



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**EK SATIŞ HAKKININ KULLANIMI, PİYASA YAPICILIĞI İŞLEVI
AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ, ÇEŞİTLİ ÜLKE
UYGULAMALARI
(OVERALLOTMENT OPTION)**

YETERLİK ETÜDÜ

**Neslihan BODEN
Uzman Yardımcısı**

ANKARA, 2001

**EK SATIŞ HAKKININ KULLANIMI, PİYASA YAPICILIĞI İŞLEVİ
AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ, ÇEŞİTLİ ÜLKE UYGULAMALARI
(Overallotment Option)**

GİRİŞ	3
BİRİNCİ BÖLÜM : HALKA ARZ SONRASI FİYAT İSTİKRARI SAĞLANMASINA YÖNELİK FAALİYETLER KAPSAMINDA FAZLA TAHSİS HAKKI VE İŞLEVİ	5
1.1. Genel Olarak	5
1.2. A.B.D. Uygulaması.....	6
1.2.1. Fazla tahsis hakkının kullanılması	9
1.2.2. Fazla tahsis hakkının kullanılmaması	10
1.3. İngiltere Uygulaması.....	12
İKİNCİ BÖLÜM : FAZLA TAHSİS HAKKI VE TÜRK SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA YER ALAN “EK SATIŞ HAKKI” KAVRAMININ İŞLEVLERİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE KARŞILAŞTIRILMASI	13
2.1. Ek Satış Hakkı.....	13
2.2. Ek Satış Hakkı ile Fazla Tahsis Hakkının İşlevleri Açısından Karşılaştırılması ..	15
2.2.1. Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. Örneği.....	17
2.2.2. Vakko Tekstil A.Ş. Örneği.....	19
2.2.3. Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. Örneği.....	22
2.3. Mevzuatta “Ek satış hakkı” ve ‘Fazla tahsis hakkı” Ayrımının Yapılmasının Gereği.....	24
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	30
<i>EK DİZİNİ</i>	38
KAYNAKÇA.....	39

**EK SATIŞ HAKKININ KULLANIMI, PİYASA YAPICILIĞI İŞLEVİ
AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ, ÇEŞİTLİ ÜLKE UYGULAMALARI
(Overallotment Option)**

GİRİŞ

Şirketlerin halka açılma süreçlerinde ihraç edilecek hisse senetlerinin ilgili sermaye piyasası otoritesi tarafından kayda alınması ve hisse senetlerinin yatırımcılara geçmesi ile sonuçlanan yasal prosedürün tamamlanmasının ardından halka arz işlemi gerçekleşmiş olmakla beraber, bu aşamada sonuçlanan sadece halka arz sürecinin birinci aşamasıdır. Halka arz işleminin başarıyla sonuçlandığından bahsedilmek için artık piyasada dolaşımda olan hisse senetlerinin ihraççı şirketin ve yatırımcısının beklentilerini boşuna çıkarmayacak şekilde performans göstermesi gerekmektedir.

Halka arz sonrası dönemde hisse senetlerinin sergileyeceği fiyat performansı; gerçekleştirilen pazarlama faaliyetleri, ekonominin içinde bulunduğu genel trend veya hisse senedinin halka arz fiyatının ne kadar doğru tespit edildiği gibi bağımsız pek çok değişkene bağlı olmakla beraber, ihraççı şirketler ve aracı kurumlar tarafından halka arz edilen hisse senetlerinin hem kendilerini hem de yatırımcısını mağdur etmeyecek bir seyir izlemesi amacıyla piyasanın kendi dinamikleri içerisinde ortaya çıkmış çeşitli mekanizmalar kullanılmaktadır. Genel olarak piyasa yapıcılık faaliyetleri arasında değerlendirilebilecek bu mekanizmalardan biri de uluslararası literatürde “overallotment option” olarak adlandırılan ve bu çalışma kapsamında da “fazla tahsis hakkı” veya “fazla tahsis opsiyonu” olarak adlandırılacak olan uygulamadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, fazla tahsis hakkının tanımlanmasına çalışılmış olup, halka arzlarda tercih edilmesinin altında yatan nedenler, çalışma esasları, halka arz sonrası dönemde fiyat istikrarının sağlanmasında oynadığı rol ve özellikle ilk uygulandığı ülke olarak A.B.D.’ndeki uygulama esasları üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise uluslararası literatürde geçerli esaslarıyla tanımlanan fazla tahsis hakkının ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında yer alan "ek satış hakkı" kavramıyla özellikle işlevleri açısından karşılaştırılması yapılmış, ülkemizde gerçekleştirilen halka arzlarda ek satış hakkı uygulananlardan birkaçı incelenmiş ve sözkonusu iki kavramın birbirinden ayırt edilerek mevzuatımıza yerleştirilmesi gerekliliği yönünde tespitlerde bulunulmuş ve anılan hususun çözümüne yönelik öneriler geliştirilmesine çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

HALKA ARZ SONRASI FİYAT İSTİKRARI SAĞLANMASINA YÖNELİK FAAALİYETLER KAPSAMINDA FAZLA TAHSİS HAKKI VE İŞLEVİ

1.1. Genel Olarak

Şirketlerin halka açılma süreçlerinde, diğer bir deyişle özellikle hisse senetlerinin ilk halka arz işlemlerinde aracı kurumlarından çok çeşitli hizmetler beklenmektedir. Esas itibarıyla, çoğu zaman halka arz edilecek hisse senetlerinin toplam büyüklüğü ile orantılı olarak belirlenen sayıda aracı kurumdan oluşan konsorsiyum, halka arzın sorumluluklarını, getirilerini ve risklerini müşterek olarak paylaşan bir yükleniciler grubudur. Konsorsiyumdan halka arz işlemini başarıyla tamamlamalarının yanısıra halka arz edilecek hisse senedi için ikincil piyasa desteği sağlamaları beklenmektedir. İdeal olarak, halka açılacak şirketler, yönettiği arz için devamlı olarak piyasa yapıcı işlevini yerine getirebilecek aracılar aramaktadırlar.

Bir aracı kurumun seçimi aşamasında, ihraççı açısından kendisi ile aracılık sözleşmesi imzalanması düşünülen aracı kurumun, halka arzın ilk aşamasını başarıyla gerçekleştirmeye, hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesinden sonra fiyatının gerileyerek yatırımcısını mağdur etmeyecek bir istikrarda seyrine olanak veren bir satış ve destek politikası izlemeye yetecek gücünün olup olmadığına bakılmalıdır. İhraççı, halka arz ettiği hisse senetlerinin ikincil piyasalarda prim yapmasını, bunu sağlamak için gereğinde kullanılacak destekleme mekanizmalarının bulunmasını ve bunların aracı kurum tarafından uygulanmasını ister. Aracı kurum ise kendi saygınlığının ölçülmesine de neden olacak dağıtım ve satış sonrası destek politikalarını finansal yük altına girmeden başarıya ulaştırmayı hedefler. Fazla tahsis düzenlemesi tarafların karşılıklı konularının ortak noktada, ortak amaca dönük olarak kesişmesini sağlamaya yönelik bir olanaktır.

Halka arz çalışmaları dahilinde, ihraççı ve aracı kurum tarafından

kararlaştırılması gereken en hassas konular, ihraç ve halka arz edilecek hisse senetlerinin fiyatı ve halka arz edilmesi planlanan payların toplam tutarıdır (Chen&Cotter,2000:2). Bu iki konu ihraççı ve aracı kurum tarafından halka arzın başarısı açısından detaylı olarak üzerinde durulması gereken önemli hususlardır.

Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasada işlem görmeye başladığı tarihte halka arz işlemi henüz tamamen sonuçlanmamıştır (Ellis&Michaely&O'hara,2000:6). İkincil piyasa işlemlerinin başlaması sonrasında özellikle aracı kurumun yerine getirmesi gereken pek çok ve önemli görevleri vardır. Yukarıda da belirtildiği üzere bunların başında piyasa sonrası stabilizasyon¹ faaliyetleri gelmektedir. Fazla tahsis opsiyonunun kullanılıp kullanılmayacağına ilişkin karar da sözkonusu stabilizasyon faaliyetleri arasında yer almaktadır.

En özet tanımıyla, fazla tahsis opsiyonu, halka arzı gerçekleştiren aracı kurum ya da konsorsiyuma, ihraççı ile anlaşarak, yukarıdaki amaca dönük olarak değerlendirmek üzere, gerektiğinde bir miktar daha hisse senedini ihraç fiyatından alma hakkını kullanıp kullanmama yetkisi vermektedir.

Uluslararası literatürde “overallotment option” olarak anılan fazla tahsis opsiyonunun, sözkonusu opsiyonun tercih edilmesinin altında yatan nedenleri de anlamak amacıyla, piyasanın gereği olarak ilk ortaya çıktığı Amerika Birleşik Devletleri'nde oluşturulmuş esasları üzerinde durulması, daha sonra kısaca İngiltere'deki uygulamasına da değinilerek sonunda ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında yer alan “ek satış hakkı” kavramı ile karşılaştırılması uygun olacaktır.

1.2. A.B.D. Uygulaması

Fazla tahsis opsiyonu ilk olarak A.B.D.'nde Green Shoe Company'nin halka arzı

¹ Hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başlamasının ardından fiyat istikrarının sağlanması.

sırasında ortaya çıktığından uluslararası literatürde “*Overallotment Option*” tanımlamasının yanısıra “*Greenshoe Option*” olarak da bilinmektedir

İlk halka arzlarda piyasa yapıcılığı görevini kimin yerine getireceği literatürde cevap arayan önemli sorulardan biridir. Bu çerçevede A.B.D.’nde gerçekleşen halka arzlar üzerinde yapılan çalışmalardan elde edilen ilginç bir sonuç ilk halka arzlarda konsorsiyum lideri olan aracı kurumun her zaman piyasa yapıcı olarak hareket ettiğidir (Ellis&Michaely&O’hara,2000:10). Bu noktada fazla tahsis opsiyonunun rolü önem kazanmaktadır.

En temel tanımıyla fazla tahsis opsiyonu halka arzın yüklenici olan aracı kuruma ihraç tarihini takip eden 30 gün içerisinde halka arz edilen payların %15’ine kadar ek payı ihraççı firmadan halka arz fiyatından satın alma opsiyonu tanımaktadır. Bu opsiyonun tercih edilmesinin altında yatan en önemli neden aracı kuruma fazla risk üstlenmeden halka arz sonrası dönemde destek alımlarında bulunma imkanı tanınmasıdır.

