuka aykırı talimatlar vekil için batıl olup, bunlara uyulması zorunlu değildir. Nitekim yatırım kuruluşu, halka arza aracılık faaliyetini sermaye piyasası mevzuatına uygun şekilde yürütmekle sorumlu olup, mevzuata aykırı talimatlarla bağlı değildir. Bkz. **Kankoç Aydın,** s. 189-190.
[426] **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 608.
[427] **Ayoğlu,** s. 233.
[428] **İnceoğlu,** s. 88; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 214.
[429] **Yasaman,** s. 114; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 65; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 77-78; **Tanör,** Taraflar, s. 285; **Berzek,** s. 57; **Kaytaz,** s. 99; **Meral,** s. 459; **Ayli,** s. 32.

İNCEOĞLU çoğunluk görüşe katılmamaktadır. Yazara göre bu tür sözleşmeler, vekâlet sözleşmesine ait unsurlarla sui generis sözleşme niteliği taşıyan inanç anlaşmasının bir arada bulunduğu karma sözleşme niteliğindedir. Bu karma sözleşmeye, soğurma teorisi uyarınca vekâlet sözleşmesine ait hükümlerin uygulanması hakkaniyete uygun düşecektir. Yazar, halka arza aracılık faaliyetinin sadece sermaye piyasası araçlarının alım ve satımından ibaret olmadığına, yatırımcıya satma yükümlülüğü ile bu araçların satın alındığına ve bu durumun ortaklığın menfaatine olduğuna dikkat çekmektedir. Satın alma işleminin yatırımcıya satma taahhüdü ile gerçekleştirilmesi nedeniyle klasik anlamda alım satım sözleşmesinin söz konusu olmayacağını ve inançlı bir işlemin söz konusu olduğunu ifade etmiştir. Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarını bu araçların verdiği hakları kullanabilmek için değil halka satmak amacıyla devralmaktadır ve bu yüzden bu devir işlemi yazara göre inançlı işlem niteliği taşımaktadır[430]. Ayrıca, sonucun istenilen şekilde gerçekleşmemesi rizikosunun yatırım kuruluşu tarafından üstlenilmesi nedeniyle söz konusu inanç anlaşması yazara göre sui generis bir sözleşme niteliğindedir[431].

Tümünü yüklenim sözleşmesini klasik bir alım satım akdi olarak değerlendiren görüş, AYOĞLU tarafından da eleştirilmiştir. AYOĞLU'na göre tümünü yüklenim sözleşmeleri, halka arzın organize edilmesine ilişkin süreçte danışmanlık hizmeti verilmesini konu alan sui generis nitelikte bir iş görme sözleşmesi ve alım satım akdinden oluşan bir karışık muhtevalı akit niteliğindedir. Yazara göre, kıyas ve yaratma görüşü çerçevesinde, yatırım kuruluşunun halka arz sürecini organize etmesine ilişkin edimlerine vekâlet; sermaye piyasası araçlarını satın alma yönündeki edimine ise satım akdi hükümlerinin kıyasen uygulanması isabetli olacaktır[432]. AYOĞLU, İNCEOĞLU tarafından savunulan saf inançlı işlem görüşünü de eleştirmektedir. Tümünü yüklenim sözleşmelerinde, yatırım kuruluşu tarafından satın alınan sermaye piyasası araçları yine yatırım kuruluşunun takdir ettiği bedel ve zamanda satışa sunulur veya stratejik bakımdan uygun görmesi halinde elde tutulmaktadır. İhraççının bu hususta yatırım kuruluşunu zorlamaya yönelik bir hakkı

---

430 İnançlı temlik, *"bir hakkı iktisap eden kimsenin, bu hakkı, devredenle kararlaştırılan amaca göre kullanmayı ve gerektiğinde bu hakkı kendisine temlik etmiş olan inana veya bir üçüncü kişiye devretmeyi taahhüt etmesi ve inananın da bu taahhüde güvenerek temliki yapması"*dır. Bkz. **İnceoğlu,** s. 89; İnançlı işlemlerde, inanılan o haktan doğan bazı yetkileri hiç kullanmamayı, bazılarını da ancak inanın gösterdiği biçimde kullanmayı taahhüt etmektedir. Bkz. **Tandoğan,** s. 543; İnançlı sözleşmelerde hak belirli bir amaçla kullanılmaktadır. Bkz. **Eren/Dönmez,** C. 1, s. 294.

431 **İnceoğlu,** s. 88-92: Sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunca satın alınması halka arzın tamamlanabilmesine yöneliktir. Yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının mülkiyetini iktisap etse bile bu araçları belirten amaca uygun kullanmayı ve yatırımcılara satmayı taahhüt etmektedir. İnceoğlu da tümünü yüklenim sözleşmelerinde halka arz edenin menfaatlerinin ağır bastığından yola çıkarak, saf inançlı bir işlemin bulunduğunu kabul etmektedir.

432 **Ayoğlu,** s. 236.

bulunmamaktadır[433]. Halka arz edenden bağımsız olarak işleyen işbu durum yazara göre sözleşmenin inançlı işlem olarak nitelendirilmesine engel teşkil etmektedir[434].

İfade etmek isteriz ki, tümünü yüklenim sözleşmelerinin klasik bir alım satım akdi olarak nitelendirilmesi kanaatimizce de doğru olmayacaktır. Yatırım kuruluşu sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere satın almakta ve bununla beraber halka arza aracılık faaliyetinde doğan organizasyon, pazarlama, izahname hazırlanması, Kurul nezdinde işlemlerin yürütülmesi, fiyat tespiti gibi yükümlülüklerini de yerine getirmektedir. Yatırım kuruluşunun bu tür edimleri bu ilişkiyi alım-satım ilişkisinin ötesine taşımaktadır. Böyle kompleks bir sürecin göz ardı edilerek sözleşmeyi salt alım satım faaliyeti olarak değerlendirmek doğru olmayacaktır.

Tümünü yüklenim sözleşmelerinde, sermaye piyasası araçlarının halka satışından önce yatırım kuruluşu tarafından satın alınması haricindeki süreç en iyi gayret aracılığı sözleşmesiyle birebir uyuşmaktadır. Dolayısıyla sözleşme vekâlet akdinin unsurlarını taşımakla birlikte, yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarını satın alması ise taraflar arasında bir satış sözleşmesinin varlığına işaret etmektedir. Kanaatimizce, tümünü yüklenim sözleşmesinde, vekâlet sözleşmesi ile satış sözleşmesinin unsurları kanunun öngörmediği şekilde bir araya gelmiş olup karışık muhtevalı sözleşmenin mevcudiyeti söz konusudur[435]. Halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesine yönelik edimlere vekâlet hükümlerinin; sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına ilişkin edime de satış hükümlerinin kıyasen uygulanması yerinde olacaktır.

3.2.3.2. Bakiyeyi Yüklenim Aracılığı Sözleşmesi

Bakiyeyi yüklenim aracılığında, satış sonunda satılamayan sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşu tarafından satın alınacağının taahhüt edildiğini ifade etmiştik. Yatırım kuruluşu diğer halka arza aracılık türlerinde olduğu gibi sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmektedir. Satış süresinin sonunda yatırımcılarca satın alınmayan

---

[433] Yatırım kuruluşunca satın alınan sermaye piyasası araçları, yatırım kuruluşunun dilediği zamanda dilediği bedel üzerinden elden çıkarılır veya stratejik bakımdan uygun görmesi halinde yatırım kuruluşunca tutulur. İhraççı ortaklık, bu araçların elden çıkarılmasına yönelik olarak yatırım kuruluşunu zorlayamaz. Satışın, yatırım kuruluşunca, stratejik nedenlerle iptal edilmesi veya ertelenmesi durumunda sözleşmeye aykırılıktan bahsedilmez. Bkz. **Ayoğlu,** s. 235; **Tanör,** Halka Arz, s. 279; **Ünal,** Halka Arz Sözleşmeleri, s. 102; Kanaatimizce, halka arzın tamamlanmasında halka arz edenin menfaati olduğu göz önüne alındığında, makul bir sebep olmaksızın satışın gerçekleştirilmiyor olması durumunda yatırım kuruluşunun sorumluluğu gündeme gelebilecek ve bu hususta halka arz eden tarafın bir talep hakkı olabilecektir.

[434] **Ayoğlu,** s. 235-236; Sermaye piyasası araçlarının halka satılması dava edilebilir bir edim niteliğinde olmadığı için Ayoğlu'na göre burada inançlı bir işlem söz konusu değildir.

[435] Benzer yöndeki görüş için ayrıca bkz. **Kankoç Aydın,** s. 193; **Kara,** s. 126.

sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunca satın alınması taahhüdü ise bu aracılık türünün karakteristik özelliğidir[436].

Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin hukuki niteliği de öğretide farklı değerlendirmelere konu olmuştur. Aracılığın kimin nam ve hesabına yürütüldüğünü kıstas alan yazarların görüşleri şu şekildedir; MANAVGAT'a göre burada yatırım kuruluşu ortaklık adına ve hesabına aracılık etmektedir ve vekâlet hükümleri uygulanmalıdır[437]. ACAR'a göre burada yatırım kuruluşu kendi adına ortaklık hesabına aracılık yapmaktadır ve komisyon hükümleri uygulanmalıdır[438]. ÜNAL'a göre, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde yatırım kuruluşu ihraççı nam ve hesabına hareket etse de aradaki ilişki komisyon ilişkisidir[439].

Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde, yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarının satışını üstlenmesiyle, her şeyden önce yatırım kuruluşu ile halka arz eden arasında bir vekâlet ilişkisi kurulmaktadır. Diğer tüm halka arza aracılık türlerinde olduğu gibi satışa kadarki süreçte yatırım kuruluşu halka arzın organizasyonunu ve pazarlamasını yürütecek, satış fiyatı belirleyecek, izahname hazırlanması sürecinde aktif bir şekilde yardımcı olacak, Kurul nezdindeki başvuru süreçlerini yürütecektir. Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin bu iş görme edimlerini kapsayan aşaması, en iyi gayret aracılığına paralel şekilde, vekâlet sözleşmesinin niteliklerini taşımaktadır. Ancak, yatırım kuruluşu, bu aracılık türünde, klasik bir vekâlet akdinin kendisine kanunen yüklemediği bir rizikoyu (yatırımcılar tarafından satın alınmayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasını) üstlenmektedir. Bu edim aynı zamanda bakiye yüklenim aracılığının karakteristik özelliği niteliğinde olup satın alma taahhüdünün hukuken nasıl değerlendirilmesine ilişkin tespit, bakiyeyi yüklenim aracılığı sözleşmesinin bir bütün olarak hukuki niteliğini ortaya koyacaktır.

Yatırım kuruluşu tarafından getirilen satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına ilişkin taahhüt, MANAVGAT, YASAMAN, BERZEK ve KAYTAZ'ın da yer aldığı çoğunluk görüşe göre asıl sözleşme olan vekâlet akdi içerisinde yer alan bir yan teminat yükümü niteliğindedir. Bu görüşe göre, bu satın alma taahhüdüne esas olarak vekâlet akdine ilişkin hususlar uygulanacak, gerektiğinde de niteliğine uygun düştüğü ölçüde

---

[436] Karakteristik özellik kavramı ile kastedilen husus, yatırım kuruluşunun bu taahhüdü olmasa bu sözleşmenin bakiyeyi yüklenim sözleşmesi olarak nitelendirilmeyecek olmasıdır. Böyle bir taahhüt olmasa bu tip aracılık faaliyetinin en iyi gayret aracılığından bir farkı olmazdı. Bkz. **İnceoğlu,** s. 84.
[437] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 85.
[438] **Acar,** s. 320.
[439] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 274; Yazar aynı zamanda yatırım kuruluşunun başkası nam ve hesabına hareket etmesinin komisyonculuk olarak değerlendirilemeyeceğini de öne sürmektedir. Bkz. **Ünal,** Aracı, Kurumlar, s. 78.

tamamlayıcı olarak satış akdine ilişkin hükümler uygulama alanı bulacaktır[440]. MANAVGAT'a göre satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına ilişkin taahhüt, vekâlet akdi içinde yer alan yan teminat yükümü niteliğindedir. Zira bu taahhüt, normal bir vekâlet sözleşmesinde yer almayan, sözleşmenin niteliği gereği ona bağlı olan ve bileşik sözleşmelerdeki[441] bağımlılık ve bütünlüğün ötesinde bir yakınlıktadır[442].

İNCEOĞLU ve AYOĞLU, satın alma taahhüdünün asli bir borç olduğu gerekçesiyle, bu taahhüdü yan teminat yükümü olarak değerlendiren çoğunluk görüşüne katılmamaktadır. ÜNAL'a göre ise bu taahhüt geciktirici şarta bağlı bir alım satım vaadidir ve bu satın alma taahhüdü aynı zamanda garanti sözleşmesinin özel bir şekli olan üçüncü kişinin ediminin taahhüdü (TBK m. 128) niteliğindedir.

ÜNAL, sözleşmenin hukuki niteliğini iki farklı edim üzerinden incelemiştir. İlk olarak, yatırım kuruluşu en iyi gayret aracılığında olduğu gibi bir pazarlama görevi üstlenmekte ve dolayısıyla bir komisyoncu ilişkisi doğmakta ve ihraççı yatırım kuruluşuna bu konuda vekâlet vermektedir. İkinci edim niteliğinde olan satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına ilişkin taahhüt ise yazara göre geciktirici şarta bağlı bir alım satım vaadidir ve bu satın alma taahhüdü aynı zamanda garanti sözleşmesinin[443] özel bir şekli olan üçüncü kişinin ediminin taahhüdü (TBK m. 128) niteliğindedir[444]. ÜNAL'ın görüşünün kabulü halinde; yatırım kuruluşu, yatırımcıların (üçüncü kişilerin) fiilini (sermaye piyasası araçlarını satın almak) halka arz edene karşı taahhüt etmektedir. Eğer yatırımcılar sermaye

---

[440] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 86; **Yasaman,** s. 115; **Berzek,** s. 58; **Kaytaz,** s. 98. Bu görüşü savunan yazarlara göre, aracılık faaliyetinin üstlenen kuruluş, vekâlet sözleşmesinin kendisine yüklemediği bir rizikoyu akdi bir taahhüt ile üstlenmektedir. Bu nedenle söz konusu taahhüdü vekâlet akdi içinde yer alan bir yan teminat yükümlülüğü olarak değerlendirmektedirler. Bu yazarlar sözleşmeyi karma sözleşme olarak değerlendirmemektedir. AYLİ'ye göre de bakiyeyi yüklenim aracılığında esas olan sermaye piyasası araçlarının satılmasına aracılık etmek olup yatırım kuruluşunun getirdiği taahhüt yan teminat yükümlülüğü niteliğindedir. Bkz. **Ayli,** s. 32.

[441] Bileşik sözleşme; birden fazla bağımsız sözleşmenin, bu niteliklerine bir halel gelmeksizin, tarafların iradeleriyle, birinin varlığı ve geçerliliği diğerininkine bağlı olacak şekilde, kanunun öngörmediği şekilde birbirlerine bağlanmalarını ifade etmektedir. Mevcudiyeti ve geçerlilikleri birbirine bağlanmış birden fazla bağımsız sözleşme mevcuttur. İki veya daha çok sözleşme bütün unsurlarıyla bir araya gelmektedir. Bkz. **Eren,** s. 965; **Kuntalp,** s. 163; **Yavuz,** s. 23; **Aral/Ayrancı,** s. 60; **Eren/Dönmez,** C. 1, s. 275.

[442] Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin birleşik olarak nitelendirilmeyeceğine dair ayrıca bkz. **İnceoğlu,** s. 85; **Ayoğlu,** s. 229-230; İki sözleşmeye ait unsurlar tek bir sözleşme çatısı altında eridiği için birleşik sözleşmeden söz edilemez. Ayrıca, bileşik sözleşmelerdeki gibi bütün unsurlarıyla bir arayan gelen sözleşmeler mevcut değildir.

[443] Garanti sözleşmesi; *"garanti veren ve garanti alan arasında yapılan ve garanti alanın girişeceği bir işte doğacak tehlikelere karşı, garanti verenin o işten beklenilen sonucu garanti ederek onu, o işi yapmaya yönlendirme temeline dayalı sözleşme"*dir. Bkz. **Zevkliler/Gökyayla,** s. 14; Garanti veren taraf, doğacak tehlikeleri kısmen veya tamamen üzerine almaktadır. **Yavuz,** s. 1476.

[444] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 76 ve 274; Bu tip sözleşmelerde üçüncü bir kişinin bir edimde bulunacağı taahhüt edilmekte, üçüncü kişi böyle bir edimi yerine getirmezse de bundan doğan zararın tazmin edileceği borçlanılmaktadır. Bkz. **Eren, Fikret / Dönmez, Ünsal** (2022) Eren Borçlar Hukuku Şerhi Cilt 3, 1. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 2457 vd.

piyasası araçlarını satın almazsa, yatırım kuruluşu, ihraççının zararını satış bedeliyle sınırlı olmak üzere TBK m. 128 *(üçüncü kişinin fiilini üstlenme)* kapsamında tazminle yükümlüdür[445]. Ancak MANAVGAT'a göre üstlenilen rizikonun, sözleşmenin niteliği gereğince ona bağlı olması, bu taahhüdün garanti sözleşmesi olarak değerlendirilmesini engellemektedir[446].

İNCEOĞLU'na göre mezkûr taahhüt, yan edim yükümlülüğünden ziyade bağımsız/asli bir borç niteliğindedir. Keza yatırım kuruluşunun bu taahhüdü bakiyeyi yüklenim aracılığının karakteristik özelliği olup; yan borç olarak mütalaa edilmesi hukuki niteliğin tespitinde yanlış sonuçlar doğuracaktır. Bu taahhüdün asli edim olarak kabulü halinde, bu yükümlülük kanunda öngörülmemiş olduğundan, yazara göre yüklenim aracılığı sözleşmesinin, atipik karma bir sözleşme[447] olarak değerlendirilmesi gerekmektedir[448]. Yatırım kuruluşunun edimlerinin halkı arzı gerçekleştirmeye yani ihraççının işini görmeye yönelik olduğundan hareketle, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin tamamına, soğurma teorisi uyarınca, vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanması yerinde olacaktır[449]. Yazara göre bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, vekâlet ve alım satım sözleşmesine ait unsurlar kanunun öngörmediği şekilde bir araya gelmektedir[450].

AYOĞLU da yatırım kuruluşu tarafından getirilen taahhüdün yan teminat yükümü olarak değerlendirilemeyeceğini ifade etmektedir[451]. Bakiyeyi yüklenim sözleşmesi sui generis iş görme sözleşmesi ile şarta bağlı bir satış sözleşmesinin birleşiminden oluşan

---

445 **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 275.

446 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 86; Garanti sözleşmesi olarak değerlendirilemeyeceğine ilişkin olarak ayrıca bkz. **Ayoğlu,** s. 227-228; **Ayli,** s. 31.

447 *"Karma sözleşme"* ("*karışık muhtevalı akit"*), kanunun çeşitli sözleşme tipleri için öngördüğü bazı unsurların kanunun öngörmediği şekilde bir araya getirilmesiyle kurulan sözleşmedir. Bir başka ifadeyle, unsurları, kanunen düzenlenmiş sözleşmelere ait olan lakin bunları birleştirme biçiminin kanuna yabancı olduğu sözleşmedir. Karma sözleşmeler, ögelerini taşıdıkları kanunda düzenlenmiş sözleşme tiplerinden bağımsız ve yeni bir sözleşme niteliği taşırlar. Bkz. **Kuntalp,** s. 16 ve 106; **Eren,** s. 953; **Yavuz,** s. 25; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 18; **Aral/Ayrancı,** s. 57; **Gümüş,** C. 1, s. 6.

448 Yazara göre bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde vekâlet veya komisyon sözleşmesi ile alım satım sözleşmesinin bazı unsurları tek bir sözleşmede, kanunun öngörmediği bir şekilde bir araya gelmektedir. Bu yüzden bileşik sözleşme yerine atipik karma bir sözleşme söz konusudur. Bileşik sözleşmeden bahsedebilmek için birbirinden farklı sözleşmelerin bağımsızlıklarını koruyarak, geçerlilikleri birbirine bağlı olacak şekilde yeni bir sözleşme oluşturması gerekir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 85; Bileşik sözleşme hakkında bkz. **Kuntalp,** s. 163; **Zevkileler/Gökyayla,** s. 21; **Eren/Dönmez,** C. 1, s. 275; **Aral/Ayrancı,** s. 60.

449 **İnceoğlu,** s. 81-88; Nitekim yazara göre en iyi gayret aracılığı sözleşmesi ile bakiyeyi yüklenim sözleşmesi arasındaki tek fark satılamayan sermaye piyasası araçlarının akıbetine ilişkindir. Halka arz sürecinde, yatırım kuruluşunun yürüttüğü faaliyetler ile tarafların hak ve yükümlülükleri açısından bir fark bulunmamaktadır.

450 Benzer yönde bkz. **Kara,** s. 122.

451 Yazar, İnceoğlu'na paralel bir şekilde bu edimin sözleşmeye ait asli ve bağımsız bir edim olduğuna işaret etmekte ve bu satın alma taahhüdünün yan edim olarak ele alınıp asıl akdin mukadderatına tabi kılınmasının yanlış olduğunu öne sürmektedir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 228.

karışık muhtevalı bir sözleşme niteliğindedir[452]. Yazar, bakiyeyi yüklenim sözleşmelerine, kıyasen uygulama ve yaratma görüşü çerçevesinde[453], vekâlet ve satım akdi hükümlerinin bu sözleşmenin niteliğine uygun düştükleri ölçüde kıyasen uygulanmaları gerektiğini ifade etmiştir.

