

TÜRK SERMAYE PİYASASINDA YENİ BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK VARANT

*Yrd. Doç. Dr. Burak ADIGÜZEL**

I. GİRİŞ

Bir sermaye piyasası aracı olarak varant'ın (*warrant*) tarihsel perspektif içinde, geçmişi 1900'lü yıllara kadar uzanmaktadır¹. İlk varant ihracının, 1911 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde *American Lights and Energy Company* tarafından yapıldığı kabul edilmektedir². Varantlar ilk kez 1930'da New York borsasında işlem görmeye başlamıştır³. Bununla beraber, ilk kez ABD'de bir menkul kıymet olarak ortaya çıkan varantın, sermaye piyasasında belirgin şekilde görüldüğü dönemin, 1950 ile 1970 arasında olduğu söylenebilir. Özellikle II. Dünya savaşından sonra, ortaklıkların finansal sıkıntı içine girmeleri ve kredi kuruluşlarının yüksek faizler talep etmeleri, ortaklıkları varant ihraç etmeye itmiştir⁴. 1960 yılların sonlarına doğru varant, Amerikan anonim ortaklıkları için oldukça popüler olmuş ve bu dönemde yoğun şekilde ihraç edilmiştir. Amerikan sermaye piyasasında 1970'li yıllarda ise ihraç hızının oldukça arttığı, bu dönemde yeni varant çeşitlerinin ihraç edildiği görülmektedir⁵. 1970'lerde Avrupa'da ilk olarak İngiltere sermaye piya-

* Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi.

1 Baker Dudley: A Brief History of Common Stock Warrants, <http://www.marketoracle.co.uk/Article5960.html> [06.01.2010], Reiling B.H.: Warrants in Bond-Warrants Units: A Survey and Assessment, Michigan Law Review, Volume 70, No.8, August 1972, s.1422.

2 Zhang Hanfei: Practical Meaning of Developing Warrant In China Security Market, International Journal of Business and Management, Volume 3 No:9, September 2008, s.125. Bununla birlikte, varantın geçmişini daha eskiye dayandırılarak, 1852 tarihli Illinois Central Railroad'ın yapmış olduğu bir varant ihracından da bahsedilmektedir. Bu konuda, Reiling, s.1420.

3 Reiling, s.1420.

4 Tanrıöven Cihan: Bir Finanslama Aracı Olarak Warrantlar ve Muhasebeleştirilmesi, GÜİİBFD, S.4, Ankara 2000, s.164.

5 Walmsley Julian: New Financial Instruments, Second Edition, USA 1998, s.452.

masına giren varantın, 1974 ile 1981 yıllarında ihracının artarak, talep edililiğinin genişlediği söylenebilir⁶.

1980'li yıllarda da Japon anonim ortaklıklarının önemli bir oranda varant ihracı yoluyla, finansal kaynak bulduklarını söylemek mümkündür⁷. Varant'ın uluslararası sermaye piyasalarında bu seyri izleyerek, zaman içinde küreselleşen sermaye sistemine uygun olarak, bütün gelişmiş ve gelişen ülke sermaye piyasalarına yayıldığını görmekteyiz. Bu anlamda, uluslararası anlamda bir varant piyasası 1982 yılından sonra oluşmuştur⁸. 1990'lı yıllarda ise gelişen ülke sermaye piyasaları olarak; Tayvan, Çin, Malezya gibi ülkelerde de, varant ihracı başlamıştır.

Sermaye piyasalarında varant ihracının yapılmasından sonra, yatırımcıların hızlı bir şekilde bu yatırım aracına talepleri olduğu görülmektedir. Avustralya, bu bakımdan kayda değer bir sermaye piyasasıdır. İlk kez 1991'de varantların ihraç edilip, sermaye piyasasında işlem görmeye başlamasından sonra, 2006 yılında yaklaşık 3 milyar Amerikan doları seviyesinde işlem ve 201 dayanak varlık üzerinden 3092 varantın işlem görmeye başladığı bir piyasa oluşmuştur⁹.

Avrupa sermaye piyasalarına İngiltere vasıtasıyla giren varant, bugün için neredeyse bütün Avrupa ülkeleri sermaye piyasalarında işlem gören bir sermaye piyasası aracıdır. Avrupa piyasaları açısından Almanya, varant ihracının en çok yapıldığı ülkedir. 2005 yılında varant piyasası toplam 20,3 milyar Amerikan Doları işlem hacmine ulaşan Deutche Börse'de, 34.263 varant işlem görmektedir¹⁰. Varant işlem büyüklüğünde Avrupa'da Almanya'yı, sırasıyla İsviçre, Fransa ve İtalya takip etmektedir¹¹.

6 <http://www.incademy.com/courses> [06.01.2010]. Ancak varant olarak adlandırılmasa da, bir opsiyon hakkını içinde barındırmak bakımından değiştirilebilir menkul kıymetlerin orjinin 1600'lü yıllarda, İngiltere'ye uzandığı söylenmektedir. Bkz. Reiling, s.1420-1421.

7 Zhang, s.125.

8 Walmsley, s.452.

9 Emre Zeynep: Alternatif Bir Yatırım Aracı: Warrantlar, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 46, Haziran 2006, s.22.

10 Emre, s.24-25.

11 Noddings C. Thomas/Christoph C. Susan./Noddings G. John: The International Handbook of Convertible Securities A Global Guide to the Convertible Market, Second Edition, Chicago 2001, s.46. 2011 istatistiklerine göre de durum değişmemiştir. Bkz. http://www.pwmnet.com/news/fullstory.php/aid/260/Covered_warrants [30.05.2011].

1970’li yıllardan itibaren yoğun bir şekilde ülkelerin sermaye piyasalarında ihraç edilen varant, Türkiye’de SPK’nın önce, Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği¹², daha sonra da Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği¹³ ile Türk sermaye piyasasında düzenlemelere kavuşmuştur.

Bu tebliğleri de esas alarak, makalemizde SPK mevzuatına yeni giren bir sermaye piyasası aracı olan varant kavramını, özelliklerini, hukuki niteliğini ve çeşitlerini inceleme konusu yaptık. Bunun yanında benzer sermaye piyasası araçlarından farklarını da, değerlendirmede göz önünde tuttuk. Böylece, Türk sermaye piyasası bakımından yeni olan bu sermaye piyasası aracına, hukuki perspektif açısından bir bakış getirmeyi amaçlamaktayız.

II. VARANT KAVRAMI

A. Varantın Tanımı

SPK’nın Seri III No:36 ve Seri III No:37 sayılı tebliğlerinde, varantların çeşitleri esas alınarak tanımları yapılmışsa da, bu tanımlar genel anlamda bir varant tanımı için yeterli değildir. Her ne kadar bu tanımlar varantın ne olduğu konusunda bir fikir veriyor olsa da, varantı anlayabilmek için, genel nitelikte, fakat daha anlaşılır bir tanıma ihtiyaç vardır.

Bu bakımdan, basit bir ifadeyle varantlar; sahibine önceden belirlenmiş bir fiyattan belirli sayıda varlığı belirli bir tarihte veya belirlenen tarihe kadar satın alma (*call*) ya da satma hakkı (*put*) sağlayan bir menkul kıymet türü olarak ifade edilebilir¹⁴. Fakat bunun yanında, satın alma ve satma hakkı tanımları nedeniyle, bir opsiyon hakkı vermekte olduklarından, aynı zamanda bir türev menkul kıymet niteliğindedirler¹⁵. Bu bakımdan opsiyon

¹² Seri III, No:36 sayılı, 21.01.2009 tarih 27117 sayılı RG.

¹³ Seri III, No: 37 sayılı, 21.07.2009 tarih 27295 sayılı RG.

¹⁴ Eugene F. Brigham/Michael C. Ehrhardt: Financial Management, Theory And Practice, 12. Edition, USA 2008, s.748 McHattie Andrew: Covered Warrants: New Opportunities in an Exciting New Market, Hampshire, GB, 2002, s.5, Özkan, A.: Sermaye Piyasamızda Yeni Bir Enstrüman Varant, Sermaye Piyasasında Gündem, Mart 2008, S.67, s.22

¹⁵ McHattie, s.6, Keskin, A. Dilşad: Hukuki Açından Finansal Türev Araç Kavramı, Batider, C.XXIV, S.4, Aralık 2008, s.128 dn.16, Warrants, Understanding Trading and Investment Warrants, Australian Securities Exchange, March 2009, s.2.

sözleşmelerinin bazı özelliklerini taşırlar¹⁶. Zaten bu nedenle senede bağlanmış bir opsiyon türü olarak da nitelendirilmektedirler¹⁷. Ancak bir türev finansal araç olan opsiyon sözleşmelerinden daha sonra değineceğimiz üzere, bazı farklı özelliklere sahiptirler. Varantın bir varlığı satın alma ya da satma hakkı tanınması bakımından, ilk ortaya çıkan varant türü, belli bir fiyattan belli sayıda ortaklık payı alma hakkı tanıyan varant olmuştur. Burada, varantın satın alma hakkı verdiği menkul kıymet, anonim ortaklık payıdır.

Seri III, No:36 sayılı tebliğde ortaklık varantları olarak adlandırılan bu tür varantlar, söz konusu tebliğde; sahibine, payları İMKB’de işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarını veyahut payları İMKB’de işlem gören kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı paylarını önceden belirlenen bir fiyattan vade sonunda alma hakkı veren ve payları İMKB’de işlem gören halka açık anonim ortaklıklarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmıştır (m.3/b.1).

Tebliğin yapmış olduğu bu uzun tanım yerine, daha kısa olarak, ortaklık varantını, bir anonim ortaklığın paylarını satma yönünde taahhüt altına girdiği ve beyan edilen şartlarla bir vade içinde sahibine belirlenmiş belli bir miktar bedel ödeyerek veya bedelsiz olarak anonim ortaklık paylarını satın almak için bir seçim hakkı veren menkul kıymet olarak tanımlayabiliriz¹⁸.

Görüldüğü üzere, ortaklık varantları sadece satın alma opsiyonuna dayalı bir hakkı içinde barındırmaktadır. Bu hak, Seri III, No:36 sayılı tebliğe göre varantta yer alan vadede iki şekilde kullanılabilir. Birincisi, İMKB’de işlem görmek şartıyla herhangi bir ortaklığın paylarını satın alma hakkı iken, ikincisi, varantları ihraç eden anonim ortaklığın paylarını satın alma hakkıdır. Ancak ikinci durumda, ihraççı ortaklığın paylarının da İMKB’de işlem görmesi gerekmekte olduğu gibi, ayrıca ortaklığın payları ihraç edilirken bu varantların da ihraç edilmesi şarttır.

¹⁶ Shim, K. Jae./Shiegel, G. Joel: Financial Management, Barron’s Educational Series, Newyork 1991, s.291. Opsiyon sözleşmesi, satın alan tarafa nitelikleri belirlenmiş ve tanımlanmış herhangi bir ürünün fiyatının bugünden saptanarak sabitlenmesi ile söz konusu ürünün belli bir vadede ya da belirli bir vadeye kadar yükümlülük altına girilmeksizin satın alma ya da satma hakkı veren sözleşme olarak tanımlamak mümkündür. Tanım için, Kırman Ahmet: Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği Ve İşlemin Vergisel Boyutu, Prof. Dr.Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s.717.

¹⁷ Kırca İsmail: Hukukî Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000, s.50.

¹⁸ Berle A.A.: Convertible Bonds And Stock Purchase Warrants, The Yale Law Journal, Vol.36 No.5, March 1927, s.649.

Buna karşılık Seri III, No:37 sayılı tebliğde yer alan aracı kuruluş varantları ise, elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstereyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydi teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracı olarak açıklanmıştır (m.3/b).

Bu tanıma göre, ortaklık varantlarından farklı olarak, bu varantlarda hem alım hem satım hakkı var olabilmekte, alım ve satım opsiyonuna tabi varlık ortaklık payı olabileceği gibi, gösterge olarak belli bir endeks, döviz veya emtia ve benzeri varlıklar da olabilmektedir.

Bu sebeple, aracı kuruluş varantları, ortaklık varantlarından farklı olarak, ifaları sonrası yeni ortaklık paylarının ortaya çıkması sonucuna yol açmazlar¹⁹.

B. Varantın Hukuki Niteliği

1. Varantın Menkul Kıymet Niteliği

Hukuki nitelikçe varantlar, esasen opsiyon sözleşmeleri ile aynı özelliğe sahiptirler²⁰. Bu nitelik, içinde barındırdığı hak bakımından ele alınması gereken bir konudur. Bunun yanında, varantın bir menkul kıymet olduğu kanımızca kabul edilmelidir. Her ne kadar Seri III, No:37 sayılı tebliğde aracı kuruluş varantları için belirtilen menkul kıymet niteliği, ortaklık varantlarına ilişkin Seri III, No:36 sayılı tebliğde yer almamışsa da, her iki tip varant için de menkul kıymet niteliği söz konusudur. Bu açıdan da menkul kıymete yönelik olarak SerPK m.3 (b)'deki özellikleri taşırlar.

a. Menkul Kıymet Niteliğini Sağlayan Unsurlar

SerPK m.3 (b)'de menkul kıymetlerin ortak özellikleri, menkul kıymet tanımında ortaya konulmaktadır. Buna göre 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.” Bu ortak özelliklerin bir arada bulunması, aynı zamanda hukuki açıdan menkul kıymet olmanın niteliklerini de vermektedir.

¹⁹ McHattie, s.5.

²⁰ Berle, s.650, Kırca, s.53, McHattie, s.6, Ünal K. Oğuz: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Ankara 1988, s.85.

aa. Alacaklılık Hakkı Sağlaması

Bir senedin menkul kıymet sayılabilmesi için mutlaka ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlaması ve bunun hukuki bir esasa dayanması gerekmektedir²¹. Bu hukuki esas, biraz sonra değineceğimiz menkul kıymet niteliğindeki senetlerin seri şekilde çıkarılmaları sebebiyle, çıkarılan bütün senetlerin aynı hukuki temele dayanarak çıkartılmalarıdır. Değişik hukuki ilişkilerden kaynaklanan senetler menkul kıymet niteliğinde olamazlar.

Varantın menkul kıymet niteliği bakımından, menkul kıymetin ya ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlaması gerektiğinden, bu varantın sağladığı hakkın tespit edilmesi bakımından esasen vermiş olduğu opsiyon hakkı ele alınarak bir değerlendirme yapmak gerekecektir.

Varantın, opsiyon sözleşmeleri ile nitelik olarak benzerliğine biraz önce değinmiştik. O halde opsiyon sözleşmelerinin hukuki niteliğine ve varantın da bundan ayrılan kendine ait özelliklerine birlikte bakarak, varantların içinde barındırdığı hakkı belirlemek mümkündür.