Yukarıda yer alan tanımdan anlaşılacağı üzere, bu hak kapsamında aracı kurumların aracılık sözleşmesinde yer alan halka arz edilmesi planlanan tutardan daha fazla hisse senedini satışına izin verilmektedir. Böylece aracı kurumlar kısa pozisyon almakta, dolayısıyla hisse senetleri için halka arzı takiben piyasa koşullarının iyileştirilmesi imkanına sahip olmaktadırlar(Aggarwal,2000:18). Aracılık sözleşmesinde çoğu kez aracı kurumlara ihraççıdan veya hisse senetlerini satan hissedarlardan ek hisse senetleri satın alma opsiyonu tanınmasının amacı yukarıda belirtilen fazla tahsisleri (overallotment) kapatabilmektir. Bu tür hisseler ilk halka arz sürecinde hisse senetlerine uygulanan fiyat üzerinden satın alınabilmektedir.

Aracı kurumlara, aracılık sözleşmesinde belirtilen miktardan daha fazla hisse senedi satmaları halinde, ihraççı şirketten belirli bir miktara kadar ilave hisse senedi satın alabilme imkanı veren fazla tahsis opsiyonu için ayrılan hisse miktarı Menkul

Kıymetler Aracıları Birliği (NASD) tarafından belirlenen maksimum sınıra (%15) kadar olabilmektedir.

A.B.D.'nde ortalama olarak aracı kurum ve ihraççı firmanın halka arz için anlaşması ile halka arzın gerçekteşmesi arasında 2 ila 4 ay arası bir süre geçmektedir. Bu süreçte, satılacak hisse senedi miktarı, yüklenici ücreti ve halka arz fiyatı gibi pek çok önemli konu çözülmektedir. Bunlar içinde halka arz edilecek hisse senedi miktarı ile halka arz fiyatı belirlenecek en önemli konulardır. A.B.D.'nde gerçekteşen halka arz sürecinde, ihraççı şirket genelde, konsorsiyum lideri (managing underwriter) seçilince sözkonusu aracı kurum ile bir niyet mektubu (Letter of intent) imzalamaktadır. Sözkonusu mektup halka arza ilişkin konuları ve aracılık yüklenimini kapsamakta olup, daha sonra resmi aracılık sözleşmesi niyet mektubunun yerine geçmektedir. Aracı kurum komisyonunun ve halka arz fiyatının aksine, fazla tahsis miktarı genelde düzenlenen ön izahnamede belirtilmektedir.

A.B.D.'nde gerçekteşirilen halka arzların hemen hemen tamamında, aracılık sözleşmesinde fazla tahsis hakkı bulunmaktadır, çünkü ihraç edilmiş hisse senetlerinden daha fazlasını tahsis ederek kısa pozisyon yaratmak aracı kurumlara daha geniş bir hareket alanı sağlamaktadır. (Ellis&Michaely&O'hara,2000:19). Uygun satış miktarı ve tahsis tutarı gibi halka arza ilişkin detay bilgilerin tahmini, risk seviyesi yüksek şirketler için çok daha zordur. Fazla tahsisin bulunması aracı kurumun bu tür tahminlerde daha esnek davranabilmesini ve üstleneceği riski düşürebilmesini sağlamaktadır.

Durumu daha iyi örneklendirebilmek için toplam 100 birim hisse senedi ihraç edilecek olan bir halka arz düşünelim. Halka arz edilen 100 birim hisse senediyle birlikte ek satışa konu 15 birim (en fazla) hisse senedi de aracı kuruma ihraççı şirket tarafından 'alım veya iade opsiyonlu' olarak teslim edilecek, aracı kurum tarafından yatırımcılardan 100 birim yerine 115 birimlik talep toplanacak ve bu taleplere ilişkin bedeller tahsil edilerek, hisse senetleri yatırımcılara teslim edilecektir. Ancak tahsil

edilen bedellerin tamamı değil, 100 birime ait olan kısmı dağıtımın ardından ihraççıya ödenecek, geri kalan 15 birimlik bedel 30 gün süreyle, lider aracı kurumda piyasadan yapılması gerekebilecek destekleme alımlarında kullanılmak amacıyla bekletilecektir. Amaç, 30 gün içinde ikincil piyasaların seyrine göre dolaşımdaki hisse senetlerinin fiyatını dengede tutmak olduğu için, bu süre içinde fiyat hareketlerinin yönü ek alım hakkının kullanılıp kullanılmayacağını belirleyecek ve aracı kurum bu doğrultuda hakkın kendisine verdiği seçimi yapacaktır.

Yüklenici aracı kurum ilk başta halka arz edilmesi kararlaştırılan 100 birim hisse senedine ilave olarak 15 birim hisse senedini daha piyasaya sürdüğünde oluşan kısa pozisyonunu ya fazla tahsisat opsiyonunu kullanarak, ya da bu opsiyonu kullanmak yerine piyasadan yapacağı destek alımları ile kapatacaktır.

Yukarıda belirtildiği üzere, fazla tahsis opsiyonunu kullanıp kullanmama kararı halka arz edilen hisse senedinin ilk 30 günde gösterdiği fiyat performansına bağlı olarak verilmektedir. İlk işlemlerde hisse senedi fiyatının düşmesi halinde, aracı kurum satış baskısını ortadan kaldırmak için piyasadan alım emrinde bulunacaktır. Bu şekilde yeniden satın alınan hisse senetleri aracı kurumun açık pozisyonu kapatacaktır. Diğer taraftan, ilk işlemlerde hisse senedinin fiyatının yükselmesi halinde, açık pozisyonun kapatılması, aracı kurumun maruz kalacağı zararı önlemek amacıyla fazla tahsis seçeneğinin kullanılmasıyla gerçekleşecektir.

Şimdi, halka arz edilen hisse senedinin ilk 30 işlem gününde gösterdiği fiyat performansına göre yüklenici tarafından kararlaştırılacak olan fazla tahsis opsiyonunun kullanılması ve kullanılmaması durumlarını ayrı ayrı inceleyelim;

1.2.1. Fazla tahsis hakkının kullanılması

Fazla tahsis hakkının sahibi tarafından tercih edilebilecek olasılıklardan biri,

aracı kurumun, fazla tahsis opsiyonunu kullanması yani bu opsiyondan kaynaklanan fazla tahsis hakkını işleme koymasındır. Bu, dolaşıma çıkan hisse senetlerinin ikincil piyasalardaki fiyatının ihraç fiyatının üzerinde seyretmesi durumunda söz konusu olacaktır. Halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatı ikincil piyasalardaki işlemlerde, ihraç fiyatının üstünde bir seyir izliyorsa, herhangi bir desteğe gereksinim olmadığı sonucuna varılacaktır. Bu takdirde yetkili aracı kuruluş, 30 günlük sürenin bitiminde veya bu süre içerisinde herhangi bir zamanda ihraççıya fazla tahsis hakkını “kullandığını” seçimini bu yönde yaptığını bildirecek ve bunun üzerine satışı daha önce yapılmış olan ancak bedelleri geçici olarak kendi elinde bulunan 15 birimlik hisse senedinin tutarını da ihraççıya verecektir. Fazla tahsis hakkının kullanılması durumunda halka arz 100 birimlik planlanmış olmasına karşın dolaşımda 115 birimlik hisse senedi olacaktır.

1.2.2. Fazla tahsis hakkının kullanılmaması

Hakkın uygulanmasında ikinci olasılık, aracı kurumun fazla tahsis hakkından yararlanmamasıdır. Bu, dolaşımdaki hisse senedi fiyatının ihraç fiyatının altında bir seyir izlemesi durumunda söz konusu olacaktır. Halka arz edilen hisse senetlerinin ikincil piyasalardaki işlem fiyatı, ihraç fiyatının altına inmişse ve bu durum süreklilik kazanıyorsa, hisse senedinin fiyatını dengeye getirmek için destek yapma gereksinimi doğacak ve bu destek, 115 birimlik satış yapıp bunun bedeli alındıktan sonra ihraççıya geri verilmeyerek yetkili aracı kuruluşun elinde 30 günlük süre için bekletilmiş olan 15 birimlik nakit bedelle piyasadan hisse senedi toplamak suretiyle gerçekleştirilecektir. Buna karşılık, piyasadan destek amacıyla toplanan 15 birimlik hisse senedi yetkili aracı kurum tarafından ihraççıya iade edilecektir. Bu durumda aracı kurum fazla tahsis hakkını “kullanmadığını”, seçimini bu yönde yaptığını bildirecektir. Fazla tahsis hakkının kullanılmaması durumunda dolaşımda 100 birimlik hisse senedi kalmış olacaktır. Bu da planlanmış olan, anlaşmalarla düzenlenerek, gerekli araçlarla kamuoyuna duyurulmuş olan halka arz miktarıdır.

A.B.D.’nde fazla tahsis hakkının sözkonusu olduğu bir halka arz için geçerli olan

kriterler aşağıdaki tabloda toplu halde verilmiştir (SEC Press Release No:65).

