

TÜRK TİCARET KANUNU'NUN HALKA ARZ KAVRAMINA YAKLAŞIMI

Doç. Dr. Çağlar MANAVGAT*

ÖZET

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, halka açık anonim ortaklıklarla ilgili hükümler içermekte ve sermaye piyasası hukukunun temel kavramlarından olan halka arz ile bağlantılı düzenlemeler getirmektedir. Halka arzın temel bir kanun niteliğinde olan Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kanunu ile bütünlük oluşturulması bakımından önemli bir adımdır. Öte yandan, halka arz ile ilgili Türk Ticaret Kanunu'ndaki hükümler sermaye piyasası hukukundaki halka arz kavramıyla tam bir uyum içinde değildir; bu nedenle ilgili hükümlerin uygulanması sırasında Türk Ticaret Kanunu sistemi ile sermaye piyasası hukukunun kurallarının birlikte değerlendirilmesi bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Türk Ticaret Kanunu, halka arz, Sermaye Piyasası Kanunu.

ABSTRACT

Turkish Commercial Code No. 6102 includes provisions about publicly held joint-stock companies and issues rules with regard to public offering which is one of the fundamental concepts of capital markets law. Drawing up such a basic notion in Turkish Commercial Code is a crucial step in order to integrate the corresponding provisions with the rules of Capital Markets Law. On the other hand, the related provisions of Turkish Commercial Code and the concept of public offering in capital markets law are not coherently harmonized. Consequently, considering the system of Turkish Commercial Code and the rules of capital markets law together is a necessity while applying the provisions about public offering.

Keywords: *Turkish Commercial Code, public offering, Capital Markets Law.*

* Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

I. Genel Olarak

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) önemli yeniliklerinden birisi de, halka açık anonim ortaklık kavramını tanıması ve halka açık anonim ortaklıklarla ilgili hükümler içermesidir. Eski Türk Ticaret Kanunu döneminde, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ve Kanun'un verdiği yetki çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğleriyle düzenlenen halka açık anonim ortaklıkların temel noktalarda TTK'da düzenlenmesi, düzenleme bütünlüğü bakımından yerindedir.

Sermaye piyasası hukukunun temel kavramlarından olan halka arz da, Kanun'un amacıyla bağlantılı olarak TTK'da yer almıştır. Halka açık anonim ortaklık yapısının ayırıcı unsuru olan halka arz, yöntem olarak sermaye piyasası hukukunun konusunu oluşturmaktadır. Ancak TTK'da üç noktada halka arz kavramıyla bağlantı kurulmuştur: Kuruluş ve sermaye artırımında halka arz, yeniden yapılanma işlemlerinde halka arz ve yasaklayıcı bir hüküm olarak halktan para toplanması, bu bağlamda kayıt yükümlülüğüne uyulmaksızın halka arz.

Sermaye piyasası hukukuna özgü bir kavram olan halka arzın, temel yasada tanınması, TTK ve SPKn arasında bütünlüğün kurulması bakımından önemlidir ve bu anlamda, yeni bir dönem başlamıştır. Ancak sermaye piyasası hukukunun özelliklerine uygun biçimde şekillenen halka arz kavramı, TTK sistemiyle tam bir uyum içinde değildir. Bu nedenle TTK'da halka arzla bağlantı kurulan noktalarda, konunun, TTK sistemi ve sermaye piyasası hukuku açısından bütünlük içinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

II. Kuruluşta ve Sermaye Artırımında Halka Arz

A. Halka Arzın Elverişliliği Değerlendirmesi

TTK'nın "Halka arz edilecek paylar" başlıklı 346 ncı maddesinde kuruluşta halka arz düzenlenmiştir. Esas sermaye sisteminde sermaye artırımında nakdi sermaye taahhüdünü düzenleyen 459 uncu maddenin 3 üncü fıkrasında da 346 ncı maddeye atıf yapılmış ve anılan maddenin, kıyas yoluyla uygulanması öngörülmüştür. Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı konusunda TTK 460.3 hükmünde, 459 uncu maddede atıf yapıldığından, sermaye artırımında halka arz yöntemi kayıtlı sermaye sisteminde de uygulanabilecektir.

SPKn yürürlüğe girdikten sonra, uygulanma olanağı kalmayan, eski Türk Ticaret Kanunu'nun tedrici kuruluş ve sermaye artırımına ilişkin hükümlerinin yerine, TTK'da halka arz modeli benimsenmiştir. Böylece kuruluşta veya sermaye artırımında yeterli sermayeye sahip olmayan veya ortaklığa özgüleyeceği sermayesini sınırlamak isteyen kurucuların veya pay sahiplerinin, halktan sermaye sağlanmasına olanak tanınmıştır.

Kuramsal olarak sermaye gereksiniminin halktan sağlanması, sermaye birikiminin kolaylaştırılmasını ve halkın, yatırımlara ortak edilmesini sağlayan bir yöntem olarak olumlu özelliklere sahiptir. Ancak kuruluş aşamasında halka arz modeli, halka arzın özelliklerine uygun değildir ve ancak sınırlı hallerde uygulama alanı bulabilecektir. Zira halka arzın başarılı olabilmesi için, yatırımcılara, başarılı bir geçmiş faaliyet performansı, istikrar kazanmış işletmeler, bunlara bağlı olarak geleceğe yönelik kazanç öngörülerinin sunulabilmesi önem taşır. Geçmiş olmayan bir ortaklığa yatırımcının kaynak ayırması olağan bir yöntem değildir. Nitekim sermaye piyasası araçlarının borsaya kotasyonunun düzenlendiği İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin, payların ilk kotasyon koşullarının düzenlendiği 13 üncü maddesinde, payları kote edilecek ortaklığın, kuruluşundan itibaren en az üç yıl geçmiş olması ve halka arz edilecek payların piyasa değerine bağlı olarak, son iki yıldan birisinde veya her ikisinde kar etmiş olması koşulları aranmıştır.