Bakiyeyi yüklenim aracılığı sözleşmelerinde, halka arz edilen araçların yatırımcılarca satın alınmaması hususu gelecekte gerçekleşmesi şüpheli bir olgu niteliğindedir. Dolayısıyla öğretide, geciktirici koşul meselesi üzerinden de bir değerlendirme yapılmış ve *"sermaye piyasası araçlarının yatırımcılarca satın alınmaması"* durumu, alım-satım sözleşmesinin geciktirici koşulu olarak mütalaa edilmiştir[454]. Geciktirici koşul, TBK m. 170 hükmünde *"Bir sözleşmenin hüküm ifade etmesi, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılmışsa, sözleşme geciktirici koşula bağlanmış olur."* şeklinde düzenlenmiştir. Geciktirici koşula bağlı sözleşme, TBK m. 170/2 hükmü uyarınca, ancak koşulun gerçekleştiği andan başlayarak hüküm ifade eder[455]. Satış süreci sonunda, satın alınmamış sermaye piyasası aracı kalması halinde geciktirici şart gerçekleşerek sözleşmenin hüküm ve sonuçları devreye girecektir. Böylece yatırım kuruluşunun satılamayan araçları satın alma borcu muaccel ve talep edilebilir hale gelmektedir. Dolayısıyla, KANKOÇ AYDIN'a göre bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, "vekâlet sözleşmesine bağlanmış bir şarta bağlı alım satım sözleşmesi" söz konusudur[456].

Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde yatırım kuruluşunun, halka arza aracılık etmek ve satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasını taahhüt etmek üzere temelde iki asli ediminden söz edebiliriz. Bu iki edim kanunen öngörülmemiş şekilde, tarafların tek bir sözleşme akdetme iradesiyle, bir bütünlük içinde, tek bir yeni ve özgün sözleşmede toplanmıştır. Sözün özü, bir karışık muhtevalı akit (karma sözleşme) söz konusudur.

Satış aşaması bitene kadar en iyi gayret aracılığı ile aynı süreç işlemektedir. Bu kapsamda gerçekleştirilen halka arz sürecinin organize edilmesi ve satışa aracılık edilmesi yönündeki edimlere vekâlet sözleşmesinin hükümlerini uygulamak yerinde olacaktır. Tekrar altını çizmek de fayda vardır ki, satılamayan araçlara yönelik yatırım kuruluşu tarafından

---

[452] Yazara göre en iyi gayret aracılığı *"sui generis bir iş görme sözleşmesi"* olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla karışık muhtevalı akdin ilk bileşeni de sui generis bir iş görme sözleşmesidir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 230.
[453] Ayoğlu, İnceoğlu'nun aksine, burada soğurma görüşü kapsamında vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasının yerinde olmadığını ileri sürmektedir. Çünkü yazara göre bu sözleşmede hangi edimin ağır bastığını belirlemek mümkün değildir.
[454] **Somer,** s. 82-83; **Kankoç Aydın,** s. 197 vd.; **Arı,** s. 96.
[455] **Eren/Dönmez,** C. 3, s. 2799.
[456] **Kankoç Aydın,** s. 200.

getirilen satın alma taahhüdü, bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin karakteristik özelliği mahiyetindedir ve sözleşmeye adını vermektedir. Dolayısıyla işbu taahhüt, yan edim niteliğinde olmayıp sözleşmeye ait asli ve bağımsız bir edimdir[457]. Satın alma taahhüdünün yerine getirilmemesi durumunda bu borç bağımsız olarak dava edilebilecektir. Ancak bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde yer alan bu iki edimden hangisinin daha önemli olduğunu belirlemek kanaatimizce doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Satılamayan araçları satın alma taahhüdüne satış sözleşmesine ilişkin hükümler kıyasen uygulanmalıdır.

Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde, kanaatimizce, vekâlet sözleşmesi ile alım satım sözleşmesinin bütünü değil, bazı unsurları bir araya gelmektedir. Dolayısıyla karma (karışık muhtevalı) bir sözleşmenin varlığı söz konusudur. Karışık muhtevalı/karma sözleşmelere (daha geniş adıyla isimsiz sözleşmelere) uygulanacak hükümler noktasında farklı görüşler öne sürülmüş olsa da *"soğurma (imtisas) görüşü"*, *"birleştirme (terkip) görüşü"*, *"kıyasen uygulama görüşü"* ve *"yaratma görüşü"* olmak üzere dört temel görüş öne çıkmaktadır. Kısaca ifade etmek gerekirse soğurma görüşüne göre, karma sözleşmeye, içerdiği sözleşme unsurlarından hangisi ağır basmakta ise, bir başka ifadeyle hangisi daha önemliyse, ona ilişkin hükümler doğrudan doğruya, bir bütün olarak uygulanmalıdır. Birleştirme görüşüne göre, karma sözleşmedeki her unsura, ait olduğu sözleşme tipine ilişkin hükümler doğrudan doğruya uygulanmalıdır. Kıyasen uygulama görüşüne göre, karma sözleşmeye, kanunla düzenlenmiş sözleşmelere ait hükümler doğrudan doğruya değil, tarafların amaç ve menfaatleri esas alınarak kıyas yoluyla uygulanır. Yaratma görüşüne göre, hâkim, kanun koyucu gibi hareket ederek, taraf menfaatlerine en uygun soyut ve genel kuralı bizzat kendi yaratıp uygulayacaktır[458].

Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerine uygulanacak hükümlerin tespitinde bu görüşlerden yararlanılmaktadır. İNCEOĞLU, tüm halka arza aracılık sözleşmelerinin asli amacının halka arzı gerçekleştirmek olduğunu vurgulamaktadır. Sermaye piyasası araçlarının satın alınması taahhüdünün de halka arzın tamamlanabilmesi için yapılan bir işlem olduğunu öne sürerek soğurma teorisinin uygulanması gerektiğini kabul etmiştir[459]. AYOĞLU ise satışa aracılıkta bulunmak ve satılamayan araçların satın alınmasına ilişkin taahhütten herhangi birinin

---

[457] Nitekim sözleşmelerin tipini belirleyen edim yükümlülüklerine "aslî edim yükümlülüğü" denmektedir. Bkz. **Eren/Dönmez,** C. 1, s. 46; **Gümüş, Mustafa Alper** (2021) Borçlar Hukukunun Genel Hükümleri, 1. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 45.

[458] Ayrıntılı bilgi için bknz. **Kuntalp,** s. 228 vd.; **Yavuz,** s. 28 vd.; **Eren,** s. 959 vd.; **Gümüş,** C. 1, s. 12 vd.; **Aral/Ayrancı,** s. 62 vd.; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 20 vd.

[459] **İnceoğlu,** s. 86-87; İnceoğlu'un kabul ettiği soğurma teorisi uyarınca bakiyeyi yüklenim sözleşmesinin tümüne vekâlet sözleşmesine ait hükümler uygulanacaktır.

baskın olmadığını (eşit derecede önem taşıdığını) düşünerek kıyasen uygulama ve yaratma görüşünü kabul etmektedir[460]. Biz de Ayoğlu'nun görüşüne katılmaktayız[461]. Nitekim öğretide de karışık muhtevalı akitlere, somut olayın durumuna ve taraf menfaatlerine göre kıyasen uygulama ve yaratma görüşünün uygulanmasının isabetli olacağı ileri sürülmektedir[462]. Halka arza aracılık faaliyetlerine ilişkin olarak, niteliğine uygun düştüğü ölçüde vekâlet sözleşmesi hükümlerinin; sermaye piyasası araçlarının satış sonunda yatırımcılarca satın alınmaması durumunda ise, niteliğine uygun düştüğü ölçüde alım-satım sözleşmesine ilişkin hükümlerin, taraf iradelerine en uygun olanlarının, somut olayın özelliklerine göre kıyasen uygulanması gerekecektir. Ancak KANKOÇ AYDIN'ın da ifade ettiği üzere uyuşmazlık konusunu dikkate almadan, belli durumlarda belli hükümlerin uygulanacağının kurala bağlanması tam olarak doğru olmayacaktır. Vekâlet akdine ilişkin hükümler uygulanırken alım-satım hükümlerinin, alım-satıma ilişkin hükümler uygulanırken vekâlet akdine ilişkin hükümlerin her durumda dikkate alınması bizleri en doğru ve adil sonuca götürecektir[463].

3.2.4. Karma Aracılık Sözleşmeleri

Halka arza aracılık sözleşmesinin yukarıda belirtilen türlerden biriyle yapılmasının zorunlu olmadığını ifade etmiştik. Sözleşme türleri sabit ve değişmez nitelikte olmayıp belirli bir türe bağlı kalmadan karma nitelikte sözleşmeler akdedilebilmektedir. SerPK'da belli tip sözleşme yapmaya ilişkin bir hüküm olmaması ve sözleşme serbestliği ilkesi gereğince, yatırım kuruluşu ve ihraççı ortaklık arasında, yukarıda açıklanan türlerin karışımı niteliğinde sözleşmeler yapılabilmektedir. Nitekim III-37.1 sayılı Tebliğ'in m. 51 hükmünde bu duruma açıkça cevaz verilmektedir. Buna göre, taraflar arasında *"Kısmen Bakiyeyi Yüklenim Sözleşmesi"* ve *"Kısmen Tümünü Yüklenim Sözleşmesi"* akdedilebilmektedir. Tebliğ hükmünde, halka arzın kısmen en iyi gayret kısmen aracılık yüklenimi şeklinde gerçekleştirilebileceğine ilişkin bir hüküm yer almasa da öğretide bunun mümkün olduğu

---

460 **Ayoğlu,** s. 231-232.

461 Benzer yönde görüş için ayrıca bkz. **Kankoç Aydın,** s. 197-203; Yazara göre, yatırım kuruluşunun satın alma taahhüdü, sözleşmenin esaslı unsurudur. Sözleşme, *"vekâlet akdine bağlanmış bir şarta bağlı alım satım sözleşmesi"* niteliğindedir. Karışık muhtevalı akit niteliği taşıyan bu sözleşmeye uygulanacak hükümlerin kıyasen uygulama görüşü çerçevesinde belirlenmesi gerekmektedir.

462 **Kuntalp,** s. 260; **Eren,** s. 963.

463 **Kankoç Aydın,** s. 202-203.

ifade edilmiştir. Karma aracılık sözleşmelerin hukuki nitelikleri, türedikleri temel türlerin hukuki nitelikleri göz önüne alınarak belirlenmelidir[464].

3.3. Konusu

Halka arza aracılık sözleşmeleri, sermaye piyasası araçlarının, yatırım kuruluşu tarafından halka satışını ihtiva eder. Halka arza aracılık sözleşmesinin konusunu sermaye piyasası araçlarının ihracı ve halka arzı oluşturmaktadır [465]. Aracılık faaliyetlerinin kapsamı ve sözleşme özgürlüğü ilkesi dikkate alındığında, halka arz suretiyle satış olmasa bile borsada veya borsa dışındaki bütün aracılık faaliyetlerinde halka arza aracılık sözleşmesinin yapılmasında bir engel yoktur[466].

Sermaye piyasası araçları, sermaye piyasası mevzuatı tarafından tespit edilen ve sermaye piyasası hukukunun konusunu teşkil eden araçlar olup, sermaye piyasalarının varlık sebeplerinin başında bu araçların alım ve satımı yer almaktadır. Sermaye piyasası araçlarının en bariz görünümü menkul kıymetler; menkul kıymetlerin de en yaygın türleri hisse senetleri ve tahvillerdir. Çalışmamızın birinci bölümünde bu araçlara ilişkin detaylı açıklamalara yer verdiğimiz için bu baptaki açıklamalarımızı kısa tutmaktayız.

3.4. Şekli

Halka arza aracılık sözleşmelerinin şekli konusunda SerPK'da açıkça bir düzenleme mevcut değildir. Buna karşılık, III-37.1 sayılı Tebliğ'in m. 55 hükmünde yer alan "*…yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır"* ibaresi uyarınca sözleşme, yazılı şekil şartına tabi kılınmıştır. Anılan düzenleme uyarınca, sermaye piyasası araçlarının halkı arzında, en iyi gayret aracılığının veya aracılık yükleniminin yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması gerekmektedir.

Sözleşmelerin geçerliliği kural olarak herhangi bir şekil şartına tâbi değildir. Şekil serbestisi ilke olup şekil mecburiyeti istisnai hallerde kabul edilmiştir[467]. *"Sözleşmelerin şekli"* başlıklı TBK m. 12 hükmü *"Sözleşmelerin geçerliliği, kanunda aksi öngörülmedikçe, hiçbir şekle bağlı değildir. Kanunda sözleşmeler için öngörülen şekil, kural olarak geçerlilik şeklidir. Öngörülen şekle uyulmaksızın kurulan sözleşmeler hüküm doğurmaz."* şeklindedir.

---

[464] **Ayoğlu,** s. 236; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 209; **İnceoğlu,** s. 92-93; **Kurtoğlu,** s. 86; Kara'ya göre diğer yüklenim sözleşmelerinde olduğu gibi karma aracılık sözleşmelerine de vekâlet akdinin hükümlerinin uygulanması gerekmektedir. Bkz. **Kara,** s. 127.

[465] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 189; **Ünal,** Sözleşme, s. 89; **Ayoğlu,** s. 163; **Aksoy,** s. 42.

[466] **Ünal,** Sözleşme, s. 90.

[467] **Gümüş,** Borçlar Genel, s. 269; **Özbilen, Arif Barış** (2016) Sözleşmelerin Şekli ve Şekil Yönünden Hükümsüzlüğü, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 25.

Bahsi geçen hükümden hareketle, kanun haricinde herhangi bir düzenleme ile yazılı şekil şartının öngörülmeyeceği ifade edilmektedir[468]. Tebliğ hükmü ile halka arza aracılık sözleşmesinin yazılı şekil şartına tâbi kılınması öğretide haklı olarak eleştirilmiştir[469].

6362 sayılı SerPK'nın 42'nci maddesine 18.06.2020 tarihinde getirilen düzenleme şekil şartına ilişkin tartışmaları sonlandırmıştır[470]. Kanun maddesinin ikinci fıkrasına; *"Bu Kanunda yer alan faaliyet konularına ilişkin yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasındaki ilişkiler, yazılı şekilde veya uzaktan iletişim araçlarının kullanılması suretiyle mesafeli olarak ya da mesafeli olsun olmasın Kurulun yazılı şeklin yerine geçebileceğini belirlediği ve bir bilişim veya elektronik haberleşme cihazı üzerinden gerçekleştirilecek ve müşteri kimliğinin doğrulanmasına imkân verecek yöntemler yoluyla kurulacak sözleşmeler ile düzenlenir ve buna ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir."* düzenlemesi eklenmiştir. Böylelikle şekil mecburiyeti getirilmesine yönelik düzenleme yapma yetkisi Kanun tarafından Kurul'a verilmiş ve halka arza aracılık sözleşmeleri için ikincil düzenleme ile getirilen yazılı şekil şartı TBK m. 12 hükmüne uygun düşecek şekilde kanuni zemine kavuşturulmuştur.

Yazılı şekil, halka arza aracılık sözleşme türlerinin hepsi için geçerlidir ve sıhhat şartıdır[471]. Bu şekle uyulmaksızın akdedilen sözleşmeler geçersiz olacaktır (TBK m. 12/2). Ancak MANAVGAT'a göre, tümünü yüklenim aracılığı her ne kadar bir yüklenim olsa da aracılık sözleşmesi yapılmasını gerektirmemektedir. Dolayısıyla yazara göre bu durumda bu ilişki alım satım sözleşmesi niteliğinde olup yazılı şekle bağlanması şart değildir[472]. Öğretide, İNCEOĞLU ve AYOĞLU ise ESerPK'da şekil şartına ilişkin bir düzenleme olmadığından bahisle tebliğ hükmündeki yazılı şekil şartının geçerlilik şartı olarak

---

[468] Sözleşmelerde şekil mecburiyeti istisna olup kanunda açıkça düzenlenmelidir. Bkz. **Eren/Dönmez,** C. 1, s. 500 vd.; TBK m. 12 hükmünde yer alan "kanun" ibaresinin dar yorumlanması gerekliliği ifade edilmiştir. Tüzük, yönetmelik gibi ikincil düzenlemelerle şekil zorunluluğu getirilememektedir. Bkz. **Özbilen,** s. 32; Buna karşılık, Karababa'ya göre SerPK ve buna dayanılarak çıkarılan tebliğlerle öngörülen hukuki düzenlemeler diğer kanunlara nazaran daha özel nitelikle hükümler içerdiğinden tebliğ hükmü ile yazılı şekil şartı getirilmesinde bir sakınca bulunmamaktadır. Yazara göre ancak bu özel nitelikteki düzenlemelerde hüküm bulunmayan hallerde genel düzenleme niteliğinde olan TBK hükümlerine gidilebilmektedir. bkz. **Karababa,** s. 134-135.

[469] **İnceoğlu,** s. 34-35 ve 120; **Ayoğlu,** s. 203; **Çetin/Töremiş,** s. 89; **Kara,** s. 110; Aksi yönde bkz. **Karababa,** s. 134-135; İkincil düzenlemelerle şekil şartı getirilemeyeceği için bu hususu bir ispat şekli olarak değerlendiren yazarlar için bkz. **Ayoğlu,** s. 204; **Konuralp/Konuralp,** s. 592.

[470] **Töremiş,** s. 97.

[471] **Yasaman,** s. 113; **Berzek,** s. 56-57; Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satımında da aynı esaslar uygulanacağından ötürü aracılık sözleşmesinin bu görünümünde de yazılı olarak yapılması sıhhat şartıdır.

[472] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 76; Yazar sadece bu durumu istisna tutmakta, diğer durumlar için yazılı şekil şartının sıhhat şartı olduğunu kabul etmektedir.

değerlendirilmeyeceğini ifade etmiştir[473]. Kanaatimizce, 6362 sayılı SerPK'nın 42'nci maddesine eklenen ikinci fıkra göz önüne alındığında, yazılı şekle uyulmaksızın akdedilen halka arza aracılık sözleşmeleri geçerli olmayacaktır.

Tebliğ hükmü, sözleşmeyi yazılı şekle tabi kılmakla birlikte sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususların SPK tarafından belirleneceğini de ifade etmektedir. Bu hususa ilişkin olarak Kurul'un internet sitesinde *"Halka Arza Aracılık Sözleşmesinde Bulunması Gereken Asgari Unsurlar"* başlıklı bir dosya mevcuttur[474]. Buna göre, sözleşmesinin şu hususları içermesi zorunludur: Tarafları tanıtıcı bilgiler, sözleşmede kullanılacak kısaltmalar, sözleşmenin konu, sözleşmenin konusunu teşkil eden sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler, aracılığın türü ve kapsamı, tarafların hak taahhüt ve yükümlülükleri, halka arzda kısıtlamalar, satışa ilişkin esaslar, varsa satıştan sonrası hizmetler, aracı kuruluşa ödenecek ücret veya komisyonun tespit ve ödeme esasları, delil şartı, sözleşmenin süresi ve sona ermesi, konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum sözleşmesine ait bilgiler, uygulanacak hükümler, yetkili imzalar ve tebligat adresleri. Bu sayma sınırlayıcı değildir. Taraflar irade serbestisi ve sözleşme özgürlüğü çerçevesinde Kanun hükümleri saklı kalmak kaydıyla diledikleri hususları sözleşmeye dâhil edebilirler.

Kurul tarafından yayımlanan asgari içeriğe uyulmamasının sözleşmenin geçerliliğini etkileyip etkilemeyeceği tartışılmalıdır. MANAVGAT ve ACAR, Kurul tarafından belirlenen asgari içeriğe sözleşmede uyulmasının zorunlu olduğunu kabul ederken[475], İNCEOĞLU ve AYOĞLU aksi görüştedir[476]. AYOĞLU'nun işaret ettiği üzere ve bizce de halka arza aracılık sözleşmesinin esaslı unsuru niteliğinde olan aracılık türü, ücret ve sözleşmenin konusu sermaye piyasası aracı kararlaştırıldığı sürece diğer unsurların eksik olması sözleşmenin geçersizliğini etkilemeyecektir.

3.5. Tarafları

3.5.1. Genel Olarak

Halka arza aracılık faaliyetinin, Kurul'dan izin almaları kaydıyla, aracı kurumlar ile kalkınma ve yatırım bankaları tarafından yürütülebildiğini ve bu kuruluşların sermaye piyasası hukukunda ne şekilde düzenlendiğini çalışmamızın ikinci bölümünde detaylı bir

[473] **İnceoğlu,** s. 34-35; **Ayoğlu,** s. 203.
[474] https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/24 s.e.t. 06.01.2022.
[475] **Manavgat ,** Aracı Kurumlar, s. 76-77; **Acar,** s. 320.
[476] **İnceoğlu,** s. 121; **Ayoğlu,** s. 205.

şekilde izah etmiştik. Dolayısıyla sözleşmenin taraflarına ilişkin açıklamalarımızı bu başlık altında kısa tutmaktayız.

Yürüttükleri faaliyetin türüne göre aracı kurumlar; *"dar yetkili"*, *"kısmi yetkili"* ve *"geniş yetkili"* olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. Yüklenimsiz aracılık faaliyeti, kısmi yetkili aracı kurum; yüklenimli aracılık faaliyeti ise sadece geniş yetkili aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilebilir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 8). Kalkınma ve yatırım bankaları da Kurul'dan izin almaları durumunda halka arza aracılık faaliyetini yürütebilmektedir. Mevduat ve katılım bankaları SerPK m. 39/9 hükmü gereğince halka arza aracılık hizmeti sunamaz. Halka arza yetkili kuruluşların listesi Kurul'un internet sitesinde yer almaktadır[477].