Bunun için opsiyon sözleşmelerine dair ileri sürülmüş dört teoriyi, varantın hukuki niteliğini anlamak bakımından ele almak gerekmektedir.

İlk olarak bir opsiyonun tesisi, taraflardan birinin ya da her ikisinin gelecekte bir sözleşmenin yapılması taahhüdünü içeren bir sözleşme olarak görülerek, opsiyon hakkının bir ön sözleşme olduğunu ileri sürmektedir²². İkinci teori, opsiyon hakkının, opsiyon satıcısının yani opsiyon hakkını verenin, opsiyon hakkını alana, uzun süre bağlayıcı geri alınamaz bir icapta bulunduğunu iddia etmiştir²³. Üçüncü teori şart teorisi olup, opsiyon hakkı bahşeden sözleşmenin opsiyon hakkının kullanılmasını taliki ve iradi bir şarta bağladığını ortaya koymaktadır²⁴. Yani opsiyon sözleşmesi BK m.149 anlamında şarta bağlı bir sözleşmedir. Son olarak opsiyon sözleşmesinin yenilik doğuran bir hak verdiği yönündeki teoridir. Bu teoriye göre, opsiyon hakkı yenilik doğuran hak olduğu için, buna yönelik sözleşme de asıl sözleşme olma-

21 Aytaç Zühtü: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s.47, Öztan, Fırat; Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997, s.197.

22 Yasaman Hamdi: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s.76-77.

23 Bu yöndeki görüşler için, Kırca, s.189 dn.55'de anılan yazarlar.

24 Kubilay Huriye: Türk Hukukunda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Sermaye Piyasası Araçları, İzmir 1998, s.55.

yıp, asıl sözleşme ancak sahibince opsiyon hakkının kullanılmasıyla kurulmaktadır²⁵.

Doktrinde hakim fikir; opsiyon sözleşmelerinin opsiyonu kullanacak olan taraf için yenilik doğuran bir hak sağlayıcı nitelikte olduğudur²⁶. Buna göre, opsiyon işleminde taraflar, opsiyona dair kıymetler konu olmak üzere anlaşmakta ve bu anlaşmada taraflardan biri, diğeri tarafından şartları, içeriği önceden belirlenmiş bir sözleşmenin kurulması imkanını vermek yönünde hak sahibi olmaktadır²⁷. Kanımızca da, opsiyon sözleşmeleri ile opsiyonu kullanacak tarafa tanınan hak yenilik doğuran bir haktır. Çünkü bununla kendine hak tanınan kişi, kesin bir yükümlülük altına girmek istememekte, ama fikrini değiştirdiği takdirde sözleşme konusu varlığı lehine tanınan bu opsiyon hakkı sayesinde iktisap etme imkânını garanti altına almaktadır²⁸. Bu yenilik doğuran hakkın da kurucu nitelikte olduğunu söyleyebiliriz²⁹.

Varantın ihraççısı ile yatırımcısı arasındaki varanta ilişkin şartları ortaya koyan sözleşmeye ise, varant sözleşmesi (*warrant agreement*) denilmektedir³⁰. Varant sözleşmesinde ihraççı, ortaklığın ihraç edeceği menkul kıymetleri belli bir miktarda, belli bir fiyattan edinme hakkını varantın alıcısına sağlamaktadır³¹. Bu, aracı kuruluş varantları için ise, belli bir varlığı satın alma veya satma hakkı olabilir.

Varant sözleşmesi, ortaklık varantları için varantın satın alma hakkı verdiği menkul kıymet sayısı, varantı alırken ödenen meblağ ve talep hakkının kullanabileceği süre olarak üç unsuru içinde barındırmaktadır³². Esasen varant sözleşmesi, varantın çıkarılmasına ilişkin şartların belirlendiği izahname ve varant menkul kıymetinde cisimleşmekte, ayrıca bir sözleşme söz konusu olmamaktadır.

25 Kırca, s.190'dan naklen Pulver, Urs: Borsenmassige Optionsgeschäfte: Auftrag und Abwicklung, Zürich 1987, s.219.

26 Bu yönde, Buz Vedat: Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar, Ankara 2005, s.162 ve dn.89'da anılan yazarlar.

27 Kırca, s.193.

28 Buz, s.161–162

29 Buz, s.165.

30 Noddings/Christoph/Noddings, s.21, Taner Berna/Akkaya Cenk: Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara 2009, s.106.

31 Kubilay, s.60–61.

32 Kubilay, s.61.

Varant sözleşmesi sonucunda elde edilen hak bir opsiyondur. Yani biraz önce değindiğimiz biçimde yenilik doğuran bir hak niteliğindedir. Bu opsiyon, birinci piyasaya çıkarılacak menkul kıymetleri veya ikincil piyasa olan payları borsada işlem gören bir ortaklığın ya da pay dışında başka bir varlığı satın alma veyahut satma hakkı sağlamaktadır³³. Yani varantın içinde bir diğer deyişle devredilebilir bir opsiyon hakkı bulunmaktadır³⁴.

Böylece, varantın sağladığı hak belli bir zamanda belli miktarda ortaklık payını ya da varlığı alma ya da satma hakkı yönünde yenilik doğuran bir hak olmakta ve bu yönden de, sahibine ileride kullanılan bir alacak hakkı sağlamaktadır. Ortaklık varantları bakımından sağlanan alacak hakkı, temel anlamda belli bir miktar ortaklık payını alma hakkı olup, bu hak kullanıldığı anda, ortaklık payının sermaye piyasasındaki fiyatı üzerinden bir alacak hakkı ortaya çıkmaktadır. Aslında varantın hamilinin alacak hakkı çerçevesinde ödeyeceği bedel, varant sözleşmesinde belli olan kullanım bedeli ve kullanım oranıdır. Fakat satın alma hakkının kullanılmasıyla, varant hamili alacak hakkı olarak, varant sözleşmesindeki miktarı ödemekle birlikte, ortaklık payının o anki işlem gören piyasa fiyatı üzerinden alacak hakkını elde etmektedir. Bununla birlikte, varant hamilinin varantta belli ortaklık payı alım hakkı kapsamında vadesi geldiğinde, söz konusu pay senetlerinin o anki satış fiyatını değil, payların teslimini istemesi halinde, alacak hakkının payın işlem gören piyasa fiyatı değil, bir menkul kıymetin talep edilmesi olduğunu söylemeliyiz. Böyle bir durumda, varant hamili payları teslim almakta ve payların sermaye piyasasındaki fiyatına göre isterse sonradan satmaktadır.

Buna karşılık aracı kuruluş varantları bakımından belli bir varlığın satın alınmasında, o varlığın o anki fiyatı üzerinden bir alacak hakkı doğmakta, satılması halinde ise, o anki fiyat üzerinden nakit bir meblağ, alacak hakkı olarak elde edilmektedir. Yani aracı kuruluş varantında önceden varant sözleşmesi ile belirlenmiş fiyat ve miktarda varlık satın alınmakta veya satılmakta, fakat elde edilen alacak hakkı, o varlığın sermaye piyasasındaki satın alma veya satma anındaki piyasa fiyatı olmaktadır.

Sonuçta, anonim ortaklıklar ve aracı kuruluşlar varantları belli bir vadede, belli bir miktar varlığın teslimi esaslı, fakat sermaye piyasasında nakit girdi sağlamak amacıyla çıkarmakta, ancak varant içindeki hak, alacak hakkı biçiminde tezahür etmektedir.

33 Taner/Akkaya, s.106. Ortaklık payı dışındaki varlıklar, menkul kıymet niteliğinde başka bir finansal araç ya da emtia veya bunların işlem gördüğü endeksler olabilir.

34 Reiling, s.1412

Bunun yanında, varant sahibi olan yatırımcı, sermaye piyasasında işlem gören varantin kendine sağladığı seçim hakkıyla varantı satarak nakde çevirebilir. Yatırımcı sermaye piyasasında varantın işlem görmesi sonucu ulaşacağı fiyat sonucu, kâr elde etmesiyle bu satışı gerçekleştirecektir. Böyle bir durumda, varant sahibi varantta yer alan alacak hakkını kullanmak yerine, sermaye piyasasında satış yaparak, vadeyi beklemek zorunda olmayacaktır. Bu anlamda varantın iki farklı fiyatının oluştuğundan söz edilebilir.

Birincisi kullanım fiyatı (*exercise price*), ikincisi ise sermaye piyasasındaki satış (*trade*) fiyatıdır³⁵. Sermaye piyasasındaki satış fiyatı, herhangi bir zamandaki sermaye piyasasında oluşan fiyattır. Diğeri olan kullanım fiyatı ise, yatırımcının vade tarihinde ortaklığın toplam potansiyeli esas alarak varant sözleşmesinde belirlenmiş ve ödenmek üzere kararlaştırılmış fiyattır.

Seri III, No:36 sayılı tebliğde, ortaklık varantlarının belli bir zamanda belli bir miktarda ortaklık payı alma hakkı tanınması söz konusu iken, Seri III, No:37 sayılı tebliğde aracı kuruluş varantlarının sağladığı alma ya da satma hakkı, tebliğin 3.maddesinin (ç) bendine göre dayanak bir gösterge veya (d) bendine göre ise dayanak bir varlık olacaktır. Dayanak gösterge, İMKB tarafından oluşturulmuş ortaklık payı endeksleri, dayanak varlık ise, İMKB 30 endeksinde yer alan ortaklık payı ve/veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla ortaklık payından oluşan sepeti içermektedir. Ancak yine ilgili tebliğin 3.maddesinin ikinci fıkrasında, SPK tarafından uygun görülmesi durumunda, bahsedilen dayanak varlık ve göstergeler dışında kalan konvertibl döviz, kıymetli maden, emtia, geçerliliği uluslararası alanda genel kabul görmüş endeksler gibi diğer varlık ve göstergeler de, varanta dayanak teşkil edebilirler. Buna göre her aracı kuruluş varantlarında alım veya satım hakkına konu olacak varlıkların bir sınırlama olmaksızın, varanttaki hakka konu olabileceği anlaşılmaktadır³⁶. Ancak Seri III, No:37 sayılı tebliğin 5.maddesinin altıncı fıkrasına göre, ihraççılar varant ihracında, kendi sermayelerini temsil eden payları dayanak varlık olarak kullanamazlar. Ortaklık varantlarında ise, dayanak varlık her zaman için ortaklık payıdır.

Seri III, No:36 sayılı Tebliğin 4.maddesi, “ortaklık varantları, payları İMKB’de işlem gören ortaklıklar tarafından ortaklık payı ve borçlanma araç-

35 Garner D.Russel./Forsythe, S. Alfred: Stock Purchase Warrants And Rights, Southern California Law Review, Vol.4, Issue 4, April 1931, s.271.

36 Amerika ve Avrupa borsaları başta olmak üzere, gelişmiş ve gelişen (emerging markets) tüm dünya sermaye piyasalarında türev araç olarak nitelendirilen sermaye piyasası ürünlerinin işlem gördüğü vadeli işlem borsalarında, sözleşmeler üzerinden alım satımına konu bütün emtia ve varlıklar için, alım ve satım hakkının olduğu varant ihracı mümkün olup, Seri III, No:37 sayılı tebliğ ile de sermaye piyasamızda da bu sağlanmıştır.

ları gibi sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışı sırasında, payları İMKB’de işlem gören başka bir ortaklığın payları veyahut ihraççının kendi payları üzerine yazılı olarak, söz konusu sermaye piyasası araçlarını satın alan tasarruf sahiplerine bedelli ya da bedelsiz olarak verilmek üzere ihraç edilebilir” demektir. Bu hükümden anlaşıldığı üzere varantın sağlayacağı alacak hakkı, bedelli ortaklık payı alım hakkı yanında, bedelsiz pay alım hakkı olabileceği gibi, ihraççının kendi payları ya da başka bir ortaklığın payları olabilir.

Tebliğin 4.maddesinin devamına göre ise, ortaklık varantlarının ilgili sermaye piyasası aracının yanında bedelli olarak ihraç edilmeleri halinde; ilgili sermaye piyasası aracının tasarruf sahibi tarafından satın alınması, söz konusu ortaklık varantının da satın alınmasını gerektirmez. Ortaklık varantlarının ilgili sermaye piyasası aracının yanında bedelli olarak ihraç edilmeleri halinde, ilgili sermaye piyasası aracının satış süresi içerisinde satılmayan ortaklık varantları iptal edilir. Buradan anlaşıldığı üzere, yatırımcılar bakımından, varant içinde yer alan ortaklık paylarını alma yönündeki opsiyon hakkının kullanılırken varant fiyatı dışında, vade tarihinde de ortaklık paylarına ilişkin bir fiyat ödemeyi gerekli kılıyor olması halinde, yatırımcı varant yerine aynı anda ihraç edilen ortaklık paylarını alabilir. Satılmayan varantlar da iptal edilir. Zaten böyle bir durumda piyasa şartlarına göre, yatırımcının vade sonunda bedel ödeyerek sahip olacağı ortaklık paylarını şimdiden almayarak, varantı satın alması, gelecekte bundan elde edeceği kazançla bağlı olacaktır. Bu da, kanımızca pek mümkün olmayacaktır.

bb. Belirli Bir Meblağı Temsil Etmesi

Bu durum, doktrinde menkul kıymetin itibarî bir değer taşıması, belirli olan meblâğ üzerinden düzenlenmesi gerektiği şeklinde anlaşılmaktadır³⁷. Bir diğer görüş ise, SerPK m.3 (b)’de menkul kıymet için belirtilen belirli bir meblâğı temsil etme ile ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlama unsurlarını birlikte ele almaktadır. Görüş, bu unsurların menkul kıymetlerin kredi ve ödeme vasıtası olarak kullanılmama ve bu sebepten de devamlı bir biçimde sermaye yatırımlarına hizmet etme özeliğine işaret etmektedir³⁸. Kanımızca, her iki unsur birlikte ele alınmalı, bunlar birbirinden bağımsız değerlendirilmemelidir. Zira bunlar, birbirlerine bağlı unsurlar oldukları için, birinin varlığı doğrudan diğerinin varlığını da gerekli kılar. Bununla beraber, menkul kıymetin üzerinde itibarî değerinin bulunmaması halinde bu unsurun olma-

³⁷ Aytaç, s.47, Öztan, s.185,

³⁸ Tekinalp Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s.12-14.

dığı kanımızca ileri sürülmemeli, menkul kıymetin belirlenebilir ve hesaplanabilir maddi bir değerinin bulunmasının belli bir meblağı temsil etme unsurunu gerçekleştirdiği de kabul edilmelidir³⁹.