Görüldüğü gibi kotasyon koşulları da, borsada işlem görecektir payları çıkaran ortaklığın bir faaliyet geçmişinin olmasını ve karlılık anlamında faaliyet başarısının varlığını öngörmektedir. Halka arzın başarılı olabilmesi için, halka arz sonrasında payların işlem görebileceği, hızlı ve etkin biçimde paraya çevrilebileceği piyasanın varlığı

gereklidir. Bu anlamda, halka arz sonrasında borsada işlem görme koşulları gerçekleşmezse, yatırımcı, paraya çevrilebilirliği olmayan veya çok zayıf olan paylara yatırım yapmayı tercih etmeyecektir. Anılan nedenle kotasyon koşullarının sağlanması, halka arzın başarısı bakımından birincil öneme sahiptir. Kotasyon koşullarını taşımayan ortaklıkların çıkardığı payların, borasada işlem görebileceği ikinci ulusal pazar, gelişen işletmeler piyasası, serbest işlem platformu gibi pazarlar da mevcuttur. Ancak bu pazarlarda arz ve talebin oluşması süreci yavaştır ve paraya çevrilebilirlik özelliği de zayıftır.

Faaliyet geçmişi olmayan ve geçmiş faaliyet performansı ile yatırımcıda, ileriye dönük olumlu beklenti yaratamayan ortaklıkların, kuruluşta halka arzdan kaynak sağlama olanağı, sınırlı haller dışında yoktur. Kuruluşta halka arz, özgün niteliğe sahip yazılım, tedavisi olmayan veya güç olan bir hastalığın tedavisinde kullanılacak bir ilaç patenti, zararlı olmakla birlikte kazançlı hale getirilebilecek bir işletme gibi risk sermayesi özelliklerini taşıyan varlıklara sahip olan ortaklıkların sermaye gereksiniminin karşılanmasında kullanılabilir. Bu tip ortaklıkların faaliyet geçmişi bulunmamasıyla beraber, başarı şansı düşük, ama başarılı olursa büyük kazanç potansiyeli taşıyan varlıklara sahip olmaları nedeniyle, yatırımcının ilgisini çekmeleri mümkündür. Dolayısıyla kuruluşta halka arz, anılan risk sermayesi özelliği taşıyan ortaklıklarda işleyebilecektir.

Buna karşılık sermaye artırımında halka arza başvurma olanakları daha genişler. Bu ortaklıkların bir faaliyet geçmişi bulunduğu için, koşullarının halka arza uygun olması halinde, geçmiş faaliyet performansı ve buna bağlı olarak geleceğe dönük öngörülerle halka arzdan kaynak sağlanması mümkün olacaktır.

B. Halka Arzın Koşulları

1. Ana Sözleşmede Belirtme ve Taahhüt

TTK 346 hükmü uyarınca, halka arzın ana sözleşmede belirtilmesi ve ayrıca garanti edilmesi gerekir. Kurucular, nakdi sermayeyi, ana sözleşmede taahhüt edeceklerdir. Nakdi sermayenin halka arz yoluyla sağlanması tercih ediliyorsa, nakdi sermayenin tamamı taahhüt edilecek, ancak TTK 344 hükmünde öngörülen sistemden farklı olarak, payın itibari değerinin en az yüzde yirmi beşinin tescilden önce ödenmesi gerekmeyecektir. Ana sözleşmede, nakdi sermayenin tamamının taahhüt edilmesi ve bu sermayenin halka arz yoluyla sağlanacağı belirtilmesi halinde, nakdi sermaye karşılığında herhangi bir ödeme yapılmasına gerek olmadan, ortaklık ana sözleşmesi, Ticaret Siciline tescil ettirilebilecektir.

Halka arzın ana sözleşmede gösterilmesi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. TTK 346 hükmünde, nakdi sermayenin taahhüt edilmesi ve bu sermayenin halka arz yoluyla sağlanacağına "belirtilmesi" yeterli görülmüştür. Nitekim TTK 346.2 hükmünde, süresinde halka arz yapılmaması halinde TTK 344 sisteminin uygulanması, yani halka arz edilmeyen pay bedelinin yüzde yirmi beşinin ödenmesi hükme bağlanmıştır.

Halka arzın taahhüt edilmesinin gerekmemesi ve süresinde halka arz yapılması halinde, TTK 344 sisteminin dönülmesi ve herhangi bir yaptırımın öngörülmesi, kuruluşta ve sermaye artırımında, nakden taahhüt edilen payın itibari değerinin en az yüzde yirmi beşini tescilden önce ödemek istemeyen kurucuların veya ortakların, süre kazanmak için TTK 346 sistemini kullanmalarına elverecektir. Ancak burada kazanılabilecek sürenin, tescilden itibaren iki ayla sınırlı olması nedeniyle, TTK 346 sisteminin, amacına aykırı kullanılması olanağı da sınırlı olacaktır.

TTK 346 hükmünde, kuruluşta halka arzın ana sözleşmede belirtilmesinin yanı sıra ayrıca garanti edilmesi de hükme bağlanmıştır. Madde'deki "ayrıca" ibaresi, garanti olarak nitelenen taahhüdün, ana sözleşme dışında verileceğine işaret eder. Burada kurucular tarafından, ana sözleşmede verilecek bir taahhüt söz konusu değildir. Ancak ana sözleşme dışında verilecek taahhüdün, ortaklık ana sözleşmesinin Ticaret Siciline tescilinden önce verilmesi ve tescil sırasında bu taahhüdün varlığının aranması, TTK 346.1 hükmünün gereklerinin yerine getirildiğinin tespiti bakımından gereklidir.

TTK 346 hükmünde garanti olarak nitelenen taahhüt, halka arz süreciyle bağlantılı olduğundan, bu taahhüdün, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen halka arz süreci bakımından değerlendirilmesi gerekir. Anılan taahhüt, halka arzın yapılmasına değil, halka arz yapıldığı takdirde, satılmayan payların satın alınmasına ilişkindir.