Halka arza aracılık sözleşmesi, bir tarafında aracılık faaliyetini yürütmeye yetkili yatırım kuruluşu veya bunların oluşturdukları konsorsiyum, diğer tarafında ise ihraççıların veya malik oldukları araçları yatırım kuruluşları aracılığıyla satmak isteyen gerçek veya tüzel kişilerin bulunduğu (satıcılar) iki taraflı sözleşmedir[478]. Yatırımcılar halka arza aracılık sözleşmesinin tarafı değildir.

3.5.2. Yatırım Kuruluşu

Yatırım kuruluşu kavramı, SerPK m. 3/1-v hükmü uyarınca aracı kurumlar ve bankalar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını kapsamaktadır[479]. Ancak halka arza aracılık sözleşmesine her yatırım kuruluşu taraf olamamaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının yetkili bir yatırım kuruluşu aracılığı ile yürütülmesi esastır. Kanun'un m. 39/9 hükmü ve III-37.1 Sayılı Tebliğin m. 52 hükmü gereğince bu kuruluşlar Kurul tarafından yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarıdır. Mevduat ve katılım bankaları anılan hükümler gereğince halka arza aracılık faaliyetini yürütememekte ve halka arza aracılık sözleşmesinin tarafı olamamaktadır.

---

[477] Aracı kurumlar için bkz. https://www.spk.gov.tr/SiteApps/AraciKurulus/FaaliyetIzinleri/ak ; Bankalar için bkz. https://www.spk.gov.tr/SiteApps/AraciKurulus/FaaliyetIzinleri/banka s.e.t. 06.01.2022.

[478] Halka arza aracılık sözleşmesinde "satıcı" konumunda, ihraççı ortaklık veya sermaye piyasası araçlarını ellerinde bulunduran pay sahipleri vardır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 168; **Kara,** s. 112; **Aksoy,** s. 44; Türk sermaye piyasası hukukunda satıcılar, sermaye piyasası araçlarının malikleri ve ihraççılarıdır. Bkz. **Ünal,** Sözleşme, s. 93.

[479] Yatırım kuruluşu kavramına ilişkin detaylı açıklamalara çalışmamızın bir önceki bölümünde yer verdiğimiz için buradaki açıklamalarımızı kısa tutmaktayız.

3.5.3. Aracılık Konsorsiyomu

3.5.3.1. Tanım ve Kavram

Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, yetkili bir kuruluş aracılığıyla gerçekleştirilmesi esastır. Halka arza aracılık faaliyeti, yetkili kuruluşlar tarafından tek başına yürütülebileceği gibi, birden fazla yetkili kuruluşun bir araya gelerek oluşturacağı konsorsiyum aracılığı ile de yürütülebilmektedir. Birden fazla yetkili kuruluşun halka arza aracılık etmesi durumunda, bu kuruluşlar tarafından *"aracılık konsorsiyumu"* oluşturulur.

Halka arza aracılık, bünyesinde mali riskleri ve yoğun bir iş yükünü barındıran bir faaliyet olup miktar ve tutarlar yükseldikçe riskler de artmaktadır. Bir yatırım kuruluşunun tek başına bunları göze alamadığı durumlarda aracılık konsorsiyumları oluşturulur[480]. Halka arzın çok yönlü ve kapsamlı çalışmayı gerektirmesi ve üstlenilen riskin çoğunlukla yüksek olması, yatırım kuruluşlarını iş birliğine yöneltmektedir[481]. Böylelikle aracılıktan doğan riskler paylaşılmakta ve halka arzın daha çok yatırımcıya ulaşması sağlanmaktadır[482]. Riskin daha yüksek olması hasebiyle, aracılık konsorsiyumları en çok tümünü yüklenim sözleşmelerinde ve bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde görülür[483].

Aracılık konsorsiyumu, SerPK'da düzenlenmemektedir. III-37.1 sayılı Tebliğin m. 56 hükmünde, *"Aracılık Konsorsiyumu"* başlığı altında ve m. 57 hükmünde *"Konsorsiyum Sözleşmesi"* başlığı altında konuya ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Kurul tarafından çıkarılan tebliğlerde aracılık konsorsiyumuna ilişkin hükümlere yer verilse de kavram olarak herhangi bir tanımlama yapılmamıştır. Aracılık konsorsiyumu öğretide, *"ihraç eden ve/veya halka arz edenin sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının halka arzında, satışa aracılık etmek üzere Kurul tarafından yetkilendirilmiş birden fazla yatırım kuruluşunun oluşturduğu birlik*" olarak tanımlanmıştır[484].

Halka arza aracılık sözleşmesi imzalanmadan önce veya sonra konsorsiyum oluşturulabilir. Şayet konsorsiyum sözleşme yapıldıktan sonra oluşturulacaksa halka arz edenin onayının alınması gerekmektedir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 56/1). Halka arza aracılık

---

480 **Kara, Mustafa Sencer** (2015) 'Aracılık Konsorsiyum', Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 23, S: 1, s. 317; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 200; **İnceoğlu,** s. 114; **Ayoğlu,** s. 267; **Berzek,** s. 60; **Arı,** s. 101.
481 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 97; **Kara,** Konsorsiyum, s. 317.
482 **İnceoğlu,** s. 114; **Ayoğlu,** s. 268; **Yasaman,** s. 115; **Kaytaz,** s. 108; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 200; **Tanör,** Halka Arz, s. 268; Aracılık konsorsiyumu oluşturulmasının diğer nedenleri arasında şunlar yer almaktadır: ihraççıların/halka arz edenlerin özellikle bazı yatırım kuruluşları ile çalışmak istemeleri, bilgi asimetrisinin azaltmak, halka arz edilecek araçların değerinin doğru oluşmasının sağlamak, bazı halka arzların aracılık deneyimi gerektirmesi. Bkz. **Kara,** Konsorsiyum, s. 318.
483 **Kaytaz,** s. 108.
484 **Kara,** Konsorsiyum, s. 318.

sözleşmesi ile konsorsiyum sözleşmesinin bir arada yapılması durumunda, her iki sözleşmede yer alacak hükümler tek sözleşmede birleştirilebilir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 57/2).

Konsorsiyum oluşturulduğu durumda, konsorsiyumun işlerini sevk ve idare edecek, yönetimini üstlenecek bir konsorsiyum lideri (lider aracı kurum) tayin edilir[485]. Konsorsiyumun yönetiminde, konsorsiyum lideri yegâne söz sahibidir[486]. Lider, halka arz sürecini fiilen yürüten kuruluştur[487]. Konsorsiyum üyeleri satış ve yüklenim aşamalarında devreye girmekte, halka arz sürecine ait tüm alt yapı ve organizasyon iş ve işlemleri lider tarafından yürütülmektedir[488]. Konsorsiyum lideri; Kurula, resmi kurumlara, ihraççıya, halka arz edene ve üçüncü kişilere karşı konsorsiyumu temsil eder (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 56/2). Birden fazla yatırım kuruluşun lider aracı kurum olarak tayin edilmesi de mümkün olup bu durumda "eş liderlik" söz konusu olur (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 56/2)[489]. Konsorsiyum lideri konsorsiyumun sözleşmeye uygun şekilde yürütülmesini sağlamakla yükümlü olup aksi halde kusuruna ve somut olayın gereklerine göre zararlar kendisine yükletilebildiği ölçüde sorumlu olacaktır (II-5 2 sayılı Tebliğ m. 28/2 ve TBK m. 628)[490].

Halka arzı üstlenen yatırım kuruluşlarınca konsorsiyum oluşturulması halinde, III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 57/1 hükmü uyarınca, bu kuruluşların kendi aralarında yazılı bir konsorsiyum sözleşmesi imzalaması gerekmektedir. Yatırım kuruluşları arasındaki konsorsiyum ilişkisi, akdedilen bu yazılı konsorsiyum sözleşmesi ile kurulmaktadır. Bu sözleşme ile konsorsiyum üyeleri kendi aralarındaki iç ilişkiyi düzenlemekte ve karşılıklı edimleri belirlemektedirler[491]. Konsorsiyum sözleşmesi, halka arza aracılık eden yatırım kuruluşları ile ihraççı ve/veya halka arz eden arasında imzalanan halka arza aracılık

---

485 **Barlas, Nami** (2008) Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, 2. Bası, İstanbul, Vedat, s. 223; **Kaytaz, s**. 112; **Tanör,** Halka Arz, s. 268; Konsorsiyum liderinin, operasyonel sorumluluklarına ilişkin bkz. **Kankoç Aydın,** s. 243.

486 **Kara,** Konsorsiyum, s. 334; Konsorsiyum liderinin yönetim yetkisinin kaldırılması hususundaki tartışmalar için ayrıca bkz. **Kara,** Konsorsiyum, s. 335; **İnceoğlu,** s. 125-126.

487 Aracılık işinin alınması, konsorsiyumun oluşturulması, konsorsiyum ortaklarının yüklenim oranlarının belirlenmesi lider tarafından gerçekleştirilmektedir. Halka arz sürecinin organize edilmesine yönelik danışmanlık hizmetinin verilmesi, ihraççı ortaklığın hukukî ve finansal açıdan incelenmesi, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının belirlenmesi, reklam ve tanıtım faaliyetlerinin yürütülmesi, satış sürecinin idaresi ve satış süreci sonrasında gerçekleştirilecek fiyat istikrarını sağlamak gibi işlemler de liderin sorumluluğu altında bulunmaktadır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 289.

488 **Ayoğlu,** s. 289.

489 **Kara,** Konsorsiyum, s. 335; **Ayoğlu,** s. 288.

490 **Kankoç Aydın,** s. 242 ve 248.

491 **Kaytaz,** s. 110; **Tanör,** Halka Arz, s. 270; Konsorsiyum sözleşmesinde yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurul tarafından belirlenir (III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 57/1). Bu asgari unsurlar için bkz. https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/24 s.e.t. 06.01.2022; Kurul tarafından tespit edilmiş bu asgari unsurlarda eksiklik bulunması durumunda sözleşmenin geçerli olduğu kabul edilmektedir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 121; **Ayoğlu,** s. 282; **Kara,** Konsorsiyum, s. 331.

sözleşmesinden farklı bir sözleşmedir[492]. III-37.1 Sayılı Tebliğ m. 57/2 hükmü uyarınca, halka arza aracılık sözleşmesi ile konsorsiyum sözleşmesinin bir arada yapılması ve her iki sözleşmede yer alan hükümlerin tek sözleşme ile birleştirilmesi mümkündür.

3.5.3.2. Hukuki Niteliği

Konsorsiyum, öğretide, adi şirketin bir türü olarak sayılmaktadır[493]. Yatırım kuruluşları, emek ve sermayelerini müşterek bir gaye (halka arzın gerçekleştirilmesi) için ortaya koymakta ve bunun için iş birliğine gitmektedirler. Adi ortaklık sözleşmesine ilişkin hükümler, TBK m. 620-645 hükümleri arasında düzenlenmiştir. Adi ortaklık sözleşmesi TBK m. 620 hükmünde *"iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşme"* olarak tanımlanmıştır. Bir ortaklık, kanunla düzenlenmiş ortaklıkların ayırt edici özelliklerini taşımıyorsa, adi ortaklık sayılacaktır (TBK m. 620/2). Konsorsiyum sözleşmeleri; adi ortaklığın *"kişi"*, *"katılma payı"*, *"ortak amaç"*, *"iş birliği"*, *"sözleşme"* ve *"ticari ortaklıklardan birinin tipinde olmaması"* unsurları açısından öğretide değerlendirmeye tabi tutulmuş ve adi ortaklık niteliğinde olduğu kabul görmüştür[494]. Dolayısıyla, konsorsiyum sözleşmesinde, SerPK'da ve ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde TBK'daki adi ortaklığa ilişkin hükümlerin uygulanması isabetli olacaktır[495]. İfade etmek gerekir ki, her ne kadar aracılık konsorsiyumu adi ortaklık niteliğinde olsa da yapısı gereği adi ortaklıktan pek çok noktada ayrılmaktadır. Dolayısıyla adi ortaklığa ilişkin hükümlerin hepsinin tereddütsüz şekilde aracılık konsorsiyumlarına da uygulanması söz konusu değildir, her zaman durumun özellikleri göz önünde bulundurulmalıdır[496].

ÜNAL'a göre, konsorsiyuma sadece yetkili kuruluşların katılabileceğinden bahisle, aracılık konsorsiyumu gerçek bir adi ortaklıktan ziyade, adi ortaklığa ilişkin hükümlerin uygulandığı "sui generis" bir topluluk niteliğindedir[497]. İNCEOĞLU'na göre konsorsiyuma sadece yetkili kuruluşların katılması hususu, adi ortaklığın kişi unsurundan sapma şeklinde

---

[492] Esasında halka arzın konsorsiyum aracılığı ile yapılması durumunda üç ayrı sözleşmenin varlığı söz konusudur. Konsorsiyum üyeleri arasında *"aracılık konsorsiyumu sözleşmesi"*, konsorsiyum üyeleri ile ihraççı ve/veya halka arz eden arasında *"halka arza aracılık sözleşmesi"* ve konsorsiyum üyelerinin bireysel olarak yatırımcılarla yaptığı *"menkul kıymetlerin satıma ilişkin sözleşme"* imzalanmaktadır. Bkz. **İnceoğlu,** s. 116.

[493] **Barlas,** s. 232; **Bozkurt,** Şirketler, s. 66; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 98; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 200; **Yasaman,** s. 116; **İnceoğlu,** s. 116; **Berzek,** s. 60; **Arı,** s. 101; **Tekinalp, Gülören / Tekinalp, Ünal** (1988) 'Joint Venture', Prof. Dr. Yaşar Karayalçın'a 65 inci Yaş Armağanı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, s. 163.

[494] **Kaytaz,** s. 110-112; **İnceoğlu,** s. 117; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 98; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 201; **Arı,** s. 102.

[495] **Barlas,** s. 233; **İnceoğlu,** s. 122; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 201; **Berzek,** s. 60.

[496] **Ayoğlu,** s. 277; **Barlas,** s. 233; **İnceoğlu,** s. 123.

[497] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 201.

değerlendirilmemelidir. Adi ortaklığın genel yapısı ile çelişmediği sürece bazı adi ortaklık tiplerinde özel düzenlemelerin olması mümkündür[498]. AYOĞLU'na göre de halka arz konsorsiyumuna yalnızca yetki belgesine sahip yatırım kuruluşlarının katılması işin niteliğinden kaynaklanmaktadır. Sadece bu gerekçeye dayanarak sui generis bir topluluk olarak değerlendirilmesi doğru olmayacaktır[499].

Yürüttükleri aracılığın türüne göre aracılık konsorsiyumları ayrı ayrı değerlendirmeye tabi tutulmaktadır[500]. KARA ve AYOĞLU'na göre, yüklenimli aracılık faaliyeti yürüten aracılık konsorsiyumları, üyelerin işin belli bir bölümünü üstlenmeleri hususu bakımından, klasik konsorsiyumların karakteristik özelliklerini gösterirken; yüklenimsiz aracılık faaliyeti yürüten aracılık konsorsiyumları, klasik anlamda konsorsiyumların karakteristik özelliklerini taşımayıp klasik anlamda adi ortaklık niteliği taşımaktadır[501].

TBK m. 620/1 hükmü gereğince adi ortaklıkta; kişi, sözleşme, katılım payı, ortak amaç, iş birliği unsurlarının bir arada bulunması gerekmektedir[502]. Aracılık konsorsiyumu; adi ortaklığın kişi, sözleşme, katılma payı, ortak amaç ve iş birliği unsurları açısından değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

Kişi ve sözleşme unsuru bakımından; aracılık konsorsiyum sözleşmesinin taraflarını halka arza aracılık faaliyetini yürütmeye yetkili kuruluşlar olan aracı kurumlar ile kalkınma ve yatırım bankaları oluşturabilir. Konsorsiyum üyeleri arasındaki ilişkinin aracılık konsorsiyumu sözleşmesi ile kurulması gerekmektedir. III-37.1 Sayılı Tebliğ'in m. 57 hükmü konsorsiyum sözleşmesini düzenlemektedir. Buna göre, *"konsorsiyum oluşturulması halinde, konsorsiyuma katılan yetkili yatırım kuruluşları arasında yazılı bir konsorsiyum sözleşmesi düzenlenir. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurulca belirlenir."*

---

498 **İnceoğlu,** s. 118; Yazara göre, kişi unsuru bakımından önemli olan, iki veya daha fazla yetkili kuruluşun ortaklık kurma amacıyla bir araya gelmiş olmasıdır. Benzer yönde **Kaytaz,** s. 111.

499 **Ayoğlu,** s. 276; Ayoğlu bu konuda, inşaat işlerini yüklenen konsorsiyumlara atıf yapmıştır. Yazara göre yalnızca müteahhitlik yapan şirketlerin konsorsiyuma katılması nasıl işin gereğinden kaynaklanıyorsa, halka arz konsorsiyumuna yalnızca yetkili kuruluşların katılması da aynı şekilde işin niteliğinden kaynaklanmaktadır.

500 **Kara,** Konsorsiyum, s. 320; **Ayoğlu,** s. 278.

501 Konsorsiyum ilişkisi, konsorsiyum üyelerinin, iş sahibine karşı, işin yalnızca bir bölümünün sorumluluğunu üstlenmesinden ötürü diğer adi ortaklık türlerinden ayrılmaktadır. Yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinin konu aldığı "satışa aracılık" yönündeki iş görme edimi niteliği itibariyle bölünmeye müsait olmadığından, her bir kuruluş işin tümünün ifasından sorumlu olduğundan burada gerçek ve teknik anlamda bir konsorsiyum söz konusu değildir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 278; **Kara,** Konsorsiyum, s. 320-322; En iyi gayret aracılığında, bölünebilecek bir edim olarak *"yüklenim"* yoktur. Satışa aracılık faaliyeti bölünmeye müsait bir edim değildir. Bkz. **Kankoç Aydın,** s. 206.

502 **Eren,** s. 842 vd.

Konsorsiyum ortakları tarafından taahhüt edilen katılma payının ne olacağına ilişkin öğretide farklı görüşler mevcuttur. Adi ortaklıkta, TBK m. 620/1 hükmü gereğince, ortakların emeklerini ve mallarını ortak amaca erişmek için birleştirmeleri gerekir. Ortaklar, katılım payı olarak para, alacak veya başka bir mal ya da emek koymak durumundadır (TBK m. 621/1)[503]. MANAVGAT, aracılık konsorsiyumu için emek ve sermaye katılımından bahsetmektedir[504]. ÜNAL'a göre, katılma payı öncelikle nakit para olmalıdır. Yazara göre, konsorsiyumda taahhüt edilen edim sermaye piyasası araçlarının satışı ve satılamayan kısmın satın alınması olup, sadece emek ve ticari itibarlarını katılım payı olarak konması bunu gerçekleştirmeye elverişli değildir[505]. İNCEOĞLU'na göre katılma payı çoğu zaman emek ve ticari itibardır. Yazara göre para koyması hususu sadece tümünü yüklenim aracılığı sözleşmelerinde söz konusu olup aracılık konsorsiyumlarında ortak amaç, sermaye piyasası araçların üçüncü kişilere satılması için çaba sarf etmektir. Zira sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme taahhüdü de konsorsiyuma karşı değil, ihraççı ortaklığa karşı yapılmaktadır. Dolayısıyla emek niteliğinde bir yapma borcunun katılma payı olarak taahhüt edildiğini öne sürmektedir[506]. AYOĞLU'na göre, hangi aracılık yöntemi tercih edilirse edilsin, katılma payı emek ve ticari itibardan ibarettir[507]. Yazar, İNCEOĞLU ile paralel şekilde, ödeme taahhüdünün konsorsiyuma değil ihraççı ortaklığa karşı yapıldığına dikkat çekmektedir. KARA'ya göre adi ortaklıklarda olduğu gibi konsorsiyumlarda da her türlü unsur katılım payı olabilir. Ancak yürütülen aracılık faaliyetinin türüne göre katılım payında farklılık görülebilir. Yazara göre en iyi gayet aracılığında sadece emek ve ticari itibar; yüklenimli aracılık faaliyetlerinde ise, bunun yanında nakit para da katılım payı olarak sayılabilir[508].

Konsorsiyum üyeleri, ortak amaçlarını gerçekleştirmek için yani sermaye piyasası araçlarının halka arzını sağlayarak kazanç elde etmek için, beraber çaba gösterip faaliyette bulunmaktadır. MANAVGAT'ın ifadesiyle ortak amaç, menkul kıymetlerin halka arzının başarıyla yapılmasıdır[509]. ÜNAL'a göre ortak amaç menkul kıymetlerin halka arz yoluyla

---

503 **Kendigelen, Abuzer /Kırca, İsmail** (2021) Şirketler Hukuku Cilt 1, İstanbul, On İki Levha, s. 96; **Ayhan, Rıza / Çağlar, Hayrettin / Özdamar, Mehmet** (2021) Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 3. Baskı, Ankara, Yetkin, s. 35; **Pulaşlı, Hasan** (2016) Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 4. Baskı, Ankara, Adalet, s. 25.

504 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 98; Yazara göre, konsorsiyum üyeleri, yüklenim gruplarında maddi güçlerini, satış gruplarında kişisel emeklerini, ticari itibarlarını veya bunların tümünü katılma payı olarak sunarlar.