TABLO 1 – A.B.D.’nde Fazla Tahsis Opsiyonunda Geçerli Olan Kriterler
1. Fazla tahsise konu olabilecek menkul kıymet : Hisse senetleri
2. Halka arz kriterleri : İlk halka arzlar dahil olmak üzere tüm halka arzlar
3. Fazla tahsise konu olabilecek hisse senedi tutarı : Yeni ihraç edilen hisse senetlerinin en fazla %15’i
4. Piyasa yapıcı : Yüklenici aracı kurum
5. Stabilizasyon dönemi : Hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 30 gün
6. Stabilizasyon döneminin sona ermesi : (a) sürenin bitmesiyle (b) opsiyonun kullanılmasıyla (c) piyasadan kısa pozisyonun kapatılmasına yetecek kadar alımın yapılmasıyla
7. Stabilizasyon sadece piyasa açıkken başlatılabilir.
8. Aynı anda aynı fiyattan sadece bir alım teklifinde bulunulabilir.
9. İlk halka arzlarda stabilizasyon faaliyetinde bulunulabilmesi için piyasada işlem mevcut olmalıdır.
10. Stabilizasyon aşağıdakilerden düşük olanı ile başlatılabilir. (a) halka arz fiyatı, (b) gerçekleşen son işlem fiyatı, (c) mevcut en yüksek alım teklifi
11. İlk stabilizasyon alımı başladıktan sonra sonraki alım emirleri aşağıdakilerden en düşük olanından yüksek olamaz. (a) halka arz fiyatı, (b) gerçekleşen son bağımsız işlem fiyatı, (c) bir önceki alım teklifi (d) mevcut en yüksek alım teklifi
12. İzahnamede, halka arzda fazla tahsis hakkının bulunduğu detaylarıyla (fazla tahsise konu hisse tutarı, süresi ve stabilizasyon lideri) açıklanmalı. Stabilizasyon esnasında stabilizasyona tabi olan hisse miktarı piyasaya açıklanmalı Stabilizasyon sona erdiğinde stabilizasyon lideri durumu bir sonraki iş günü piyasaya duyurmalı

1.3. İngiltere Uygulaması

İngiltere’de uygulanan halka açılma yöntemlerinin önemli bir bölümü İngiltere’den daha farklı bir temele dayalı olarak işleyen, A.B.D.’deki ilk halka arzların yapıldığı birincil piyasadan alınmıştır. İngiltere’de A.B.D. uygulamaları örnek alınarak yapılan yeniliklerin başında fazla tahsis opsiyonu gelmektedir.

A.B.D.’ndeki book-building² sürecinde fiyat, tahsislerin açıklandığı son anda belirlenmektedir. Benzer şekilde, İngiltere’de de kurumsal yatırımcılar belirli aralıklardaki miktarları, satın almaya hazır oldukları fiyatları belirtmekte ve fiyat belirlenir belirlenmez işlem başlamaktadır.

İhraççının talebe göre hisse senedi tahsisatını artırıp azaltabilme imkanına sahip olduğu fazla tahsis opsiyonu, İngiltere’de “Overallotment” opsiyonu olarak adlandırılmaktadır. İzahnamede belirtilmesi gereken bu işlem, senedin piyasaya çıktıktan sonraki fiyatının dalgalanmasını önlemek ve sözkonusu şirkete mümkün olan en yüksek fonu sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. Önceki bölümlerde anlatılan A.B.D.’nde uygulanan fazla tahsisat hakkı ile aynı esaslar dahilinde işleyen bu hak, senedin fiyat performansı için önemli bir etken olduğundan potansiyel yatırımcılar için önem arz etmektedir.

Fazla tahsis opsiyonunun geçerli olduğu süre stabilizasyon dönemi olarak anılmaktadır. A.B.D.’nden örnek alınarak İngiltere’de uygulanan bu dönem içinde yükleniciler senet halka arz edildikten sonra belli bir süre için fiyat istikrarını sağlama imkanına sahiptirler.

Bu aşamada, uluslararası literatürde “overallotment option” veya “green shoe

² Fiyat belirlenmeden önce ihraca olan fiyat ve miktara ilişkin taleplerin toplandığı kurumsal pazarlama süreci.

option” olarak anılan fazla tahsisat hakkı uygulaması ile ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında yer alan “ek satış hakkı” kavramının karşılaştırılması gerekmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

FAZLA TAHSİS HAKKI VE TÜRK SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA YER ALAN “EK SATIŞ HAKKI” KAVRAMININ İŞLEVLERİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

2.1. Ek Satış Hakkı

Mevzuatımızda yer alan ek satış hakkı kavramı, yukarıda çeşitli açılardan ele alınan ve esas olarak halka açılmalarda aracı kurumun halka arz sonrası dönemde halka arz edilen hisse senedinin fiyat istikrarını sağlama çabaları doğrultusunda yerine getireceği piyasa yapıcılığı işlevinin önemli bir aracı olan fazla tahsis hakkının karşılığı olmamakla birlikte, anılan bu iki kavram genellikle aynı yönüde işaret edecek şekilde yorumlanmaktadır.

“Ek satış hakkı” Kurulumuzun 15.11.1998 tarih ve 23524 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri:I, No:26 “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği” (Tebliğ) ile mevzuattaki yerini almıştır. Bu çerçevede anılan tebliğin 21. maddesinin birinci fıkrası;

“Tebliğ’in 5 ve 6’ncı maddelerinde belirtilen işlemlerde, toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması durumunda, mevcut ortakların daha önce belirlenen ve izahname ile sirkülerlerde açıklanan tutardaki payları, dağıtımına tabi tutulacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilebilir.

Bu durumda, talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 işgünü içinde ek satışa konu hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a başvurulur. Kurul kaydına alınan

hisse senetleri, 27/10/1993 tarihli ve 21741 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VIII, No:22 Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ve bu Tebliğ'de değişiklik yapan Tebliğlerdeki hükümlere göre dağıtılacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilir.

Ek satışa konu olacak hisse senedi miktarı halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçemez..."

hükümünü getirmiştir.

Tebliğ'in bahsi geçen 5'inci maddesi özelleştirme kapsamında olanlar dahil hisse senetleri daha önce halka arzedilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin halka arzına, 6'ncı maddesi de halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları dolayısı ile yapılan halka arzlarla ilişkin esasları belirlemektedir.

Ek satış hakkı, mevzuatımızda yer alan bu ifade biçimiyle bir halka arzda, yatırımcı ilgisinin ve buna bağlı olarak gelen taleplerin çok olması durumunda, planlanmış olandan fazla hisse senedi satılabilmesine olanak tanıyan bir hak olarak görünmektedir.

Uygulamada bu hakkın kullanılmasına örnek oluşturacak ilk ek satış 1998 yılında, sözkonusu hakkın mevzuattaki yerini almasından da önce, ÖİB'nin T. İş Bankası A.Ş.'ndeki %12,3'lük payının özelleştirilmesi amacıyla gerçekleştirilen halka arz işleminde, Kurulca uygun görülme suretiyle gerçekleştirilmiştir.

Ek satış hakkı uygulamasına bir başka örnek de Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin ikincil halka arzında yaşanmıştır. Nisan 2000'de yaşanan bu örnekte ÖİB'nin önerisi ve Kurul'un uygun görüşü sonucunda ortaklık nominal sermayesinin % 15'i olarak planlanmış bulunan halka arz oranı, gelen taleplerin canlı oluşu nedeniyle, bunlara yanıt vererek hem sermayenin olabildiğince yaygın yatırımcı

kitlesine dağılmasını sağlamak, hem de kuruluşun halka açıklık oranını ve tutarını yükseltmek amacıyla %31.5'e yükseltilmiştir. Ek satış hakkının bu amacı izahnamenin "Ek satış hakkı" başlığı altında düzenlenen 5.maddesinin 2'nci fıkrasında şöyle yer almıştır:

"Halka arz edilecek hisse senedi miktarı, kesin talep toplama süresi sonunda gelen talepler doğrultusunda konsorsiyum üyelerinin önerisi ve SPK'nın onayı ile OİB tarafından artırılabilir".

2.2. Ek Satış Hakkı ile Fazla Tahsis Hakkının İşlevleri Açısından Karşılaştırılması

Ek satış hakkı ile fazla tahsis hakkı kavramlarının mevzuatımızda aynı başlık altında yorumlanmasından doğabilecek karışıklığın giderilmesi amacıyla ek satış hakkının işlevinin, halka arzlarda talebin çok olmasından yararlanarak piyasaya bir miktar daha satış yapılmasını sağlamak olduğunu tekrarlamak faydalı olacaktır.

Fazla tahsis hakkının işlevi ise halka arz yapıldıktan sonra hisse senedinin ikincil piyasalardaki fiyat istikrarının korunmasını sağlamaya dönüktür. Görüldüğü gibi her iki hak, birbirinden farklı uygulamaları ortaya çıkarmakta olup bu yüzden de birbirinden farklı hukuksal tanımlamaları gerektirmektedir.

"Ek satış hakkı", yatırımcıların taleplerinin canlı olmasından yararlanılarak piyasaya, belli bir orana kadar, fazladan hisse senedi sürülmesine olanak vermektedir. "Fazla tahsis hakkı" ise gereğinde piyasadaki fiyatın düşmesini önleyen bir tercih mekanizmasının çalıştırılmasını sağlamaktadır. Halka arz sonrası dönemde ikincil piyasada hisse senedi fiyatını dengede tutmak amacıyla geliştirilmiştir. Piyasanın gereksinimlerinden kaynaklanan bu uygulama sözkonusu ihtiyaçlar doğrultusunda yapılan hukuksal düzenleme ile uygulamadan uluslararası literatüre taşınmıştır.

Fazla tahsis hakkı, yabancı literatürde, genellikle, halka arzlarda fazla talep gelmesi durumunda kullanılmak üzere, ihraççı ile konsorsiyum arasında yapılan ve konsorsiyuma dilediği takdirde ihraççıdan fazladan hisse senedi alabilmesi doğrultusunda tercih hakkı veren bir yüklenim anlaşması olarak tanımlanmaktadır (Tanör,2000:344). Bu hak fiyat dengesinin gerçekleştirilmesini teminen, yüklenimde bulunan aracı kuruluşa bu “hak”tan doğan iki seçenek sunar ve bunlardan birini kullanma olanağı verir. Hakkın sahibi aracı kuruluşlardır.

Konuyu hem finansal piyasa uygulaması hem de hukuksal düzenleme açısından birlikte ele almakta, kavramları bu bütünlük içinde işlevlerinden yola çıkmak suretiyle birbirinden ayırarak açıklığa kavuşturmakta ve terminolojiye de buna göre yön vermekte yarar vardır. Aksi durumda, piyasalar açısından önem taşıyan iki farklı uygulamanın, mevzuatta aynı başlık altında yer alması sorunlara yol açabilecektir.

Bu açıklamalar ışığında, iki farklı uygulamanın aynı başlık altında düzenlenmesinin sakıncalarını ortadan kaldırmak amacıyla, aracı kuruma fazladan hisse senedi tahsis edip satma ve bu durum dolayısıyla oluşacak kısa pozisyonunu fazladan tahsise konu olan hisse senetlerini halka arz fiyatı üzerinden ihraççı şirketten almak suretiyle kapatma hakkı veren “overallocation option”ın, literatürümüzde de “Ek satış hakkı” başlığı altından çıkarılarak yeniden düzenlenmesi ve “fazla tahsis hakkı” olarak adlandırılması daha doğru olacaktır.