İtibari değer, bir diğer deyişle ihraç edilen varantın halka arz ya da tahsisli satıştaki fiyatı olmaktadır. Varantın ihraç edileceği zaman izahnamede gösterilecek ihraç fiyatı, itibari değeri olacaktır.

Seri III, No:36 sayılı ve Seri III, No:37 sayılı tebliğlerin 5.maddelerinde varantlara ilişkin esaslarda, varantların itibari değerlerinin 1 kuruştan az olamayacağı belirtilerek, bu konuda bir sınırlama getirilerek düzenleme yapılmıştır.

Varantın itibari değeri, ihraççısı tarafından belirlenecektir. Bu belirlemede doğal olarak, sermaye piyasasının o zamanki şartları ve talep edilirlilik rol oynar. Varantın ihraççısının sermaye piyasasındaki itibarı, ortaklık varantı ihraç ediliyorsa, varantın içindeki alacak hakkı olan ortaklık paylarına yönelik olarak, ortaklığın yapısı, niteliği, sermayesinin gücü talep edilirlilikte etkilidir. Aracı kuruluş varantlarında ise, sermaye piyasası şartları daha önemli olmakla birlikte, dayanak varlığın emtia olması halinde bunun fiyatının gelecekte ne olabileceğine ilişkin analizler de talep edilmesine neden olacaktır.

Bununla birlikte, itibari değer, ihraçtan sonra varantın ikinci piyasada işlem görmeye başlamasıyla, artık varantın satış fiyatı olmaz. Çünkü işlem gören varantın fiyatı, itibari değerden farklı olur, bu da ikincil piyasada talebe göre değişir.

cc. Yatırım Aracı Olması

Yatırım aracı niteliğini taşıma, menkul kıymetler yanında SerPK m.3 bent (b)'de kabul edilen menkul kıymet dışındaki diğer sermaye piyasası araçlarında da var olan bir unsurdur⁴⁰. Menkul kıymet sayılmanın bu unsuru, özellikle para piyasası aracı olarak nitelendirilen ve nitelikleri kredi ve ödeme aracı olan sermaye piyasası araçları ile menkul kıymetleri ayırmak amacıyla ortaya konmuştur⁴¹. Burada, ödeme ve kredi aracı olarak anılanlar ticari senetler olup, para piyasasına yönelik sermaye piyasası araçları değildir. Çünkü para piyasasında direkt olarak işlem yapılan, TTK'da düzenlenen

³⁹ Pahlı Ali: Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C.II, İstanbul 2007, s.1532, Aksi yönde, Aytaç, s.47 dn. 15, Öztan, s.185-186, Turanboy, Asuman: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s.73.

⁴⁰ Tekinalp, s.16.

⁴¹ Destanoğlu Yıldız Burçak: Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004, s.67, Turanboy, s.73.

ticari senetler olarak adlandırdığımız poliçe, bono, çekten farklı olarak, sermaye piyasasında işlem gören hazine bonoları, tahviller, finansman bonoları, VDMK, yatırım yapılma unsuruna sahiptirler. Yani para piyasasına hizmet etmeyen ve orta ya da uzun vadeli yatırımlara hizmet eden niteliktedirler⁴². Ancak gelişen sermaye piyasasında uzun vadeli yatırım yerine, yatırımın devamlılığının esas olduğu sermaye piyasası araçları da oluşmuştur. Bu bakımdan yatırım yapılma unsurunda, zaman ve şartların değişmesi yatırımın orta ve uzun vadeli olmasını sağlar.

Nitekim biraz önce saydığımız bu araçlara yatırım yapanlar, sonuçta bunları ihraç edenlere bir borç vermekte ve aynı zamanda yatırım yapan da bu verdiği borcun getirisine bakmaktadırlar. Yatırımcılar ellerinde bulunan sermaye piyasası araçlarından kâr elde etmeleri halinde, çok kısa bir zamanda bu araçları elden çıkartabilirler. Bu açıdan yatırım aracı olma unsuru, orta ve uzun vadeli yatırım yapılabilir olması esas alınarak, menkul kıymetin unsurlarından biri olarak görülmekle birlikte⁴³, kısa vadeli sermaye piyasası araçlarının da menkul kıymet niteliğinde oldukları bugün için kabul edilmektedir. Bir bakıma, menkul kıymetin unsurları arasında sübjektif veya değişken olan bir unsur olarak alınan⁴⁴ yatırım aracı olma unsuru, SPK'nın tebliğleri ile menkul kıymet sayılan fakat kısa vadeli olan sermaye piyasası araçları için de söz konusudur⁴⁵.

Varantlar, sahibine belli bir varlığı belli bir dönemde alma ve satma hakkı tanıyan yenilik doğuran bir hak olarak bir alacak hakkını içinde barındıran sermaye piyasası araçlarıdır. Bu yönden varantı üzerindeki itibari değerinden satın alanlar, zamanı geldiğinde kullanacakları satın alma ve satma hakkı üzerinden ödedikleri itibari değer fiyatına oranla, kâr elde etmeyi umarak varantı satın almaktadırlar.

Sermaye piyasası araçları sonuçta, piyasa şartlarına göre orta ve uzun vadeli yatırım aracı olur. Ancak, Seri III, No: 36 ve Seri III, No: 37 sayılı tebliğlerin 5. maddelerinde, gerek ortaklık gerekse aracı kuruluş varantlarının vadelerinin iki aydan az ve beş yıldan çok olamayacağı öngörülerek, varantlara vade bakımından bir sınırlama getirilmiştir. İki aylık vade-

⁴² Turanboy, s.73.

⁴³ Aytaç, s.47. Aksi yönde, Destanoğlu, s.67 dn.223, Öztan, s.186.

⁴⁴ Aytaç, s.47, Tekinalp, s.16, Öztan, s.186.

⁴⁵ Para piyasasına yönelik sermaye piyasası araçları olarak nitelendirilen hazine bonusu, devlet tahvili, özel ortaklıklara ait tahvillerin yatırım aracı olmak bakımından vadeleri, 90 güne kadar olabilmektedir.

den daha az süreli varant ihraç edilemeyeceği yönündeki hüküm, sermaye piyasası koşulları açısından normal olmakla birlikte, varant vadesinde sınırlama getirilmesi kanımızca uygun olmamıştır. Zira sermaye piyasasının şartları zaten kendiliğinden vadeyi oluşturacak olduğundan, sınırlama getirilmesi sermaye piyasasının ilkeleriyle uyumlu değildir. Buna göre, sermaye piyasasında beş yıldan daha uzun vadeli varant ihracı yasaktır. Bu hükmün ne için konulduğunu anlamak mümkün değildir. Herhalde, beş yıl vadeden uzun varantlarda yatırımcıların haklarının korunması amacının zedeleneceği düşünülmüştür. Düşüncemize göre, bu bir varant sözleşmesi ile ihraççı ve yatırımcı arasında bu vadenin sözleşme serbestisi ve sermaye piyasasında fiyat ve menkul kıymetin vadesinin piyasaya göre belirlenmesi esasına aykırı bir düzenlemedir. Varantın vadesinin beş yılın üzerinde de belirlenmesinin mümkün olması, bu yönde bir yasaklama tebliğe konulmayarak sağlanmalıydı. Nitekim dünya sermaye piyasalarındaki ihraçlara baktığımızda on beş ve yirmi beş yıl vadeli varant ihracının 1970'li yıllardan beri yapıldığı görülmektedir⁴⁶. Bilhassa ABD sermaye piyasalarında bu vadedeki varantlar ağırlıktadır.

dd. Dönemsel Gelir Getirmesi

Menkul kıymetler, gelir getirme özellikleri dolayısıyla talep edilen yatırım araçlarıdır. Gelir kavramı, menkul kıymetler açısından faiz, temettü, yeni senetler edinme imkânı gibi çok çeşitli olabilir. Menkul kıymetlerin dönemsel olması ise, bu gelirin oluşması için belli bir zamanın geçmesi gerektiğini göstermektedir. Bu zaman faiz getirisinde olduğu gibi belli aralıklar zarfında olabileceği gibi, yatırım yapılan menkul kıymetin belli bir zaman sonunda temettü veya yeni senet vermesi gibi daha uzun bir süre elde tutulmasına bağlı olabilir⁴⁷. Ancak bir görüşe göre, dönemsel gelir getirme menkul kıymetlerden beklenen menfaat olduğu için bu kavram menkul kıymetlerin unuru olamaz⁴⁸. Çünkü menkul kıymetlerin belli dönemlerde gelir getirmemeleri mümkündür.

Varantların getirisinde, vade sonunda, ortaklık varantları açısından ortaklık payı alma imkânı, aracı kuruluş varantlarında ise, yine vade sonunda veya belirli bir tarihe kadar dayanak varlığın alımı veya satımı olanağıdır. Böylece ortaklık varantları için belirlenmiş vade, varant sahibinin elde etmeyi umdu-

⁴⁶ Reiling, s.1414.

⁴⁷ Pashı, s.1538, Akbulak Sevinç/Akbulak Yavuz: Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s.23.

⁴⁸ Tekinalp, s.15.

ğu kâr için söz konusu dönem olacaktır. Aracı kuruluş varantlarında da, yine vade varsa bu ilgili dönem, dönemselliği sağlar.

Ancak belirlenen bir tarihe kadar sermaye piyasasında ikincil piyasa olarak, alım veya satım hakkını kullanma imkânı verilmesi nedeniyle, bu tarihe kadar varantın hamili, sermaye piyasasında varantın satış fiyatından alım veya satım yapabilir. Varantın hamili, burada ihraç fiyatı ile sermaye piyasasındaki o anda oluşan satış fiyatına bakarak, yeterli kâr elde ettiğini düşündüğünde satış yaparak yaptığı varant yatırımından kazanç elde eder. Sermaye piyasasındaki satış fiyatını belirleyen faktörler verilecek ortaklık payının veya dayanak varlığın piyasa fiyatı, varantın vadesi, genel faiz oranları gibi çeşitli olabilir⁴⁹.

Ancak varantın ikincil piyasada satış fiyatı üzerinden satılarak kazanç elde edilmesi dönemsel gelir getirme unsuru içinde sayılamaz.

ee. Misli Nitelikte Olma

Menkul kıymetlerin misli nitelikte olması, aynı ihraççı tarafından ihraç edilmesi, ihraç edilen menkul kıymetlerin aynı cinsten olması, aynı hakları bahşetmeleri ve bu ihraç edilen menkul kıymetlerin birbirinin yerini alabilmesidir⁵⁰. Yani bir ihraca bağlı olarak çıkartılan menkul kıymetlerin niteliklerinin ve cinslerinin aynı olarak birbirlerinin yerine ikameleri mümkündür⁵¹. Ayrıca misli nitelikte olma aynı hukuki ilişkiden kaynaklanma ve aynı hukuki temele dayanmayı icap ettirir⁵². Menkul kıymetin misli nitelikte olması, parça ve sayı itibarıyla belirli bir hâle getirilmiş olması ile açıklanabilir. Bu, aynı ihraççı tarafından aynı zamanda çıkarılan bütün menkul kıymetlerin, aynı hakları sağlayan özelliklere sahip olmasıdır⁵³. Bu anlamda, her biri farklı hukuki ilişkiden kaynaklanan ya da aynı hukuki ilişkiden doğmakla birlikte, farklı alacakları senede bağlayan poliçe bono, çek misli nitelikte değildir⁵⁴. Menkul kıymetlerde ise, çok sayıda seri halde ihraç yanında, sıkı

⁴⁹ Haight G.Timoty/ Morell Stephen/ Glenn E. Rose: How to Select Investment Managers and Evaluate Performance : A Guide for Pension Funds, Endowments, Foundations, and Trusts, USA 2008, s.75

⁵⁰ Turanboy, s.74, Tekinalp, s.15.

⁵¹ Aytaç, s.48, Tekinalp, s.14, Öztan, s.186, Poroy Reha/Tekinalp Ünal; Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 19.Bası, İstanbul 2010, s.34.

⁵² Turanboy, s.75.

⁵³ Turanboy, s.74.

⁵⁴ Turanboy, s.77.

şekil şartına tutulmamaları da misli nitelikte olmaları durumunu kuvvetlendirmektedir.

Menkul kıymetlerin kitle şeklinde ihraçları nedeniyle; ayrı seriler şeklinde çıkarılmış olmaları, farklı seri numaraları taşımaları, nama veya hamile yazılı olmaları, hatta itibarî değerlerinin değişmesi⁵⁵ misli niteliğine halel getirmez⁵⁶. Bu kitle şeklinde ihraç da, diğer bir menkul kıymet niteliği olan seri şekilde çıkarılmadığıdır. Bunun yanında bir görüşe göre, kanuni tanımda yer alan seri halde çıkarılma ve ibarelerin aynı olması ifadeleri misli nitelikte olma zorunluluğunu ortaya koyduğu için misli nitelikte olma unsuruna gerek yoktur⁵⁷. Kanımızca da, her iki unsur zorunlu olarak misli nitelikte olma unsurunu doğurmaktadır.

Menkul kıymetlerin misli niteliğinin en büyük önemi ise, onların borsada alınıp satılmaları ve aracılık işlemlerine konu olmalarında görülmektedir⁵⁸. Menkul kıymetin misli niteliği aynı zamanda onların kaydi değer haline getirilmelerini de kolaylaştırmaktadır⁵⁹.

Varantlar da, bir tertip ihraç da, aynı hukuki ilişkiden kaynaklanan, aynı hakları sağlayan ve bir ihraççı tarafından birden çok ihraç edilen menkul kıymetler olduğundan, birbirlerinin yerine geçebilme nitelikleriyle birlikte misli nitelik taşırlar.

ff. Seri Halde Çıkarılma

Misli nitelikte olma özelliği ile birlikte, seri hâlinde çıkarılma, birden çok sayıda yani kitle hâlinde ihraç edilme anlamındadır⁶⁰. Menkul kıymetin misli niteliği aynı zamanda seri halde çıkarılma niteliğini ortaya koyar⁶¹. Ayrıca, ihraç edilen menkul kıymetlerin birbirini takip eden şekilde seri numaraları taşımalarını da ifade etmektedir⁶². Seri halde çıkarılma ve misli

55 Örneğin ortaklık paylarında tertibin değişerek, A, B, C tertip şeklinde çıkarılan ortaklık paylarındaki itibarî değer, misli niteliğe etkisi yoktur.

56 Turanboy, s.75.

57 Ülgen Hüseyin./Helvacı Mehmet/Kendigelen Abuzer/Kaya Aslan: Kıymetli Evrak Hukuku, 6.Bası, İstanbul 2009, s.24.