505 **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 203; Yazara göre emek ve ticari itibar da katılma payı olarak konabilir. Ancak, tek başına müşterek gayeyi gerçekleştirmeye elverişli değildir.

506 **İnceoğlu,** s. 119-120; Benzer yönde bkz. **Kurtoğlu,** s. 104.

507 **Ayoğlu,** s. 294.

508 **Kara,** Konsorsiyum, s. 324-325.

509 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 99.

satılmasıdır[510]. İNCEOĞLU'na göre menkul kıymetlerin ihracını gerçekleştirmek ve bu şekilde komisyona hak kazanmak veya kazanç sağlamak ortaklığın asıl amacıdır[511]. İş birliği unsuru, ortaklığın başarıya ulaştırılması niyeti anlamına gelmektedir[512]. Konsorsiyum ortaklarının, müşterek amacı gerçekleştirmek için birlikte çaba göstermeleri, faaliyette bulunmaları ve bu konuda üyelerle iş birliği yapmaları işbirliği unsurunun da konsorsiyum sözleşmelerinde mevcut olduğunu ortaya koymaktadır[513]. Konsorsiyum üyelerinin, sermaye piyasası araçlarının satışında bilgi ve tecrübelerini, ticari itibarlarını, emeklerini ve mali güçlerini birleştirmeleri, iş birliği unsurunun görünümü olarak karşımıza çıkar[514].

3.5.3.3. Yükümlülükler

Konsorsiyum üyeleri, her şeyden önce, sermaye piyasası araçlarının satışını gerçekleştirme konusunda gerekli çabayı göstermekle yükümlüdür[515]. Konsorsiyum üyelerinin konsorsiyuma karşı katılım payının ifası (TBK m. 621) ile sadakat ve özen borçları (TBK m. 628) olmak üzere temelde iki yükümlülüğü mevcuttur[516]. Adi ortaklık sayılmasının sonucu olarak da elde edilen kazanç ve uğranılan zarar paylaşılmaktadır[517]. Konsorsiyumun asli sorumluluğu; halka arz sürecinin izahnamede belirtildiği şekilde, Kanuna ve ikincil düzenlemelere uygun olarak tamamlamak ve aracılık sözleşmesinin türüne göre yükümlülüklerini yerine getirmektir[518].

Konsorsiyum ilişkisinin mevcudiyetinden söz edebilmemiz için; iki veya daha çok gerçek veya tüzel kişinin, belirli bir işi birlikte gerçekleştirmek amacıyla bir araya gelmeleri ve her birinin diğerlerinden bağımsız olarak işin sadece bir bölümünü yerine getirmeyi üstlenmesi gerekir[519]. Her bir konsorsiyum üyesi, yüklenilen işin sadece kendisinin üstlendiği bölümünden sorumlu olup her üye işin tamamından sorumlu tutuluyorsa gerçek ve teknik anlamda konsorsiyum ilişkisinin varlığından bahsedilemez[520]. Her bir yatırım kuruluşu, yüklenim aracılığı içeren konsorsiyumlarda, kendi taahhüt ettiği yüklenim miktarından münferiden sorumlu olup tüm yüklenim tutarında müteselsilen sorumlulukları

---

[510] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 203.
[511] **İnceoğlu,** s. 118.
[512] **Kara,** Konsorsiyum, s. 325.
[513] **İnceoğlu,** s. 118; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 98; **Kurtoğlu,** s. 102.
[514] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 204; **Arı,** s. 103.
[515] **Kara,** Konsorsiyum, s. 338; **İnceoğlu,** s. 126.
[516] **Ayoğlu,** s. 293.
[517] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 99; **Pulaşlı,** s. 30; **Ayhan/Çağlar/Özdamar,** s. 61.
[518] **Kaytaz,** s. 113.
[519] **Tekinalp/Tekinalp,** s. 162; **Kara,** Konsorsiyum, s. 319; **Barlas,** s. 219.
[520] **Barlas,** s. 223; **Bozkurt,** Şirketler, s. 66; **Kara,** Konsorsiyum, s. 320; **Ayoğlu,** s. 276; **Kankoç Aydın,** s. 247.

yoktur[521]. Aracılık konsorsiyumunda iş yükünün paylaşımı, üyelerin hisse senetlerinin belli bir kısmının pazarlanmasından sorumlu olmaları şeklindedir[522].

Konsorsiyum üyelerinden her biri, işlerin yürütülmesinde kendi işlerinde gösterdiği çaba ve özeni göstermekle yükümlüdür (TBK m. 628/1). Her üye, diğer üyelere karşı, kendi kusuruyla verdiği zararları, başka işlerde ortaklığa sağladığı menfaatlerle mahsup ettirme hakkı olmaksızın gidermekle yükümlüdür (TBK m. 628/2).

Adi ortaklıkta sorumluluk aksi kararlaştırılmadıkça müteselsil, birinci dereceden ve sınırsızdır[523]. TBK m. 638/3 hükmü de *"Ortaklar, birlikte veya bir temsilci aracılığı ile bir üçüncü kişiye karşı, ortaklık ilişkisi çerçevesinde üstlendikleri borçlardan, aksi kararlaştırılmamışsa müteselsilen sorumlu olurlar."* şeklindedir[524]. Konsorsiyum üyelerinin, TBK m. 511/2 hükmü kapsamında birlikte vekil konumunda olmaları gerekçesiyle, ihraççı ve/veya halka arz edene karşı vekâletin ifasından aksi kararlaştırılmadıkça müteselsil nitelikte sorumlu oldukları ifade edilmektedir[525].

Konsorsiyum üyelerinin halka arzı gerçekleştirene karşı sorumlulukları halka arza aracılık sözleşmesinde belirlenir. Sözleşmeye konulacak hüküm ile bireysel sorumluluk kararlaştırılabilir[526]. Bir başka şekilde ifade etmek gerekirse, konsorsiyumlarda, üyelerin üçüncü kişilere karşı doğabilecek olan müteselsil sorumlulukları, adi ortaklıktan farklı olarak, sözleşmeyle bertaraf edilebilmektedir. Konsorsiyum üyelerinin müteselsil sorumluluktan kurtulabilmeleri için halka arza aracılık sözleşmesinde, müteselsil sorumluluğu kaldıran bir hükmün yer alması ve üyelerin yüklendikleri oranda münferiden sorumlu oldukları ifadesinin eklenmesi gerekmektedir[527]. Müteselsil sorumluluğun sadece konsorsiyum sözleşmesi ile kaldırılması yeterli olmayıp ihraççıya karşı da sürülebilmesi için aracılık sözleşmesinde de bu yönde hüküm konulması gerekmektedir[528].

---

[521] **Kara,** Konsorsiyum s. 326; **Bozkurt,** Şirketler, s. 66; **Barlas,** s. 234; **Kankoç Aydın,** s. 247.
[522] **İnceoğlu,** s. 123.
[523] **Kendigelen/Kırca,** Şirketler, s. 53; **Poroy, Reha /Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin,** (2021) Ortaklıklar Hukuku I, 15. Bası, İstanbul, Vedat, s. 85; **Bozkurt,** Şirketler, s. 95; **Ayhan/Çağlar/Özdamar,** s. 77; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 100; **Yasaman,** s. 117; **Eren,** s. 853.
[524] Müteselsil sorumluluğun ön koşulu; ortakların, üçüncü kişiye karşı, birlikte veya bir temsilci aracılığıyla, ortaklık çerçevesinde borç üstlenmeleridir. Bkz. **Kendigelen/Kırca,** Şirketler, s. 54.
[525] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 100; **Yasaman,** s. 117; **İnceoğlu,** s. 123; Ayoğlu'na göre asıl olan konsorsiyum üyelerinin müteselsil olarak değil, münferit şekilde sorumlu bulundukları yönünde aracılık sözleşmesine hüküm konulmasıdır. Ayrıca yazara göre üyelerin birlikte vekil konumunda olup müteselsilen sorumlu oldukları yönündeki ifade ancak satış konsorsiyumları için söz konusudur. Bkz. **Ayoğlu,** s. 296-298.
[526] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 100; **Yasaman,** s. 117.
[527] **Kara,** Konsorsiyum, s. 343; **Ayoğlu,** s. 296-298; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 100; **Yasaman,** s. 117; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 207.
[528] **İnceoğlu,** s. 123.

AYOĞLU ve KARA'ya göre konsorsiyum üyelerinin sorumluluğu, yürütecekleri aracılığın türüne göre değerlendirilmelidir[529]. Buna göre, yüklenimsiz aracılık faaliyetini yürüten aracılık konsorsiyumlarının, konusunu bölünemeyen bir iş görme edimi oluşturması nedeniyle, üyelerin birlikte vekil statüsünde kabul edilmeleri ve ihraççı ve/veya halka arz edene karşı müteselsilen sorumlu kabul edilmeleri yerinde olacaktır. Buna karşılık, yüklenimli aracılık faaliyeti yürüten konsorsiyum üyeleri yalnızca satışa aracılık yönündeki iş görme edimi için müteselsil sorumlu olup yüklenime ilişkin taahhütleri bakımından her biri kendi yüklendiği miktar bakımından münferiden sorumludur[530]. Her bir üyenin tüm yüklenim tutarında müteselsilen sorumluluğu yoktur. Müteselsilen sorumlu olduklarının kabulünde, teknik anlamda bir konsorsiyum sözleşmesinin değil, tam anlamıyla bir adi ortaklık ilişkisinin varlığından söz edilecektir[531].

TBK m. 626 hükmü rekabet yasağını düzenlemektedir. Bu kapsamda konsorsiyum üyeleri, kendilerinin veya üçüncü kişilerin çıkarına, konsorsiyumun amacını engelleyici veya zarar verici işleri yapamazlar. MANAVGAT'a göre, ihraç edilen aracın satışı döneminde, konsorsiyum üyelerinden birinin elinde bulunan aynı ihraççıya ait değişik tertip ve serideki sermaye piyasası araçlarını büyük miktarda borsada satışa sunulması da bu yasak kapsamındadır[532]. YASAMAN ve AYOĞLU ise birinci el piyasayı ilgilendiren ihraçlarda, konsorsiyum üyelerinin ikinci el piyasa işlemlerinde bulunmalarının her zaman rekabet yasağı teşkil etmeyeceğini, somut olayın şartları dikkate alınarak değerlendirme yapılması gerektiğini öne sürmüştür[533]. AYOĞLU'na göre aynı anda birden fazla aracılık konsorsiyumuna üye olmak yaygın bir uygulama olup, ihraççı ortaklıkların aynı sektörde faaliyet göstermeleri gibi durumlar hariç rekabet yasağının ihlali söz konusu olmayacaktır[534]. KARA'ya göre de rekabet yasağının varlığı çok istisnai hallerde kabul edilmelidir[535].

Konsorsiyum üyelerinin, TBK m. 631 hükmü uyarınca; ortaklığın işleyişi hakkında bilgi alma, defter ve kayıtları inceleme, örnek alma, mali durumu hakkında özet çıkarma hakkı bulunmaktadır. Böylelikle konsorsiyum üyelerinin, konsorsiyumun yönetimi ve

---

[529] **Kara,** Konsorsiyum, s. 342; **Ayoğlu,** s. 296 vd. Nitekim Ayoğlu'na göre yüklenimsiz aracılık faaliyeti içeren oluşumlar, hukukî anlamda konsorsiyum olmayıp klasik bir adi ortaklık niteliğindedir. Dolayısıyla yazara göre, bu yatırım kuruluşları birlikte vekil konumunda olup müteselsilen sorumluluk söz konusudur.
[530] **Ayoğlu,** s. 296.
[531] **Ayoğlu,** s. 298; **Kankoç Aydın,** s. 247.
[532] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 99.
[533] **Yasaman,** s. 117; **Ayoğlu,** s. 294.
[534] **Ayoğlu,** s. 295.
[535] **Kara,** Konsorsiyum, s. 339.

temsili hakkında bilgi sahibi olmaları sağlanır[536]. Üyelerin bu yetkisi sözleşmeyle ortadan kaldırılamaz.

Konsorsiyum üyelerinin yatırımcılara karşı sorumluluğu da bulunmaktadır[537]. 6362 sayılı SerPK m. 10 hükmü[538] uyarınca; izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı, eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan esasında ihraççılar sorumludur. Ancak bu zararın ihraççılardan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, kusur ve durumun gereklerine göre, zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur. Yatırım kuruluşunun, izahnamede yer alan bilgilerin gerçeği yansıtıp yansıtmadığını araştırma yükümlülüğü olup bu bilgilerin dayanağını teşkil eden belge ve ticari defterleri incelemesi gerekmektedir[539].

3.6. Tarafların Yükümlülükleri

3.6.1. Genel Olarak

Taraflar, akdettikleri halka arza aracılık sözleşmesinin hükümlerine, iyiniyet ve dürüstlük kuralına, Kanun'a ve Kurul tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelere, genel hükümlere, sermaye piyasaların düzenine ve disiplinine uymakla yükümlüdür[540]. Halka arza aracılık sözleşmelerine temel olarak, nitelikleri ile bağdaştığı ölçüde, vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümler kıyasen uygulanmaktadır. Tarafların hak ve yükümlülükleri esasında sözleşmesinin türüne göre değişmekle birlikte, aşağıda ifade edileceği üzere ortak hükümler de mevcuttur. Halka arza aracılık işlemleri, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-a hükmü uyarınca, izahname ve satışa ilişkin diğer belgelerde, ilan ve reklamlarda ve halka arza aracılık sözleşmesinde belirlenen esaslar çerçevesinde yürütülür.

3.6.2. Yatırım Kuruluşunun Yükümlülükleri

3.6.2.1. Genel Olarak

Halka arza aracılık sözleşmelerinde, aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşun öncelikli borcu, sermaye piyasası araçlarının halka arzının gerçekleştirilmesini sağlamaktır. Halka arz

---

536 **İnceoğlu,** s. 126.
537 **Ayoğlu,** s. 298.
538 2499 sayılı mülga Kanun'da izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından, halka arza katılan tüm aracı kuruluşlar sorumlu tutulmaktaydı (m. 7/2). 6362 sayılı Kanun ile sadece konsorsiyum lideri sorumlu tutulmaktadır. Halka arza aracılık konsorsiyumlarında, lider aracı kuruluş dışındaki aracı kuruluşlar; SerPK m. 10 ve 32 bağlamında izahnamedeki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler nedeniyle doğacak zararlardan sorumlu değillerdir. Bkz. **Gözüyeşil,** s. 197-198.
539 **Kurtoğlu,** s. 106.
540 **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 271-272; Sermaye piyasası mevzuatında hüküm bulunmayan durumlarda SerPK m. 2/2 hükmü uyarınca Ticaret Kanunu ve Borçlar Kanunu'nu genel hükümleri de duruma göre nitelikleri uygun düştüğü ölçüde uygulama alanı bulabilecektir.

sürecinin yürütülmesi ve satışın gerçekleştirilmesi, tüm halka arza aracılık sözleşmelerinin temel amacı olup aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşlarca bu kapsamda gerçekleştirilecek bir dizi işlem mevcuttur. Bunlar; kamunun aydınlatılması, sermaye piyasası aracına ilişkin fiyat tespitinde bulunulması, ön talep toplama, satışın gerçekleştirilmesi, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması ve ek pay satışı şeklinde başlıklandırılabilir[541]. Bu husus, III-37.1 sayılı Tebliğin m. 51/3 hükmünde; sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesi ile ilgili olarak ihraççı ve/veya halka arz edenler ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ile halka arz sürecinin belirlenmesine yönelik çalışmalar yapılması, izahnamenin onayı için sunulacak bilgi ve belgelerin hazırlanarak Kurul'a başvuruda bulunulması, konsorsiyum oluşturulması, talep toplanması, halka arz edilecek araçların satışına yönelik yurt içi ve yurt dışı organizasyonlar düzenlenmesi, satışın organize edilmesi ve benzeri faaliyetlerin yürütülmesi şeklinde ifade edilmiştir. Tercih edilmesi gereken sermaye piyasası aracının tespiti, halka arzın büyüklüğünün ve satış zamanlamasının belirlenmesi gibi hususlar da yine bu faaliyet kapsamındadır.

III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in m. 24 hükmü ise faaliyetler süresince uyulması gereken ilke ve esasları düzenlemektedir. Bu kapsamda yatırım kuruluşu, sözleşme ile belirlenen esaslar çerçevesinde, halka arz edenin talimatlarını en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü ile özen ve sadakat borcu çerçevesinde faaliyetlerini yürütecektir. Bununla birlikte yatırım kuruluşlarının; faaliyetlerin yürütülmesi sırasında basiretli bir tacir gibi davranmaları, işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu kapsamda gerekli önlemleri almaları, sahip oldukları kaynakları etkin bir biçimde kullanmaları, müşterileriyle olan ilişkilerinde kaydi sistem ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları da gerekmektedir.

Halka arza aracılık faaliyetini yürüten yatırım kuruluşu, halka arz edenin, halka arz ile hedeflediği amaca ulaşmak için yapılması zorunlu ne varsa yapmakla yükümlü olduğu gibi aynı zamanda sonuca ulaşmak için kaçınılması gereken ne varsa kaçınmakla da mükelleftir. Bu durum aralarındaki vekâlet ve güven ilişkisinin doğal sonucudur[542].

Halka arza aracılığa ilişkin en iyi gayrette bulunan yatırım kuruluşunun, satılamayan sermaye piyasası araçlarını kısmen veya tamamen satın alma yükümlülüğü yoktur. Yatırım kuruluşunun iş çevresini, tecrübelerini, iş yerini ve imkânlarını, personelinin bir kısmını bu

[541] **Kankoç Aydın,** s. 165 vd.
[542] **Gümüş,** C. 2, s. 140.

işe tahsis etmesi, reklam ve benzeri işleri yürütmesi, danışmanlık hizmetlerini ve bürokratik işlemleri-takipleri yapması *"en iyi gayret"* kavramını ifade eder[543]. En iyi gayret aracılığı sözleşmesi, yatırım kuruluşları bakımından yükümlülüklerin en sınırlı olduğu sözleşme tipidir. Tümünü yüklenim aracılığı sözleşmelerinde yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının tamamını satış başlamadan önce bedelini tam ve nakden ödeyerek satın almakla ve satın almış olduğu bu araçları halka arz kapsamında satmakla yükümlüdür. Tekrar altını çizmekte fayda vardır ki, yatırım kuruluşu bu araçları kendi mülkiyetine geçirmek için değil halka arz etmek için satın almaktadır. Bunun dışında, yatırım kuruluşunun yükümlülükleri en iyi gayret aracılığı sözleşmesine paralel niteliktedir. Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının satılamayan kısmını satış süresi sonunda satın almakla yükümlüdür. Bunun dışında, yatırım kuruluşunun yükümlülükleri en iyi gayret aracılığı sözleşmesine paralel niteliktedir.

3.6.2.2. Halka Arzı Sadakat ve Özenle Gerçekleştirmek

Yatırım kuruluşları, halka arz sürecini azami özen ve sadakati göstererek yönetmekle yükümlüdür. TBK m. 506/2 hükmü uyarınca *"vekil üstlendiği iş ve hizmetleri vekâlet verenin haklı menfaatlerini gözeterek sadakat ve özenle yürütmekle yükümlüdür".* Kanun veya taraflar arasındaki aracılık sözleşmesi yatırım kuruluşuna özen borcu yüklemese bile halka arz edenle arasındaki ilişkinin niteliği gereğince yatırım kuruluşu özenle hareket etmek zorundadır[544].

Sadakat borcu, vekâletin ifası sırasında (hatta gerektiğinde vekâlet bittikten sonra da) halka arz edenin menfaatlerinin sözleşme ile güdülen amaç doğrultusunda korunması, halka arz edenin yararına olan davranışlarda bulunulması ve ona zarar verici davranışlardan kaçınılması yükümlülüğü olarak ifade edilmektedir[545]. Yatırım kuruluşları faaliyette bulunurken müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek adil ve dürüst davranmakla yükümlüdür (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 11/1). Sadakat borcu sadece işin görülmesiyle sınırlı olmayıp sözleşmenin sona ermesinden sonra da devam eder[546]. Bilgi

---

[543] **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 212; **İnceoğlu,** s. 96.
[544] **Arı,** s. 72.
[545] **İnceoğlu,** s. 101; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88; **Ayoğlu,** s. 260; **Tandoğan,** s. 407; **Eren,** s. 744; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 618; **Aral/Ayrancı,** s. 447; **Gümüş,** C. 2, s. 154
[546] Vekil, işin görülmesi sona erince de öğrendiği sırları saklamakla ve bunların başkaları tarafından öğrenilmemesi hususunda gerekli tedbirleri almakla yükümlüdür. Bkz. **Tandoğan,** s. 409; **Aral/Ayrancı,** s. 447; **Eren,** s. 744.

vermek, sır saklamak, halka arz edeni uyarmak ve korumak da sadakat borcu kapsamındadır[547].