Payların halka arzını düzenleyen, SPK'nun Seri: I, No: 40 Tebliği'nin 3 no.lu ekinde, sermaye artırımı yoluyla halka arzda aranacak belgeler sayılmıştır. Bu bağlamda, halka arz edilecek payların halka arzda satılmaması halinde, satış süresinin bitiş tarihinden itibaren, bedelini tam ve nakden ödeyerek satın alınacağı ortaklığa karşı taahhüt edilmesi gerekmektedir. Bu taahhütname, sermaye artırımının tamamlanmasının güvence altına alınmasını amaçlamaktadır. Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda, satılmayan payların iptal edilmesi mümkün olduğu için, anılan taahhütname zorunlu değildir.

Taahhütnamenin, ortaklığın yanı sıra halka arzda pay satın alan diğer yatırımcıları da koruma işlevi vardır. Yatırımcılar, sermaye artırımının tamamlanacağı inancıyla yatırım kararı almışlardır. Daha sonra artırımın tamamlanamaması halinde, arada geçen zamanda kaçırılan fırsatlar ve yatırdıkları pay bedelinin faizden veya alternatif yatırım olanaklarından yoksun kalmak nedeniyle, yatırımcılar zarara uğrayacaktır. Ayrıca pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından verilmesi gereken bu taahhütname, halka arz fiyatının gerçekçi belirlenmesi bakımından da işleve sahiptir. Zira halka arz kısmen dahi olsa başarısız olduğu takdirde, taahhütname verenler, halka satılmayan payları taahhütnamedeki fiyat üzerinden satın almak zorunda kalacakları için, halka arzda pay fiyatının gerçekçi düzeyin üzerinde belirlenmesine fırsat vermeyeceklerdir.

Halka arzda, esas sermaye sisteminde sermaye artırımının tamamlanmasını güvence altına almak, yatırımcıları korumak ve halka arz fiyatının gerçekçi belirlenmesi sağlamak işlevlerine sahip olan bu taahhütname, TTK 346 hükmü uyarınca yapılan halka arzda da kullanılabilir. Bir başka deyişle, anılan maddede halka arzın garanti edilmesi olarak adlandırılan taahhüt, sermaye piyasası mevzuatında halka arzda verilmesi düzenlenen taahhüdü ifade etmektedir. Bu çerçevede kurucular, ana sözleşmede belirtildiği gibi, süresi içinde halka arz yoluna başvurulursa, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen, süresi içinde satılmayan payların satın alınmasına ilişkin taahhütnamenin verilmesi gerekecektir. TTK 346 hükmünde, taahhütnamenin kurucular tarafından verilmesi zorunlu kılınmamıştır. SPK'nın tebliğinde öngörüldüğü gibi, taahhütname kurucular veya bir aracı kuruluş tarafından verilebilir.

TTK 346 sisteminde sermaye artırımı yoluyla değil, ortakların pay satışı yoluyla halka arz söz konusudur. Zira halka arzdan önce ortaklık sözleşmesi Ticaret Siciline tescil edilmiş ve pay doğmuştur. Satıcılar, payın sahipleridir. Ancak payın asgari tutarı dahi henüz ödenmemiştir. Bu nedenle sermaye piyasası mevzuatında, esas sermaye sisteminde sermaye artırımı yoluyla halka arzda düzenlenen taahhütnamenin, ortakların pay satışına dayalı TTK 346 sisteminde de uygulanması mümkündür ve taahhütnamenin yukarıda açıklanan her iki işlevi de burada geçerlidir.

Sermaye artırımında, esas sermaye sisteminde TTK 459.1 hükmü; kayıtlı sermaye sisteminde TTK 459 hükmüne atıf yapan TTK 460.3 hükmü uyarınca atırılan sermayeyi temsil eden payların, ana sözleşmede veya iştirak taahhütnamesinde taahhüt edilmesi gerekmektedir. Artırılan sermayenin, halka arz yoluyla karşılanması tercih ediliyorsa, TTK 459.3 hükmünün TTK 346 hükmüne atıf yapması nedeniyle, TTK 346 sistemi uygulanabilir. TTK 346 hükmüne göre, halka arzın ana sözleşmede belirtilmesi gerekmektedir. Sermaye artırımında ise payın taahhüdü ana sözleşmede veya iştirak taahhütnamesinde yapılabilir. Ancak payın iştirak taahhütnamesinde taahhüt edilmesi halinde dahi, halka arzın, sermaye artımı için değiştirilen ana sözleşmede belirtilmesi gerekir. Aşağıda açıklandığı gibi, halka arzın tüm payları konu alması ya da kısmi halka arz halinde halka arzdan kaynak sağlamayı tercih etmeyen pay sahipleri-

rinin, pay bedelinin tamamını, SPK'r'nun kayda alma kararından önce ödemesi gerekecektir. Dolayısıyla halka arz kararı, bireysel olarak iştirak taahhütnamelelerinde alınmaya elverişli değildir. Pay sahiplerinin bu kararı aldıktan sonra, ana sözleşmede halka arzın belirtilmesi gerekir.

Sermaye artırımında halka arzın ana sözleşmede belirtilmesini gerektiren bir başka neden, ana sözleşme değişikliğinin Ticaret Siciline tescil edilmesidir. Üçüncü kişiler, tescil edilen ana sözleşmeden, artırılan sermayenin henüz ödenmediğini ve halka arzdan sağlanacak gelirle sermayenin ödeneceğini öğrenebilecektir.