58 Aytaç, s.48, Poroy/Tekinalp, s.35, Tekinalp, s.15.

59 Aytaç, s.48, Tekinalp, s.15, Turanboy, s.75, Pahlı, s.1540.

60 Pahlı, s.1540, Ülgen /Helvacı/Kendigelen/Kaya, s.24.

61 Pahlı, s.1540.

62 Aytaç, s.75.

nitelik ile olma ile birlikte değerlendirildiği için, menkul kıymetlerin aynı hukuki temele dayalı olarak çıkarılması unsuru da burada önemlidir. Farklı hukuki temele dayalı menkul kıymetler aynı seri içinde çıkarılamazlar.

SerPK m.3 (b)'de seri hâlde çıkarılma yanında çok sayıda ibaresi olmasına karşın, doktrin bu iki kavramı bir arada kullanmakta ve birbirinden ayırmamakta olup, gerçekten de seri şekilde çıkarılma aynı zamanda birden çok çıkarılmayı mecburi kılar. Doktrinde seri halde çıkarma unsurunun kurucu intifa senetleri gibi, çok sayıda çıkarılma mecburiyeti olmayan senetler bakımından geçerli olmaması sebebiyle menkul kıymetin bir unsuru olmadığı yönünde görüş de mevcut olmakla birlikte⁶³, kanımızca seri halde çıkarılma menkul kıymetin borsaya kote olması, ticaretinin yapılması, üzerinde işlem yapılmasının kolaylaşması açılarından gereklidir.

Menkul kıymetlerin seri halde ve çok sayıda çıkarılmaları, menkul kıymetlerin üzerindeki işlem yapma imkânını kolaylaştırdığı gibi, kaydi hale getirilip saklanmasını da kolaylaştıran bir unsurdur.

Varantlar, seri hâlinde ve çok sayıda çıkarılarak yatırımcılara ihraç edileceklerinden, menkul kıymet olmanın bu niteliğini sağlamaktadırlar.

gg. İbarelerinin Aynı Olması

Bu unsur, aynı seri ve tertipteki menkul kıymetlerin aynı ifadeleri taşıması gerektiğini ifade etmektedir. Bununla birlikte, aynı ifadeler deyimi, senetlerin aynı ibareleri taşıması gerektiği anlamına gelmemektedir⁶⁴. İtibari değerlerin farklı olması, bu durumun içine girmez.

Gerek ortaklık varantları, gerekse aracı kuruluş varantları bakımından ilgili tebliğlerin 5.maddesinde yer alan varantlara ilişkin esaslar ile 8.maddesinde yer alan izahname ve sirküler düzenleme esaslarına ait hükümlerde her iki tip varantın da ibareleri belirlenerek bu şart yerine getirilmiştir.

2. Kıymetli Evrak Niteliği

SerPK m.3/b her menkul kıymetin aynı zamanda kıymetli evrak olduğunu ortaya koymuştur⁶⁵. Bu açıdan, varantın da kıymetli evrak niteliği, bah-

⁶³ Tekinalp, s.39.

⁶⁴ Aytaç, s.49, Turanboy, s.75.

⁶⁵ SerPK'nun 3.maddesini (b) bendinin 3794 sayılı kanun ile değiştirilmesinden sonra, bu konuda doktrindeki hangi sermaye piyasası araçlarının kıymetli evrak olduğu tartışması son bulmuştur. Değişiklikten önceki bentte, menkul kıymetler hakkında "ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden hisse senetleri, tahviller ve hazine

settiğimiz 3.madde çerçevesinde ele alınmalı ve kıymetli evrak niteliğinin bulunduğu kabul edilmelidir⁶⁶.

Bununla birlikte, SerPK m.10/A⁶⁷'ya göre sermaye piyasası araçları, SPK'nın belirlediği usul ve esaslar⁶⁸ çerçevesinde kaydi olarak tutulan ve saklanan birer kıymetli evraka dönüşmüş durumdadırlar. Yani sermaye piyasası araçları, bunun sonucu olarak da varantlar, varakasız kıymetli evrak niteliğindedirler.

Söz konusu 10/A hükmünde, sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların MKK tarafından kayden izlendiği, kayıtların MKK tarafından bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibariyle tutulacağını ve kayıt edilen hakların, SerPK'nın 7.maddesi uyarınca senede bağlanmayacağı ortaya konulmuştur⁶⁹. İşte bu nedenle, bir görüşe göre TTK m.557'de kıymetli evrak tanımı içinde yer alan senedin kaydileştirilmiş menkul kıymetler açısından var olmadığından, bunların kaydi bir hak olması sebebiyle kıymetli evrak kategorisi içinde değerlendirilmesi mümkün değildir⁷⁰. Bu görüşe göre, kaydi haklarda senet olarak kabul edilebilecek bir araç olmadığı gibi, kıymetli evrakın devri, üzerinde hak tesisi ve iptal gibi ana kurallarıyla da uyuşmamaktadır. Yani, SerPK m.3 (b), SerPK m.10/A ile zımnen yürürlükten kaldırılmıştır⁷¹.

Kanımızca, TTK m.557'deki hükümden hareketle senedin yokluğu, kıymetli evrakın doğumuna ilişkin teorilere uymaması ve iyiniyetle iktisabın korunmasının ortadan kalkması nedenleriyle, kaydi şekilde tutulan menkul kıymetlerin kıymetli evrak olarak değerlendirilmemesi yönündeki bu görüş,

bonoları gibi kıymetlerdir” denilerek tanımda kıymetli evrak ibaresi kullanılmaması sebebiyle doktrinde bazı farklı fikirler vardı. SPK, bu konudaki tartışmalar yüzünden, önce 1982 (Seri V No:1) ve sonra 1984 (Seri V No:5) tarihinde çıkardığı iki tebliğ ile konuyu açıklamaya çalışmış, daha sonra bunların yetersizliği, ancak 3794 sayılı kanun ile giderilmiştir.

⁶⁶ ABD hukuku açısından aynı yönde bkz. Ünal, s.95.

⁶⁷ Madde, SerPK'ya, 15.12.1999 tarih 4487 sayılı kanunla eklenmiştir.

⁶⁸ 22.12.2002 tarih 24971 sayılı RG'de yayımlanan Seri IV, No:28 sayılı “Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul Ve Esasları Hakkında Tebliğ” ile bu usul ve esaslar belirlenmiştir.

⁶⁹ Kaydileştirmeye ilişkin SPK tarafından Seri IV, No:22 sayılı tebliğ çıkarılmıştır. Ancak söz konusu tebliğin SerPK m.10/A hükmünden önce, SerPK m.22'ye dayanılarak çıkarılması ve daha sonra 10/A hükmünün yasalaşması gibi bir süreç geçirilmiştir.

⁷⁰ Paşlı, s.1553.

⁷¹ Paşlı, s.1559.

menkul kıymet ve kıymetli evrak kavramları birlikte değerlendirildiğinde uygun bir sonuca ulaşmamaktadır. Öncelikle TTK m.557 hükmü üzerinden varakasızlıktan dolayı, kıymetli evrakın var olmayacağını söylemek yanlıştır. Zira Seri IV, No:28 sayılı tebliğin 5.maddesine göre, “Kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklarla ilgili kayıtlar, MKK'da bilgisayar ortamında üyeler itibarıyla tutulur” denilerek, sermaye piyasası araçlarının bilgisayarda kayıtlı veri haline dönüştürüleceğinden bahsetmektedir.

Burada sermaye piyasası aracı elektronik ortamda sicile kaydedilen, bilgisayar verisi olarak tutulan saklanan ve veri olarak bir hakkı belgeleyen niteliktedir. Esasen herhangi bir şekilde kayıt olarak var olmak yeterlidir ve varakanın yerine ikame edilmiştir⁷². Bir takım elektronik işlemlerle senetlerin kıymetli evrak olarak meydana getirilmesi mümkün olduğu, hatta CD, mikro film gibi elektromanyetik materyallere bağlanmış kıymetli evrak kabul edildiğine göre⁷³, bilgisayarda veri olarak kayıt altına alınmış senetsiz bir kıymetli evrak da mümkündür. Pek tabii ki, bu husus sıkı şekil şartlarına bağlanmış kambiyo senetleri için mümkün olmaz. Ancak, esas itibarıyla TTK m.557 hükmü çerçevesinde bir şekil şartı öngörülmediğinden evraka bağlanmamış bir kıymetli evrakın düzenlenmesi kabul edilmelidir. Nitekim Türk Hukuku’ndaki kıymetli evrak ve senet kavramları çok sayıda münferit hakkın data taşıyıcılarda kıymetli evrak olarak var olmasına imkan vermekte olduğuna⁷⁴ göre, bilgisayarda veri kaydı olarak varlığı da kıymetli evrak sayılacaktır.

Kaydi hale gelmiş kıymet hakkı biçimdeki menkul kıymetlerde iyiniyetle hak iktisabının mümkün olmaması hususu da, kanımızca tartışmalıdır⁷⁵. Örneğin, borsa üyesi aracı kurumun yatırımcının emri olmaksızın kaydi şe-

⁷² Kalpsüz Turgut: Kâğıtsız Kıymetli Evrak-Tartışmalar, Sermaye Piyasası Kurulu 15.Yıl Sempozyumu, Ankara Mayıs 1998, s.265.

⁷³ Öztan, s.329, Paslı, s.1552, Turanboy Asuman: Kâğıtsız Kıymetli Evrak, Sermaye Piyasası Kurulu 15.Yıl Sempozyumu, Mayıs 1998 Ankara, s.253. Bilgisayar verilerinin kıymetli evrak olmaması görüşü, verinin bilgisayardan seyyar belleğe alınması halinde onu kıymetli evrak kabul ederken, veri bilgisayar kaydı olarak durduğunda, onu kıymetli evrak olarak kabul etmemekte ve bu açıdan kanımızca çelişkiye düşmektedir.

⁷⁴ Öztan, s.359.

⁷⁵ Hâkim görüşe göre, MKK kayıtları bildirici nitelik taşıdığı için, bunlara güvenerek hak kazanılamaz. Bu yönde, Manavgat Çağlar: Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, AÜHFD C.50, S.2, Yıl 2001, s.181-182, Tekinalp Ünal: Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği, Prof. Dr. Tahir Çağa’nın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s.540.

kilde hesabında yer alan menkul kıymet üzerinde gerçekleştirdiği işlemler, borsa işlemlerinden doğan uyumsuzluklar içerisinde en sık rastlanılan türüdür. Kanımızca bu halde, borsadan yatırımcının hesabındaki menkul kıymeti satın alan kişi, menkul kıymeti iyiniyetle iktisap etmiş olacaktır. Aynı şekilde çerçeve sözleşmede var olan alım satım yetkisi aşılarak; yani yetkisi olmaksızın aracı kurumun menkul kıymeti borsada satması mümkün olabilir. Bu halde dahi, menkul kıymetin sahibi olmayan kişi tarafından devredilmesi durumu ile karşılaşılmaktadır. Hatta satın alan kişi dahi, aynı gün içinde söz konusu menkul kıymeti satmış olabilecektir. Bu durumda da borsada satın ve devir almış kişinin menkul kıymeti iyiniyetli olarak devraldığını söylemek lazımdır.

Ayrıca kaydileştirilmiş sermaye piyasası araçları açısından m.10/A hükmünün üçüncü fıkrasında yer alan “Kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılan bildirim tarihi esas alınır.” İfadesi de kanımızca iyiniyetli iktisabın mümkün olabileceğinin bir başka kanıtıdır⁷⁶.

Kaydi sistem ayrıca, kıymetli evrakın özellikleri olan tedavül etme, güvenilirlik hususlarında daha ileri sonuçları sağlamaktadır. SerPK m.10/A'nın ikinci fıkrası uyarınca kayıtların, MKK tarafından, bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibariyle tutulması söz konusudur. Yani üç kayıt üzerinden izleme yapılmaktadır. Yine Yönetmeliğin 5.maddesine göre, MKK'nın sermaye piyasası araçlarını ve bunlara bağlı hakları, bilgisayar ortamında, üyeler ve hak sahipleri itibariyle kayden izlenmekte, kayıtların üyeler itibariyle tutarlılığının izlenmesi, tutarsızlık ve kaydi sisteme ilişkin düzenlemelere aykırılık tespiti halinde üyeler nezdinde gerekli düzeltmelerin yapılmasının istenmesi ve durumun derhal SPK'ya bildirmesi gerekmektedir. Ayrıca MKK tarafından sistemin güvenli çalışmasını sağlayacak önlemlerin alması ve uygulaması zorunluluğu vardır. Bunun yanında kaydi tutulan sermaye piyasası araçlarının üzerindeki hakların öncelik sırasının belirlenmesinde SerPK m.10/A'nın üçüncü fıkrasına göre, MKK'ya yapılan bildirim tarihinin esas alınmasının sağladığı kolaylık bahsettiğimiz bu hususları sağlayıcı düzenlemelerdir.

Kaydileştirme sonucu, kayden izlenen menkul kıymetler üzerinde çeşitli hukuki işlemler gerçekleştirilmekte, bunlar üzerinde haklar devir ve iktisap edilebilmekte, aynı zamanda bunların sağladığı haklar kullanılabilir hale gelmektedir.

⁷⁶ Hükmün iyiniyetli iktisabın bir istisnası olduğu yönünde, Manavgat, s.182-183.

Bu anlamda varakasız kıymetli evrak, kıymetli evrakın senetsiz olması ve kaydi kıymet olarak kıymet hakkına dönüşmesidir⁷⁷. Kıymet hakkına dönüşmüş bir menkul kıymette, TTK m.557 anlamında bir kıymetli evrakın unsuru olan senet yoktur. Ancak kaydi kıymet, hala kıymetli evrakın fonksiyonunu ifa ettiği için kıymetli evrak kabul edilmektedir⁷⁸.

III. Varant Çeşitleri

A. Sınıflandırma Yöntemi

SPK tarafından çıkarılan bahsettiğimiz iki tebliğ ile ortaklık varantları ve aracı kuruluş varantları olarak iki varant türü meydana getirilmiştir. Bu sınıflandırma esasen ihraççılar yönünden yapılan bir ayırım olup, uluslararası sermaye piyasalarında bu sınıflandırma, ortaklık varantları (*company warrants*), finansal varantlar (*covered warrants*) olarak ortaya çıkmaktadır. Ortaklık varantları ve finansal varantlar temel ayırımı dışındaki diğer sınıflandırmalar, aslında bu varantların kendi içinde sınıflandırılmasıdır.