Özen borcu, yatırım kuruluşunun, hedef tutulan sonuca (halka arzın başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi) ulaşılması için hayat deneyimlerine ve işlerin normal akışına göre gerekli girişim ve davranışlarda bulunması ve başarılı sonucu engelleyecek davranışlardan kaçınması olarak ifade edilmektedir[548]. Vekilin, özen borcundan doğan sorumluluğunun belirlenmesinde, TBK m. 506/3 hükmü uyarınca, benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranışın esas alınacağı hükme alınmıştır[549]. Yatırım kuruluşlarının, hizmet ve faaliyetlerin yürütülmesi sırasında; basiretli bir tacir gibi davranmaları, işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri ve bu kapsamda gerekli önlemleri almaları gerekmektedir (III-39.1 sayılı Tebliğ m. 24/1-b). TÖREMİŞ'in de vurguladığı üzere, aracılığı yürüten kuruluşların, Kurul'dan alınan yetki belgesi ile faaliyetlerini yürüten uzman kuruluşlar olduğu dikkate alındığında, objektif özen ölçütünün ağırlaştırılması mümkündür[550]. Özellikle fiyat tespiti noktasında, aracılık faaliyetini yürüten kuruluşların basiretli bir tacirin göstereceği özenin de ötesinde hareket etmesi gerektiği ifade edilmektedir[551].

Yatırım kuruluşu işini özenle yapacak ve bu esnada halka arz edene verdiği zarardan hafif kusurunun bulunması halinde bile sorumlu olacaktır[552]. Özenin tespitinde işin güçlüğü ve ortaklık için taşıdığı önem göz önüne alınacaktır[553]. Halka arza aracılık eden yatırım kuruluşunun tedbirli bir yatırım kuruluşunun aynı durumda göstereceği ihtimam ve özeni

---

547 **Gümüş,** C. 2, s. 155; **Aral/Ayrancı,** s. 448.

548 **Ayoğlu,** s. 260; **İnceoğlu,** s. 97; **Arı,** s. 72; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 616; **Tandoğan,** s. 410; **Yavuz,** s. 1195; **Gümüş,** C. 2, s. 159.

549 **Eren,** s. 742; **Gümüş,** C. 2, s. 164.

550 **Töremiş,** s. 106; İnceoğlu'na göre de halka arzlarda yatırım kuruluşunun özen borcunun derecesi belirlenirken oldukça katı bir değerlendirilmenin yapılması gerekmektedir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 99.

551 Fiyat tespiti konusunda ihraççı ortaklık ile yatırım kuruluşu arasında çıkar çatışması mevcuttur. Yatırım kuruluşu, taahhüt ettiği miktarı düşük tutmak veya satın aldığı araçları daha sonra yüksek fiyata satabilmek için fiyatı düşük tutmak eğilimindedir. Bundan dolayı, yatırım kuruluşunun özen gösterme yükümlülüğünün fiyat belirleme noktasında daha katı bir değerlendirmeye tabi tutulması, basiretli bir tacirin göstereceği özenin ötesinde bir özen göstermesi gerekmektedir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 101; **Tanör,** Halka Arz, s. 301 vd.; **Manavgat,** Halka Arz, s. 627 vd.

552 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88; **Arı,** s. 71; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 617.

553 Halka arzın güçlüğü veya ortaklık için taşıdığı önem arttıkça yatırım kuruluşunun göstermesi gerektiği özen de artacaktır. Yatırım kuruluşunun bilgi derecesinin, yeteneklerinin ve diğer niteliklerinin dikkate alınmasını gerektiren sübjektif ölçütün burada geçerliliği yoktur. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88; Benzer yönde bkz. **İnceoğlu,** s. 99; Aksi yönde bkz. **Ayoğlu,** s. 262; Ayoğlu'na göre tüm halka arz işlemlerinde en yüksek özen ve ihtimamı göstermek, işin niteliğinden kaynaklanan bir zorunluluktur.

göstermesi gerekmektedir[554]. Özen borcunun incelemesinde her olayın kendi özelliğinin dikkate alınması gerekmektedir[555]. İşin iyi bir suretti ifası, her aşamada sadakat ve özen borcuna uygun hareket edilmesini gerektirmektedir[556].

Yatırım kuruluşunun kusurundan dolayı sorumlu tutulamayacağına yönelik sorumsuzluk kayıtları aracılık sözleşmesine konulamaz[557]. TBK m. 115/3 hükmü gereğince uzmanlık gerektiren bir hizmet, meslek veya sanat, ancak kanun ya da yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütülebiliyorsa, borçlunun hafif kusurundan sorumlu olmayacağına ilişkin önceden yapılan anlaşma kesin olarak hükümsüzdür. Halka arza aracılık faaliyeti de Kurul'dan izin alarak yürütülen bir faaliyet olduğu için bu tip aracılık sözleşmelerinde sorumsuzluk anlaşmalarının yapılmasına cevaz verilmemektedir. Yatırım kuruluşunun ağır kusurundan dolayı sorumlu olmayacağına ilişkin önceden yapılan sorumsuzluk anlaşmaları ise TBK m. 115/1 hükmü gereğince kesin olarak hükümsüzdür.

Özen borcunun yerine getirilmediğinin ispat külfeti İNCEOĞLU'na göre ihraççı ortaklığa aittir. Tüm borsa işlemlerinde olduğu gibi halka arzlarda da her zaman bir kayıp riski vardır; dolayısıyla, yazara göre sadece satışın beklenenin altında gerçekleştirilmiş olması özen borcunun ihlal edildiği yönünde bir karine teşkil etmemektedir. Sonucun umulan şekilde gerçekleşmemesinde halka arzlar konusundaki genel deneyimlere ve işlerin normal akışına göre yatırım kuruluşunun davranışlarının etkili olduğunun halka arz eden tarafından ispatlanması gerekir[558]. İNCEOĞLU'na göre, özen borcunun ihlalinin yatırım kuruluşunun hareketlerinden kaynakladığının ispatlanması gerekirken AYOĞLU'na göre, halka arz işlemlerinde gösterilmesi gereken yüksek özeni sarf ettiğini yatırım kuruluşu ispatlamak durumundadır[559]. Bu kapsamda, yatırım kuruluşu, halka arzın; doğru zamanda, doğru finansal enstrümanla, halka arz edenin ihtiyaçlarına uygun şekilde, satış sürecinin mevzuata ve sektördeki mutad uygulamalara uygun gerçekleştirildiğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulmaya çalışacaktır.

---

554 **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 275; **İnceoğlu,** s. 100; Vekilin özen borcundan doğan sorumluluğun belirlenmesinde benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranış esas alınır. Konusunda uzman olanlardan daha fazla özen beklenir. Bkz. **Aral/Ayrancı,** s. 449; **Eren,** s. 742.

555 **Arı,** s. 74.

556 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88.

557 **İnceoğlu,** s. 72; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88; **Ayoğlu,** s. 264; **Yavuz,** s. 1196; Özellikle bir mesleki faaliyet gerektiren ücretli vekâlet sözleşmelerinde sorumluluğu sınırlayan veya kaldıran şartların getirilemeyeceği hakkında bkz. **Tandoğan,** s. 433.

558 **İnceoğlu,** s. 100.

559 **İnceoğlu,** s. 100; **Ayoğlu,** s. 264.

Yatırım kuruluşlarının özen borcu nedeniyle sorumlulukları, İNCEOĞLU'na göre bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde daha az şiddetle takdir edilmelidir çünkü nihayetinde satışa sunulan araçların satılamaması durumunda bunun riskine katlanacak olan yine yatırım kuruluşunun kendisidir[560]. Yazarın görüşüne katılmamaktayız. Yatırım kuruluşu, herhangi bir nedenle satılamayan araçları kendi satın alsa da bu araçları ileride daha yüksek bedelle piyasaya satıp bu aradaki farktan kazanç sağlayabilme ihtimaline de sahiptir. Böyle bir ihtimal söz konusuyken özen borcunun tespitinde bir esneklik sağlanması yanlış olacaktır. Aksi halde yatırım kuruluşunun bilerek özensiz davranmasına neden olabilecek uygulamalar karşımıza çıkabilecektir.

3.6.2.3. Organizasyonel İşlemleri Yürütmek ve Danışmanlık Hizmeti Vermek

Halka arz sürecinin organize edilmesine yönelik işlemleri yürütmek ve danışmanlık hizmeti verilmesi, her üç tip aracılık sözleşmesi bakımından da ortak bir edim niteliğindedir. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/3 hükmü kapsamında yatırım kuruluşu; sermaye piyasası araçlarına ilişkin fiyat tespitine ve halka arz sürecinin belirlenmesine ilişkin çalışmalar yapılması, izahnamenin onayı için sunulacak bilgi ve belgelerinden hazırlanarak SPK'ya başvuruda bulunulması, talep toplanması, satışa ilişkin yurtiçinde ve yurtdışında pazarlama hizmetinin sunulması, satışın organize edilmesi gibi hizmetleri yürütmektedir.

Yatırım kuruluşları halka arz süreçlerini organize etmekte, satış işleminin mevzuata uygun biçimde ve doğru bir zamanlama ile gerçekleştirilmesini sağlamaktadır[561]. Tercih edilmesi gereken aracın ve fiyatının tespiti ve satış zamanlamasının belirlenmesi gibi teknik konularda uzman kuruluş olarak halka arz edenlere danışmanlık hizmeti verilmektedir. Yatırım kuruluşları, izahname ve sirkülerin hazırlanması sürecine de aktif olarak katılmakta ve izahname içeriğinden doğan sorumluluğu ihraççı ile paylaşmaktadır[562]. Ayrıca mevzuata

---

[560] **İnceoğlu,** s. 110; Yazar, özen borcunun derecesinin belirlenmesinde daha az esnek davranılmasına ilişkin olarak tümünü yüklenim sözleşmeleri için de benzer görüştedir.

[561] Yatırım kuruluşları, sermaye piyasalarındaki uzmanlıkları çerçevesinde; doğru vakitte, doğru fiyatla, doğru finansal enstrümanın (sermaye piyasası aracının) satılmasını sağlayarak halka arz sürecinde önemli rol oynamaktadır. Bkz. **Ayoğlu,** s. 246.

[562] **Meral,** s. 371; **Ayoğlu,** s. 247; Basiretli bir tacir olmanın sonucu olarak, yatırım kuruluşları izahnamade ve satışa ilişkin diğer belgelerde yer alan bilgilerin gerçeğe uygunluğunu araştırmakla yükümlüdür. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 276; İzahname içeriğinden esasen ihraççı tüzel kişiliği sorumludur. Halka arz edenler ve aracılık faaliyeti yürütenler ikinci dereceden kusurları oranında sorumludur. Bkz. **Günal/Okat,** s. 64; Aracılık faaliyetinin türüne göre yatırım kuruluşunun sorumluluğu incelenmelidir. Bkz. **Meral,** s. 373; SerPK m. 10/1 uyarınca aracılık faaliyetine katılan bütün aracı kurum ya da yatırım ve kalkınma bankaları değil sadece konsorsiyum lideri sorumlu tutulmuştur. Bkz. **Aydoğan,** s. 451.

uyum sağlanması, ortaklığın esas sözleşmesinde değişiklik yapılması gibi hususlarda da yönlendirici bir rol oynamaktadırlar[563].

Sermaye piyasası araçlarının fiyatı, halka arz eden ve yatırım kuruluşu tarafından beraber belirlenmektedir. Halka arzda, yatırımcının korunması bakımından halka arz fiyatının tespiti (borçlanma araçlarında faiz oranı[564]) ayrı bir öneme sahip olup bu hususa ayrıca değinmekte fayda vardır; çünkü burada ihraççı ve/veya halka arz eden ile aracılık faaliyetinde bulunan kuruluş arasında bir çıkar çatışması söz konusudur[565]. Halka arz eden taraf sermaye piyasası araçlarının fiyatının olabildiğince yüksek olarak belirlenmesini isterken, yüklenimli aracılık faaliyetini yürüten taraf da fiyatın mümkün mertebe düşük tutulmasını tercih edecektir. Bu kapsamda III-37.1 sayılı Tebliğ'in m. 54 hükmünde şu düzenlemeye yer verilmiştir: *"Halka arz fiyatının sermaye piyasası aracının gerçek değerini en doğru şekilde göstermesi yönünde azami özen gösterilir. Fiyat tespit raporunun hazırlanması sırasında Kurulca belirlenen değerleme standartlarına uyulur. Fiyat tespit raporunda, halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin neden seçildiği ve bu yöntemler içerisinden fiyatın belirlenmesinde esas alınan yöntem veya yöntemlerin seçilme gerekçeleri açıklanır"*. Sermaye piyasası araçlarının gerçek değerlerinin üzerinde bir bedelle satılarak yatırımcıların zarara uğratılmaması gerekir. Aynı şekilde, gerçek değerlerinin ciddi oranda altında bir bedelle satılarak ihraççının da zarara uğratılmaması gerekmektedir[566].

3.6.2.4. Halka Arz Edenin Talimatlarına Uygun Hareket Etmek

Yatırım kuruluşunun halka arz edenin talimatlarına uyma borcu vekâlet ilişkisinin bir sonucudur (TBK m.505). Ancak çalışmamızda önceden ifade ettiğimiz üzere bu bağlılık mutlak bir bağlılık değil, sermaye piyasası hukukunun çizdiği sınırlar ölçüsünde bir bağlılıktır[567]. Zaten vekâlet sözleşmelerinde, vekilin uzmanlığına giren bir işin görülmesinde müvekkilin talimat verebilme olanağı çok sınırlıdır[568]. Bu husus kendisini en çok fiyat tespitinin yapılması, satış yönteminin seçilmesi, resmi kurumlar nezdinde yapılan işlemlerin gerçekleştirilmesi gibi alanlarda göstermektedir. Halka arz edenin talimat iradesi belli noktalarda sınırlandırılmış durumdadır[569].

---

563 **Ayoğlu,** s. 247.
564 Borçlanma araçlarının ve payların fiyatlandırılması için ayrıca bkz**. Ayoğlu,** s. 249 vd.
565 **Manavgat,** Halka Arz, s. 627 vd.; **Tanör,** Halka Arz, s. 301 vd.; **Ayoğlu,** s. 247 vd.
566 **Ayoğlu,** s. 248.
567 Sermaye piyasası, iktisadi önemi ve suiistimallere açık olması hasebiyle emredici kurallara çevrelenmiş olup tarafların irade serbestisi belli ölçüde sınırlandırılmıştır. Bu borcun sınırlarını son derece dar çizmek gerekir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 104; **Kurtoğlu,** s. 92.
568 **Tandoğan,** s. 438.
569 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88; **İnceoğlu,** s. 104.

Halka arz sözleşmesine konulacak hükümle, ihraççının ve/veya halka arz edenin talimat verme yetkisinin sınırlandırılıp sınırlandırılamayacağına ilişkin öğretide farklı görüşler öne sürülmüştür. MANAVGAT ve AYOĞLU'na göre, sözleşmeye konacak hükümle, talimat verme yetkisi sınırlandırılabileceği tamamen de ortadan kaldırılabilir[570]. İNCEOĞLU ise, talimat verme yetkisinin sınırlandırılmasının mümkün olduğu ancak bu haktan önceden tamamen feragat etmenin geçerli olmadığına ilişkin görüş beyan etmiştir[571].

Ayrıca ifade etmek gerekir ki halka arz uzmanlık gerektiren bir alan olup bu konuda yatırım kuruluşlarına göre daha az uzmanlığı ve tecrübesi olan halka arz edenin talimatları zaman zaman halka arz faaliyetlerinin başarıyla gerçekleştirmesine engel olabilmektedir. Dolayısıyla İNCEOĞLU'na göre halka arza aracılık sözleşmelerinde müvekkilin iradesine ve talimatlarına uyma yükümlülüğün mümkün mertebe dar yorumlanması yerinde olacaktır[572]. MANAVGAT'ın tabiriyle verilecek direktif, *"anlaşmanın sınırları içinde, işin görülmesi tarzına ilişkin"* olabilecektir[573].

3.6.2.5. Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Yüklenimde Bulunmak veya Satılamayan Sermaye Piyasası Araçlarını Geri Vermek

Sermaye piyasası araçlarının tamamı veya satılamayan kısmı için yüklenimde bulunulması borcu, yüklenimli aracılık türleri için geçerlidir. Yüklenimsiz aracılık sözleşmesinde böyle bir edim bulunmamaktadır. Yüklenimli aracılık faaliyetini yürüten kuruluşun, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/1-a hükmü uyarınca, ilgili araçların bedelini tam ve nakden ödemesi gerekir[574]. Para dışında, herhangi bir menfaat sağlanması yoluyla ödeme, anılan hüküm uyarınca yapılamamaktadır. Yatırım kuruluşları, tam ve nakden ödemek durumunda oldukları araçların bedeli ile halka arza aracılık sözleşmesinden doğan ücret ve masraflara ilişkin alacaklarını takas edebilir[575].

Satılamayan sermaye piyasası araçlarını geri verme borcu yüklenimsiz aracılık sözleşmelerinde söz konusudur. En iyi gayret aracılığında, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/1-b

---

570 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 88; **Ayoğlu,** s. 258.

571 **İnceoğlu,** s. 105; Nitekim yazarın da işaret ettiği üzere TBK m. 42/2 hükmü uyarınca, temsil yetkisinin sınırlandırılmasından veya geri alınmasından önceden feragat etmek mümkün değildir.

572 **İnceoğlu,** s. 104-105; Yazara göre yapılacak olan reklamlar gibi sınırlar bazı alanlarda ihraççı talimat verebilecektir; Benzer yönde bkz. **Ayoğlu,** s. 258.

573 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 87-88.

574 Yüklenimli aracılık sözleşmelerine özgü olan bu edime, taşınır satışına ilişkin TBK 207-236 hükümlerinin ve ticari satışa ilişkin TTK 23 hükmünün kıyasen uygulanması gerekecektir. Bkz. **Kurtoğlu,** s. 88.

575 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s.90; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s.288; **Yasaman,** s. 110; **Ayoğlu,** s. 256; İnceoğlu tarafından, ortaklıktan olan alacaklar ile sermaye piyasası araçlarının bedelini ödeme borcunun anılan tebliğ hükmü nedeniyle takas edilemeyeceğine işaret edilse de yazar bu konuda kesin bir yargı bildirmemektedir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 111.

hükmü uyarınca, ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının satılamayan kısmı satışı yapana iade edilmekte veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmaktadır[576].

3.6.2.6. Diğer Yükümlülükleri

3.6.2.5.1. İşi Bizzat Yapma

Vekilin, vekâlet borcunu bizzat ifa etme yükümlülüğü TBK m. 506 hükmünde düzenlenmektedir. Bu bağlamda, halka arza aracılık sözleşmelerinden kaynaklanan iş görme borçlarını yatırım kuruluşlarının bizzat ifa etmeleri gerekmektedir. Yatırım kuruluşunca yetki verildiği veya durumun zorunlu ya da teamülün mümkün kıldığı durumda, işin başkasına yaptırabilmesine TBK m. 506 hükmü cevaz vermektedir[577].

Vekâlet sözleşmesinden doğan edimler yerine getirirken yardımcı şahıslar kullanılması, bizzat ifa borcuna aykırılık teşkil etmemektedir[578]. Halka arza aracılık faaliyeti her şeyden önce yetkili kuruluşlarca gerçekleştirilebilen bir faaliyet olup yetki belgesine sahip olmayan kuruluşlar istisnalar gerçeklemiş olsa bile alt vekil olarak tayin edilemeyecektir.

3.6.2.5.2. Bilgi ve Hesap Verme

Aracılık sözleşmesi ilişkisine girilmesiyle, sözleşmenin kurulma aşamasında ve kurulmasından sonra, yatırım kuruluşu; piyasanın durumu, hangi sermaye piyasası aracının hangi zamanda ihraç edilmesinin daha uygun olacağı gibi konularda ortaklığı aydınlatma ve bilgi vermekle yükümlüdür. Yatırım kuruluşunun, bilgi verme ve aydınlatma yükümlülüğünün yanlış, eksik veya hiç yerine getirmediği durumda sorumluluğu söz konusu olup, tazmin borcu doğacaktır[579].

Bilgi ve hesap verme borcu, III-39.1 sayılı Tebliğin m. 24/1-ç hükmü ile düzenlenmiştir. Buna göre yatırım kuruluşları, müşterileriyle olan ilişkilerinde, müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamakla yükümlüdür.

---

[576] Normal bir vekâlet ilişkisinde iade kural olarak müvekkile yani halka arza edene gerçekleştirilirken en iyi gayret aracılığı sözleşmesinde taraflar satılamayan araçların halka arz eden yerine daha önceden bu araçları satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını kararlaştırabilir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 102.

[577] İnceoğlu'na göre her ne kadar TBK'de işin bizzat ifa edilmesinin istisnaları düzenlenmiş olsa da halka arza aracılık sözleşmelerinde bu istisnalara tereddütlü yaklaşmak gerekir. Ayrıca yazara göre bu faaliyetlerin ihraççı ortaklığın rızası ile bir alt vekilin atanması mümkün değildir. Bkz. **İnceoğlu,** s. 108-109; Buna karşılık Manavgat'a göre yatırım kuruluşları ortaklığın izniyle alt vekil atayabilmektedir. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 89; Alt vekâlete ilişkin bkz. **Aral/Ayrancı,** s. 450; **Gümüş,** C. 2, s. 148.

[578] **Zevkliler/Gökyayla,** s. 622

[579] **Tandoğan,** s. 479 vd.; **Arı,** s. 88.

Yatırım kuruluşları, sadece mali konularda değil halka arzı ilgilendiren tüm konularda TBK m. 508 hükmü uyarınca kendiliğinden bilgi ve hesap vermekle yükümlüdür[580]. Bu husus satıştan sonra da devam etmektedir. Bilgi ve hesap verme borcunun uygulanması açısından ihraççının ve/veya halka arz edenin talepte bulunmasına dahi gerek yoktur[581].