2. Halka Arzın Sermayenin Tamamı İçin Yapılması – Kısmi Halka Arz Halinde Pay Bedelinin Tamamının Ödenmesi

Kuruluşa veya sermaye artırımında, sermayenin halka arzdan gelecek hasılatla ödenmesine olanak veren TTK 346 hükmü, nakden taahhüt edilen sermayeyi temsil eden payların itibari değerinin en az yüzde yirmi beşinin tescilden önce ödenmesini zorunlu kılan TTK 344 hükmüne istisna getirmektedir. Dolayısıyla kuruluşa veya sermaye artırımında, bir kısım pay sahibi, halka arz yoluna gitmek istemeyebilir. TTK 346 hükmünde düzenlenen halka arz yöntemini bir kısım pay sahibi tercih edebilir. Ancak kısmi halka arzda, payların SPK'r kaydına alınmasından önce, halka arza katılmayan pay sahiplerinin, pay bedellerinin tamamını ödemeleri zorunludur. Zira halka arz sonunda, ortaklık halka açık anonim ortaklık niteliğini kazanacaktır ve SPKn 7.III hükmü uyarınca, halka açık anonim ortaklıkların sermayesinin tamamen ödenmiş olması gerekir. Bu nedenle kuruluşa kurucuların sermaye artırımında ise pay sahiplerinin, halka arza katılmayı istememeleri halinde, taahhüt ettikleri pay bedelinin tamamını, SPK'r'nun kayda alma kararından önce ödemeleri zorunludur. Halka arzın, tescili izleyen iki ay içinde yapılması gerektiği için, bu pay sahipleri, TTK 344 hükmü çerçevesinde tescilden önce payın itibari değerinin en az yüzde yirmi beşini ödeyebilirler, ancak kalan kısmı da, en geç SPK'r'nun kayda alma işleminden önce ödemeleri gerekir. Aksi halde TTK 346 hükmünde düzenlenen, halka arz taahhüdü yoluyla sermayenin ödenmesi yöntemi, diğer pay sahipleri tarafından kullanılamayacaktır.

3. Süre

Halka arzın, ana sözleşmenin Ticaret Siciline tescilini izleyen iki ay içinde yapılması gerekir. TTK 346 hükmünde öngörülen iki aylık azami süreyi, halka arzın tamamlanması için değil, halka arz için gerekli hukuki sürecin başlatılması bakımından anlamak gerekir. Zira halka arz, sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen ayrıntılı bir kamuyu aydınlatma sürecinin tamamlanmasını, halka arza aracılık edecek aracı kuruluşla anlaşma yapılmasını, tanıtım faaliyetlerini, halka arz başvurusunun SPK'r'nda incelenmesini ve başvuru olumlu karşılırsa payların kayda alınmasını, kayda alma işlemini takiben satışın yapılmasını gerektirmektedir. Kayda alma başvurusunun SPK'r'nda inceleme süresi, SPKn 5.IV hükmü uyarınca azami otuz gündür. Halka arz için gerekli ön hazırlıklar ve kayıt sonrasındaki satış süreci de dikkate alındığında, halka arzın tümüyle tamamlanması için iki aylık süre yeterli olmayacaktır. Esasen TTK 346 hükmünde, iki aylık sürede halka arzın tamamlanması değil, payların halka arz edilmesi zorunlu kılındığından, payların halka arzı için SPK'r'na başvurulmasını yeterli görmek gerekir.

C. Pay Bedelinin Ödenmesi

1. Halka Arz Hasılatının Kullanılması

Kuruluştta, nakden taahhüt edilen ve halka arz edileceği belirtilen payların bedelinin ödenmesinde kullanılacak olağan kaynak, halka arz hasılatıdır. Halka arz hasılatının paylaşım yöntemi TTK 346.1 hükmünde düzenlenmiştir. Halka arz edilen paylar, kuruculara aittir. Zira kuruluşta, pay bedelinin ödenmesi kurucular tarafından taahhüt edilmiştir ve ana sözleşme Ticaret Siciline tescil edilmiştir. Kural olarak ortakların halka arzında elde edilen hasılat, satıcı ortağa ait olur. Ancak TTK 346'da düzenlenen halka arzda, pay bedelleri henüz ödenmemiştir. Bu özel durum nedeniyle, halka arz hasılatının kullanılma şekli, TTK 346.1'de özel olarak düzenlenmiştir. Halka arz hasılatı, öncelikle sermayenin ödenmesine özgülenecektir. Halka arzın öncelikli amacı, ana sözleşmede kurucular tarafından taahhüt edilen payların bedelinin ödenmesidir. Dolayısıyla payların satıcısı kurucu ortaklar olmasına rağmen, halka arz hasılatı, öncelikli amacına uygun biçimde, henüz ödenmemiş olan pay bedelinin ödenmesine özgülenecektir.

TTK 346 hükmünde, payların primli çıkarılma olasılığı da göz önüne alınmıştır. Ancak hemen belirtelim, kuruluşta payların primli çıkarılması istisnai bir durumdur. Henüz faaliyet geçmişi olmayan, sermayesi ile öz kaynakları arasında farklılık oluşmamış bir ortaklıkta, kuruluş aşamasında çıkarma primi öngörülmesinin ekonomik bir nedeni bulunmayacaktır. Bununla beraber ileriye dönük ciddi kazanç beklentisi yaratabilecek projeleri bulunan, ancak bu beklentiyi kuruluşta sermayeye yansıtamayan ortaklıklarda, kuruluşta çıkarma primi gündeme gelebilir. Risk sermayesi özelliği taşıyan bu tip bir ortaklıkta, yatırımcının prim ödemeyi kabul etmesi, öngörülen kazanç beklentisinin gerçekçiliğine bağlı olacaktır. Anılan istisnai halde, kuruluşta primli ihraç ana sözleşmede öngörülürse, halka arz hasılatının sermayeyi aşan kısmı prime özgülenecektir. Söz konusu tutar da, payı satan kurucu ortağa değil, ortaklığa ödenecektir.