Ek satış hakkı ile fazla tahsis hakkı kavramlarının işlevleri açısından değerlendirildiğinde ortaya çıkan farklılıkların daha iyi anlaşılması ve bu farklılıklara rağmen mevzuatımızda fazla tahsis hakkına ilişkin herhangi bir hüküm olmaması nedeniyle gerçekleştirilen halka arzlarda sadece ek satış hakkı başlığı altında düzenlenerek uygulanmakta olan fazla tahsis hakkının mevzuattaki yerini alması gerekliliğinin daha iyi açıklanması amacıyla aşağıda ülkemizde yakın zamanda gerçekleştirilen birkaç örneğe değinilecektir.

2.2.1. Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. Örneği

Fazla tahsis opsiyonunun gerçek işlevine uygun örneği, uygulamamızda yine Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (Tüpraş) hisse senetlerinin 2000 yılında gerçekleştirilen ikincil halka arzı sırasında görülmüştür. Bu örnek aynı zamanda, işlevi açısından değerlendirildiğinde fazla tahsis hakkı olarak adlandırılması gereken uygulamanın mevzuatımızda sadece ek satış başlığı altında düzenlenmiş olmasına ve işlevleri açısından farklı amaçlara hizmet eden bu iki kavramın tek bir başlık altında yorumlanıyor olmasına iyi bir örnek oluşturmaktadır.

Sözkonusu halka arza ilişkin esasların yer aldığı izahnamenin yukarıda ‘2.1. Ek Satış Hakkı’ bölümünde belirtilen maddesinin bu kez 1. fıkrasında fazla tahsisat hakkının kullanım biçimi şu şekilde yer almıştır:

“Halka arzdan sonra konsorsiyum lideri aracı kuruluşun, satışa sunulacak hisse senedi miktarına ek olara, halka arz edilen hisse senedi miktarının % 15’ine kadar ek hisse senedini halka arz işleminin tamamlanmasından itibaren 30 gün içinde ÖİB’ndan halka arz fiyatı üzerinden alma opsiyonu bulunmaktadır. Bu opsiyon, halka arzdan sonra fiyat istikrarını sağlamak için kullanılacaktır.”

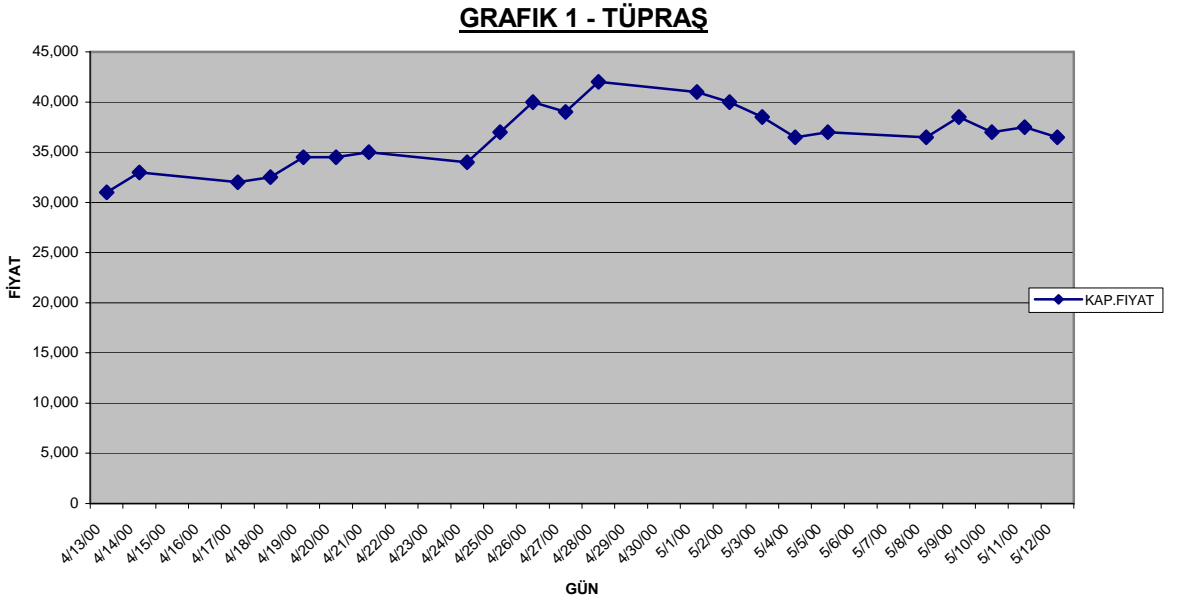
Görüldüğü gibi anılan maddenin iki fıkrası “Ek satış hakkı” başlığı altında iki farklı amaca işaret etmekte olup, bu uygulamalardan birincisi piyasaya fazladan hisse senedi verilmesine, ikincisi de fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik düzenlemelere olanak tanımaktadır.

Talep toplama süresinin sonunda gelen taleplerin belirlenen halka arz tutarının çok üstünde olması nedeniyle Şirket Kurul’dan ek satış hakkı kapsamında halka arz tutarının artırılmasını talep etmiş ve bu talep Kurul tarafından olumlu karşılanmıştır.

Bu çerçevede, ÖİB 10.04.2000 tarihli İMKB Günlük Bülteni'nde konuyla ilgili açıklama yapmıştır. Söz konusu açıklamanın bir kısmı aşağıda verilmektedir.

“...Ek satış hakkı dahil toplam tutar 23.546.880.000.000,-TL nominal değerli A grubu hisse 12.04.2000 tarihi itibari ile Borsanıza bağlı Toptan Satışlar Pazarı'ndan geçirilerek aracı kurumlara devredilecek ve tahsis yapılacaktır. Bu şekilde elde edilen hasılatın Ek Satış Hakkı opsiyonu olan % 15'i, 30 gün süre ile Konsorsiyum Liderinde İdaremiz adına açılacak bir hesapta tutulacak ve gerekli görüldüğü takdirde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kullanılacaktır.”

Başlangıçta halka arz edilmesi planlanan 20.475.548.000.000 TL nominal değerli kısım ve bu tutarının % 15'ine tekabül eden 3.071.332.000.000 TL nominal değerli ek satış hakkı olmak üzere toplam 23.546.880.000.000 nominal değerli hisse senedi halka arz edilen ve halka arz fiyatı 31.500 TL olarak belirlenen Tüpraş hisse senedinin İMKB ikincil piyasadaki ilk işlem gününden itibaren 30 günlük süre içerisinde gerçekleşen fiyat hareketleri Ek/1'de tablo halinde ve aşağıda grafik olarak verilmektedir.



Fazla tahsis uygulaması, piyasamızda yakın zamanda gerçekleşen büyük halka arzlardan Tüpraş örneğinde, planlandığı biçimde uygulanmıştır. Söz konusu örnekte halka arz edilen hisse senetlerine ilişkin olarak ikincil piyasa işlemleri sırasında fiyat ve talep dengesinin kurulması yönünde bir gereksinimin ortaya çıkmamış olması nedeniyle %15 fazlasıyla satılan hisse senetlerinin piyasadan geri toplanmasına gerek kalmamış, fazla tahsis opsiyonu satışı gerçekleştiren konsorsiyum lideri aracı kurum tarafından o miktarın ihraççıdan zaten alınmış olmasıyla kullanılmıştır. Dolayısıyla halka arz edilen hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başlamasından itibaren ilk 30 günlük süre sonunda ek satış hakkı da dahil olmak üzere piyasaya sürülen toplam 23.546.880.000.000 nominal tutarındaki hisse senetlerinin tamamı dolaşımda kalmıştır.

2.2.2. Vakko Tekstil A.Ş. Örneği

Fazla tahsis hakkı kapsamında değerlendirilebilecek bir başka öneri de Vakko Tekstil A.Ş.'nin (Vakko) hisse senetlerinin 1998 yılındaki halka arzı sırasında getirilmiştir.

Anılan halka açılma başvurusu sırasında, düzenlenen aracılık yüklenimi ve konsorsiyum sözleşmesi ile, halka arza ilişkin izahname ve sirkülerde;

“Lider yüklenici TSKB, halka arz tarihini takip eden 60 gün içerisinde, hisse senedi fiyatının halka arz fiyatının altına düşmesi halinde, piyasada işlem gören hisse senetlerinin %25’ine kadar kısmını piyasadan Vakko Holding A.Ş. adına almayı taahhüt etmektedir. Buna karşılık Vakko Holding halka arz tutarının %25’ine tekabül eden tutarı 60 gün süre ile TSKB ‘de açılan bir hesapta tutacak ve TSKB alımları, bu tutar içinden yaparak 60 günün bitiminde kullanılmayan kısmı Vakko Holding’e iade edecektir”

şeklinde bir ifade yer almaktadır.

Ana ortak konumundaki Vakko Holding A.Ş. tarafından verilen bu taahhüt ile

yatırımcılara, hisse senedi fiyatının 60 gün içerisinde halka arz fiyatının altına düşmeyeceği konusunda garanti sağlanması ve böylece şirket hisse senetlerinin halka arzında yatırımcı talebinin artırılması amaçlanmıştır. Ayrıca halka arz sonrası dönemde fiyatı desteklemek amacıyla yapılması muhtemel alımların aracı kuruma mali yük getirilmeden gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Görüldüğü üzere burada piyasadan toplanacak hisse senetlerini ihraççı şirketin ana ortağı geri almayı taahhüt etmiştir

Şirket tarafından halka açılma başvurusu kapsamında yukarıda açıklanan öneri Kurulumuza getirildiğinde, yukarıda “2.1.Ek Satış Hakkı” bölümünde açıklanan ek satış hakkına ilişkin düzenlemeyi içeren Seri:I, No:26 Tebliği mevzuattaki yerini almamıştı. Daha önce de belirtildiği üzere ek satış hakkı mevzuatımıza 15.11.1998 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan sözkonusu Tebliğ ile girmiştir. Halka açılma başvurusu Kurul Karar Organı’nda görüşülmeden önce ihraççı Şirket sözkonusu öneriden vazgeçmiştir. Dolayısıyla halka arza ilişkin izahname ve sirküler ile halka arza aracılık sözleşmesinde sözkonusu uygulamaya ilişkin herhangi bir açıklamaya yer verilmemiştir.