3.6.2.5.3. Aldıklarını Geri Verme

TBK m. 508 hükmü uyarınca yatırım kuruluşu, vekâletle ilişkili olarak aldıklarını halka arz edene geri vermekle yükümlüdür. Yatırım kuruluşu; vekâletin ifası için aldığı şeyleri, kullanmadığı parayı, satışa aracılık ettikten sonra satış işleminden elde edilen hasılatı, en iyi gayret aracılığında satılamayan sermaye piyasası araçlarını, halka arz süreci içerisinde kendisine sağlanan ya da resmi makamlarca kendilerine teslim olunan belgeleri ihraççıya ve/veya halka arz edene iade etmekle yükümlüdür[582]. Ayrıca halka arz dolayısıyla devralınan hak ve alacakların da ortaklığa devredilmesi gerekmektedir[583].

3.6.2.5.4. Sır Saklama

Sır saklama yükümlülüğü, karşılıklı güven ilişkisinin ve sadakat borcunun doğal bir sonucudur[584]. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 23 hükmü sır saklama ilkesini düzenlemektedir: *"(1) Aracı kurumlar, aracı kurum personeli ve aracı kuruma dışarıdan hizmet verenler, işleri dolayısıyla yatırım hizmet ve faaliyetleri kapsamında aracı kurum ve müşterileri hakkında öğrendikleri sırları açıklayamaz, bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamaz. (2) Kamuyu aydınlatma amacıyla mevzuat gereği yapılan ilan ve duyurular, mevzuat kapsamında yetkili kurumlardan veya şahıslardan alınan resmi belgelere dayalı olmak kaydıyla, idari her türlü inceleme ve soruşturma halleri ile suç oluşturan durumlara ilişkin bilgilerin yetkililere verilmesi sır kapsamında değildir."*

Halka arz sürecinde yatırım kuruluşları, ihraççı ortaklık hakkında her tür bilgi ve sırlara vâkıf olmaktadır. Bu bilgilerin ifşa edilmemesi esastır. Sırların ifşa edilmesi halinde, sermaye piyasasının temellerinden olan eşitlik prensibi bozulmuş olur ve bu durum bazı kişilerin haksız kazanç elde etmesine neden olabilir. Halka arz sürecinde, kamuya açıklanmamış bilgilerin, kurum dışında ve kurum içinde diğer birimlerle paylaşılması engellenir (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-f). Sır saklama yükümlülüğünün halka arzlarda ayrı

---

[580] Bilgi ve hesap verme borcu vekilin başkasına ait bir işi görmesinin olağan bir sonucudur. Bkz. **İnceoğlu,** s. 103; **Kurtoğlu,** s. 94; **Eren,** s. 745-746; **Aral/Ayrancı,** s. 455; **Gümüş,** C. 2, s. 176.
[581] **Ayoğlu,** s. 297; **İnceoğlu,** s. 103.
[582] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 90; **İnceoğlu,** s. 102-103; **Ayoğlu,** s. 265; **Kurtoğlu,** s. 96.
[583] **Eren,** s. 750; **Aral/Ayrancı,** s. 455; **Gümüş,** C. 2, s. 175.
[584] **Zevkliler/Gökyayla,** s. 618-619; **Yavuz,** s. 1205.

bir önemi olup bu yükümlülüğe aykırı davranılıp davranılmadığının daha sıkı ve katı şekilde değerlendirilmesi isabetli olacaktır[585]. Ayrıca sadece sırrın saklanması yeterli olmayıp, öğrenilen sırların korunması için de gerekli tedbirin alınması gerekmektedir[586].

3.6.3. Halka Arz Edenin Yükümlülükleri

3.6.3.1. Aracılık Ücretini Ödenme

Ücret ödeme borcu, TBK m. 502/3 hükmü gereğince, sözleşmede ücret ödeneceği kararlaştırılmışsa veya teamül gereği vekile ücret ödenmesi gerekiyorsa vekâlet verenin borçlarından birisidir[587]. Halka arza aracılık faaliyeti ücret karşılığı gerçekleştirilen bir faaliyet; halka arza aracılık sözleşmesi de ücretli bir sözleşmedir[588]. Ücret alacağının doğması için geçerli bir halka arza aracılık sözleşmesinin varlığı ve yatırım kuruluşunun vekâleti gereği gibi ifa etmiş olması gerekmektedir[589]. Halka arza aracılık sözleşmesinin hukuka ve ahlaka aykırılık, imkânsızlık, ehliyetsizlik gibi nedenlerle geçersiz olması durumunda yatırım kuruluşu sözleşmeye dayalı ücret isteyemez[590]. Yatırım kuruluşunun, sözleşmede kararlaştırılan işi gereği gibi ifa etmesiyle ücret muaccel olur. İşin tamamlanması, yatırım kuruluşunun kusuru olmaksızın imkânsızlaşırsa, ücretin hakkaniyete uygun kısmının ödenmesi gerekir[591]. Ücret, halka arza aracılık sözleşmesinin türüne göre değişmektedir.

En iyi gayret aracılığında yatırım kuruluşu, satış miktarı üzerinden muayyen bir oranda satış komisyonuna (kürtaj) hak kazanmaktadır[592]. Sermaye piyasası araçlarına yönelik herhangi bir yüklenimde bulunulmadığı için bu tip aracılıkta daha düşük oranda ücret söz konusudur.

Tümünü yüklenim aracılığında yatırım kuruluşu sermaye piyasası araçlarını önceden, belirli oranda indirimle, satış fiyatının altında bir bedelle satın almaktadır. Bu bedelle, yatırım kuruluşunun bu araçları satış fiyatı arasındaki fark (*spread*) ise yatırım kuruluşunun kârını oluşturmaktadır. Bu getiri dışında yatırım kuruluşunun başka bir kazancı yoktur[593].

---

[585] **Ayoğlu,** s. 267; **Kurtoğlu,** s. 97; **İnceoğlu,** s. 106; Güven ilişkisinin yoğunlaştığı bu gibi durumlarda sorumluluğun da daha şiddetli takdir edilmesi olağandır.
[586] **Zevkliler/Gökyayla,** s. 619.
[587] **Zevkliler/Gökyayla,** s. 629; **Eren,** s. 727.
[588] **Ayoğlu,** s. 237; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 92.
[589] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 93; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 629
[590] Örneğin yazılı şekle uyulmadan yapılan sözleşmeye dayalı olarak ücret istenemeyecektir. Bkz. **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 93.
[591] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 93.
[592] **Ayoğlu,** s. 238; **Ünal,** Sermaye Piyasası, s. 606.
[593] **Tanör,** Halka Arz s. 279.

Bakiyeyi yüklenim aracılığında yatırım kuruluşunun aracılık ücreti iki kalemden oluşur. Satış sonunda satılamayan sermaye piyasası araçlarının yatırım kuruluşunca satın alacağı öngörüldüğü için (standby fee) adı verilen garanti komisyonu, tüm araçların fiilen satıldığı varsayılarak hesaplanmaktadır. İkinci komisyon kalemi ise, yüklenim taahhüdü çerçevesinde yatırım kuruluşunca satın alınan araçların toplam miktarı üzerinden hesaplanan alım komisyonudur (*take-up fee*)[594].

Sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde aracılık ücretinin taraflarca tamamen serbestçe kararlaştırılması AYOĞLU'na göre doğru bir yaklaşım değildir. Yazara göre, bu ücretin fahiş belirlenmesi, yatırımcılardan toplanan paraların belirli bir bölümünün yatırım kuruluşuna kanalize edilmesi sonucunu doğurabilecek ve kötüye kullanmaya açık bir durum oluşturabilecektir[595].

İhraççı veya halka arzı gerçekleştiren pay sahibi, muaccel olan ücret edimini ifa etmediği takdirde, yatırım kuruluşu, bakiyeyi yüklenim işlemlerinde satılamayan sermaye piyasası araçlarını satın almak üzere ödeyeceği bedel ile en iyi gayret aracılığında ise ihraççı adına gerçekleştirdiği satış işlemi sonucunda topladığı meblağ ile ücret alacağını takas edebilecektir[596]. Yatırım kuruluşu, muaccel olan ücret ödeme borcunu yerine getirmeyen ihraççı ya da pay sahibine karşı; müvekkil hesabına kazanmış, olduğu hak ve alacakları müvekkile devretmekten kaçınarak ödemezlik def'inden yararlanabileceği gibi para dışındaki şeyler üzerinde kendi alacaklarını karşılamak için hapis hakkını da kullanabilir[597].

3.6.3.2. Sermaye Piyasası Araçlarının Mülkiyetini Devretme

Halka arz edenin yüklenimli aracılık sözleşmelerinde diğer asli borcu; tümünü yüklenim aracılığında sermaye piyasası araçlarının tamamının, bakiyeyi yüklenim aracılığında da satılamayan kısmının mülkiyetini, yatırım kuruluşuna nakletmektir[598].

3.6.3.3. Diğer Yükümlülükleri

İhraççı ve/veya halka arz eden, sermaye piyasası araçlarının satışı ve bununla ilgili işlemleri yapması için yatırım kuruluşuna izin ve yetki vermesi gerekmektedir[599].

---

[594] **Ayoğlu,** s. 193 ve 238.
[595] **Ayoğlu,** s. 241; Yazar, mevzuatta yer alacak bir düzenleme ile bu konuda bir üst sınır belirlenmesinin yerinde olacağına işaret etmektedir.
[596] **Ayoğlu,** s. 241.
[597] **Manavgat**, Aracı Kurumlar, s. 94; **Ayoğlu,** s. 241 ve 253.
[598] **Ayoğlu,** s. 242.
[599] **Ünal,** Sözleşme, s. 90.

Halka arz eden, yatırım kuruluşunun halka arza aracılık esnasında yaptığı masrafları TBK 510/1 gereğince faizi ile ödemekle ve yüklendiği borçlardan yatırım kuruluşunu kurtarmakla yükümlüdür[600]. Yatırım kuruluşu tarafından masrafların istenebilmesi için işin gereği gibi ifa edilmiş olması gerekir[601]. Masraflara örnek olarak, resmi daireler nezdinde yapılan işlemler dolayısıyla ödenen harçlar, izahname ve sirkülerin basım ve dağıtım masrafları, reklam ve ilanlar için yapılan giderler, hukukî ve mali danışmanlık giderleri ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler nedeniyle ortaya çıkan maliyet gösterilebilir[602]. Yatırım kuruluşunun işin görülmesi esnasında uğramış olduğu zararlar da tazmin edilmelidir (TBK m. 510/2)[603].

Taraflar, sözleşme serbestisi çerçevesinde, halka arz edenin belirli bir süre zarfında yeni bir halka arz yapmamasını kararlaştırabilir. Bunun için halka arza aracılık sözleşmesinde bu yönde bir taahhütte bulunulmuş olması gerekmektedir[604].

3.7. Sözleşmenin Sona Ermesi

Halka arza aracılık sözleşmesinin sona ermesi açısından Sermaye piyasası hukuku mevzuatında bir düzenleme yer almamakta, borç ilişkisinin sona erme hallerini düzenleyen TBK m. 131 vd. hükümlerinin uygulanabileceği ifade edilmektedir[605]. Dolayısıyla; *"ifa"* (TBK m. 131), *"ibra"* (TBK m. 132), *"yenileme"* (TBK m. 133), *"ifa imkânsızlığı"* (TBK m. 136), *"kısmi ifa imkânsızlığı"* (TBK m. 137), *"aşırı ifa güçlüğü"* (TBK m. 138) ve *"takas"* (TBK m. 139) halka arza aracılık sözleşmesinin niteliğine uygun düştüğü ölçüde bir sona erme nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Genel hükümlerin uygulanma sebebi, mevzuatta hüküm bulunmadığı takdirde genel hükümlerin uygulanacağına cevaz veren SerPK m. 2/2 hükmüne dayanmaktadır.

Halka arza aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin olarak öğretide farklı görüşlerin yer aldığını ifade etmiştik. Sözleşmenin hukuki niteliğine göre, genel sona erme

---

[600] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 94; **Ayoğlu,** s. 242; Ünal, masrafları talep hakkını doğrudan TTK m. 20 hükmüne dayandırmaktadır. Bkz. **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 291; **Gümüş,** C. 2, s. 182; Şüphesiz, halka arza aracılık sözleşmesinde bu masrafların yatırım kuruluşu tarafından üstlenileceği kararlaştırılabilir. **Ayoğlu,** s. 243.

[601] **Eren,** s. 752; **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 94; Masrafların ödenmesi borcu, buna ilişkin alacağın ileri sürülmesiyle muaccellik kazanır. Ayrıca ihtarda bulunulmasına gerek yoktur. Bkz. **Ayoğlu,** s. 242.

[602] **Ayoğlu,** s. 242.

[603] **Eren,** s. 753; **Aral/Ayrancı,** s. 460; Bu durum, özellikle izahnamede gerçeğe aykırı ve yanıltıcı bilgi bulunması nedeniyle, yatırım kuruluşunun yatırımcıların dava ve takiplerine maruz kalması ve bu nedenle zarara uğraması olasılığında halka arz edene rücu imkânı sağlaması bakımından önemlidir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 243.

[604] **Ayoğlu,** s. 244; Böyle bir taahhüdün temelinde, yatırım kuruluşunun yüklenim işlemi çerçevesinde satın aldığı sermaye piyasası araçlarının fiyatında düşüş oluşmasını önleme düşüncesi yatmaktadır.

[605] **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 95; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 238; **Ayoğlu,** s. 301.

sebeplerinin yanı sıra vekâlet, alım satım, komisyon akdine ilişkin sona erme nedenleri de, niteliklerine uygun düştüğü ölçüde uygulanabilecektir[606].

Vekâlet veren veya vekil, TBK m. 512 hükmü uyarınca her zaman sözleşmeyi tek taraflı olarak sona erdirebilir[607]. Halka arza aracılık sözleşmesinin azil veya istifa ile sona erdirilmesi mümkündür. Tek taraflı, varması gerekli, yenilik doğurucu bir beyanla hem yatırım kuruluşu hem de halka arz eden tarafından sözleşme sona erdirilebilir[608]. Uygun olmayan zamanda sözleşmeyi sona erdiren taraf, diğer tarafın, bundan doğan zararını TBK m. 512/2 hükmü uyarınca tazmin etmekle yükümlüdür[609].

Sözleşme konusunun baştan itibaren imkânsız olması halinde (örneğin sermaye piyasası aracı niteliği taşımayan kıymetli evrakın halka arzına aracılık için sözleşme imzalanması), sözleşme TBK m. 27 hükmü gereğince kesin hükümsüzdür[610]. Kurul'un sözleşme konusu sermaye piyasası araçlarının satışına izin vermemesi veya satışı durdurması, sonradan imkânsızlık nedeniyle sözleşmesinin sona ermesinin özel bir halini ifade eder[611]. İfanın sonradan imkânsızlaşması yatırım kuruluşunun kusurundan kaynaklanıyorsa halka arz edenin veya ihraççının TBK m. 112 hükmü çerçevesinde tazminat talep hakkı doğacaktır[612].

Yatırım kuruluşunun veya ihraççı ortaklığın iflası veya tüzel kişiliğin ortadan kalkması halinde de aracılık sözleşmesi son bulur[613]. Hisse senetlerini halka arz eden gerçek kişi pay sahibinin ölmesi de sözleşmeyi sona erdirecektir[614].

Halka arza aracılık sözleşmesinin imzalanmasından ve sermaye piyasası araçlarının fiyatının tespit edilmesinden sonra, önceden öngörülemeyen, piyasaları olumsuz etkileyecek olaylar gelişebilir. Böyle bir durumda, sermaye piyasası araçlarının satılamayabilir ve aracılık yüklenimi yürüten yatırım kuruluşu piyasa şartlarına oranla yüksek kalan satış fiyatı üzerinden sermaye piyasası araçlarını satın almak durumda kalabilir. Bu ihtimalin önüne

---

606 **Ayoğlu,** s. 301; **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 238.
607 **Eren,** s. 725; **Zevkliler/Gökyayla,** s. 633; **Aral/Ayrancı,** s. 461; **Gümüş,** C. 2, s. 128 ve 195; Böyle bir düzenlemenin altında yatan neden vekâlet ilişkisinin güven esaslı bir ilişki olmasıdır.
608 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 96; Ayoğlu'na göre azil ve istifanın her zaman mümkün olması hususu halka arza aracılık sözleşmelerinin bünyesine uygun düşmemektedir. Bkz. **Ayoğlu,** s. 302; Nitekim TBK m. 512 hükmü isimsiz sözleşmeler için emredici nitelikte bir hüküm değildir. Bkz. **Eren,** s. 726.
609 **Eren,** s. 726; **Gümüş,** C. 2, s. 198
610 **Ayoğlu,** s. 302.
611 **Ünal,** Aracı Kurumlar, s. 239; SPK'nın satış durdurma yetkisine ilişkin olarak ayrıca bkz. **Günal/Okat,** s. 80
612 **Ayoğlu,** s. 304.
613 **Manavgat,** Aracı Kurumlar, s. 97; **Aral/Ayrancı,** s. 463; **Gümüş,** C. 2, s. 201.
614 **Ayoğlu,** s. 301.

geçmek amacıyla, yatırım kuruluşlarının, halka arza aracılık sözleşmelerinde *"market out clause"* adı verilen ve belirli şartların gerçekleşmesi halinde sözleşmeyi tek taraflı olarak feshetme imkânını kendilerine tanıyan düzenlemelere yer verdiği görülmektedir[615]. Halka arza aracılık sözleşmesinde böyle bir hüküm bulunmaması durumunda AYOĞLU'na göre TBK m. 138 uyarınca uyarlama mümkün değildir. Halka arza aracılık sözleşmelerinde, hâkimin, taraf edimlerini oluşan yeni şartlara uyarlamak suretiyle akdi ilişkiye müdahalede bulunabilmesi yazara göre mümkün değildir[616].

[615] **Ayoğlu,** s. 307 vd.

[616] **Ayoğlu,** s. 311; Nitekim burada sadece sözleşme değil sözleşmenin temelinde bulunan halka arz işleminin de işlem temeli çökmektedir. Hâkim, taraflar arasındaki sözleşmeye ancak akdi ilişkiyi çözmek suretiyle müdahalede bulunabilecektir.

SONUÇ

Sermaye piyasalarında fon transferinin gerçekleştirilmesi, halkın elinde atıl vaziyette duran tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve böylelikle şirketlerin kaynak ihtiyacının giderilmesi sermaye piyasası araçlarının ihracı ile sağlanmakta, bu sebeple de sermaye piyasalarının temeli ihraç işlemlerine dayanmaktadır. İhraç kavramı, 6362 sayılı SerPK m. 3/1-ğ hükmünde *"sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı"* olarak tanımlanmaktadır. İhraç, bir satış işlemi olup bu satış halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin gerçekleştirilebilir. İşbu satış işleminin konusunu sermaye piyasası araçları; taraflarını ise ihraççı ve yatırımcılar oluşturmaktadır.

İhraç işlemi, sermaye piyasası araçlarının piyasaya arzı için yapılması gereken işlemlerin sürecini ifade etmektedir. Halka arz ve ihraç kavramları birbirleriyle yakın anlamlı olsalar da tam olarak aynı anlama gelmezler. Halka arz, ihraç faaliyeti kapsamında bir çeşit alt satış yöntemdir. Sermaye piyasası araçlarının ihracı ve dolayısıyla yatırımcılara ulaştırılması halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin gerçekleştirilebilmektedir.

Halka arz, Kanunun temel hedef ve ilkeleri arasında yer alan ve sermaye piyasası hukukunda özel anlam atfedilmiş bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonominin büyümesi ve gelişmesi için tasarruf sahiplerinin elinde âtıl durumda olan birikimlerin finansal piyasalara kazandırılması elzemdir. İşbu amacın gerçekleştirilmesinin en etkili yollarından birisi de halka arzlardır. Halka arz her ne kadar bir tür satış yöntemi olsa da alıcı tarafta geniş bir yatırımcı kitlesinin olması bu kavramın münhasıran düzenlenmesini gerektirmiştir.

Halka arz kavramı, 6362 sayılı SerPK m. 3/1-f hükmü uyarınca *"sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı"* ifade eder. Sınırları belirsiz bir kitleye, çağrı yoluyla, standart koşullarla satışın yapılıyor olması halka arzı diğer satış yöntemlerinden ayırmaktadır. Sermaye piyasalarının başat amaçları arasında yer alan sermayenin tabana yayılması ve halkın elinde bulunan atıl tasarrufların yatırıma tahsis edilmesi, ihraççılar tarafından çıkarılan ortaklık senetlerinin veya borçlanma araçlarının halka arz edilmesi yoluyla gerçekleştirilmektedir. Halka arz her şeyden önce şirketler için ucuz finansman kaynağıdır. Halka arz ayrıca, şirket hisse senetlerinin likit enstrüman niteliği kazanması,

şirketin itibarının ve tanınırlığının artması, kurumsallaşma ve vergi avantajı gibi bazı avantajlar da sağlamaktadır.

Kanun, çağrının her türlü yoldan yapılabileceğine işaret etmektedir. Çağrının şekli, yazılı veya sözlü olması, yapıldığı mecra önem teşkil etmemektedir. Çağrı; bütün süreçleriyle, sermaye piyasası mevzuatına ve Kurul düzenlemelerine uygun ve genel nitelikte olduğu sürece yöntem kısıtlaması olmaksızın bir daveti ifade eder. Bu çağrının çok sayıda ve belirsiz (gayrimuayyen) kişilere yapılması gerekir. Çağrının genel olması, halka arz kavramındaki "halk" ifadesinin görünümüdür. Kanun kapsamındaki "halk" kavramı, bireysel olarak tanımlanmamış bir kitleyi kastetmektedir. Çağrının sınırlama yapılmaksızın halka yöneltilmesi veya belli özellikleri taşıyan, ancak bireysel olarak belirli hâle getirilmemiş bir topluluğa yöneltilmesi gerekmektedir.