Bununla beraber, uluslararası sermaye piyasalarında ihraç amaçlarına göre veya yatırımcının talebine göre de, varantların sınıflandırıldığı görülmektedir. Yatırımcılar, varantın sağlayacağı getiri veya varantın ihraç fiyatında sağlanan imkânlarla göre taleplerde bulduklarından, bu taleplere göre şekillenen varantlar, ihraççıların bunlara yönelik sağladıkları olanaklar sonucu çeşitlenmiştir. Aynı zamanda kıta uygulamaları esas alınarak sahibine vade bitim tarihinde dayanak varlığı alma veya satma hakkı verenler Avrupa tipi varant, opsiyonu vade sonuna kadar herhangi bir tarihte kullanma hakkı veren varantlar ise, Amerikan tipi varant olarak ayrılmıştır⁷⁹.

1. İhraççıları Yönünden

İhraççıları yönünden ortaklık varantları ve finansal varantlar olarak oluşan farklılaşma, ihraççılar bakımından olduğu kadar, bu varantların özellikleri bakımından da ortaya çıkmaktadır. Bu özellikler sermaye piyasasının şartlarına göre oluşmuştur.

Öncelikle Seri III, No:36 sayılı tebliğde ortaklık varantları olarak isimlendirilen varantların anonim ortaklıklar tarafından kendi payları dayanak yapılmak suretiyle ihraç edilirken, finansal varant dediğimiz, Seri III, No:37

⁷⁷ Bu konuda bkz. Tekinalp Ünal: Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru, Batider, C.XIV, S.3, Haziran 1988, s.14.

⁷⁸ Tekinalp, Kıymet Hakkı, s.14.

⁷⁹ Haight, / Morell / Glenn, s.75, Özkan, s.22.

sayılı tebliğde, aracı kuruluş varantları olarak adlandırılan varantlar aracı kuruluşlar tarafından ortaklık payı yanında başka varlık ve göstergelere dayalı olarak ihraç edilebilmektedir⁸⁰.

Ortaklık varantları sermaye piyasalarında genellikle uzun vadeli olarak ihraç edilirler, finansal varantların vadesi ise genellikle iki yıldır⁸¹. SPK'nın çıkarmış olduğu tebliğlerde ise, her iki tip varant için vadelerde benzer alt ve üst limitler konmuş olmasına rağmen, piyasa şartlarının vadeyi belirleyeceği tabiidir. Nitekim yabancı sermaye piyasalarında vade, piyasa şartlarında oluşmuştur.

Ortaklık varantları, sadece alım hakkını belirlenen ortaklık paylarına yönelik olarak sağlarlar. Hukukumuz açısından da, Seri III, No:36 sayılı tebliğdeki ortaklık varantları da, aynı esas üzerine düzenlenmişlerdir. Finansal varantlar ise, sermaye piyasasında işlem konusu olan her çeşit varlığa dayalı olarak hem alım hem de satım hakkı sağlayan bir varanttır. Aracı kurum varantlarına ilişkin Seri III, No:37 sayılı tebliğin 3.maddesinin (b) bendinde de aynı husus ortaya koymuştur.

Ortaklık varantları, genellikle bireysel veya kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınırken, aracı kuruluş varantları ise, büyük sermayeli fonlar gibi özel yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır⁸². Ayrıca ortaklık varantlarının likiditesi sınırlı iken, aracı kuruluş varantları oldukça likit menkul kıymetlerdir⁸³. Aracı kuruluş varantlarının büyük sermayeli fonlar tarafından satın alınmasının en önemli nedeni, bu likit olma özelliği ve dayanak varlığın çeşitliliği sayesinde getirilerinin genellikle daha yüksek olmasıdır. Ancak dayanak varlık bakımından riski de fazladır.

Ortaklık varantlarının vadesinde olmak üzere tek bir ifa fiyatı varken, finansal varantlarda, dayanak varlığın alım veya satım fiyatı her ihraçtaki şartlara göre değişiklik göstermektedir⁸⁴. Aracı kuruluş varantlarında, dayanak

80 Aracı kuruluş varantlarının varlık olarak tahville dayalı ihraç edilmesi de mümkündür. Bu yönde, Haight./ Morell./ Glenn, s.75.

81 McHattie, s.8. Finansal varantlar, Avrupa başta olmak üzere, Asya ve diğer sermaye piyasalarında yer alırken, ABD sermaye piyasasında işlem görmemektedirler. Bunun nedeni ise, opsiyon sözleşmelerine ilişkin piyasanın oldukça geniş ve gelişmiş olması, sermaye piyasası düzenlemelerinin çok uygun olmaması ve Amerikalı yatırımcıların uzun vadeli menkul kıymetleri tercih etmesidir. <http://www.incademy.com/courses> [20.12.2010]

82 <http://www.incademy.com/course> [20.12.2010]

83 McHattie, s.8.

84 McHattie, s.7, Özkan, s.22.

varlığın sermaye piyasasında talebe bağlı olarak oluşacak fiyatı değişkenlik göstereceğinden, bu varantların vadesinde dayanak varlığın vade anındaki fiyatı, varant hamili tarafından talep edilebilir olacaktır. Bu varantlarda esasen nakit uzlaşısı üzerinden vadede ifa edilme söz konusu olacağından dayanak varlıktaki vade anındaki değer, nakit olarak ifaya yansıtacaktır⁸⁵.

Seri III, No:36 sayılı tebliğde ortaklık varantları için bu husus 11 ile 13.maddeler arasında düzenlenmiştir. Bu hükümler çerçevesinde de tek bir ifa fiyatı bulunduğu anlaşılmaktadır. Ancak 13.maddenin üçüncü ve dördüncü fıkralarına göre, varantların vadesi içerisinde sermaye artırımını, temettü ödemesi ve benzeri nedenlerle üzerine ortaklık varantı yazılı olan hissenin fiyatını etkileyen işlemler olması durumunda kullanım fiyatının belirlenmesinde düzeltilmiş fiyatlar esas alınacaktır. Kullanım fiyatının düzeltilme esasları ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahname ve sirkülerde belirtilecektir⁸⁶.

Aracı kuruluş varantları için ise, Seri III, No:37 sayılı tebliğde kullanım fiyatı değil, alım satım fiyatından bahsetmekte, bu fiyata ilişkin 5, 8, 12, 16 ve 22.maddelerinde buna ilişkin hususlara değinmektedir. Bu hükümlerden özellikle 5.maddede yer alan uzlaşısı biçiminin kaydi teslimat ve nakit şeklinde olacağı ibareleri, dayanak varlığın fiyatının değişkenlik göstereceğini ve vadesinde dayanak varlığın vade anındaki fiyatının varant hamili tarafından talep edileceğini ortaya koymaktadır.

2. İhraç Amaçları Yönünden

Varantlar ihraç amaçları bakımından yatırım amaçlı ve işlem amaçlı olarak ikiye ayrılmaktadır. İşlem amaçlı varantlar; kısa vadeli olarak sık işlem gören, daha çok gösterge varlığa dayalı olarak ihraç edilmiş tipteki varantlardır. Aracı kuruluş varantlarından, gösterge İMKB endeksine dayalı olarak ihraç edilecek olanlar, bu çeşittendir. Bunun dışında, dövize dayalı ya da altın, gümüş, platin gibi kıymetli madenlere dayalı varantların da bu neviden olduğu söylenebilir.

Yatırım amaçlı varantlar ise, uzun vadeli, genellikle bir menkul kıymeti veya menkul kıymetlerden oluşmuş bir sepeti alım hakkı sağlayan neviden varantlardır.

85 McHattie, s.8.

86 Yeniden hesaplanan kullanım fiyatı ihraççı tarafından özel durum açıklaması ile kamuya duyurulacak ve ifa fiyatı olarak bu fiyat esas alınacaktır.

Günümüzde ortaklık varantlarının ortaklığın tahvil ihracı ile birlikte, ihraç edilen tahvillere ek olarak, sermaye piyasasına çıkarıldığı da görülmektedir. Bunlar tahvillerle birlikte ihraç edilmekle beraber, tahvillerden ayrılarak sermaye piyasasında ayrı olarak alım satımı mümkün olmaktadır⁸⁷. Tahvillerdeki düşük faiz oranı bu şekilde giderilmekte, böylece ihraç amacı yönünden işlem amaçlı olarak sermaye piyasasına dâhil olmaktadır.

3. Yatırımcının Talebi Yönünden

Varantlar, yatırımcıların gelir ve varant bedelini ödeme yönünden taleplerine göre, çeşitli şekillerde ihraç edilmiştir. Bu açıdan belli başlı varant türleri, taksitli varantlar, gelir sağlama amaçlı varantlar, üst limitli varantlar ve prim geliri varantlar olarak gösterilebilir⁸⁸.

Taksitli varantlar, varantları satın alanların yapacakları ödemenin ilk taksidini satın alma sırasında ödeyip, geri kalan ödemeyi ise sonraki bir tarihe genellikle de varanttaki hakkın kullanılacağı tarihe erteleyerek, dayanak varlığa doğrudan yatırım yapılmasını sağlayan tipteki varantlardır. Taksitli varantlarda, ilk taksitten sonra ödenmeyen kısım, zaman hesaba katılarak üzerinden faiz hesaplanır ve faiz de kullanım fiyatına yansıtılır. Yani bir ortaklık varantında alım hakkının kullanılması durumunda, ödenmeyen kısım üzerinden faiz hesaplanarak varantın hamili ödeme yapmaktadır⁸⁹.

Gelir sağlama amaçlı varantlar, uzun dönemli alım hakkını içinde barındıran varant türüdür. Varant piyasasının geliştiği sermaye piyasalarında bu tip varantların vadesi, genellikle on yıldır. Esasen ortaklık payı veya ortaklık paylarına dayanan bir sepetin dayanak varlık olduğu bu varantlarda, yatırımcılar yatırım yaptıkları süre zarfında dayanak varlık olan ortaklık payının temettü geliri verme istikrarı ile yıllık piyasa faiz geliri arasındaki farkı esas alarak, bu varantlara yatırım yapmaktadırlar⁹⁰.

Üst limitli varantlar; yatırımcısına belli bir oranda getiri sağlayan yani, getirisi sınırlanmış varant türüdürler. Yani varantta üst limit oranında bir getiri sağlanacağına, bununda ek bir menfaatle karşılanacağına dair varant

87 Eugene./Michael, s.750.

88 Ancak, gelişen piyasalarda yatırımcının talebinin çeşitlenmesine göre, farkı özelliklerin birleştirilmesi sonucu değişik türde varant ihraçları da söz konusu olmaktadır. Bu konuda, Walmsley,s.456 vd.

89 Emre, s.18–19

90 Emre, s.19.

sözleşmesi ile varant ihraç eden borçlanmaktadır⁹¹. Dayanak varlığın vade sonundaki fiyatı sınırlanmış getiri limitinin altında kaldığında, varanttaki alım veya satım hakkı kullanılabilir hale gelmekte, aksi takdirde varant sahibi alım veya satım hakkının kullanamamaktadır.

Primli gelir varantları, üst limitli varantların bir türü olup, yatırımcılarına yüksek kâr getirisi taahhüdü ile prim ödeme yöntemini içinde barındırmaktadır. Dayanak varlığı ortaklık payı sepeti olan bu varantlarda, varantın nominal değerinin büyük bölümünü ödeyen yatırımcı, alım hakkını kazanmak amacıyla geri kalan kısmı ödeyebilir. Vadeye kadar söz konusu varant ortaklık payı sepetindeki temettülerden gelen getirileri ihraççı prim olarak yatırımcıya ödemektedir. Seri III, No:37 sayılı tebliğlerde yer alan aracı kuruluş varantları bakımından bu varant türlerinin çıkarılmasının mümkün olduğu görülmektedir. Zira bu tip varantların niteliği gereği dayanak bir varlık üzerinden ihraç edilmeleri gerekmektedir. Ortaklık payını esas alan ortaklık varantlarının bu şekilde ihraç edilmeleri, ihraççının sadece ortaklık payı ifası ile yükümlü olması nedeniyle söz konusu olamaz.

IV. VARANTIN ÖZELLİKLERİ

A. Tam İki Tarafa Borç Yükleyen Bir Sözleşme İle İhraç Edilirler

Varant, önceden de değindiğimiz üzere bir varant sözleşmesine (*warrant agreement*) dayalı olarak ihraç edilmektedir. Varant sözleşmesinde tarafların her ikisi de edim yükümlülüğü altına girmektedirler. Varant ihraççısının edimi, varanttaki vadede ortaklık payı veya dayanak varlığı satın alma veya satma hakkı kullanılacakmış gibi ifaya hazır olmak iken, varantın sahibi bakımından edim, ihraççıya varantın belirlenmiş bedelini ödeme borcudur. Ancak varant sözleşmesi taraflar arasında yazılı olarak yapılan bir sözleşme değildir. Sözleşme ihraççının SPK tarafından kayda alınmış izahnamesinde belirlenmiş hususlar olarak bir icap şeklinde yatırımcıya sunulmakta, yatırımcı da bunu varant yatırımı yapmak suretiyle kabul ederek sözleşmenin tarafı olmaktadır.

Varant ihraççısı, varant sahibi tarafından satın alma hakkı kullanıldığı takdirde, ortaklık varantında satın alma konusu olan payları varant sahibine vermekle yükümlüdür. Ortaklık varantında satın alma hakkı kullanıldığı takdirde, satın alınması gereken tarihte, varantın tanıdığı hak bedelli ise, ayrıca bedelini ödemek yükümlülüğü de doğmaktadır. Varant ihraççısı, varanttaki bedelli satın alma hakkı sonucu, piyasa değerinden değil, genellik-

⁹¹ Eugene/Michael, s.748.

le varant sözleşmesinde belirlenmiş daha düşük bir fiyattan vade gününde ortaklık paylarını varant yatırımcısına satmayı yükümlenmektedir⁹². Bedelsiz olan satın alma hakkında ise, varant ihraççısı, hakkın kullandığı belirlenmiş tarihte, ortaklık paylarını bedelsiz olarak varant sahibine vermek zorundadır⁹³.

Aracı kuruluş varantlarında ise, varant ihraççısı alma ya da satma hakkı olarak dayanak varlığın vade tarihinde ulaştığı bedeli nakit uzlaşısı sonucu ödemekle yükümlüdür.