Sermaye artırımında ise ekonomik koşulları olduğu takdirde, primli ihracın gerçekleşmesi mümkündür. Ortaklığın bir faaliyet geçmişi olacağından, öz kaynak-sermaye ilişkisine bağlı olarak primi haklı kılacak ekonomik koşulların gerçekleşme olasılığı daha yüksektir. Sermaye artırımında primli ihraca karar verildiği takdirde, prim, halka arz hasılatından karşılanacağı için, primin tamamının tescilden önce ödeneceğini öngören TTK 344 hükmüne bir istisna söz konusu olacaktır.

Nihayet payların halka arzında, itibari değeri veya karşılaştırılmışsa çıkarma primini aşan tutar, payı satan kurucuya veya pay sahibine ait olacaktır. Halka arzın sabit fiyatla yapılmadığı hallerde, halka arzda talebin yüksekliğine bağlı olarak piyasa primi oluşması olağandır. Ancak kuruluşta, yukarıda açıklanan nedenlerle primin ortaya çıkması istisnai hallerde söz konusu olabilir. TTK 346 hükmünde, piyasa priminin kurucu ortağa ödenmesi için, giderin düşülmesi öngörülmüştür. Burada sözü edilen gider, halka arz için yapılan giderdir. Esasen halka arz gideri, payını satan kurucuya veya pay sahibine aittir. Zira kaynağı halden sağlamayı tercih eden, kurucu veya pay sahibidir. Halka arz edilen paylar da kuruculara veya pay sahiplerine ait olduğundan, halka arz giderini de kurucuların veya pay sahiplerinin karşılaması gerekir. Bu ayırım, özellikle halka arzın başarısız olması durumunda önem kazanır. Halka arzdan, beklenen kaynak sağlanamazsa, halka arz giderine kurucular veya pay sahipleri katlanacaktır. Anılan nedenle TTK 346 hükmünde, halka arzdan elde edilen hasılatın, payın itibari değer karşılığına ve varsa prime mahsup edilmesinden sonra kalanın özgülenmesi aşamasında, giderlerin dikkate alınmasına gerek yoktur.

2. Halka Arz Edilmeyen Pay Bedellerinin Ödenmesi

Kuruluşa veya sermaye artırımında, sermayenin halka arz yoluyla yapılacak pay satışından karşılanması belirtilmesine ve halka arz yapılmasına rağmen, yeterli talebin olmaması nedeniyle halka arz başarılı sonuca ulaşmayabilir. Bu durumda, arz edilen paylara göre daha az talebin varlığı halinde, bir kısım pay satılmasına rağmen, bir kısmı satılmayabilir. Ortaya çıkan bu durumun çözümü, sermaye piyasası mevzuatında yer almaktadır. Yukarıda da değinildiği gibi SPK'nın Seri: I, No: 40 Tebliği'nin 3 no.lu ekine göre, halka arz edilecek payların halka arzda satılmaması halinde, satış süresinin bitişi tarihinden itibaren, bedelini tam ve nakden ödeyerek satın alınmadığı ortaktlığa karşı taahhüt edilmesi gerekmektedir. Halka arzda tüm paylar satılmadığı takdirde, satılmayan paylar, bedeli tam ödenerek, taahhütname verenler tarafından satın alınacaktır.

TTK 346.2 hükmünde, halka arz edilmesine rağmen satılmayan payların bedelinin tamamının, iki aylık süreyi izleyen üç gün içinde ödenmesi öngörülmüştür. Ödemenin yükümlüsü TTK hükmünde belirtilmemiştir. Ancak birinci fıkraya uyarınca verilen taahhütname gereği, halka arzda satılmayan payların, taahhütname verenler tarafından satın alınması gerekir. Ana sözleşmede belirtilmesine rağmen, tescili izleyen iki ay içinde halka arz yoluna başvurulmaması halinde, TTK 344 hükmüne uygun olarak, nakden taahhüt edilen payların, ana sözleşmede daha yüksek bir oran belirlenmemişse, yüzde yirmi beşinin, iki aylık süreyi izleyen üç gün içinde ödenmesi gerekecektir.

İkinci olasılıkta halka arz gerçekleştirilmediğinden, ödeme, pay sahiplerince yapılabılır. Pay sahipleri, payın asgari tutarını ödeme yükümlülüğünü yerine getirmezse, pay bedelini ifa etmemenin sonuçları doğacak ve iskat sürecinin işletilmesi gerekecektir.

Tescili izleyen dönemde, ekonomik göstergelerdeki olumsuz değişimler, siyasi nedenler gibi etkenlerle, taahhüt edilen tüm payların halka arz yoluyla satılmayacağı inancı oluşursa, taahhüt edilen payların bir kısmını konu alan kısmi halka arz yapılmasına engel yoktur. Bu halde kısmi halka arz konuları, süresi içinde satılmaması halinde, satılmayan paylar, satın alma taahhütnamesi verenlerce satın alınacak; halka arz edilmeyen payların bedeli ise pay sahiplerince, SPK kaydından önce ödenecektir. Ortaktlığın payları kısmen dahi olsa halka arz edileceği için, ortaklık halka açık anonim ortaklık statüsüne girecek, bu nedenle de, halka arz edilmeyen payların sahipleri, TTK 344 hükmündeki pay bedelini taksitle ödeme olanağından yararlanamayacaktır.

D. Halka Arzın Yapılmaması

Kuruluşa veya sermaye artırımında, ana sözleşmede gösterilmesine rağmen halka arzın kısmen veya tamamen gerçekleştirilmemesi herhangi bir yaptırıma bağlanmamıştır. Halka arzın yapılmaması, gerekli ekonomik koşulların oluşmaması nedeniyle veya tescilden önce, taahhüt edilen pay bedelinin en az yüzde yirmi beşinin ödenmesi zorunluluğunu ertelemek amacıyla söz konusu olabilir. TTK 346 hükmünde, halka arz için, tescili izleyen en fazla iki aylık süre öngörüldüğü için, tescilden önce ödeme yükümlülüğünü ertelemek için, halka arzın öngörülmesi, ödeme için uzun zaman kazandırabilecek bir yöntem değildir. Ancak ister TTK 344 hükmündeki ödeme sistemini aşmak, ister dışsal etkenler nedeniyle olsun, TTK 346 sistemi başlatıldıktan sonra halka arzın, haklı bir sebep olmaksızın gerçekleştirilememesi halinde, halka arzı gerçekleştirilmeyen pay sahiplerine hukuki yaptırım öngörülmesi yerinde olurdu.