Vakko hisse senetlerinin halka arzında fiyat istikrarı sağlanmasına ilişkin yukarıda anılan uygulamadan halka arz öncesinde vazgeçilmiş ve sözkonusu uygulamaya ilişkin açıklamalara halka arza ilişkin izahname ve sirküler ile halka arza aracılık sözleşmesinde yer verilmemiş olmasına rağmen, ana ortak konumunda bulunan Vakko Holding tarafından hisse senedi Borsa’da işlem görmeye başladıktan sonraki 60 gün içerisinde destek alımlarında bulunulmuştur.

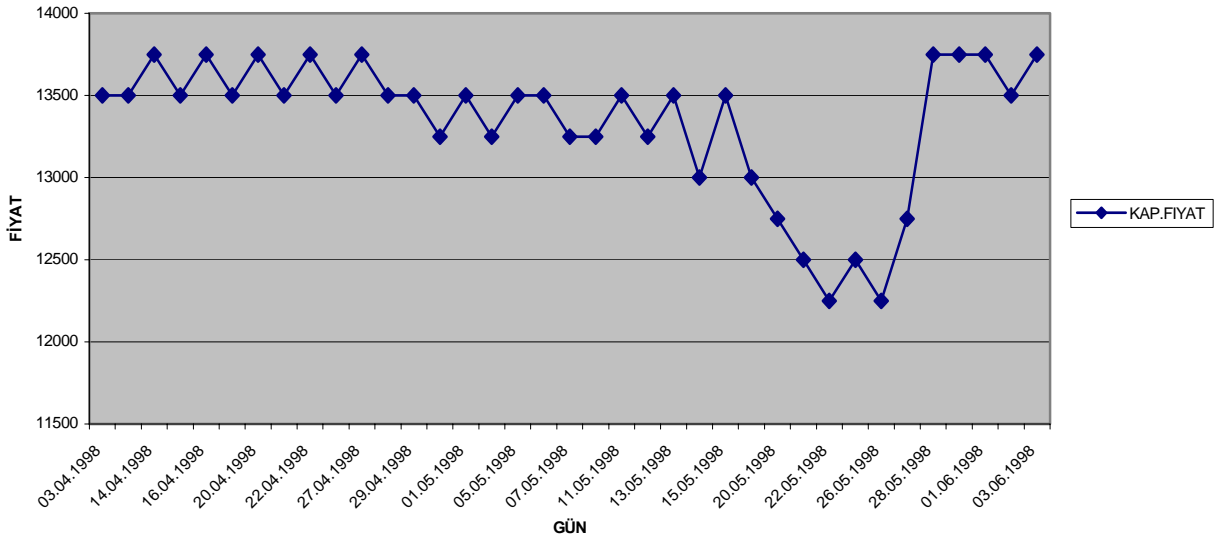
Vakko Tekstil A.Ş’nin ana ortağı konumundaki Vakko Holding 06.05.1998 ve 03.0.6.1998 tarihli İMKB Günlük Bülterinde yayımlanan açıklamalarıyla halka arz fiyatı olan 13.750 TL ve daha altında olmak üzere 2 aylık süre içerisinde yapmış olduğu alımları kamuya duyurmuştur.

Sözkonusu bildirimlerin incelenmesinden, hisse senetleri Borsa’da işlem

görmeye başladıktan sonraki ilk ay içerisinde toplam halka arz tutarının %15,19'una ikinci ay içerisinde ise % 5,75'ine tekabül eden Vakko hisse senedinin Vakko Holding tarafından alındığı anlaşılmaktadır.

13.750 TL'den halka arz edilen Vakko hisse senedinin İMKB ikincil piyasadaki ilk işlem gününden itibaren 30 günlük süre içerisinde gerçekleşen fiyat hareketleri Ek/2'de tablo halinde ve aşağıda grafik olarak verilmektedir.

GRAFİK 2 - VAKKO



Vakko hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihi izleyen bir aylık dönemdeki fiyat hareketlerinin incelenmesi sonucunda, 3 gün borsa kapanış fiyatının Vakko Holding tarafından gerçekleştirilen alımlara rağmen halka arz fiyatının altına düşmüş olduğu, 3 gün halka arz fiyatından kapanış gerçekleştiği diğer günlerde ise işlemlerin halka arz fiyatının üzerinde sonuçlandığı görülmüştür.

Sözkonusu hisse senedinin borsada işlem görmeye başlamasından sonraki ikinci ay fiyat verilerinin incelenmesi sonucunda ise, kapanış fiyatının 13 gün halka arz

fiyatının altında, geri kalan 9 işlem gününde de halka arz fiyatı seviyesinde gerçekleştiği görülmüştür.

Bu örnek ile ilgili olarak; gerekli düzenlemeler yapılarak fazla tahsis hakkının mevzuatta yerini aldığı dolayısıyla halka arz başvurusu aşamasında şirket tarafından getirilen önerinin fazla tahsis hakkı kapsamında ve kamuya önceden açıklanan esaslar dahilinde hayata geçirildiği varsayıldığında; halka arz edilen toplam hisse senedi tutarının %15'i fazla tahsise konu hisse senedini oluşturacak, sözkonusu kısma isabet eden hasılat da ilk bir ay içerisinde gerektiğinde piyasadan yapılacak destekleme alımlarında kullanılabilecektir (Şirket önerisinde geçerli oran %25, süre 60 gün olmakla beraber, bu değişkenlerin yasal düzenlemelerle getirilen sınırlamalara uygun hale getirildiği varsayılmaktadır.) Ayrıca, fazla tahsise konu hisse senetlerine isabet eden bedel stabilizasyon dönemi boyunca aracı kurumda bekletilebileceği için destekleme alımları için gerekli kaynağın ana ortak tarafından aracı kuruma sağlanması da gerekmeyecektir.

2.2.3. Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. Örneği

Fazla tahsis opsiyonunun gerçek işlevine en uygun ve en yakın bir başka örneği de Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin (Turkcell) 2000 yılı içerisinde gerçekleşen halka arzında görülmüştür. Bu örnekte ek satışa konu edilen hisse senedi miktarı halka arz sürecinin ilk başından itibaren halka arz edilecek toplam tutar içinde değerlendirilmiştir. Diğer bir deyişle halka arz edilmesi planlanan toplam hisse senedi miktarının belli bir orandaki kısmı ek satış uygulaması kapsamında değerlendirilerek başvuru yapılmış dolayısıyla Şirket'in daha sonra halka arz tutarının artırılması amacıyla başvuru yapması ve ek satışa konu hisse senetlerinin sonradan kayda alınması sözkonusu olmamıştır.

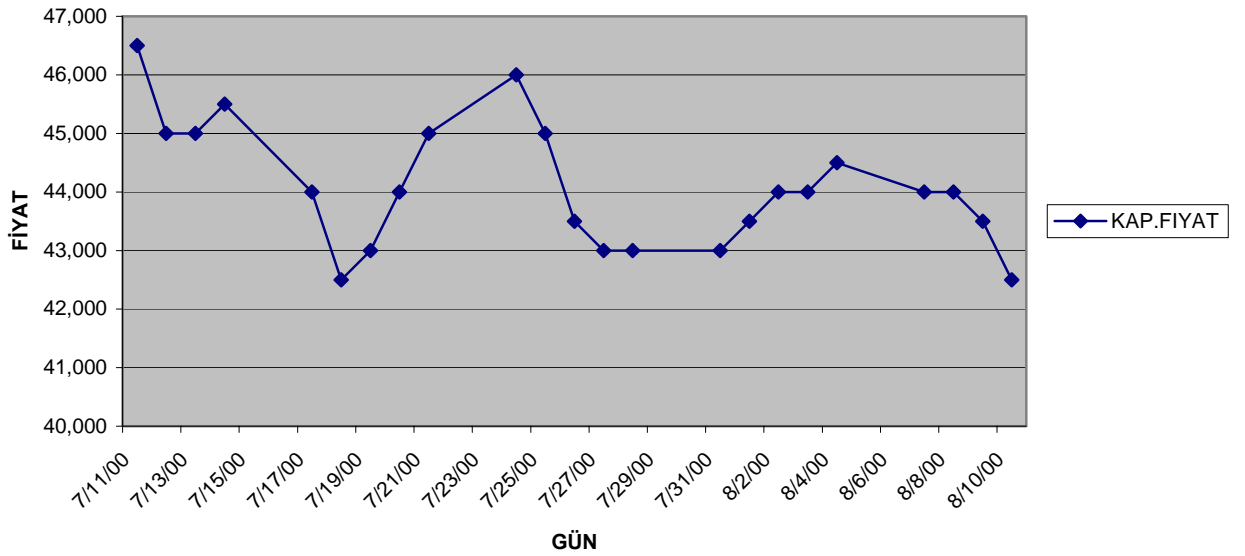
Sözkonusu halka arza ilişkin esasların yer aldığı izahnamenin "Ek Satış Hakkı

Kullanılıp Kullanılmayacağı” başlıklı II.2.(B) bölümünde yer alan ifade aşağıda verilmektedir:

“...Ek satış hakkına konu hisse senedi miktarının (halka arz edilen tutarın %10'u) tamamı halka arz edilen hisse senetleri ile birlikte Yapı Kredi Yatırım'a 'alım veya iade opsiyonlu' olarak teslim edilecektir. Ek satış hakkına konu hisseler halka arz süresi içinde satışa sunulacaktır. Halka arzı takip eden 30 gün süresince piyasalarda meydana gelebilecek dalgalanmaları stabilize etmek ve/veya fazla talebi karşılamak üzere halka arz edilen ek satışa konu hisseler için 'alım veya iade opsiyonu' kullanılacaktır...”

Fazla tahsis hakkı (%10) dahil 26.400.000.000.000 TL nominal tutarda Turkcell hisse senedi halka arz edilmiş olup, 44.000 TL'den halka arz edilen Turkcell hisse senedinin İMKB ikincil piyasadaki ilk işlem gününden itibaren 30 günlük süre içerisinde gerçekleşen fiyat hareketleri aşağıda tablo ve grafik olarak verilmektedir.