Varant sözleşmesinde, ortaklık varantları bakımından, yeni ortaklık payı çıkarılması sonucu, hissedarların pay oranlarında ortaya çıkacak azalmalardan yatırımcının etkilenmemesi yönünde bir hükme (*antidilution provision*) yer verilmek zorundadır. Zira bu hükmün yer almaması, varantın vadesinde, ortaklığın paylarını alma hakkını varant sahiplerinin kullanması sonucu, ihraççı ortaklığın paylarından daha fazla bir oranda pay sahibi ortağın ortaya çıkmasına yol açabilecektir⁹⁴. Bunun asıl sonucu ise, yatırımcının varantın vadesi sonunda eline geçecek ortaklık payının değerinin, beklediği değerinin altında kabul etmek zorunda kalmasıdır. Çünkü vadeden önce çıkarılacak ve başkalarına yahut hali hazır ortaklara verilecek payların, kendine verilmesi belirlenmiş paylar bakımından bu sonucu doğurması tabiidir. Ancak bu hususun bedelsiz pay alım hakkının tanındığı varantlar bakımından var olacağı kuşkusuzdur. Nitekim Seri III, No:36 sayılı tebliğin 4.maddesinin ikinci fıkrasında bu husus, “Ortaklık varantlarının bedelsiz olarak verilmek üzere ihraç edilmeleri durumunda, bunların ilgili sermaye piyasası aracını satın alan tüm tasarruf sahiplerine satın aldıkları sermaye piyasası aracı ile orantılı olarak verilmesi zorunludur” denilerek ortaya konulmuştur. Varanttaki opsiyon hakkı olan satma ya da alma hakkı kullanıldığı takdirde, kurulan asıl sözleşme ile opsiyon hakkına ilişkin ortaklık payının veya varlığın teslimi yahut bedelinin ödenmesi edimi ihraççının borcu olarak ortaya çıkar⁹⁵.

Seri III No:36 sayılı tebliğ, ortaklık varantları için bu borcu, varant ihraççısının, varant hamilinin kullanacağı kullanım hakkını yerine getirmek şeklinde belirtmiştir. Kullanım hakkı, varant sahibinin önceden belirlenmiş kullanım fiyatı ve oranı esas alınarak ortaklık varantında belirtilen ortaklık

⁹² Garner/Forsythe, s.275.

⁹³ Bu yönde, Seri III, No:36 sayılı tebliğ m.4/f.1 ve m. 19/f.3.

⁹⁴ Reiling, s.1414 dn.17.

⁹⁵ Keskin, s.138. Opsiyon sözleşmeleri için aynı yönde, Kırca, s.193, aksi görüşte Kıрман, s.724 vd.

paylarını alma hakkı olduğundan, varant ihraççısının bu ortaklık paylarını teslim etmesi gerekmektedir.

Bunun yanında, Seri III, No:37 sayılı tebliğde aracı kuruluş varantları açısından bu borç, kaydi teslimat ve nakit uzlaşısı (*settlement price*)⁹⁶ ile dayanak varlık ya da göstergeyi teslim etme veya satma hakkı neticesi nakit olarak ödemedir. Mamafih aracı kuruluş varantlarında da vadesine kadar yatırımcı elindeki varantı piyasada oluşan şartlar altında dayanak varlık bakımından satın alma ve satma hakkını kullanabilir.

B. İhraççısının Borcu Ortaklık Payının Teslimi, Bir Para Edimi Ya Da Bir Varlığın Kaydi Teslimidir

Varantlarda yatırımcısının kullanacağı hakka göre, ya ortaklık payının teslimi veya bir para edimi ile bir varlığın kaydi teslimi söz konusudur. Burada varant ihraççısının borcu da, dolayısıyla ortaklık payı teslimi, bir varlığın teslimi ya da belli bir para edimi olabilmesine karşın, yatırımcısının borcu her zaman bir para edimi olacaktır. Varant yatırımcısının borcu, ihraç anında belli bir meblağın ya da diğer deyişle varantın itibari değerinin ülke parası veyahut yabancı bir para birimi olarak karşı tarafa ödenmesidir.

Ortaklık varantları açısından varant yatırımcısı belli bir meblağ ödeme yaptıktan sonra, biraz önce de değindiğimiz üzere, vade geldiğinde varanta konu ortaklık payını alma hakkını kullanmakta ve bunların teslimini ihraççıdan istemektedir. Bu teslim de, esasen kaydi bir teslim olacaktır. Varantın kıymetli evrak niteliğine değinirken bahsettiğimiz üzere, SerPK m.10/A kapsamında İMKB'de işlem gören ortaklık payları, kaydi şekilde hesaplarda tutulmaktadır.

Aracı kuruluş varantlarında ise, yatırımcının varantın belirlenmiş ihraç fiyatını ödeme borcuna karşılık, ihraççının borcu, dayanak veya gösterge varlığı teslim etmek değildir. Burada tarafların gerçek iradesi, aslında karşılıklı bir para ediminin ifasına yönelmiştir. Taraflar teslim karakterli bir borç varmış gibi görünüş yaratırlar, ama borcun nakdi uzlaşısı yoluyla ifa edilmesi yönünde mutabıktırlar⁹⁷. Bu anlaşmanın zımni ya da açıkça yapılması mümkündür. Fakat kaydi teslimat şeklinde bir borcun varlığı da, dayanak varlığa

⁹⁶ Nakit uzlaşısı, vade sonunda varantta belirlenen dayanak varlığın taraflar arasında el değiştirmeyip, bunun yerine, sözleşme fiyatı ile dayanak varlığın son işlem günündeki cari fiyatı veya borsa tarafından belirlenen diğer yöntemler esas alınarak belirlenmiş fiyat arasındaki fark kadar tutar taraflar arasında el değiştirmesi ve ihraççının borcunu bu yolla ifa etmesidir.

⁹⁷ Keskin, s.139,

göre mümkün olabilir. Nitekim bununla alakalı olarak, Seri III, No:37 sayılı tebliğde aracı kuruluş varantları bakımından ihraççının borcuna ilişkin olarak 5.maddede bu yönde iki ayrı hüküm ortaya koymuştur. Yine aynı maddenin dördüncü fıkrasına göre, dayanak varlığı İMKB 30 endeksinde yer alan ortaklık payı veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla ortaklık payından oluşan sepetin olduğu ve uzlaşma biçiminin kaydi teslimat olarak belirlendiği varant ihraçlarında, ihraç edilecek varantlar karşılığında işleme konu olacak ortaklık payları, ilgili anonim ortaklığın halka açıklık oranının %20'sinden fazla olamaz. Uzlaşma biçiminin nakit olarak belirlendiği varant ihraçlarında, söz konusu limit uygulanmaz.

Seri III, No:37 sayılı tebliğin 5.maddesinde yer alan bu hükmün anlamı, bahsedilen dayanak varlıklarda kaydi teslimat ve nakit uzlaşma şeklinde iki tip borcun mümkün olduğudur.

Buna karşılık, yine Seri III, No:37 sayılı tebliğin 5.maddesinin beşinci fıkrasında, dayanak varlık ya da göstergesi, İMKB 30 endeksinde yer alan ortaklık payı veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla ortaklık payından oluşan sepet dışındaki varlık ya da göstergeler olan varantlarda, nakdi uzlaşma esaslarının uygulanması zorunludur denilmiştir. Böylece, yine tebliğin 3.maddesinde belirtilen konvertibl döviz, kıymetli maden, emtia, geçerliliği uluslararası alanda genel kabul görmüş endeksler gibi diğer varlık ve göstergelerde, sadece nakit uzlaşma yoluyla ihraççının borcunun ifa edilebileceği kabul edilmiştir.

Aracı kuruluş varantlarında, edim bakımından çeşitli sınırlandırmalara gidilmiştir. Seri III, No:37 sayılı tebliğin 5.maddesinin son üç fıkrasında yer alan bu sınırlamalar kapsamında, dayanak varlığı İMKB 30 endeksinde yer alan ortaklık payı veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla ortaklık payından oluşan sepetin olduğu ve uzlaşma biçiminin kaydi teslimat olarak belirlendiği varant ihraçlarında, ihraç edilecek varantlar karşılığında işleme konu olacak ortaklık payları, ilgili anonim ortaklığın halka açıklık oranının %20'sinden fazla olamamaktadır. Bununla birlikte, ihraççının ediminin uzlaşma biçiminde ve nakit olarak belirlendiği varant ihraçlarında söz konusu limit uygulanmayacaktır. Ayrıca ihraççılar varant ihracında, kendi sermayelerini temsil eden payları dayanak varlık olarak kullanamazlar.

Varantlardaki vadede edimler bakımından opsiyon hakkını, varant yatırımcısı kullandığı takdirde, varant yatırımcısına verilen ortaklık paylarına karşılık varant ihraççıya geri verilir ve ihraççı tarafından iptal edilir. Seri III, No:36 sayılı tebliğin 15.maddesinde de, ortaklık varantlarındaki alım hakkının kullanılması halinde, söz konusu payların ilgili tasarruf sahibinin hesabına geçmesi ile eş zamanlı olarak talepte bulunan kişilerin MKK nezdindeki

ortaklık varantlarının iptal edileceği öngörülmüştür. Hakkın kullanılmaması halinde de, tebliğin 14.maddesinin beşinci fıkrası uyarınca ihraççının elinde kalan paylar ile ortaklık varantlarının iptal edileceği kabul edilmiştir.

Aracı kuruluş varantları bakımından ise, Seri III, No:37 sayılı tebliğde bu yönde bir hüküm konulamamıştır. Sanırız bunun nedeni, vadeli işlemler borsalarında işlem gören opsiyon sözleşmelerinin, menkul kıymete dönüşmüş olan çeşidi sayılabilecek bu tip varantlarda, vadenin dolmasıyla nakit uzlaşısı ile yapılan işlem sonucunda varantın ortadan kalkmasının, doğal bir durum olmasından kaynaklanmaktadır.

C. Edimin Kapsamı Varant Hamilinin Seçim Hakkını Kullanmasına Bağlıdır

Ortaklık varantlarında, varantın hamili, ortaklık payını vadede satın almayı talep etmek ya da etmemek biçiminde seçimlik yetkiye sahip olmaktadır. İşte bu seçimlik yetki bakımından varant hamilinin bunlardan hangisini seçeceği belli değildir. Yani edimin kapsamı varant ihraççısı için varant hamilinin seçimine bağlıdır. Genel olarak varant hamili pay alım hakkını vadede, payın piyasa fiyatının varant sözleşmesinde kararlaştırılan fiyattan yüksek olması halinde kullanır ya da, varant ihracı sırasında ortaklık paylarının satın alma fiyatı, piyasa fiyatından daha düşük olarak varant ihraç edilir⁹⁸ ve borsa fiyatı yüksek ortaklık payını daha düşük fiyattan alacağını bilen yatırımcı böyle bir durumda varanttaki pay alma hakkını kullanır.

Seri III, No:36 sayılı tebliğin 11.maddesinde, ortaklık varantları bakımından varant ihraççısının edimi, varant hamili bakımından kullanım hakkı adıyla gösterilmiş ve önceden belirlenmiş fiyat ile kullanımdaki oran esas alınarak ortaklık paylarını alım hakkı olarak gösterilmiştir. Yani sermaye piyasasında yatırımcı varantın vadesinde borsa fiyatının yüksek olması halinde, alım hakkını kullanacaktır. Nitekim tebliğin 12.maddesinin üçüncü fıkrasındaki kullanım oranının, ortaklık varantının vadesi boyunca değiştirilemeyeceği hükmü bunu doğrulamaktadır⁹⁹. Kullanım fiyatı ve oranı, 12.maddede açıklanmıştır. Kullanım fiyatı, alım hakkını kullandığında bir ortaklık payı için ödemesi gereken miktar iken, kullanım oranı, ortaklık

⁹⁸ Ceylan, Ahmet/Korkmaz, Turan: Sermaye Piyasası Ve Menkul Değerler Analizi, Bursa 2000, s.125.

⁹⁹ Ancak 3.fıkranın devamına göre de, “vade içerisinde sermaye artırımını, temettü ödemesi ve benzeri nedenlerle üzerine ortaklık varantı yazılı olan hissenin fiyatını etkileyen işlemler olması durumunda kullanım fiyatının belirlenmesinde düzeltilmiş fiyatlar esas alınır ve kullanım fiyatının düzeltilme esasları ilgili sermaye piyasası aracının halka arzına ilişkin olarak düzenlenen izahname ve sirkülerde belirtilir.”

varantı sahibinin üzerine ortaklık varantı yazılı payları satın alma hakkını kullanması durumunda her bir ortaklık varantı karşılığında tasarruf sahibine verilecek pay sayısını gösterir.

Buna karşılık aracı kuruluş varantlarında, varant sözleşmesinde sadece ilgili tarafın edim miktarlarının hesaplanması bakımından; kullanılacak bir endeks, emtianın piyasa fiyatı, vadesi ve buna benzer unsurlar hesaplama usulü olarak kararlaştırılır. Taraflardan varant ihraççısının ifası ile yükümlü olduğu edimin miktarı, önceden belli olmayan bir şekilde değişkenlik gösterir. Her ne kadar varant sözleşmesi ile tarafların borçları doğmuş olsa da, varant ihraççısının ediminin kapsamı bahsettiğimiz göstergelere göre değişecektir. Bilhassa nakdi mutabakata dayalı olarak edimin ifa edilmesi söz konusu olduğunda, bu edimin ne miktarda olduğu, ancak vade tarihinde ortaya çıkacaktır. Vade tarihinde ise, varant hamili var olan seçim hakkına göre karar verecektir. Bu sebepten de, varant sözleşmesinde varant ihraççısının var olan ediminin kapsamı, yine varant hamilinin seçim tarihine bağlı olacaktır¹⁰⁰. Aslında, aracı kuruluş varantları, bir bakıma türev sözleşmelerden opsiyon sözleşmeleriyle birebir benzerlik göstermektedir. Tek fark, opsiyon sözleşmesinde bir sözleşme türev piyasada alınıp satılırken, aracı kuruluş varantlarında bir menkul kıymet piyasada alınıp satılmaktadır. Seri III, No:37 sayılı tebliğin, 16 ve 17.maddesindeki hükümler, bunu açıkça göstermektedir.

Varant hamilinin seçim hakkı çerçevesinde alım veya satım hakkını kullanması usulü, ilgili tebliğlerde açıklanmıştır. Ortaklık Varantlarına ilişkin Seri III, No:36 sayılı tebliğin 14.maddesi, ihraççının kendi paylarına ilişkin kullanılacak olan kullanım hakkında sermaye artırımını ile yeni paylar oluşturması zorunluluğunu getirirken, başka bir ortaklığın paylarının kullanım hakkı konusu olması bakımından, 15.maddede bunları nasıl temin edeceğine dair varant ihracında, izahname ve sirkülerde bunu açıkça belirtmesi kaydını koymuştur.