Kuruluşa halka arzın ana sözleşmede belirtilmesinden sonra, halka arzın gerçekleştirilmemesi, ana sözleşmenin değiştirilerek, halka arzın ana sözleşmeden çıkarılması ya da ana sözleşmede herhangi bir değişiklik yapmadan, fiilen iki aylık sürede halka arz gerçekleştirilmemesi suretiyle ortaya çıkabilir. TTK 350 hükmündeki, ana sözleşmede belirtilen halka arzın, kurucular, yönetim kurulu veya yetkili herhangi bir organ tarafından onaylanmış kabul edileceğine ilişkin hüküm, ortaklığın yetkili organlarının ayrıca bir karar almasına gerek kalmaksızın halka arzın yürütülmesini ve halka arz için gerekli işlemlerin yapılmasında ortaklığın işbirliği göstermesini sağlar. SPK'nın, halka arzda payları kayda alırken, mevzuatın öngördüğü incelemeleri yap-

mak ve bu çerçevede karar almak yetkisi saklıdır. Aksi halde kuralsız halka arza fırsat verilir ve bu sonucun, yatırımcıları zararı uğratacağında kuşku yoktur.

Sermayenin tamamen ödenmiş olması, ana sözleşmenin sermaye piyasası mevzuatına uygun hale getirilmesi, finansal tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi gibi işlemler, ortaklığın işbirliği ile gerçekleştirilebilecek işlemlerdir. Özellikle sermaye artırımında halka arzda, ortaklığın faaliyet geçmişi bulunacağından, bu işlemlerin yapılmasındaki işbirliği gereksinimi daha da artacaktır. İşte TTK 350 hükmü, halka arzın, kurucuların yanı sıra, ortaklık organları tarafından onaylanmış kabul edileceğini öngörerek, işbirliğinin hukuki temelini oluşturmaktadır. Ancak madde gerekçesine ileri sürülen düşüncenin aksine, tescilden sonra ana sözleşmeyi değiştirerek, halka arzdan vaz geçmek mümkündür. Sadece bu halle sınırlı olmaksızın, iki aylık sürede halka arzı gerçekleştirilmemesinin sonucu, TTK 346.2 hükmünde düzenlenmiştir. Halka arz edilmeyen pay bedelinin en az yüzde yirmi beşinin, iki aylık süreyi izleyen üç gün içinde ödemesi gerekir. Ana sözleşme değişikliği nedeniyle, halka arzın gerçekleştirilmeyeceği, iki aylık sürenin bitiminden önce kesinleşirse, üç günlük süreyi, bu tarihten itibaren hesaplamak yerinde olur.

III. Birleşme İşlemlerinde Halka Arz

Devralma yoluyla birleşmede, devralan ortaklıkta, devrolunan ortaklık ortaklarına pay verilebilmesi için gerekli miktarda sermaye artırılması gerekecektir. TTK 142.1 hükmünde, bu kural hükmüne bağlandıktan sonra, ikinci fıkrada, halka açık anonim ortaklıklarda, payların SPK'ya kaydına alınmasına ilişkin olanlar dışında, yeni payların halka arzına ilişkin hükümlerin uygulanmayacağı öngörülmüştür. Bu istisna hükmü aynı zamanda, kanun koyucunun, halka arz kavramına yaklaşımı bakımından da önem taşımaktadır.

TTK 142.2 hükmünde, TTK 330 hükmünden farklı bir esas belirlenmiştir. TTK 330 hükmünde, özel kanunlara tabi anonim ortaklıklara, özel hükümler dışında, TTK'nın anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerinin uygulanması öngörülmüştür. Oysa TTK 142.2 hükmünde, birleşme işlemlerinde, Kurul kaydı dışındaki halka arzı ilişkin hükümlerin uygulanmaması hükmüne bağlanmıştır. Bu hüküm uyarınca, devralan konumundaki halka açık anonim ortaklığın yapacağı sermaye artırımında, payların halka arzına ilişkin hükümler uygulanmayacak, fakat paylar Kurul kaydına alınacaktır. Böylece TTK 330 hükmünde düzenlenen, özel hükümlerin öncelikle uygulanması kuralından ayrık bir düzenleme yapılmıştır.

TTK 142.2 hükmünde, birleşme sürecinde devralan ortaklıkta yapılacak sermaye artırımını nedeniyle çıkarılan payların Kurul kaydına alınması öngörüldüğünden, bu süreçte uygulanmayacak hükümleri tespit edebilmek için, payların Kurul kaydına alınmasının hukuki niteliğinden hareket etmek gerekir. Kurul kaydı, kayda alınan sermaye piyasası araçlarıyla ilgili olarak yeterli ve doğru kamuyu aydınlatmanın yapıldığının tespitini ifade eder. SPK'nın 5. III hükmüne göre, açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürtüst biçimde yansıtmadığı sonucuna varılırsa, sermaye piyasası aracının, Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilecektir. Kurul kaydına almak, yeterli ve doğru kamuyu aydınlatmanın yapıldığının tespiti işlemi olduğuna göre, Kurul kaydı ve kamuyu aydınlatma birbirinden ayrılmaz bir bütün oluşturur. Bu nedenle TTK 142.2 hükmünde, birleşmede uygulanması öngörülen Kurul kaydına almaya ilişkin hükümler, kamuyu aydınlatma hükümlerini de kapsamaktadır. Zira kamuyu aydınlatma ve Kurul kaydı işlemini birbirinden ayırmaya olanak yoktur.