Sahibi bulundukları sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek üzere SPK'ya başvuruda bulunan gerçek veya tüzel kişiler, SerPK m. 3/1-g'de yer alan *"halka arz eden"* kavramı ile tanımlanmaktadır. Halka arz edenler, bizzat ihraççı olabileceği gibi sermaye piyasası araçlarına sahip olan şahıslar da (gerçek veya tüzel) olabilir. Bu açıdan halka arzda iki farklı durum mevcut olduğu ifade edebiliriz; ya daha evvelden satışa sunulmamış ve satılmamış yeni çıkarılan araçların satışı ya da daha evvelden çıkarılmış ve ortaklık veya şahıs (gerçek veya tüzel) elinde bulunan araçların halka arzı söz konusudur.

Halka arz, fiilî ve varsayımsal halka arz olarak da tasniflendirilmektedir. Fiilî halka arz, SerPK m. 3/1-f hükmüne istinaden halka çağrı ve akabinde gerçekleştirilen satışı ifade etmektedir. Varsayımsal halka arz ise, SerPK m. 16/1 hükmünde *"Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır."* şeklinde ifade edilen halka arzdır. Fiilî halka arzda bir satış söz konusu iken varsayımsal halka arzda ortak sayısının çokluğu nedeniyle veya payların borsada işlem görmesi nedeniyle ortaklığın payları halka arz edilmiş sayılır.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzında, borçlanma araçları ile pay senetlerinin halka arzı arasında bir takım farklılıklar mevcuttur. Borçlanma araçlarının ihracında ve halka arzında; ihraççı, yatırımcılara karşı bir borç altına girmektedir. Pay senetlerinde ise yatırımcılar, ihraççı ortaklık üzerinde bir ortaklık hakkı elde etmektedirler. Payların ihracına ve halka arzına ilişkin usul ve esaslar VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nde, borçlanma araçlarının ihracına ilişkin düzenlemeler ise VII-128.8 Sayılı Borçlanma Araçları Tebliğinde

yer almaktadır. Borçlanma araçları, ihraççılar tarafından bir borcunun karşılığı olarak çıkarılan sermaye piyasası araçlarıdır. Yatırımcı ihraççıya borç vermek suretiyle bu araçlardan kazanç elde etmeyi amaçlamaktadır. Sermaye piyasası hukuku açısından payların halka arzının ise ayrı bir önemi mevcuttur. Payların halka arz edilmesiyle ortaklık halka açık anonim ortaklık statüsüne geçmekte ve sermaye piyasası mevzuatına ve Kurul düzenlemelerine tabi olmaktadır. Payların halka arzı, mevcut payların halka arzı ve/veya yeni pay ihracı yoluyla gerçekleşebilir. Mevcut payların halka arzında, daha önceden ihraç edilmiş ancak halka arz edilmemiş paylar, paylara sahip gerçek veya tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. Yeni pay ihracı yoluyla halka arzda, halka açık olmayan ortaklıklar, mevcut ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak paylarını halka arz edebilirler, bir başka ifadeyle sermaye artırımına gidilerek yeni pay ihraç edilmektedir.

Halka arz işleminin, halka arza aracılık faaliyetinin ve de halka arza aracılık sözleşmesinin konusunu sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır. Sermaye piyasalarının temel bileşenleri olan bu araçlar, SerPK m. 3/1-ş hükmünde *"menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları"* olarak tanımlanmaktadır. Tanımdan da anlaşılacağı üzere *"Menkul Kıymetler"*, *"Türev Araçlar"*, *"Yatırım Sözleşmeleri"* ve *"Sermaye Piyasası Kurulu tarafından sermaye piyasası aracı olduğu belirlenen diğer araçlar"* sermaye piyasası aracı olarak mütalaa edilmektedir. Sermaye piyasası araçları içinde menkul kıymetlerin ayrı bir yeri vardır. Menkul kıymetler, ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlamaktadır. Halka açık anonim ortaklıklarının pay senetleri ve şirketlere/kamuya ait tahviller en sık karşılaşılan menkul kıymetlerdir.

Sermaye piyasaları, işleyiş mekanizmaları itibariyle, özünde bir aracılar sistemi olduğu için "aracılık" kavramına sermaye piyasası hukukunda özel bir anlam atfedilmiştir. Aracılık faaliyeti; sermaye piyasası araçlarının ihracı ile ihracın tamamlanması arasındaki süreçte veya evvelden ihraç edilmiş araçların alım satımında gündeme gelmektedir. Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının halka arz aşaması ile halka arz olduktan sonraki alım satım işlemlerinin farklı kurallara tabi olmasından hareketle, *"alım satıma aracılık"* ve *"halka arza aracılık"* olarak temelde iki türe ayrılabilir. Bunun yanı sıra türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti de sermaye piyasasındaki aracılık faaliyetlerinin içerisinde yer almaktadır. 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle, aracılık faaliyetleri, *"Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri"* başlığı altında düzenlenmektedir.

Sermaye piyasasında aracılık faaliyetleri, mülga Kanun döneminde *"Sermaye Piyasası Faaliyetleri"* başlığı altında düzenlenirken, 6362 sayılı SerPK 'da *"Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri"* başlığı altında düzenlenmektedir. Yatırım hizmetlerinin ve faaliyetlerinin icrası için SerPK m. 39/1 hükmü uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınması gerekmekte ve bu faaliyetler ancak yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilebilmektedir. *"Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri"* kavramı 6362 sayılı SerPK ile Türk sermaye piyasası hukukuna kazandırılmıştır. 6362 sayılı Kanunda yer alan yenilikler bununla sınırlı değildir. Mülga Kanun döneminde benimsenen kurum bazlı düzenleme ölçütü terk edilerek faaliyet bazlı düzenleme ölçüt alınmış ve *"aracı kuruluş"* ibaresi de terk edilerek *"yatırım kuruluşu"* kavramı kullanılmaya başlanmıştır. Bu düzenlemelerin AB mevzuatına uyum sağlamak amacıyla getirildiği ifade edilmektedir.

Yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin sunulmasına ilişkin usul ve esaslar SerPK m. 39/8 hükmü uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmektedir. Bu bağlamda, III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ve III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, Kurul tarafından düzenlenen ikincil düzenlemelerin başında yer almaktadır.

Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ve dolayısıyla aracılık faaliyetleri 6362 sayılı SerPK m. 39 hükmü uyarınca ancak yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirilebilir. Yatırım kuruluşları vesilesiyle sermaye piyasalarında taraflar bir ilişki kurabilmekte, bu bakımdan bu kuruluşlar adeta bir "köprü" görevi üstlenmektedir. Yatırım kuruluşu kavramı ile esas itibariyle aracı kurumlar ve bankalar ifade edilmektedir. Aracı kurumlar, doğrudan doğruya Sermaye Piyasası Kanunu tarafından düzenlenmiş ve münhasıran sermaye piyasalarında faaliyet gösterebilen, asli faaliyet alanı "aracılık" olan kurumlardır. Kuruluşları ve faaliyetleri açısından 5411 sayılı Bankacılık Kanunu kapsamında ve BDDK denetim ve gözetimine tabi olan bankalar ise yürüttükleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri bakımından 6362 sayılı SerPK hükümlerine ve SPK denetimine tabidir. Bankaların esas faaliyet alanı tasarruf sahiplerinden mevduat toplamak olup, sermaye piyasalarındaki faaliyetleri ekseriyetle aracılık niteliğindedir.

Sermaye piyasalarında aracılık faaliyetleri münhasıran yatırım kuruluşlarınca gerçekleştirilmektedir. Yatırım kuruluşları, sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerle yatırımcılar arasında veya tedavülde bulunun araçları elinde tutup satmak isteyenlerle bu araçları almak isteyen yatırımcılar arasında aracılık faaliyeti yürüten kuruluşlardır. Yatırım

kuruluşu kavramı her ne kadar aracı kurumlar ve de bankaları birlikte ifade etse de ülkemizde sermaye piyasalarının temel aktörü aracı kurumlardır. Nitekim bankaların gerçekleştirebileceği yatırım hizmetleri ve faaliyetleri aracı kurumlara nazaran daha sınırlıdır. Nitekim konumuz açısından önem teşkil eden halka arza aracılık faaliyeti de aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Mevduat ve katılım bankaları SerPK m. 39/9 hükmü gereğince halka arza aracılık hizmetini sunamamaktadır. Halka arza aracılık faaliyeti, yetkili kuruluşlar tarafından tek başına yürütülebileceği gibi, birden fazla yetkili kuruluşun bir araya gelerek oluşturacağı konsorsiyum aracılığı ile de yürütülebilmektedir. Birden fazla kuruluşun halka arza aracılık etmesi durumunda, bu kuruluşlar tarafından *"aracılık konsorsiyumu"* oluşturulur.

Halka arza aracılık faaliyeti, sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzına yatırım kuruluşları tarafından aracılık edilmesini ifade etmektedir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliğinin m. 28 hükmü uyarınca, yetkili bir yatırım kuruluşu aracılığıyla veya bu kuruluşların oluşturduğu bir konsorsiyum ile gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bir başka ifadeyle sermaye piyasası araçlarının halka arzında, yatırım kuruluşlarından halka arza aracılık hizmetinin alınması gerekmektedir. Yatırım kuruluşları, halka arza aracılık faaliyetini tek başlarına veya bir konsorsiyum kurarak birlikte gerçekleştirebilirler. Bu aracılık faaliyeti SPK tarafından yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankaları tarafından gerçekleştirilebilir. (6362 sayılı SerPK m. 3/1-a ve 39/9, III-37.1 sayılı Tebliğ, m. 52, II-5.2 sayılı Tebliğ, m. 4/1-s).

Sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenlerle, bu araçlara yatırım yapmak isteyenleri yatırım kuruluşları buluşturmakta ve bu işlem de halka arza aracılık faaliyeti olarak ifade edilmektedir. Halka arza aracılık faaliyeti, , 6362 sayılı SerPK m. 37 hükmünde, yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin bir türü olarak, *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi"* ve *"sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi"* şeklinde düzenleme alanı bulmaktadır. Bu faaliyete ilişkin tanımlamalara ve detaylı düzenlemelere III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de yer verilmektedir. Tebliğin m. 51 hükmü halka arza aracılık faaliyetini, *"Aracılık Yüklenimi"* ve *"En İyi Gayret Aracılığı"* şeklinde iki temel türe, aracılık yüklenimini de kendi içinde *"Bakiyeyi Yüklenim", "Tümünü Yüklenim", "Kısmen Bakiyeyi Yüklenim"* ve *"Kısmen Tümünü Yüklenim"* şeklinde alt türlere ayırmaktadır. Bu türler, yatırım

kuruluşunun taahhüt ettiği edimin niteliği ve kapsamına göre belirlenmiştir. Tarafların, en iyi gayret aracılığı veya aracılık yüklenimini seçme konusunda kural olarak bir mecburiyetleri bulunmamaktadır. Taraflar kural olarak bu aracılık türlerinden birisini veya karma şeklini seçebilmektedir.

En iyi gayret aracılığı, III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51 hükmünde *"ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde satışa sunulmasının, satılamayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesi veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması"* şeklinde ifade edilmektedir. Bu aracılık türü en temel ifadeyle; yatırım kuruluşunun, herhangi bir taahhüt altına girmeden sermaye piyasası araçlarının satılmasına aracılık etmesidir. Yatırım kuruluşu; sermaye piyasası araçlarının satılması için en iyi gayreti göstermekte, satılamayan sermaye piyasası araçları için herhangi bir taahhüt altına girmemektedir.

Aracılık yükleniminde; yatırım kuruluşu, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmesine ilişkin aracılık faaliyetlerini yürütürken aynı zamanda sermaye piyasası araçlarının satılmama/satılamama riskini de üstlenmektedir. "Yüklenim" ibaresi bir satın alma taahhüdü veya peşinen satın alma mahiyetinde, sermaye piyasası hukukuna özgü bir kavramdır. Yatırım kuruluşu, halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının satış sonunda satılamayan kısmını veya önceden tamamını satın almaktadır. Bu aracılık türünün en önemli ve en belirgin özelliği, halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının satılamamasına ilişkin riskin yatırım kuruluşunca üstlenilmesidir. Yatırım kuruluşunun bu riski üstlenme biçimine göre, aracılık yüklenimi, *"bakiyeyi yüklenim aracılığı"* ve *"tümünü yüklenim aracılığı"* olmak üzere temelde iki farklı türe ayrılır. Tümünü yüklenim aracılığında, satıştan evvel tüm sermaye piyasası araçları aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşça satın alınmaktadır. Yatırım kuruluşu, satın almış olduğu bu araçları bilahare halka arz etmektedir. Yatırım kuruluşu, tümünü yüklenim aracılığında olduğu gibi sermaye piyasası araçlarını baştan satın almayıp, satış işlemi tamamlandıktan sonra satılamayan kısmı satın alacağını taahhüt ederek de yüklenimli halka arza aracılık faaliyetini gerçekleştirebilir. Bu durumda da bakiyeyi yüklenim aracılığı söz konusu olacaktır.

Halka arza aracılık faaliyetine ilişkin ayrıntılı düzenlemeler, bu aracılık faaliyetini yürütebilecek yatırım kuruluşları, halka arza aracılık faaliyetine ilişkin özel şartlar ve yürütülmesine ilişkin ilke ve esaslar, halka arza aracılık sözleşmesine ve aracılık

konsorsiyumuna ilişkin düzenlemeler III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de yer almaktadır.

Halka arza aracılık faaliyetini yürüten yatırım kuruluşu, her şeyden önce, sermaye piyasası mevzuatında ve Kurul düzenlemelerinde yer alan kurallara ve esaslara uymakla yükümlüdür. Halka arzlarda; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden ve/veya halka arz eden gerçek veya tüzel kişiler ile yetkili yatırım kuruluşu veya yatırım kuruluşlarının dahil olduğu konsorsiyum arasında, yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmektedir. Halka arza aracılık işlemleri bu sözleşmede belirlenen esaslar çerçevesinde yürütülür (III-37.1 sayılı Tebliğ m. 54/1-a ve m. 55).

Yatırım kuruluşları, yürüttükleri yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine göre, müşterilerle veya halka arz edenlerle bir takım yazılı sözleşmeler yapmaktadır. Halka arza aracılık sözleşmesi de bu sözleşmelerden birisidir. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında (ve hatta halka arz edilmeksizin satışlarda), aracılığın türü fark etmeksizin halka arz eden taraf ile yatırım kuruluşu arasında yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesi akdedilmektedir. Halka arza aracılık sözleşmeleri, sermaye piyasası araçlarının, yatırım kuruluşu tarafından yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın halka satışını ihtiva eder.

Halka arza aracılık sözleşmesine ilişkin olarak Kanun'da herhangi bir düzenlenme yer almamaktadır. III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in m. 55 hükmü ise "Halka Arza Aracılık Sözleşmesi" başlığı altığında bu konuya değinmektedir. Mezkûr hükme göre, *"Sermaye piyasası araçlarının halka arzının, sermaye piyasası aracını ihraç eden ve/veya halka arz eden ile yetkili yatırım kuruluşu arasında akdedilecek yazılı bir halka arza aracılık sözleşmesine bağlanması şarttır. Bu sözleşmede yer verilmesi gereken asgari hususlar Kurulca belirlenir."* Bahsi geçen hükümde, sözleşmenin esaslı unsurları ile tarafların hak ve yükümlülükleri yer almamakta; yalnızca bu isimde bir sözleşmenin mevcudiyetinden bahsedilip, bu sözleşmenin yazılı olarak akdedilmesinin zorunluluğu ve içeriğinin de SPK tarafından belirleneceği belirtilmektedir. Halka arza aracılık sözleşmeleri Tebliğ hükmü ile yazılı şekil şartına tabi kılınmıştır. Sözleşmenin önemi ve kapsamı göz önüne alındığında yazılı şekil şartı getirilmesi her ne kadar doğru olsa da bu hususun Tebliğ hükmü ile değil Kanun hükmü ile getirilmesi gerekmektedir.

Halka arza aracılık sözleşmesi, TBK'da veya SerPK'da düzenlenmiş bir sözleşme değildir. Bundan dolayı isimsiz bir sözleşme olarak mütalaa edilmektedir. Sözleşmenin

hukuki niteliğine ilişkin öğretide yapılan değerlendirmelerde sözleşmenin, çoğunlukla, vekâlet sözleşmesi veya vekâlet sözleşmesinin özel türlerinden biri olarak nitelendirildiği görülmektedir. Buna karşılık, yüklenimli aracılık sözleşmelerinin satış sözleşmesi niteliğinde olabileceğine ilişkin görüşlere de yer verilmektedir.

Halka arza aracılık sözleşmesi, kanaatimizce, esas itibariyle bir tür iş görme amacı güden sözleşme niteliğinde olup taraflar arasında bir vekâlet ilişkisi kurulmaktadır. Nitekim TBK m. 502/2 hükmü, vekâlete ilişkin hükümlerin niteliklerine uygun düştükleri ölçüde TBK'da düzenlenmemiş olan iş görme sözleşmelerine de uygulanabileceğine cevaz vermektedir. Dolayısıyla halka arza aracılık sözleşmelerine esas olarak TBK'nın vekâlet sözleşmelerine ilişkin hükümlerinin niteliğine uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanması isabetli olacaktır.

Halka arza aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğinin tespitinde öğretide farklı kıstasların değerlendirme konusu yapıldığı görülmektedir. 2499 sayılı mülga Kanun'da aracılık faaliyeti, yetkili kuruluşların kimin nam ve hesabına hareket ettiği temel alınarak tanımlanmıştır. Bu sebeple MANAVGAT, ÜNAL, YASAMAN, TANÖR, ACAR, BERZEK, KAYTAZ gibi yazarlar tarafından sözleşmenin hukuki niteliğinin tespiti noktasında yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiği dikkate alınmıştır. Buna karşılık İNCEOĞLU ve AYOĞLU tarafından bu yaklaşım eleştirilmiş ve sözleşmeden doğan hak ve borçların neler olduğu dikkate alınarak bir değerlendirme yapılmıştır. Bu görüşlerin 6362 sayılı SerPK'dan önce kaleme alındığı görülmektedir. 6362 sayılı Kanun'da ve yürürlükteki ikincil düzenlemelerde halka arza aracılık faaliyetinin kimin nam ve hesabına yürütüldüğüne yönelik bir ayrım yer almamaktadır. Halka arza aracılık faaliyeti Kanun'da, yatırım kuruluşunun yüklenimde bulunup bulunmadığına göre sınıflandırılmakta bir başka ifadeyle edimin içeriğine ve niteliğine göre bir ayrım yapılması yoluna gidilmiştir. Bu yüzden hukuki nitelendirme yapılırken halka arzın gerçekleşme biçimine ve tarafların edimlerine göre bir ayrım yapılması gerekmektedir.

Yatırım kuruluşunun kimin nam ve hesabına hareket ettiği hususu kıstas alınarak yapılan değerlendirmeleri incelediğimizde, yatırım kuruluşunun başkası nam ve hesabına hareket ettiği hâllerde (en iyi gayret aracılığı ve bakiyeyi yüklenim aracılığı) vekâlet sözleşmesinin mevcut olduğu ifade edilmektedir. Yatırım kuruluşunun kendi namına ve hesabına hareket ettiği hâllerde (tümünü yüklenim aracılığı) ise satış sözleşmesinin mevcut olduğu ifade edilmektedir. Yatırım kuruluşunun kendi namına ve başkası hesabına hareket

ettiği hâllerde ise komisyonculuk sözleşmesinin mevcut olduğu ifade edilmektedir. Sözleşmenin hukuki niteliğini tespitine ilişkin olarak, özetle ifade etmeliyiz ki, sözleşmeye taraf olanlar yönünden bir değerlendirme yapmak yerine tarafların sözleşmeden doğan borçlarının dikkate alınması yani halka arzın gerçekleşme biçimine göre bir ayrım yapılması isabetli olacaktır. Nitekim mülga Kanun'un aksine 6362 sayılı SerPK'da aracılığın kimin nam ve hesabına yürütüldüğüne dair bir ayrım yer almamakta; kurum bazlı düzenleme yerine faaliyet bazlı düzenleme esas alınmaktadır.

En iyi gayret aracılığı sözleşmeleri yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarına yönelik bir taahhütte bulunmadığı bir sözleşmedir. Aracılığı yürüten kuruluş, halka arza aracılığa ilişkin en iyi gayreti göstermekle yükümlüdür. Bu bakımdan, bu türdeki halka arza aracılık sözleşmelerine kanaatimizce vekâlet akdine ilişkin hükümlerin uygun düştüğü ölçüde kıyasen uygulanması yerinde olacaktır.