GRAFİK 3 - TURKCELL



Hisse senedinin ikincil piyasada işlem görmeye başlamasından sonraki ilk ay içerisinde 6 gün halka arz fiyatından, 9 gün de halka arz fiyatından daha düşük seviyelerde kapanış gerçekleşmiştir

Turkcell hisselerinin halka arzında fazla tahsise konu olan miktarın yaklaşık yarısı bu doğrultuda değerlendirilmiş yani bu kısım için alım opsiyonu kullanılmış, diğer kısmı ise hisse senedinin ikincil piyasalardaki fiyatını desteklemek amacıyla yapılan alımlara ayrılmıştır. İhraççı şirket tarafından bu durum 09.08.2000 tarihli İMKB Günlük Bülteni'nde yapılan açıklama ile kamuya duyurulmuştur. Sözkonusu açıklamada;

“Şirketimiz hisselerinin 11 Temmuz 2000 tarihinde İMKB’nda işlem görmeye başlamasını müteakip 30 günlük ek satış hakkı süresi içinde Eş Global Koordinatörler tarafından ek satış hakkı kullanılmıştır. Eş Global Koordinatörler ek satış hakkına konu hisselerden 1.102.963.000 adedi için ‘alım opsiyonunu’ kullanmışlardır...”

Yukarıda yer alan açıklamadan anlaşıldığı üzere, fazla tahsis hakkına konu toplam 2.400.000.000 adet hisse senedinin 1.102.963.000 adedi için fazla tahsis hakkı kullanılmış diğer bir deyişle bu kısım ihraççı şirketten satın alınmış, kalan 1.297.037.000 adet ise piyasadaki gerçekleştirilen alımlara konu edilmiştir. Fazla tahsis hakkının geçerli olduğu 30 günlük sürenin sonunda, halka arzın başlangıcında piyasaya sürülen toplam 2.400.000.000 adet ek tahsise konu hisse senedinin 1.102.963.000 adedi piyasada kalmıştır.

2.3. Mevzuatta “Ek satış hakkı” ve “Fazla tahsis hakkı” Ayrımının Yapılmasının Gereği

İki farklı işlevi olan iki farklı uygulamanın terminolojide de uygulamada olduğu gibi birbirinden ayrılmasının yerinde olacağı düşünülmektedir.

Bu doğrultuda, yukarıda belirtilen gerekçelerle, piyasanın istekli olması durumunda planlanmış olandan daha fazla hisse senedi satılmasına olanak tanıyan mekanizmanın “Ek satış hakkı” buna karşılık ikincil piyasalarda hisse senedinin fiyatını korumaya yönelik mekanizmanın da “fazla tahsis hakkı” olarak belirlenerek mevzuata yerleştirilmesi doğru olacaktır.

Mevzuatımızda yer alan “ek satış hakkı” başlığı altında bu hakkın kullanılması iki durumda öngörölmüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi özelleştirme kapsamında olanlar dahil, hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda ‘hissedarların’ sahip oldukları hisse senetlerinin halka arzıdır. İkincisi ise, yine halka açık olmayan ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında ortakların rüçhan haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak yapılan hisse senetleri halka arzıdır. Göröldüğü üzere her iki durumda da halka açık olmayan ortaklıklara ilişkin hisse senetleri anılan hakka konu edilmiş bulunmaktadır.

Oysa fazla tahsis hakkının halka açık anonim ortaklıkların ikincil halka arzlarında uygulanmaması için bir neden görölmemektedir. Halka arz edilen hisse senetlerinin arz ve talep dengesinin dolayısıyla fiyat istikrarının korunmasının, yatırımcının hak ve yararları doğrultusunda, ihraçcının piyasadan mümkün olan en fazla fonu sağlama amacı yönünde ve aracı kuruluşa mali risk yüklemekten kaçınılmasında etkili bir mekanizma olan fazla tahsis hakkının düzenlenmesinde sözkonusu hakkın kullanımının yaygınlaştırılmasına olanak verecek şekilde halka açık anonim ortaklıkların yaptıkları sermaye artırımları nedeniyle ikincil halka arzı yapılacak hisse senetlerinin satışında da uygulanabilir kılmak isabetli olacaktır.

Uygulamada Tüpraş’ın ikincil halka arzında göröldüğü biçimde, ek satış hakkı kullanımına dayanılarak gerçekleştirilen satış, ÖİB hisselerinin ortak tarafından satışı da olsa daha önceden hisse senetleri ikincil piyasa dolaşımında olan bir halka açık şirkete ait bulunmaktadır. Ek satış hakkı olarak uygulamaya giren bu hakkın ortaya çıkmasına

neden olan haklı ve geçerli nedenler, piyasadan doğan bu mekanizmanın yine piyasa koşullarına uygun, daha kapsamlı ve açık bir hukuksal düzenleme içine alınarak, gelişimin hem hızlı hem de güvenilir bir çerçevede sürdürülmesine olanak tanıyacak biçimde tasarlanmasını gerektirmektedir.

İhraç sonrası dönemde hisse senedi fiyatının halka arz fiyatının altında bir performans sergilemesi sonucunda fiyatı desteklemek amacıyla fazla tahsis hakkının kullanılmayarak piyasadan destekleme alımları yapılması gerekliliği ortaya çıktığında, tartışmaya yol açılabilir konulardan biri, TTK'nun ortaklıkların kendi hisse senetlerini toplamasını yasaklayan 329. madde hükmü gereğince buna olanak bulunup bulunmadığı hususudur.

TTK'nun anılan maddesinde Şirket'in kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği hükme bağlanmış ve bu hükümden istisna tutulacak bazı haller sayılmıştır.

TTK'nun yukarıda anılan madde hükmünden hareketle, sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilen halka arzlarda, yüklenici aracı kurum tarafından fazla tahsis hakkının kullanılmaması suretiyle piyasadan toplanan hisse senetlerinin şirkete iade edilemeyeceği gibi bir sonuca varılması, piyasa gereklilikleri nedeniyle ortaya çıkan uygulamaların mevzuat çerçevesi içine oturtulmasını sağlamak amacıyla istenilen doğrultudaki düzenlemeyi yapmaya engel oluşturmamaktadır. Bu aşamada, düzenlemeler arasında doğabilecek çatışmaların engellenmesi amacıyla TTK'nda gerekli değişikliklerin hayata geçirilmesi sağlanabileceği gibi sermaye artırımına giden ortaklıkta, fazla tahsis hakkı çerçevesinde ilan edilecek süre içerisinde fiyatı desteklemek amacıyla piyasadan toplanması gereken hisse senetlerinin ortaklar tarafından geri alınmasının taahhüt edilmesi düzenleme altına alınabilecektir.

Ayrıca, gerektiğinde yapılacak destekleme alımlarında kullanılmak üzere aracı kurum nezdinde bekletilecek olan fazla tahsis hakkına konu hisse senetlerine ait

bedellerin, anılan hakkın geçerli olacağı süre boyunca nemalandırılmasına ilişkin esasların ihraççı şirket ve aracı kurum arasında belirlenmesi ve bu esaslara ilişkin hükümlere aracılık sözleşmesinde yer verilmesi uygun olacaktır.

Hukuksal düzenleme ve piyasa uygulamaları açısından tartışma yaratabilecek bir başka husus da, “fazla tahsis hakkı” çerçevesinde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla aracı kurum tarafından piyasa yapıcı işlevi doğrultusunda destekleme alımları yapılmasının, yapay piyasa oluşturmak için yapılan destek alımlarıyla bir tutularak değerlendirilmesi olasılığıdır.

Fazla tahsis hakkının varoluş nedeninin hisse senedinin ikincil piyasalardaki fiyat istikrarı olduğu, fiyatın belli bir düzeyde tutulabilmesi amacıyla da ihraçtan sonraki belli bir süre içerisinde piyasadaki hisse senedi toplanmasının esas olduğu daha önce belirtilmişti.

Bu destekleme faaliyeti SPKn.’un yapay piyasa oluşturulmasına yönelik faaliyetleri suç sayan 47.maddesinin birinci fıkrasının A/2 bendi hükmü kapsamında değerlendirilme tehlikesi taşımaktadır. Anılan bent hükmü uyarınca, “*Yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak fiyatlarını aynı seviyede tutmak artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak...*” suç teşkil etmektedir.

Görüldüğü üzere bir yerde hak olarak tanımlanacak bir uygulama, bir başka yerde tanımlanan bir suç kapsamında değerlendirilebilecek kadar sözkonusu suç kavramı ile yaklaşma gösterebilecektir.

Fazla tahsis hakkına dayanılarak yapılacak piyasa işlemlerinde aslolan, halka arz sonrası belirlenecek belli bir dönem içinde halka arz edilen hisse senedi fiyatının halka arz fiyatının altında bir seyir izlemesi ve bu seyrin süreklilik arz etmesi durumunda

fiyatları desteklemek en azından aynı seviyede tutmaktır. Bu noktada, bu amaç doğrultusunda yapılacak işlemler ile SPKn 47A/2 hükmüne konu edilen işlemleri birbirinden ayırmada önemli olan husus birinci amaç yönünde yapılacak işlemlerin sınırlarının çizilmiş ve kamuoyuna önceden duyurulmuş olması, dolayısıyla suç işleme kastının ortadan kalkmış olmasıdır (Tanör,2000:350).

Piyasalar açısından ikisi de çok önemli olan “yapay piyasa oluşturma suçu” ile “piyasayı destekleme hakkı”nı karşı karşıya getiren bu ikilem sermaye piyasasında sorumluluk esasları ve denetim mekanizmaları da dikkate alınarak bir bütünlük içinde değerlendirme yapılması suretiyle bertaraf edilebilecektir.

Halka arzlarda aracı kurumların fazla tahsis yapmaları durumunda, yalnızca bu fazla tahsisi kapatmak amacıyla düzenlemelerle belirlenip halka arz sürecinde kamuya ilan edilerek yapılan ikincil piyasadaki gerçek alımların, yapay piyasa oluşturmak biçimindeki manipülasyonunu yasaklayan ilgili hükümler kapsamında değerlendirilmeyeceğine dair istisna hükümlerine yer verilebilecektir.