Kamuyu aydınlatma hükümlerini geniş yorumlamak gerekir. Yatırımcıların, birleşmede sermaye artırımında devrolunan ortaklık ortaklarının, kararını etkileyebilecek her türlü bilginin tam, doğru ve zamanında açıklanmasını sağlayacak işlemleri, kamuyu aydınlatma kapsamında değerlendirmek gerekir. Bu bağlamda, SPK'nın Seri: I, No:31 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde, taraflarından birisi halka açık anonim ortaklık olan birleşme işlemlerinde öngörülen, özel bağımsız denetim, uzman kuruluş incelemesi gibi işlemler de, kamuyu aydınlatma hükümleri kapsamında değerlendirilmelidir. Sermaye piyasası mevzuatında yer alan bu kamuyu aydınlatma hü-

kümlelerinin, uygulanabilmesinin bir başka hukuki dayanağı, TTK 134.2 hükmüdür. Anılan hüküm, TTK'nın yeniden yapılanmaya ilişkin hükümlerine aykırı olmayan, diğer kanun hükümlerini saklı tutmuştur. Diğer kanun hükümlerinin kapsamına, kanunun verdiği yetkiye dayanarak çıkarılan ikincil mevzuat da dahildir. Dolayısıyla TTK'da yapılan düzenlemeye aykırı olmadıkça, sermaye piyasası mevzuatı hükümleri de uygulama alanı bulacaktır. Kamuyu aydınlatma kavramı içinde değerlendirilmesi gereken ve bu nedenle TTK 142.2 hükmü uyarınca da uygulanabilecek olan özel bağımsız denetim, uzman kuruluş incelemesi, TTK 134.2 hükmüne göre evleviyetle uygulama alanı bulabilecektir. Zira TTK'nın yeniden yapılanmaya ilişkin hükümlerinde, bu işlemlerin yapılmasını engelleyen aksine hükümler yoktur.

Birleşme işlemlerinde, devralan halka açık anonim ortaklığın yapacağı sermaye artırımında sermaye piyasası mevzuatının kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümlerinin uygulama alanı bulacağını tespit ettikten sonra, uygulanmayacak hükümlerin kapsamını belirlemek gerekir. Birleşme sürecinde yapılacak sermaye artırımının özelliği, çıkarılan payların, devrolunan ortaklık ortaklarına özgülenmesidir. Bir başka deyişle, payların üçüncü kişilere satışı söz konusu olmamaktadır. İşlemin bu özelliği gereği, satışa ilişkin hükümler zaten uygulama alanı bulmayacaktır. Nitekim sermaye piyasası mevzuatında da, birleşme sürecinde yapılan sermaye artırımına özgü olarak muafiyetler getirilmiştir. Örneğin ihraççıların yükümlülüklerine muafiyet getirilmesine ilişkin olarak SPK'nın Seri: IV, No: 39 Tebliği'nin 6 ncı maddesinde, bir duyuru metni yayımlanması kaydıyla, birleşme ve bölünme nedeniyle yapılan sermaye artırımlarında, izahname düzenlenmesine gerek yoktur. O halde TTK 142.2 hükmü çerçevesinde, birleşmede yapılacak sermaye artırımında halka arza ilişkin olarak uygulanmayacak hükümler satışa ilişkin hükümlerdir. Birleşme sürecinde yapılan sermaye artırımında çıkarılan payların devrolunan ortaklık ortaklarına özgülenmesi nedeniyle, kamuyu aydınlatma konusunda sermaye piyasası mevzuatında getirilen istisnaların uygulanmasının hukuki dayanağı da, TTK 142.2 hükmü değil, sermaye piyasası mevzuatıdır. Ayrıca birleşme işlemlerinde ara bilanço hazırlanması zorunluluğu, TTK 144.1'de özel olarak düzenlendiğinden, bundan farklı esaslar öngören sermaye piyasası mevzuatı hükümleri de uygulanmayacaktır.

IV. Halktan Para Toplanması¹

TTK 552 hükmünde, bir ortaklık kurmak veya sermaye artırmak amacıyla veya vaadiyle halktan para toplanması SPK'nın iznine bağlanmış, izin yükümlülüğüne aykırılığın sonuçları ve alınabilecek önlemler düzenlenmiştir. Madde kapsamında halktan para toplamak fiilinin, ortaklık kurmak veya sermaye artırmak amacı veya vaadiyle gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Anonim ortaklığın yanı sıra diğer ortaklık türleri için de, madde uygulama alanı bulacaktır. Bir başka deyişle herhangi bir ticaret ortaklığının kuruluşu veya sermaye artırımı amacıyla veya vaadiyle para toplanması, Madde'nin uygulama alanına girmektedir. Borçlar Kanunu'nda düzenlenen adi ortaklık TTK 552 hükmünün kapsamına girmemektedir.

TTK 552 hükmünde düzenlenen fiilin unsurları gerçekleştiğinde, SPK'ndan izin alınması gerekecektir. Bu hüküm, SPK'nın 4.1 hükmünde düzenlenen kayda alma sistemine yabancıdır. SPK'nın 5.III hükmü, kayda alma sisteminin özünü açıklamaktadır: Kamuya yapılan açıklamaların yeterli olması ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtması durumunda, sermaye piyasası araçları kayda alınacaktır. Bu sistem kamuyu aydınlatma esasına dayanmaktadır. İzin sistemi ise kayda alma sisteminden farklıdır.

¹ Halktan para toplanmasını düzenleyen TTK 552 hükmü, sempozyumda sunuşun yapıldığı tarihten sonra 26.6.2012 tarih ve 6335 sayılı kanunla değiştirilmiştir. Bu değişiklik çerçevesinde, sempozyumda yapılan sunuştaki, bu maddeye ilişkin açıklamalar güncelliğini yitirmiştir. Ancak sempozyumdaki sunuşun bütünlüğünü bozmamak bakımından, konuya ilişkin açıklamalar da metinde korunmuştur. Bu açıklamalarda atf yapılan TTK 552 inci maddesi, 6335 sayılı kanunla yapılan değişiklikten önceki metni ifade etmektedir.