İhraççının, tahsisli sermaye artırımını yoluna başvurma zorunluluğu tebliğin 14.maddesinin birinci fıkrasında yer almaktadır. Buna göre ihraççı, kullanım hakkı nedeniyle teslim etmek zorunda olduğu payları, sadece sermaye artırımını vasıtasıyla elde edecektir. İhraççı buna ilişkin SPK'ya bir başvuru yapacak, söz konusu başvuruyu, SPK kaydına alınacak payların, tüm ortaklık varantlarına ilişkin kullanım haklarının kullanılacağını öngörerek yapacaktır. Aynı maddenin üçüncü fıkrasına göre de, kullanım süresi içerisinde ihraççı, talepte bulunan ortaklık varantı sahiplerine yönelik olarak, kullanım

¹⁰⁰ Keskin, s.143.

oranı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, paylarını bu kişilere tahsisli olarak kullanım fiyatı karşılığında ihraç eder¹⁰¹.

Tebliğ'in 14.maddesinin sekizinci fıkrasında ise, "ihraç edilmiş ortaklık varantlarına ilişkin olarak ihraççı tarafından yapılacak sermaye artırım işlemleri, ortaklığın ve mevcut ortakların hak ve menfaatlerinin kaybına neden olacak şekilde gerçekleştirilemez" denilmektedir. Ancak burada, sermaye artırımında SerPK'na göre, rüçhan haklarının kısıtlanması zorunluluğu ile bu hükmün çeliştiği görülmektedir. Zira sermaye artırımında ortaklıktaki ortakların, yeni pay alma hakları vardır ve sermaye artışında bunun kısıtlanması, bu hakkın kaybına neden olmaktadır Yeni pay alma hakkının mütesep hak olmaması, TTK m.314'ün açık ifadesi karşısında bu hakkın esas sözleşme ve genel kurul kararıyla sınırlandırılmasının mümkün olmasıyla, halka arzda sınırlama mümkün olabilmektedir. Ancak, ortaklık varantları bakımından söz konusu hüküm nasıl bağdaştırılabilecektir? Kanımızca hükümden anlaşılması gereken, varantlardaki ortaklık payı alım hakkının ifa edilirken, yapılan sermaye artırımının anonim ortaklıklarda var olan eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmediği sürece, mümkün olduğudur. Bu husus halka arz açısından da böyledir. Yani sermaye artırımında yeni pay alım hakkının kısmen veya tamamen kısıtlanması, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılmaz. Varantlarda da, ihraççının ortakları bakımından eşit işlem ilkesi ihlal edilmedikçe, varant sahiplerine verilecek paylar bakımından kısmen ya da tamamen sınırlama yapılabilir.

15.maddede, sadece kullanım süresi içerisinde ihraççının talepte bulunan ortaklık varantı sahiplerine kullanım fiyatı karşılığında kullanım hakkına konu ortaklık paylarını vereceği ve ihraççının, kullanım hakkı kapsamında verilmesi gereken payları hangi surette temin edeceğine ilişkin bilgilerin izahname ve sirkülerde açıklanması zorunlu olduğundan bahsedilmiştir. Yani önemli olan kullanım hakkı konusu ortaklık paylarının taahhüt edilmesidir. Zaten, ihraççının, kendi payları olmadığı için kendisi açısından sermaye artırım söz konusu olamaz. Burada, olsa olsa bağlı ortaklık nedeniyle, bir sermaye artırım yoluyla taahhütte bulunabilir.

Aracı kuruluş varantlarında ise kullanım hakkı, dayanak gösterge varlığın piyasa fiyatından nakit uzlaşısı veya kaydi teslimat olduğu için, aracı kuruluşun bu yönde izahnamedeki taahhüdü ve vadede kullanılma halinde,

¹⁰¹ İhraççının tahsisli sermaye artırım sonucu ihraç ettiği ortaklık paylarının, ilgili tasarruf sahibinin hesabına geçmesi ile eş zamanlı olarak talepte bulunan kişilerin, MKK nezdindeki ortaklık varantları iptal edilmektedir.

izahnameye göre nakit yahut kaydi teslim şeklinde yapılması durumu söz konusu olacaktır.

D. Yatırım Riski Vardır

Esasen her sözleşmenin tarafları arasında karşılıklı olarak ifası gereken edimlerin, taraflardan birisince ifa edilmemesine yönelik olarak her çeşit akitte risk bulunduğu söylenebilir¹⁰². Varant sözleşmesi ile ihraç edilen varantların sahibi olan yatırımcı bakımından bu risk, kendisi tarafından varantın itibari değerini ödemek biçimindeki ifanın gerçekleştirilmesinden sonra, iki şekilde ortaya çıkar¹⁰³.

Bunlardan birincisi, piyasada meydana gelen fiyat değişimleri sonucu alım ya da satım hakkını kullanmayarak ödemiş olduğu varant bedelini kaybetmesidir.

İkincisi ise, alım ya da satım hakkını vadede kullanmasına rağmen, elde etmeyi ümit ettiği faydanın altında bir fayda elde etmesi veya umduğu fayda yerine zarar etmesi olarak ortaya çıkar.

Varantlardaki risk yapısı karşılıklı değil, tek taraflıdır. Bu yönden de asimetrik risk olarak adlandırılabilir¹⁰⁴. Varant sahibinin piyasada meydana gelen fiyat değişiklikleri sonucunda, varanttaki ya da satım hakkı şeklindeki opsiyon hakkını kullanmadığı takdirde, karşı tarafa ödenen bedeli kaybedecek, bu miktarla risk almış olacaktır. Bunun yanında, varanttaki opsiyon hakkının kullanılmasında da, edimdeki belirsizlik ve buna bağlı olarak piyasanın genel gidişatının ne yönde olacağını bilinememesi, vade tarihinde varanttın kâr ya da zarar mı edileceğinin de bilinememesine neden olur.

Ortaklık varantlarında risk, varant yatırımcısının varantta belirlenen fiyattan belirlenen oranda ortaklık payını vade tarihinde alma olarak konulmuş karşı edim ile varantı satın almasında görülür. Esasen buna varantın satın alınmasında edimin içeriğinin belirsizliğine ait risk diyebiliriz.

Çünkü yatırımcı vade tarihinde borsada işlem gören ortaklık payının fiyatının artacağı tahmini ile ve bundan doğan riskle varantı almıştır. Halka arz edilen varantlardaki alım hakkının kullanılacağı ortaklık paylarının, o

¹⁰² Keskin, s.145.

¹⁰³ Bununla birlikte ekonomi bilimi açısından varantlardaki risk; varant ihraççısının devralınma riski (takeover risk), ihraççının kredi riski, döviz riski, yönetim riski, ölçümleme riski (measuring risk), değerlendirme riski (value at risk) olarak çeşitli sınıflara ayrılarak tanımlanmaktadır. Bu konuda, McHattie, s.141 vd.

¹⁰⁴ McHattie, s.143, Opsiyon sözleşmeleri açısından aynı yönde, Kırca, s.47.

gün için var olan bir sermaye piyasası fiyatı söz konusudur. Varant yatırımcısı ise, bu değer in üstünde daha yüksek bir değere ulaşacağı hesabıyla varantı almaktadır. Buradaki alım hakkının kullanılmasını sağlayacak ortaklık payı fiyatı, yatırımcının umduğu fiyat olmaktadır¹⁰⁵.

Varanttaki ortaklık payı alım hakkının vadede, varant sahibinin beklentisine uygun sonuç doğurmaması halinde varant sahibi pay alım hakkını kullanmayacaktır. Bu da varanta ödediği bedeli kaybetmesine neden olur.

Varanttaki pay alım fiyatı ile borsa fiyatı arasında beklentinin altında bir kâr doğduğu takdirde, alım hakkı kullanıldığında, yine başka yatırım araçları bakımından mahrum kalınan kârdan bahsedilecek ve bu şekilde zarar ortaya çıkmış olacaktır.

Ancak, biraz evvel de bahsettiğimiz Seri III, No:36 sayılı tebliğin 14.maddesinin sekiz ve dokuzuncu fıkralarına göre, ihraç edilmiş ortaklık varantlarına ilişkin olarak ihraççı tarafından yapılacak sermaye artırım işlemleri, ortaklığın ve mevcut ortakların hak ve menfaatlerinin kaybına neden olacak şekilde gerçekleştirilemez. Yine ortaklık varantının vadesinin bitimine yakın bir dönemde, ihraççı payının İMKB fiyatının kullanım fiyatından aşağı düşmesine neden olmak suretiyle, ortaklık varantı sahiplerinin kullanım haklarını kullanmalarına engel oluşturmak amacıyla sermaye artırımı, bölünme, İMKB’de işlem görmeyen ihraççı paylarının dolaşıma sokulması suretiyle tedavülü artırıcı ve benzeri işlemler yapılamaz. Böylece, her ne kadar varant sahibi risk alsada, bunun haksız bir şekilde alım hakkının ortadan kaldıracak biçimde, belli bir dönemde ihraççı tarafından meydana getirilmesi yasaklanmıştır. Bununla beraber, bu konuda sermaye artırımının yapılmasına ilişkin kanuni zorunluluklar bu hususun dışında tutulmuştur.

Aracı kuruluş varantlarında ise, varant sahibi varanttaki gösterge veya dayanak varlığın belli bir dönemde belli bir miktara ulaşacağı düşüncesiyle varantı alır. İster alım isterse satım hakkı olsun, varanttaki gösterge veya dayanak varlığın belli bir dönemdeki fiyatına göre bu hakkın kullanılarak kâr edilmesi tahmin edilerek varanta yatırım yapılır. Ancak varant sahibinin vadeye kadar beklediği kâra ulaşamaması ya da zarar etmesi mümkün olup, bu da varant sahibi bakımından riski doğurur.

Aracı kuruluş varantlarında ödenen bedelin vadede kullanılmaması durumu pratikte ortaya çıkmaz. Zira varantın sahibi vadeye kadar belli bir dö-

¹⁰⁵ Garner/Forsythe, s.271. Yatırımcının kâr elde etme düşüncesinde kullanım fiyatının bir önemi yoktur. Esas olan, sermaye piyasasında ortaklık payının belli bir dönemde ulaşacağı fiyattır.

nemde ya piyasa fiyatlarında varantı satacak, ya da vadede nakit uzlaşısı üzerinden bu hakkını kullanacaktır.

E. İfa Zamanı İleri Tarihlidir

Varant, varant sözleşmesine istinaden ihraç edildiğinde, varant sahibi varant bakımından kendisine düşen edim olan varantın itibari değerini ödeme borcunu ifa eder. Buna karşılık, ihraççının ifa zamanı, varantta öngörülen vadeye kadar ertelenmiştir. Varanttaki vade geldiğinde varant sahibinin seçim hakkı doğrultusunda varant ihraççısı, varanttaki opsiyon olan alma ya da satma hakkı varant sahibi tarafından kullanılırsa ifasını yerine getirecektir. Varant sahibi, bu alım ya da satım hakkını belli bir süre içinde kullanabilir. Vadede bu hakkın kullanılması halinde, varant ihraççısının bu edimi ifa etme yükümlülüğü olacak, aksi takdirde böyle bir ifa zorunluluğundan bahsedilemeyecektir. Bununla birlikte, varant sahibinin vadeyi beklemek yerine ikincil piyasada varantı oluşan piyasa fiyatına göre satması da mümkündür. Böyle bir durumda varant ihraççısı, vade geldiğinde, varantı elinde tutan hamile ifayı yerine getirecektir.

Seri III, No:36 sayılı tebliğin 12.maddesine göre, ortaklık varantlarında kullanım zamanı olarak belirtilen ortaklık paylarını alım hakkı, ortaklık varantının vadesini takip eden ilk iş gününde doğar ve yine bu maddenin üçüncü fıkrasına göre otuz günü geçmemek koşuluyla, varanttaki kullanım hakkının bitim süresi halka arza ilişkin izahname ve sirkülerde belirtilir.

Yine aynı tebliğin biraz önce değindiğimiz 14.maddesinde, ihraççının, kendi payları üzerinde alım hakkının kullanılmasına ilişkin olarak, kullanım süresinin başlangıç tarihinden en az otuz gün önce ortaklık varant sahiplerine yönelik olarak yapacağı tahsisli sermaye artırımını nedeniyle ihraç edilecek payların SPK kaydına alınması için SPK'ya başvuruda bulunması zorunlu tutulmuştur. İhraççı tarafından yapılacak bir özel durum açıklamasında; kullanım süresi, başvuru yerleri ile kullanım hakkına ilişkin diğer hususlar belirtilecek, kullanım süresi boyunca kullanım haklarını kullanmak isteyen ortaklık varantı sahipleri de, söz konusu taleplerini aracı kuruluş vasıtasıyla ihraççıya ileteceklerdir.

Aracı kuruluş varantlarında ise, Seri III, No:37 sayılı tebliğde, vade tarihinden sonra alım ya da satım hakkının kullanılmasına ilişkin bir hüküm öngörülmemiştir. Sadece tebliğin 5.maddesinin üçüncü fıkrasında varantların vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde, bunların satışa sunulduğu ilk günün vade başlangıç tarihi olarak kabul edileceği belirtilmiştir. O halde, BK m.76 hükmü uyarınca vade günü olarak belirlenen ay ya da yıl ise, 5.maddenin hükmüne göre ihraççı için ifanın muaccel olduğu tarih belirlene-

cektir. Ay ile belirlemede ihraç açısından satışın yapıldığı ayın günü üzerinden, yıl olduğu takdirde de belirlenen yılda satış günü olarak tekabül eden gün vadesi gelmiş sayılacaktır.

V. VARANTLARIN BENZER SERMAYE PİYASASI ARAÇLARINDAN FARKLARI

A. Benzer Sermaye Piyasası Araçları

Varantlar her ne kadar içinde barındırdığı hak bakımından bir opsiyon olarak görülseler ve ortaklık varantları bakımından da alım hakkının ortaklık payı olması nedeniyle değiştirilebilir menkul kıymetler (*convertible securities*) içinde sayılsalar da¹⁰⁶, gerek opsiyon sözleşmesi gerekse değiştirilebilir menkul kıymetlerden, ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvillerden farklı özelliklere sahiptirler. Bu bakımdan adlarını zikrettiğimiz üzere benzer sermaye piyasası araçları opsiyon sözleşmeleri ile ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvillerdir.

B. Varantların Benzer Sermaye Piyasası Araçlarından Farkları

1. Varant-Opsiyon Sözleşmesi

Daha öncede belirttiğimiz üzere, varanttaki alım veya satım hakkı da türev araçlardan olan opsiyon sözleşmelerindeki opsiyon hakkı sahibinin kullanabileceği hakka benzemektedir. Aslında varanttaki hak da bir opsiyon hakkıdır. Ancak öncelikle varant bir opsiyon sözleşmesi gibi türev araç değil, bir menkul kıymettir. İkincisi, varant sözleşmesi ile bir menkul kıymetin alım hakkı için varant ihraççısı ile varantı satın alacak kişi arasında bir sözleşme yapılırken, opsiyon sözleşmesi ile direkt olarak bir sermaye piyasası aracının veya bir gösterge yahut dayanak bir varlığın alımı, ya da satımı konusunda anlaşılmaktadır¹⁰⁷.