Fazla tahsis hakkına ilişkin değerlendirmeler sırasında sorgulanması gereken bir diğer konu da anılan hakkın kullanımına esas teşkil etmek üzere belirlenen fazla tahsise konu olabilecek hisse senetlerinin ihraç edilen toplam hisse senedi miktarına oranı ve bu hakkın geçerli olacağı süredir.

Hisse senetlerinin işlem görmeye başladıktan sonraki dönem içerisinde ihraç fiyatının ne kadar altında işlem gördüğü ve bu düşüş seyrinin ne kadar devam ettiğine bağlı olarak fazla tahsis hakkına konu olacak %15 oranının hisse senedi fiyatını en azından ihraç fiyatına çekmekte yeterli olup olmayacağı irdelenmesi gereken önemli bir konudur.

Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta, belirlenecek oranın, piyasanın

genel bir düşüş trendine girmesi ya da halka arz fiyatının piyasa tarafından ısrarla yüksek olarak algılanması durumunda geçici önlemlerle düşüşün engellenmeye çalışılmasının sürenin sonunda daha olumsuz ve öngörülemeyen sonuçlar doğurmasına neden olabilecek şekilde yüksek olmaması gerektiğidir. Yüklenici aracı kurum halka arz edilen toplam hisse senedi miktarının %15'inden daha fazla bir oranda hisse senedini piyasadan toplamakta serbest olmakla beraber, bu oranın üstünde kalan alımları kendi mali kaynakları ile gerçekleştirebilecek ve bu oranın üzerindeki kısmı şirkete iade edemeyecektir. Ayrıca fazla tahsis hakkına esas teşkil edecek oranın halka arz sonrası dönemde aracı kuruma rahat müdahale alanı tanıyacak şekilde belirlenmesi gerekmele beraber, halka arz fiyatının belirlenmesinde ihraççı şirket ve aracı kurumu gerçekçi değerlendirmelerden uzaklaştıracak düzeyde olmaması gerekmektedir.

Oranla ilgili yukarıda yer alan değerlendirmeler çerçevesinde, fazla tahsis hakkının geçerli olacağı süre de, sözkonusu sürenin hisse senedinin şirketin performansının ve piyasa dinamiklerinin etkilerinden, sürenin sonunda daha olumsuz ve öngörülemeyen sonuçlar doğuracak kadar uzun süre ayrı tutulmaması gerektiği göz önüne alınmak suretiyle belirlenmelidir.

Aracı kurumun fazla tahsis hakkının bulunduğu halka arzlarda, sözkonusu halka arzın fazla tahsis hakkı uygulamasını içerdiği, bu hakka konu olan hisse senedi miktarı ve bu hakkın geçerli olacağı süre izahnamede yer almalı ve sürenin sonunda aracı kurumun fiyat istikrarını sağlamayan yönelik yaptığı işlemlere dolayısıyla dolaşımda kalan hisse senedi miktarına ilişkin bilgileri derhal kamuya açıklamasını doğrultusunda düzenlemeler yapılmalıdır.

Pasif piyasa yapıcılık çerçevesinde bir araç olarak tanımlanabilecek olan fazla tahsis hakkı halka arz sonrasında fiyat istikrarı sağlamaya yönelik bir işlemdir. Önceden halka açıklanmış yöntem çerçevesinde aracı kurum (piyasa yapıcı) halka arz sonrasında menkul kıymet fiyatının ihraç fiyatının altına düşmemesi için alımlarda bulunacaktır.

İşlemin sadece alım yönünde olması ve önceden belirlenmiş ve kamuya açıklanmış esaslar çerçevesinde gerçekleştirilecek olması bu hakkın kullanımına esas teşkil edecek hususlardır.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Sermaye piyasalarından fon temin etmek amacıyla halka açılma kararı alan şirketler, halka arzdan mümkün olan en fazla fonu sağlamayı ve daha sonra gerçekleştirilmesi muhtemel halka arzlarında da yatırımcı ilgisini tehlikeye atmamak amacıyla halka sunduğu hisse senetlerinin yatırımcılarını hayal kırıklığına uğratmayacak şekilde ikincil piyasalarda prim yapmasını, bunu sağlamak için de gereğinde kullanılacak destekleme mekanizmalarının bulunmasını ve bunların aracı kurum tarafından hayata geçirilmesini ister. Aracı kurumlar ise kendi saygınlığının ölçülmesine de neden olacak dağıtım ve satış sonrası destek politikalarını finansal yük altına girmeden başarıya ulaştırmayı hedefler. İhraççı şirket, aracı kurum ve yatırımcının halka arz sonrası dönemde halka arz edilen hisse senedinin iyi bir fiyat performansı sergilemesi şeklinde oluşan ortak menfaatinin korunmasını sağlamaya yönelik piyasa yapıcılık araçlardan biri de fazla tahsis hakkıdır.

Aracı kuruluşların piyasa yapıcılık işlevini gerçekleştirme konusundaki en önemli dezavantajları işlemin riskini üzerlerine almalarıdır. Hisse senedi borsada işlem görmeye başladıktan sonra fiyat istikrarı sağlamak üzere, hisse senedinin belirli bir fiyatın altına düşmesi durumunda destek alımlarında bulunulması için aracı kuruluşları mali bir riskin içerisine sokmaktadır.

Özellikle halka arz sonrası hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmeye başlamasından hemen sonraki dönemlerde ihtiyaç duyulacak olan destekleme faaliyetlerinin yerine getirilmesi yukarıda da değinilen nedenlerden dolayı tarafların hepsi için büyük önem taşımaktadır. Söz konusu faaliyetlerin aracı kurumlar tarafından

yerine getirilmesi durumunda işlemi gerçekleştirmek için belirli bir tutarda nakdi ellerinde tutmaları gerektiği ve bu durumun aracı kurumlara ek bir maliyet yüklediği göz önüne alındığında aracı kurumların ek mali külfete katlanmadan piyasa yapıcılık işlevini yerine getirmesini sağlayabilecek olan fazla tahsis hakkı uygulamasının önemi ortaya çıkmaktadır.

Uluslararası literatürde “overallocation option” olarak tanımlanan ve ilk olarak A.B.D.’nde ortaya çıkan fazla tahsis hakkı en temel tanımıyla halka arzın yüklenicisi olan aracı kuruma ihraç tarihini takip eden 30 gün içerisinde halka arz edilen payların %15’ine kadar ek payı ihraççı firmadan halka arz fiyatından satın alma opsiyonu tanıyan bir uygulamadır.

Aracı kurumlara halka arz edilmesi kararlaştırıldıktan daha fazla tutarda hisse senedini piyasaya sürme imkanı veren fazla tahsis hakkı ihraç edilmiş hisse senetlerinden daha fazlasını tahsis ederek kısa pozisyon yaratan aracı kurumlara daha geniş bir hareket alanı sağlamaktadır. Uygun satış miktarı ve tahsis tutarı gibi halka arza ilişkin detay bilgilerin tahmini, özellikle risk seviyesi yüksek şirketler için çok daha zordur. Fazla tahsisin bulunması aracı kurumun bu tür tahminlerde daha esnek davranabilmesini sağlamaktadır.

Aracılık sözleşmesinde fazla tahsis opsiyonunun bulunması ve ihraca olan talebin fazla olması halinde aracı kurum yatırımcılara yüklenimin konusunu oluşturan hisse senetlerini ve fazla tahsisin konusunu oluşturan hisse senetlerini dağıtarak açık pozisyon yaratacaktır. Fazla tahsis opsiyonunu kullanıp kullanmama kararı halka arz edilen hisse senedinin ilk 30 işlem gününde gösterdiği fiyat performansına bağlı olarak verilecektir. İlk işlemlerde hisse senedi fiyatının düşmesi halinde, aracı kurum satış baskısını ortadan kaldırmak için piyasadan alım emrinde bulunacak ve bu şekilde yeniden satın alınan hisse senetleri aracı kurumun açık pozisyonu kapatacaktır. Diğer taraftan, ilk işlemlerde hisse senedinin fiyatının yükselmesi halinde, açık pozisyonun kapatılması, aracı kurumun maruz kalacağı zararı önlemek amacıyla fazla tahsis

seçeneğinin kullanılmasıyla gerçekleşecektir.

Fazla tahsis hakkı uygulamasında birinci olasılık, aracı kurumun, fazla tahsis opsiyonunu kullanması yani bu opsiyondan kaynaklanan fazla tahsis hakkını işleme koymasındır. Bu, dolaşıma çıkan hisse senetlerinin ikincil piyasalardaki fiyatının ihraç fiyatının üzerinde seyretmesi durumunda söz konusu olacaktır. Halka arz edilen hisse senetlerinin fiyatı ikincil piyasalardaki işlemlerde, ihraç fiyatının üstünde seyrediyorsa, herhangi bir desteğe gereksinim duymadığı düşünülecektir. Bu takdirde, aracı kurum 30 günlük sürenin bitiminde veya bu süre içerisinde herhangi bir zamanda ihraççıya dönerek fazla tahsis hakkını “kullandığını” seçimini bu yönde yaptığını bildirecek ve bunun üzerine satışı daha önce yapılmış olan ancak bedelleri geçici olarak kendi elinde bulunan ek satışa konu hisse senedinin tutarını da ihraççıya verecektir. Fazla tahsis hakkının kullanılması durumunda halka arzı kararlaştırılan kısma ilave olarak ek satışa konu olan kısım da dolaşımda kalmış olacaktır.

İkinci olasılık, aracı kurumun fazla tahsis hakkından yararlanmamasıdır. Bu durum, dolaşımdaki hisse senedi fiyatının ikincil piyasada ihraç fiyatının altında bir seyir izlemesi ve bu durumun süreklilik arz etmesi halinde sözkonusu olacaktır. Hisse senedinin fiyatını dengeye getirmek için destek yapma gereksinimi doğacak ve bu destek, fazla tahsise konu hisse senetlerinin satış yapıp bunun bedeli alındıktan sonra ihraççıya geri verilmeyerek yetkili aracı kuruluşun elinde 30 günlük süre için bekletilmiş olan nakit olanakla piyasadan hisse senedi toplamak suretiyle gerçekleştirilecektir. Ayrıca, piyasadan destek amacıyla toplanan daha önce fazla tahsis hakkı kapsamında halka arz edilmiş olan hisse senetleri aracı kurum tarafından ihraççıya iade edilecektir. Fazla tahsis hakkının kullanılmaması durumunda piyasada başlangıçta halka arz edilmesi kararlaştırılmış olan kadar hisse senedi kalmış olacaktır.