İzin sisteminde kamu otoritesi ekonomik yerindelik incelemesi yapmaktadır. SPKn'nda esas olan kamuyu aydınlatma sistemine yabancı olan izin sisteminin TTK'da öngörülmesinin tutarlı bir tercih olmadığı açıktır. Ayrıca SPKr'nun yasal işlevlerine de terstir.

Madde'nin tüm ticaret ortaklıklarını kapsamaması ve yetkili makam olarak da SPKr'nu belirlemesi, SPKr'nun yasal işlevlerini ve çalışma şeklini değiştirecek bir düzenlemedir. SPKn 3.h hükmündeki "ihraççı" tanımına ortaklık türü olarak sadece anonim ortaklıklar girmektedir. Kurul'un tüm düzenlemeleri, izleme ve denetim sistemi, anonim ortaklık temeli üzerine kurulmuştur. TTK 552 hükmünde tüm ticaret ortaklıklarıyla ilgili olarak Kurul'a verilen yetki ve görev, SPKr'nun yasal işlevlerinin kökten değişmesine yol açacaktır.

Ortaklık kurmak, sermaye artırmak "amacı" veya "vaadi", Madde'de düzenlenen iki ayrı haldir. Söz konusu iki hal arasındaki ayırım belirgin değildir. Amaç, para toplanmaya ilişkin, dışa açılmamış manevi unsuru ifade eder. Vaat ise para toplama veya sermaye artırımının amacının, üçüncü kişilere yansımalarıyla ortaya çıkar. Dolayısıyla vaa-din, amacın açıklanması suretiyle birbirini izlemesi olağandır. Ancak para toplanırken, amaç unsuru gerçekleşmeden üçüncü kişiye vaa-de bulunulması da söz konusu olabilir. Madde'de kullanılan "veya" bağlacına, ikinci olasılık çerçevesinde anlam yüklemek gerekir.

TTK 552 hükmünün TTK 346 hükmüyle ilişkisini de değerlendirmek gerekir. TTK 346 hükmünde, kuruluş sermayesinin, halktan sağlanmasının yöntemi düzenlenmektedir. TTK 459.3 hükmünün atfı yoluyla, sermaye artırımında artırılacak tutarın halktan sağlanması da mümkündür. Esas itibarıyla TTK 346 ve 459.3 hükümlerinde kuruluş sermayesinin veya artırılacak sermayenin sağlanması amacıyla halktan para toplanması söz konusudur. Ancak TTK 552 ve 346 hükümlerinin öngördüğü sistem birbirlerinden tamamıyla farklıdır. TTK 346 hükmünde, sermayenin ana sözleşmede taahhüt edilmesi ve halka arz edileceğinin belirtilmesi gerektiğine göre, TTK 552 hükmü, sermayenin taahhüt edilmediği; ortaklık kurmanın veya sermaye artırımının niyet aşamasında olduğu dönemlerde uygulanabilecektir. TTK 552 hükmüne göre izin almak suretiyle para toplandığı takdirde, kuruluşta veya sermaye artırımında yasaya veya ana sözleşmeye göre ödenmesi gereken asgari tutar tescilden önce ödenecektir.

Halktan para toplanması unsurunu incelerken, "halk" ve "para toplanması" kavramlarına açıklık getirmek gerekir. Madde gerekçesinde "halk" kavramının, çok sayıda kişiye başvurulmasını, el ilanı ve bunun gibi araçlar dağıtılmasını, ilan verilmesini, belirsiz veya belirli kişilerin bir yere çağrılmasını, başvuruda bulunulmasının istenmesini ifade ettiği belirtilmiştir. Halk kavramının belirlenmesinde, hedef kitlenin genişliği belirleyici ölçütü oluşturmaktadır. Zira hedef kitle genişledikçe, bilgi alma olanakları daralmakta, kitlenin yönlendirilmesi kolaylaşmaktadır. Bu nedenle hedef kitle genişledikçe, özel koruma mekanizmalarına gereksinim duyulmaktadır. Geniş bir hedef kitlenin varlığı halinde, bu kitlenin sınırlarının belirli olması önem taşımayacaktır. Örneğin belli bir ildeki hemşehrilere yönelik para toplama girişiminde, hedef kitle sınırlanabilir olmakla birlikte, kitlenin genişliği nedeniyle TTK 552 hükmü anlamında halkın varlığından söz edilebilir.

Para toplama kavramını da geniş yorumlamak gerekir. Bankalar aracılığıyla veya elden para toplanmasının bu kapsama girdiğinde kuşku yoktur. Bunun yanı sıra kambiyo senedi alınması, paraya çevrilebilir değerler toplanmasını da, TTK 552 hükmündeki para toplamak fiilinin kapsamında değerlendirmek gerekir. Burada amaç geniş hedef kitlenin korunması olduğundan, ticaret ortaklığına aynı sermaye olarak konabilen değerlerin toplanması da, yine TTK 552 hükmü kapsamında olacaktır. Zira söz konusu aynı sermaye unsurlarının paraya çevrilebilme özelliği vardır.

SPKr'nun, izin başvurularını incelerken, başvuru sahibinin ortaklık kurmak veya sermaye artırmak amacının nesnel olarak varlığını araştırması gerekecektir. Ancak özellikle bir ortaklık kurmak amacını nesnel ölçütlerle değerlendirmek mümkün değildir. TTK 552 hükmü, kamuyu aydınlatma sisteminden ayrıldığı için, SPKr, ortaklık kurmak amacını ekonomik yerindelik açısından değerlendirecektir. Ancak bu değerlendirilmenin nesnel temellere dayanması olası değildir.