Tümünü yüklenim aracılığı sözleşmelerinde, sermaye piyasası araçlarının tamamı satıştan evvel, bedeli tam ve nakden ödenmek suretiyle, yatırım kuruluşu tarafından satın alınıp bilahare halka satılmaktadır. Öğretideki çoğunluk görüşe göre burada yatırım kuruluşu ile ihraççı arasında bir alım satım sözleşmesi kurulmaktadır. Çoğunluk görüş İNCEOĞLU ve AYOĞLU tarafından eleştirilmiştir. Bu tür sözleşmelerinin klasik bir alım satım akdi olarak nitelendirilmesi kanaatimizce de doğru olmayacaktır. Yatırım kuruluşunun halka arza aracılık faaliyeti kapsamındaki edimleri bu ilişkiyi alım-satım ilişkisinin ötesine taşımaktadır. Halka arza aracılığa ilişkin süreç kanaatimizce vekâlet akdi niteliği taşımaktadır. Yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarını evvelden satın alması ise satış sözleşmesinin varlığına işaret etmekte; dolayısıyla vekâlet sözleşmesi ile satış sözleşmesinin unsurları kanunun öngörmediği şekilde bir araya gelmiş olup karışık muhtevalı sözleşmenin mevcudiyeti söz konusudur. Halka arza aracılık faaliyetinin yürütülmesini ilişkin olan edimlere vekâlet hükümlerinin; sermaye piyasası araçlarının satın alınmasına ilişkin edime de satım akdi hükümlerinin kıyasen uygulanması yerinde olacaktır.

Bakiyeyi yüklenim aracılığı sözleşmelerinde, diğer halka arza aracılık türlerinde olduğu gibi, yatırım kuruluşu sermaye piyasası araçlarının halka satışına aracılık etmektedir. Satış sürecinin sonunda satılamayan sermaye piyasası araçların satın alınacağı yatırım kuruluşunca taahhüt edilmektedir. İşbu taahhüt, bu aracılık sözleşmesinin karakteristik özelliği niteliğinde olup asli ve bağımsız bir edimdir. Bu taahhüdü yan teminat yükümü olarak değerlendiren MANAVGAT, YASAMAN, BERZEK ve KAYTAZ'ın da yer aldığı

çoğunluk görüşüne İNCEOĞLU ve AYOĞLU gibi biz de katılmamaktayız. Bakiyeyi yüklenim sözleşmelerinde yatırım kuruluşunun, halka arza aracılık etmek ve satılamayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasını taahhüt etmek üzere temelde iki asli edimi mevcuttur. Bu iki edim kanunen öngörülmemiş şekilde, tarafların tek bir sözleşme akdetme iradesiyle, bir bütünlük içinde, tek bir yeni ve özgün sözleşmede toplanmıştır. Yani bir karışık muhtevalı akit (karma sözleşme) söz konusudur. Bakiyeyi yüklenim sözleşmesinde, yatırım kuruluşunun sermaye piyasası araçlarının satışını üstlenmesiyle, satış aşaması bitene kadar en iyi gayret aracılığı ile aynı süreç işlemektedir. Diğer tüm halka arza aracılık türlerinde olduğu gibi bakiye yüklenim aracılığında da satışa kadarki süreçte yatırım kuruluşu halka arzın organizasyonunu ve pazarlamasını yürütecek, satış fiyatı belirleyecek, izahname hazırlanması sürecinde aktif bir şekilde yardımcı olacak, Kurul nezdindeki başvuru süreçlerini yürütecektir. Bu kapsamda gerçekleştirilen edimlere ilişkin vekâlet sözleşmesinin hükümlerini uygulamak yerinde olacaktır. Ancak, yatırım kuruluşu, bu aracılık türünde, klasik bir vekâlet akdinin kendisine kanunen yüklemediği bir rizikoyu (yatırımcılar tarafından satın alınmayan sermaye piyasası araçlarının satın alınmasını) üstlenmektedir. Satış sonunda satılamayan sermaye piyasası araçlarına ilişkin satın alma yönündeki taahhüde ise satış sözleşmesine ilişkin hükümlerinin somut olayın özelliklerine göre kıyasen uygulanması isabetli olacaktır.

Taraflar; aralarında akdettikleri halka arza aracılık sözleşmesinin hükümlerine, Kanun'a ve Kurul tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelere, sermaye piyasalarının düzenine ve disiplinine uymakla yükümlüdür. Yatırım kuruluşları, halka arz sürecini azami özen ve sadakati göstererek yönetmekle yükümlüdür. Aracılık faaliyetini yürüten kuruluş, ihraççının veya halka arz edenin halka arz faaliyeti ile hedeflediği amaca ulaşmak için yapılması zorunlu ne varsa yapmakla yükümlü olduğu gibi aynı zamanda sonuca ulaşmak için kaçınılması gereken ne varsa kaçınmakla da mükelleftir. Aracılık faaliyetini üstlenen kuruluşun öncelikli borcu, sermaye piyasası araçlarının halka arzının gerçekleştirilmesini sağlamaktır. III-37.1 sayılı Tebliğ m. 51/3 hükmü kapsamında yatırım kuruluşu; sermaye piyasası araçlarına ilişkin fiyat tespiti ve halka arz sürecinin belirlenmesine ilişkin çalışmalar yapılması, izahnamenin onayı için sunulacak bilgi ve belgelerin hazırlanarak SPK'ya başvuruda bulunulması, talep toplanması, satışa ilişkin yurtiçinde ve yurtdışında pazarlama hizmetinin sunulması, satışın organize edilmesi gibi hizmetleri yürütmektedir. Sermaye piyasası araçlarının tamamı veya satılamayan kısmı için yüklenimde bulunulması borcu ise yüklenimli aracılık türleri için geçerlidir. Halka arza aracılık faaliyetlerini yürüten kuruluş

bu edimleri karşılığında bir ücret elde etmekte, bu ücret de halka arza aracılık sözleşmesinin türüne göre değişmektedir.

KAYNAKÇA

Acar, Faruk (2001) 'Sermaye Piyasası Hukukunda Aracılık Faaliyeti ve Aracılık Yüklenim Sözleşmesi', Prof. Dr. Vecdi Aral'a Armağan, Kocaeli Üniversitesi Hukuk Fakültesi, s. 317-336.

Adıgüzel, Burak (2014) 'Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması', Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: XVIII, S: 1, s. 1-48.

Adıgüzel, Burak (2017) '6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı' (Sermaye Piyasası Aracı), Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, C: 3, S: 1, s. 1-8.

Adıgüzel, Burak (2019) Sermaye Piyasası Hukuku, 3. Baskı, Ankara, Adalet.

Akbulak, Yavuz (2014) 'Türk Sermaye Piyasasında Yatırım Kuruluşlarına Dair Yeni Esaslar' (Yatırım Kuruluşları), İstanbul Barosu Dergisi, C: 88, S: 4, s. 382.

Akbulak, Yavuz (2016) 'Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı', İstanbul Barosu Dergisi, C: 90, S: 2, s. 138-164.

Aksoy, Pınar (2009) 'Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Satış Süreçleri' (Yüksek Lisans), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aral, Fahrettin /Ayrancı, Hasan (2018) Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 11. Baskı, Ankara, Yetkin.

Arkan, Sabih (2021) Ticari İşletme Hukuku, 27. Bası, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Arı, Zekeriyya (1996) 'Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu' (Yüksek Lisans), Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Arıcı, Fatih 'Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi', Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler) (2019), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Ata, Özlem (2019) 'Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması' (Doktora), Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aydın, Sema (2009) Borsa İşlemlerinden Doğan Uyuşmazlıklar, 2. Bası, İstanbul, Vedat.

Aydoğan, Fatih 'Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı ve Kaydileştirilmesi' (Araçlar) Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler) (2019), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Aydoğan, Gökhan (2017) 'Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları' (İhraç Kararları), Batider, C: XXXIII, S: 4, s. 231-268.

Aydoğan, Gökhan (2020) 'Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk' (Doktora), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ayhan, Hatice Ebru (2008) 'Borsada Hisse Senedi Alım Satım Sözleşmesi ve Hakkın İntikali' (Yüksek Lisans), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ayhan, Rıza / Çağlar, Hayrettin / Özdamar, Mehmet (2021) Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 3. Baskı, Ankara, Yetkin.

Ayli, Ali (2006) 'Bankaların Sermaye Piyasası Faaliyetleri', Doç. Dr. Mehmet Somer'in Anısına Armağan, Hukuk Araştırmaları Dergisi Armağan Özel Sayısı, C: 12, S:1-3 2004-2006, İstanbul, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi.

Ayoğlu, Tolga (2006) 'Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri' (Doktora), Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aytaç, Zühtü 'Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Yenilikler' (HAAO), Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Aytaç, Zühtü (1985) 'Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler' (Çok Ortaklı Şirketler), Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, C: 40, S: 1, s. 229-253.

Aytaç, Zühtü (1988) Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri (Hisse Senetleri), Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Bahtiyar, Mehmet (2019) Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş, 1. Baskı, İstanbul, Beta.

Barlas, Nami (2008) Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, 2. Bası, İstanbul, Vedat.

Berzek, Ayşe Nur (1995) 'Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti', Reha Poroy'a Armağan, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi, s. 51-63.

Bozer, Ali / Göle, Celal (2021) Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Bası, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Bozkurt, Tamer (2020) Şirketler Hukuku (Şirketler), 11. Baskı, Ankara, Legem.

Bozkurt, Tamer (2007) Türk Hukukunda ve Uygulamada Tellâllık (Tellâllık), 1. Baskı, Ankara, Yetkin.

Chambers, Nurgül (2009) Türev Piyasalar, İstanbul, Beta.

Çatakoğlu, Buket (2015) 'Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları' (Doktora), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çeker, Mustafa (1998) 'Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi', Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan, İstanbul, s. 89-145.

Çetin, Nusret (2016) 'Bankaların Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri' (Bankalar), Prof. Dr. Seza Reisoğlu Armağanı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü s. 705-732.

Çetin, Nusret / Töremiş, Hatice Ebru (2008) 'Menkul Kıymet Borsalarında Alım Satıma Aracılık Faaliyeti Kapsamında Aracı Kurumlarla Yatırımcılar Arasındaki İlişkinin Hukuki Niteliği', Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: XII, S: 1-2, s. 77-102.

Çetin, Nusret / Töremiş, Hatice Ebru /Cantimur, Zeynep (2014) 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu Sistematik Analizi, 1. Baskı, Ankara, Yetkin.

Çukacı, Yusuf Cahit / Çemberlitaş, İbrahim (2017) 'Sermaye Piyasası Aracı Kurum Kavramı ve Aracı Kurum Faaliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi İşlemleri', Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C: 7, S: 13, s. 178-202.

Demir Gökyayla, Cemile (2001) 'Aracı Kuruluşların İkinci El Piyasalardaki Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinden Doğan İspat Sorunları', Prof. Dr. Mahmut Tevfik Birsel'e Armağan, İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi, s. 173-199.

Deniz Çakmaklı, Hande (2018) Alım veya Satım Konusunda Komisyon Sözleşmesi, 1. Baskı, Ankara, Seçkin.

Eminoğlu, Cafer (2014) Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Eren, Fikret (2019) Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 7. Baskı, Ankara, Yetkin.

Eren, Fikret / Dönmez, Ünsal (2022) Eren Borçlar Hukuku Şerhi Cilt 1, 1. Baskı, Ankara, Yetkin.

Eren, Fikret / Dönmez, Ünsal (2022) Eren Borçlar Hukuku Şerhi Cilt 3, 1. Baskı, Ankara, Yetkin.

Erzurumluoğlu, Erzan (2017) Sözleşmeler Hukuku (Özel Borç İlişkileri), Yenilenmiş 7. Baskı, Ankara, Yetkin.

Etirli, Burak (2020) '6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Halka Açık Anonim Ortaklıkların Halka Kapalı Statüye Dönmesi' (Yüksek Lisans), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gökalp, Namık Kemal (2014) Sermaye Piyasalarında Halka Arz "Yöntemler, Uygulama ve Analizi", 1. Baskı, İstanbul, Beta

Gözüyeşil, Fevzi Fırat (2019) 'Sermaye Piyasası Hukukunda İzahnameden Doğan Sorumluluk' (Doktora), Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.

Gümüş, Mustafa Alper (2021) Borçlar Hukukunun Genel Hükümleri (Borçlar Genel), 1. Baskı, Ankara, Yetkin.

Gümüş, Mustafa Alper (2013) Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt 1, 3. Bası, İstanbul, Vedat.

Gümüş, Mustafa Alper (2014) Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt 2, 3. Bası, İstanbul Vedat.

Günal, Vural (1997) Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar Kurumlar), 1. Baskı, İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Günal, Vural (2004) 'Sermaye Piyasasında Halka Arz' (Halka Arz), Prof. Dr. Erden Kuntalp'e Armağan Cilt 1, İstanbul, Galatasaray Üniversitesi, s. 341-406.

Günal, Vural (2007) Sermaye Piyasası Hukuku Esasları (Sermaye Piyasası), 1. Baskı, İstanbul, Galatasaray Üniversitesi

Günal, Vural / Okat, Yalçın Özge (2021) Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Gündoğdu, Aysel (2018) Sermaye Piyasası Hukuku, Güncellenmiş 3. Baskı, Ankara, Seçkin, s. 24-27.

Hızır, Serdar (2019) Halka Açık Ortaklık Statüsünün Sona Ermesi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Işık, Olcay (2012) 'Hukuki Açıdan Borsa ve Borsa Türleri', Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C:1, s. 215-258.

İmregün, Oğuz (1989) Anonim Ortaklıklar, Yenilenmiş 4. Bası, İstanbul, Yasa.

İnceoğlu, Mehmet Murat (2004), Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Niteliği, 1. Baskı, Ankara, Seçkin.

Kankoç Aydın, Dilara (2019) 'Sermaye Piyasalarında Aracılık Faaliyetlerinin Hukuki Niteliği' (Yüksek Lisans), İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 60.

Kara, Mustafa Sencer (2006) 'Sermaye Piyasası Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması' (Doktora), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kara, Mustafa Sencer (2015) 'Aracılık Konsorsiyum' (Konsorsiyum), Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 23, S: 1, s. 313-349.

Karababa, Serdar (2001) Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, 1. Baskı, Ankara, Seçkin.

Karahan, Sami (2001) 'Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması', Batider, C: XXI, S: 2, s. 27-61.

Kaytaz, Ali İhsan (2010) 'Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması' (Doktora), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaytaz, Ali İhsan, (2016) '6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazmin Sistemi' (Yatırımcı Tazmin Sistemi), Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C: 22, S: 3, s. 1625-1648.

Kendigelen, Abuzer / Kırca, İsmail (2021) Kıymetli Evrak Hukuku (Kıymetli Evrak), 5. Bası, İstanbul, On İki Levha.

Kendigelen, Abuzer /Kırca, İsmail (2021) Şirketler Hukuku Cilt 1, İstanbul, On İki Levha.

Keskin, Ayşe Dilşad (2008) 'Hukuki Açıdan Finansal Türev Araç Kavramı', Batider, C: XXIV, S: 4; s. 125-153.

Kırca, İsmail / Şehirali-Çelik, Feyzan Hayal / Manavgat, Çağlar (2013) Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Konuralp, Haluk / Konuralp, Aynur (1998) 'Borsa Uyuşmazlıkları', Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 591-608.

Koser, Nihan (2019) 'Borsa İstanbul'da Halka Arz Süreci ve Halka Arzlarda Başarılarının Değerlendirilmesi' (Yüksek Lisans) Tezi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kuntalp, Erden (2013) Karışık Muhtevalı Akit (Karma Sözleşme), Gözden Geçirilmiş ve Yenilenmiş 2. Bası, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Kurtoğlu, Evin (2015) 'Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu' (Yüksek Lisans), Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Küçüksözen, Cemal (1999) Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, 1. Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu.

Kütükçü, Doğan (2004) Sermaye Piyasası Hukuku Birinci Cilt, 1. Bası, İstanbul, Beta.

Kütükçü, Doğan (2005) '2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunun Eleştirisi', Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 2, S: 2, s. 163-201.

Manavgat, Çağlar 'Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı' (Halka Arz ve Sermaye Artırımı), Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Manavgat, Çağlar (1991) Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar (Aracı Kurumlar), 1. Baskı, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Manavgat, Çağlar (2001) 'Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları' (Kaydi Sistem), Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 50, S: 2, s. 159-191.

Manavgat, Çağlar (2012) 'Türk Ticaret Kanunu'nun Halka Arz Kavramına Yaklaşımı', Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C: 18, S: 2, s. 401-410.

Manavgat, Çağlar (2016) Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz (Halka Arz), 1. Baskı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Memiş, Tekin / Turan, Gökçen (2020) Sermaye Piyasası Hukuku, Güncellenmiş 5. Baskı, Ankara, Seçkin.

Meral, Nevin (2020) 'Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk' (Doktora), İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Mutlu-Uşaklı, Senem (2010) 'Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri' (Yüksek Lisans), Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Oktay, Saibe (1996) 'İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşlukların Tamamlanması', İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C: 55, S: 1-2, s. 263-296.

Özbay, Çiğdem (1999) Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.

Özbilen, Arif Barış (2016) Sözleşmelerin Şekli ve Şekil Yönünden Hükümsüzlüğü, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Özşahin, A. Kerem (1999) Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.

Paslı, Ali (2007) 'Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı', Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan Cilt 2, İstanbul, Vedat, s. 1513-1575.

Penezoğlu, Yusuf Gökhan (2004) Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, 1. Baskı, İstanbul, Kazancı,

Poroy, Reha /Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin (2021) Ortaklıklar Hukuku I (Ortaklıklar 1), 15. Bası, İstanbul, Vedat

Poroy, Reha / Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin (2019) Ortaklıklar Hukuku II (Ortaklıklar 2), 14. Bası, İstanbul, Vedat.

Pulaşlı, Hasan (2016) Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 4. Baskı, Ankara, Adalet.

Rençber, Erenalp (2010) 'Türk Ticaret Kanunu Tasarı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Tahvil İhracının Önşartlarının İncelenmesi', Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: VII, S: 1, s. 115-134.

Sayın, Hediye (2013) 'Halka Açık Anonim Şirket Kavramı ve Halka Açık Anonim Şirket Statüsünün Kazanılması', Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 8, S: 109-119, s. 89-116.

Sırma, İbrahim (2016) 'Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında İzahname Kapsamındaki Bilgilerin Yatırımcı Talebine Etkisi', Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, C: 12, S: 29, s.163-180.

Somer, Mehmet (1990) Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri, 1. Baskı, İstanbul, Kazancı.

Şener, Oruç Hami (2019) Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku Ders Kitabı, Gözden Geçirilmiş 4. Bası, Ankara, Seçkin.

Tandoğan, Haluk (1987) Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri Cilt 2, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Tanör, Reha (1999), Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt Taraflar (Taraflar), İstanbul, Beta,

Tanör, Reha (2000) Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt Halka Arz (Halka Arz), İstanbul, Beta.

Tekinalp, Gülören / Tekinalp, Ünal (1988) 'Joint Venture', Prof. Dr. Yaşar Karayalçın'a 65 inci Yaş Armağanı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, s. 143-176.

Tekinalp, Ünal 'Sermaye Piyasası Kanunumuzun Hukukumuz İçindeki Önemi', Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Tekinalp, Ünal (1982) Sermaye Piyasası Hukukun Esasları, 1. Baskı, İstanbul, Es.

Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin (2018) Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Hukuku, Açıklamalı Genişletilmiş 2. Bası, İstanbul, Vedat.

Töremiş, Hatice Ebru (2021) 'Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması' (Doktora), İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tunçay, Ezgi (2019) 'Borsada İlk Halka Arzların Performansının Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama' (Yüksek Lisans), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Turanboy, Asuman 'Yatırım Kuruluşları' (Yatırım Kuruluşları), Özkorkut, Korkut (Editör) (2017) 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, 1. Baskı, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Turanboy, Asuman (1998) Varakasız Kıymetli Evrak (Varakasız Kıymetli Evrak), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

Turanboy, Asuman (2019) '6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları' (Menkul Kıymet), Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 1285-1291.

Ülgen, Hüseyin / Helvacı, Mehmet / Kendigelen, Abuzer / Kaya, Arslan (2014) Kıymetli Evrak Hukuku, 9. Bası, İstanbul, On İki Levha.

Ünal, Mücahit (2011) 'Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi ve Kaydi Sistem Kapsamında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Olarak İhracı' (Kaydileştirme), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: XV, S: 3, s. 65-75.

Ünal, Oğuz Kürşat (1997) 'Sermaye Piyasasında Halka Arz Sözleşmeleri ve Sözleşme Serbestliği' (Sözleşme), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C: 1, S: 1, s. 81-113.

Ünal, Oğuz Kürşat (1997) Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Aracı Kurumlar (Aracı Kurumlar), 1. Baskı, Ankara, Yaklaşım.

Ünal, Oğuz Kürşat (2005) Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı (Sermaye Piyasası), 1. Baskı, Ankara, Asil.

Ünal, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar (HAAO), 1. Baskı, Ankara, Nobel.

Yanlı, Veliye (2005) Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması (HAAO), 1. Bası, İstanbul, Beta.

Yanlı, Veliye (2016) 'Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları' (Yatırım Sözleşmesi), Batider, C: XXXII, S: 3, s. 5-35.

Yanlı, Veliye /Okutan-Nılsson, Gül (2019) 'Kaydileştirilmiş Paylar Bakımından Pay Defteri Gerekli Midir?', Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha, s. 1327-1348.

Yasaman, Hamdi (1992) Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul.

Yavuz, Cevdet (2014) Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Yenilenmiş 10. Bası, İstanbul, Beta.

Zengin, İbrahim Çağrı 'Halka Açık Anonim Ortaklığın Tanıtılması Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsünün Kazanılması ve Kaybı', Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler) (2019), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi, 1. Baskı, İstanbul, On İki Levha.

Zevkliler, Aydın / Gökyayla, K. Emre (2019) Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 19. Bası, Ankara, Turhan.

İNTERNET KAYNAKLARI

Borsa İstanbul (2017), Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, < https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf>, s.e.t. 06.01.2022.

Sermaye Piyasası Kurulu (2016), Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, < https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/73>, s.e.t. 06.01.2022.