Opsiyon sözleşmesinde alıcı olarak nitelendirilen yatırımcı karşı tarafa opsiyon fiyatı da denilen bir prim öderken¹⁰⁸, varantta ise, varant yatırımcısı tarafından varant üzerindeki itibari değer ödenmektedir. Opsiyon primi; opsiyon hakkının karşılığı olarak sözleşmede ödenen karşı bir edim niteliğinin

¹⁰⁶ Ceylan/Korkmaz, s.125, Taner/Akkaya, s.133.

¹⁰⁷ Chambers, Nurgül: Türev Piyasalar, İstanbul 2007, s.57, Keskin, 132, Kırca, s.36.

¹⁰⁸ Chambers, s.57, Keskin, s.132-133.

dedir¹⁰⁹. Varant bakımından ödenen itibari değer de, varanttaki hakka karşılık ödenen bir bedel olarak kabul edilebilir.

Opsiyon sözleşmelerinde, önceden anlaşılan ve opsiyonun işleme konulacağı bir tarih vardır. Bu açıdan opsiyonların Ocak, Şubat ve Mart aylarında olmak üzere dönüşümlü vadeleri olur. Her opsiyonda vadenin son günü, vade ayının üçüncü Cuma günüdür¹¹⁰. Hâlbuki varantlarda belirlenmiş ve alım satım hakkının kullanılacağı tek bir vade vardır ve vade üzerinde yazılı tarihe göre belirlenir.

Yine opsiyon sözleşmeleri, varantlar gibi toplu olarak ihraç edilmezler. Senede bağlanmış opsiyon olan varantın tek ihraççısına karşı birden çok alıcısı varken, opsiyon sözleşmelerinde tek alıcı ve satıcı vardır¹¹¹.

Senede bağlanmış opsiyon olan varantlar menkul kıymet borsasında işlem görürken, opsiyon sözleşmeleri ise, opsiyon borsalarında işlem görürler¹¹².

2.Varant-Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvil

Hisse senedi ile değiştirebilir ya da diğer deyimle ortaklık payı ile değiştirilebilir tahviller, değiştirilebilir menkul kıymetlerin bir alt türü olup, sahibine onun isteği üzerine önceden belirlenen zamanlarda ve belirli fiyatlarla, tahvildeki ana borcun ödenmesi yerine ortaklık payı ile değiştirme hakkı veren bir menkul kıymettir¹¹³. TTK'da yer almayıp, SerPK m.14'de de hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil olarak adlandırılan bu menkul kıymetler, SPK'nın Seri: II, No: 15 sayılı tebliğinde de aynı şekilde anılmıştır. Ancak bu tebliği yürürlükten kaldıran Seri: II, No: 22 sayılı Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması Ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ tarafından, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil olarak adlandırılmış ve ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesi-

¹⁰⁹ Kırca, s.212.

¹¹⁰ Chambers, s.67.

¹¹¹ Kırca, s.53.

¹¹² Kırca, s.53, Kırman, s.721.

¹¹³ Kubilay Huriye: Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara 1986, s.3 ve 6, Poroy, Reha./Tekinalp Ünal/Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11.Bası, İstanbul 2009, s.727.

sinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır¹¹⁴.

Ortaklık payı ile değiştirilebilir tahviller ile bu tahvilin sahibi ortaklığa ödünç para vermektedir. Oysaki varant sahibini ortaklığa ödünç veren bir kişi olarak nitelendirmek imkânsızdır. Zira varant sahibi, varant ile ihraççıdan belli bir bedel karşılığında, satın alma ya da satma yönünde belli bir vadede bir opsiyon hakkı kazanmakta, bunu kullanmadığı takdirde, ödediği bedeli geri alamamaktadır.

Ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvil sahibi için aynı zamanda vermiş olduğu ödünçün karşılığı olarak faize de hak kazanır. Yalnız burada, faiz istemek hakkından vazgeçerek, onun yerine ihraççının payları talep etmek yönünde seçimlik bir hakkı olmaktadır¹¹⁵.

Her ne kadar varanttaki hak ile ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvilin içerdiği değiştirme hakkının yenilik doğurucu hak niteliği olduğu kabul edilse de¹¹⁶, varantta yer alan opsiyon hakkına karşın, ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvildeki hak, çifte imkân veren bir niteliktedir. Ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvilde, tahvile rüçhan hakkı bağlanması suretiyle de tahvil ihracı mümkündür. Buna karşılık, varantta ortaklık payının satın alınması ya da satılması dışında başka bir ek imkân sunulmamaktadır.

VI. SONUÇ

Seri III, No.36 ve Seri III, No:37 sayılı SPK tebliğleri ile sermaye piyasası mevzuatına giren varantlar, üzerinde yazılı bir fiyattan belirli sayıda varlığı belirli bir tarihte veya belirlenen tarihe kadar satın alma ya da satma hakkı sağlayan bir menkul kıymet türüdür.

Sermaye piyasasında temelde iki tip varantla karşılaşmaktadır. Bunlardan ilk olarak ortaya çıkan varant türü, ortaklık paylarını belli bir fiyattan alma hakkı tanıyan varanttır. İkincisi ise, sermaye piyasasındaki gelişimle birlikte, piyasada işlem gören herhangi bir dayanak varlığın, belli bir fiyattan alınması ya da satılması hakkı tanıyan varanttır. Bunlar sırasıyla tebliğlerde, ortaklık varantları ve aracı kuruluş varantları olarak adlandırılmıştır.

¹¹⁴ Seri II, No:22 sayılı tebliğde tarif edilen diğer bir tahvil türü de, değiştirilebilir tahvil olup, ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetler olarak tanımlanmışlardır.

¹¹⁵ Kubilay; Tahvil, s.35-36.

¹¹⁶ Kubilay; Tahvil, s.54.

Varantlar içerdikleri satın alma ya da satma hakkı bakımından bir opsiyonu içinde barındırmaktadırlar. Bu hak, esasen varant sahibine bir alacaklılık hakkı vermektedir. Varant sahibi ile varant ihraççısının aralarında kurulan ve hükümlerinin izahname ile sirkülerde cisimleştiği varant sözleşmesi sonucu, varant sahibine sağlanan opsiyon hakkının hukuki niteliği, kurucu yenilik doğuran bir hak olmasıdır. Bu hakkın sahibi varantı satın aldığı anda, satın alma ya da satma yönünde kesin bir yükümlülük altına girmemekte, fakat varant sözleşmesi konusu varlığı lehine tanınan bu opsiyon hakkını kullanmak yönünde iradesi sonucu, varanttaki hakkı iktisap etme imkânını kazanmaktadır.

Varantların menkul kıymet niteliği bakımından, içindeki hak olarak alım ya da satım hakkı tanımak yanında, varantın ihracında izahnamede gösterilen değerinin itibari değeri olması, vadeye dayalı olarak bu alım veya satım hakkını bahşetmesi ve bundan yatırımcının gelir etmeyi umması, belli bir vade sonunda opsiyon hakkının kullanılabilmesi, oldukça fazla sayıda ve seri şekilde çıkarılması ile üzerlerinde yazılı ibarelerin aynı olmasıyla, menkul kıymet unsurlarını sağladığı görülmektedir. Varantların SerPK m.3 (b) kapsamında, ayrıca kıymetli evrak nitelikleri de vardır. Ancak bu kıymetli evrak özelliği SerPK m.10/A uyarınca, menkul kıymet olarak kaydi nitelikte tutulduğu için, TTK m.557 anlamında senedi olmayan, fakat kaydi kıymet biçiminde, kıymetli evrakın fonksiyonunu ifa ettiği için söz konusudur. Varantların da içinde yer aldığı, SerPK m.10/A hükmü ile kaydi hale gelmiş sermaye piyasası araçlarının kıymetli evrak olmadığı yolundaki düşünce kanımızca geçerli değildir. Kıymetli evrakın sadece TTK m.557'deki tanımı, kıymetli evrakın doğuşuna ilişkin teoriler ele alınarak böyle bir hükme varılamaz. Menkul kıymet ve kıymetli evrakın bütün özellikleri ve ortaya çıkış nedenleri, sahiplerine sağladığı avantajların hepsi birlikte değerlendirildiğinde kıymetli evrak varlığının devam ettiği kabul edilmelidir.

Varantların temel özellikleri ise, tam iki tarafa borç yükleyen bir sözleşmeden doğmaları, hakkın niteliğine göre ihraççının borcunun ortaklık payının teslimini veya bir para edimi ile bir varlığın kaydi teslimi olması, edimin kapsamının varant sahibinin seçim hakkına bağlı olması ve sermaye piyasasında işlem görmesi nedeniyle bir yatırım riskinin varlığı ve varant ihraççısı bakımından ifa zamanının ileri tarihli olması şeklinde gözükmektedir.

Varanttaki hak opsiyon hakkı olsa da, vade sonunda ortaklık varantları için ortaklık payı satın alma hakkı veya aracı kuruluş varantlarında başka varlık ve göstergeler yanında bir dayanak varlık olarak ortaklık payını alma ya da satma hakkını verse de, benzer nitelikteki sermaye piyasası araçları olan opsiyon sözleşmeleri ile ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvillerden

farklı oldukları noktalar bulunmaktadır. Bu noktalar temel olarak şunlardır: Opsiyon sözleşmesindeki primin yerine, varantta itibari değerin ödenmesi. Varantın toplu ihracına karşın, opsiyon sözleşmesinin karşılıklı iki kişi arasında yapılması. Ortaklık payı ile değiştirilebilir tahvillerde ise, tahvili alan ortaklığa ödünç verirken, varant sahibinin itibari değerden ödeme yapıp vade sonunda alım ya da satım hakkını kullanmaması halinde, ödediği bu bedeli geri alamamasıdır.

KAYNAKÇA

- Akbulak, Sevinç/Akbulak, Yavuz:** Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.
- Aytaç, Zühtü:** Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.
- Baker,Dudley:** A Brief History of Common Stock Warrants, [http :// www.marketoracle.co.uk /Article 5960. html](http://www.marketoracle.co.uk/Article/5960.html) [06.01.2010].
- Berle, A.A.:** Convertible Bonds And Stock Purchase Warrants,The Yale Law Journal, Vol.36 No.5, March 1927, s.649-666.
- Buz, Vedat:** Medeni Hukukta Yenlik Doğuran Haklar, Ankara 2005.
- Ceylan, Ahmet/Korkmaz, Turhan:** Sermaye Piyasası Ve Menkul Değerler Analizi, Bursa 2000.
- Chambers, Nurgül:** Türev Piyasalar, İstanbul 2007.
- Destanoğlu, Yıldız Burçak:** Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004.
- Eugene, F. Brigham/Michael, C. Ehrhardt:** Financial Management, Theory And Practice, 12. Edition, USA 2008.
- Emre, Zeynep:** Alternatif Bir Yatırım Aracı: Warrantlar, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Sayı 46, Haziran 2006, s.16-25.
- Garner, D.Russel/Forsythe, S.Alfred:** Stock Purchase Warrants And Rights, Southtern California Law Review, Vol.4,Issue 4,April 1931, s.269-292.
- Haight, G.Timothy/Morell, Stephen/Glenn, E. Rose:** How to Select Investment Managers and Evaluate Performance: A Guide for Pension Funds, Endowments, Foundations, and Trusts, USA 2008.
- <http://www.incademy.com/courses> [20.12.2010].
- http://www.pwmnet.com/news/fullstory.php/aid/260/Covered_warrants [30.05.2011].
- Kalpsüz, Turgut:** Kâğıtsız Kıymetli Evrak-Tartışmalar, Sermaye Piyasası Kurulu 15.Yıl Sempozyumu, Mayıs 1998 Ankara, s.241-260.
- Keskin, A Dilşad:** Hukuki Açıdan Finansal Türev Araç Kavramı, Batider, C.XXIV, S.4,Aralık 2008, s.125-153.
- Kırca, İsmail:** Hukukî Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Ankara 2000.
- Kırman, Ahmet:** Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği Ve İşlemin Vergisel Boyutu, Prof. Dr.Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998.

Kubilay, Huriye: Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara 1986 (Tahvil).

Kubilay, Huriye: Türk Hukukunda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Sermaye Piyasası Araçları, İzmir 1998.

Manavgat, Çağlar: Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, AÜHFD C.50, S.2, Yıl 2001, s. 159-191.

McHattie, Andrew: Covered Warrants: New Opportunities in an Exciting New Market, Hampshire, GB, 2002.

Noddings, C. Thomas/Christoph, C. Susan/Noddings G. John: The International Handbook of Convertible Securities A Global Guide to the Convertible Market, Second Edition, Chicago 2001.

Özkan, Aslı: Sermaye Piyasamızda Yeni Bir Enstrüman Varant, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Mart 2008, S.67, s.21-25.

Öztan, Fırat: Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997.

Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11.Bası, İstanbul 2009.

Reiling, B.H: Warrants in Bond-Warrants Units: A Survey and Assessment, Michigan Law Review, Volume 70, No.8, August 1972, s.1411-1474.

Shim, K. Jae/Shiegel, G. Joel: Financial Management, Barron's Educational Series, Newyork 1991.

Paslı, Ali: Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C.II, İstanbul 2007, s.1513-1581.

Poroy Reha/Tekinalp Ünal: Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 19.Bası, İstanbul 2010.

Taner, Berna/Akkaya, Cenk: Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara 2009.

Tanrıöven, Cihan: Bir Finanslama Aracı Olarak Warrantlar ve Muhasebeleştirilmesi, GÜİİBFD, S.4, Ankara 2000, s.163-178.

Tekinalp, Ünal: Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru, Batider, C.XIV, S.3, Haziran 1988, s.1-23 (Kıymet Hakkı).

Tekinalp, Ünal: Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s.537-544. (Kaydi Pay)

Tekinalp, Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982.

Turanboy, Asuman: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998.

Turanboy Asuman: Kağıtsız Kıymetli Evrak, Sermaye Piyasası Kurulu 15.Yıl Sempozyumu, Ankara Mayıs 1998, s.241 vd.

Ülgen, Hüseyin/Helvacı, Mehmet/Kendigelen, Abuzer/Kaya, Arslan; Kıymetli Evrak Hukuku, 6.Bası, İstanbul 2009.

Ünal, Kürşat Oğuz: Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Ankara 1988.

Warrants, understanding Trading and investment warrants, Australian Securities Exchange, March 2009.

Walmsley, Julian; New Financial Instruments, USA 1998.

Yasaman, Hamdi: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992.

Zhang, Hanfei: Practical Meaning of Developing Warrant In China Security Market, International Journal of Business and Management, Volume 3 No:9, September 2008.