Mevzuatımızda yer alan ek satış hakkı yukarıda açıklanan ve esas olarak halka açılmalarda aracı kurumun halka arz sonrası dönemde halka arz edilen hisse senedinin

fiyat istikrarını sağlama çabaları doğrultusunda yerine getireceği piyasa yapıcılığı işlevinin önemli bir aracı olan fazla tahsis hakkının karşılığı olmamakla birlikte, anılan bu iki kavram genellikle aynı yönetime işaret edecek şekilde yorumlanmaktadır.

“Ek satış hakkı” Kurulumuzun 15.11.1998 tarih ve 23524 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri:I, No:26 sayılı tebliği ile mevzuattaki yerini almıştır. Bu çerçevede anılan tebliğin 21.maddesinin birinci fıkrası;

“Tebliğ’in 5 ve 6’ncı maddelerinde belirtilen işlemlerde, toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması durumunda. mevcut ortakların daha önce belirlenen ve izahname ile sirkülerlerde açıklanan tutardaki payları. dağıtımına tabi tutulacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilebilir.

Bu durumda, talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 işgünü içinde ek satışa konu hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a başvurulur. Kurul kaydına alınan hisse senetleri, 27/10/1993 tarihli ve 21741 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VIII, No:22 Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında ve Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ve bu Tebliğ’de değişiklik yapan Tebliğlerdeki hükümlere göre dağıtılacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilir.

Ek satışa konu olacak hisse senedi miktarı halka arz edilen hisse senedi miktarının %15’ini geçemez...”

hükmünü getirmiştir.

Tebliğ’in bahsi geçen 5’inci maddesi özelleştirme kapsamında olanlar dahil hisse senetleri daha önce halka arzedilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin halka arzına, 6’ncı maddesi de halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımları dolayısı ile yapılan halka arzlarla ilişkin esasları belirlemektedir.

Ek satış hakkı, mevzuatımızda yer alan bu ifade biçimiyle bir halka arzda,

yatırımcı ilgisinin ve buna bağı olarak gelen taleplerin çok olması durumunda, planlanmış olandan fazla hisse senedi satılabımesine olanak tanıyan bir hak olarak görünmektedir.

Her iki hak, birbirinden farklı uygulamaları hayata geçirmekte olup bu yüzden de birbirinden farklı hukuksal tanımlamaları gerektirmektedir. Birincisi, yani “Ek satış hakkı”, yatırımcıların taleplerinin canlı olmasından yararlanılarak piyasaya, belli bir orana kadar, ilave hisse senedi sürülmesine olanak vermektedir. İkincisi ise gereğinde piyasadan geri alımı da içeren bir tercih mekanizmasının çalıştırılmasını sağlamakta olup, halka arzlar sonrasında ikincil piyasada oluşacak hisse senedi fiyatını dengede tutmak amacıyla geliştirilmiştir. Fazla tahsis hakkı piyasanın gereksinmelerinden kaynaklanmış ve bu gereksinimler doğrultusunda yapılan hukuksal düzenleme ile uygulamadan uluslararası literatüre taşınmıştır.

Konuyu hem finansal piyasa uygulaması hem de hukuksal düzenleme açısından birlikte ele almakta, kavramları bu bütünlük içinde işlevlerinden yola çıkmak suretiyle birbirinden ayırarak açıklığa kavuşturmakta ve terminolojiye de buna göre yön vermekte yarar vardır. Aksi durumda, piyasalar açısından önem taşıyan iki farklı uygulamanın, mevzuatta aynı başlık altında düzenlenmesi sorunlara yol açabilecektir.

Bu açıklamalar ışığında, iki farklı uygulamanın aynı başlık altında düzenlenmesinin sakıncalarını ortadan kaldırmak amacıyla aracı kuruma fazladan hisse senedi tahsis edip satma ve bu durum dolayısıyla oluşacak kısa pozisyonunu fazladan tahsise konu olan hisse senetlerini halka arz fiyatı üzerinden ihraççı şirketten almak suretiyle kapatma hakkı veren overallotment option'nun, literatürümüzde “Ek satış hakkı” başlığı altından çıkarılarak yeniden düzenlenmesi ve “fazla tahsis hakkı” olarak adlandırılması daha doğru olacaktır.

Ülkemizde gerçekleşen büyük halka arzların çoğunda ek satış hakkı başlığı

altında yer almakla beraber işlevi açısından değerlendirildiğinde fazla tahsis hakkı olarak tanımlanması gereken uygulamalar zaten hayata geçirilmektedir.

Bu doğrultuda, yukarıda belirtilen gerekçelerle, piyasanın istekli olması durumunda planlanmış olandan daha fazla hisse senedi satılmasına olanak tanıyan mekanizmanın “Ek satış hakkı” buna karşılık ikincil piyasalarda hisse senedinin fiyatını korumaya yönelik mekanizmanın da “fazla tahsis hakkı” olarak belirlenerek mevzuata yerleştirilmesi doğru olacaktır.

Aynı zamanda, halka arz edilen hisse senetlerinin arz ve talep dengesinin dolayısıyla fiyat istikrarının korunmasının, yatırımcının hak ve yararları doğrultusunda, ihraççının piyasadan mümkün olan en fazla fonu sağlama amacı yönünde ve aracı kuruma mali risk yüklemeyen gerçekleştirilmesinde etkili bir mekanizma olan fazla tahsis hakkının düzenlenmesinde, sözkonusu hakkın kullanımının yaygınlaştırılmasına olanak verecek şekilde halka açık anonim ortaklıkların yaptıkları sermaye artırımları nedeniyle ikincil halka arzı yapılacak hisse senetlerinin satışında da uygulanabilir kılmak isabetli olacaktır.

Piyasa gereklerinden doğan bu mekanizmanın yine piyasa koşullarına uygun, daha kapsamlı ve açık bir hukuksal düzenleme içine alınarak, gelişimin hem hızlı hem de güvenilir bir çerçevede sürdürülmesine olanak tanıyacak biçimde tasarlanması gerekmektedir.

TTK'nun ortaklıkların kendi hisse senetlerini toplamasını yasaklayan 329. madde hükmünden hareketle, sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilen halka arzlarda, aracı kurum tarafından fazla tahsis hakkının kullanılmaması suretiyle piyasadan toplanan hisse senetlerinin şirkete iade edilemeyeceği gibi bir sonuca varılması piyasa gereklilikleri nedeniyle ortaya çıkan uygulamaların mevzuat çerçevesi içine oturtulmasını sağlamak amacıyla istenilen doğrultudaki düzenlemeyi yapmaya engel oluşturmamaktadır. Bu

aşamada, düzenlemeler arasında doğabilecek çatışmaların engellenmesi amacıyla TTK'nda gerekli değişikliklerin hayata geçirilmesi sağlanabileceği gibi sermaye artırımına giden ortaklıkta, fazla tahsis hakkı çerçevesinde ilan edilecek süre içerisinde fiyatı desteklemek amacıyla piyasadan toplanması gereken hisse senetlerinin ortaklar tarafından geri alınmasının taahhüt edilmesi düzenleme altına alınabilecektir.

Ayrıca, gerektiğinde yapılacak destekleme alımlarında kullanılmak üzere aracı kurum nezdinde bekletilecek olan fazla tahsis hakkına konu hisse senetlerine ait bedellerin, anılan hakkın geçerli olacağı süre boyunca nemalandırılmasına ilişkin esasların ihraççı şirket ve aracı kurum arasında belirlenmesi ve bu esaslara ilişkin hükümlere aracılık sözleşmesinde yer verilmesi uygun olacaktır.

Hukuksal düzenleme ve piyasa uygulamaları açısından dikkat edilmesi gereken bir başka husus da, fazla tahsis hakkı çerçevesinde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla yüklenici aracı kurum tarafından piyasa yapıcı işlevi doğrultusunda destekleme alımları yapılmasının, yapay piyasa oluşturmak için yapılan destek alımlarıyla bir tutularak değerlendirilmesi olasılığıdır.

Fazla tahsis hakkı kapsamındaki destekleme faaliyeti SPKn.'un yapay piyasa oluşturulmasına yönelik faaliyetleri suç sayan 47.maddesinin birinci fıkrasının A/2 bendi hükmü kapsamında değerlendirilme tehlikesi taşımaktadır. Anılan bent hükmü uyarınca, *“Yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak fiyatlarını aynı seviyede tutmak artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak...”* suç teşkil etmektedir.

Görüldüğü üzere bir yerde hak olarak tanımlanacak bir uygulama, bir başka yerde tanımlanan bir suç kapsamında değerlendirilebilecek kadar sözkonusu suç kavramı ile yakınlaşma gösterebilecektir.

Fazla tahsis hakkına dayanılarak yapılacak piyasa işlemlerinde aslolan, halka arz sonrası belirlenecek belli bir dönem içinde halka arz edilen hisse senedi fiyatının halka arz fiyatının altında bir seyir izlemesi ve bu seyrin süreklilik arz etmesi durumunda fiyatları desteklemek en azından aynı seviyede tutmaktır. Bu noktada, bu amaç doğrultusunda yapılacak işlemler ile SPKn 47A/2 hükmüne konu edilen işlemleri birbirinden ayırmada önemli olan husus birinci amaç yönünde yapılacak işlemlerin sınırlarının çizilmiş ve kamuoyuna önceden duyurulmuş olması, dolayısıyla suç işleme kastının ortadan kalkmış olmasıdır.

Piyasalar açısından ikisi de çok önemli olan “yapay piyasa oluşturma suçu” ile “piyasayı destekleme hakkı”nı karşı karşıya getiren bu ikilem sermaye piyasasında sorumluluk esasları ve denetim mekanizmaları da dikkate alınarak bir bütünlük içinde değerlendirme yapılması suretiyle bertaraf edilebilecektir.

Halka arzlarda yüklenicilerin fazla tahsis yapmaları durumunda yalnızca bu fazla tahsisi kapatmak amacıyla düzenlemelerle belirlenip halka arz sürecinde kamuya ila edilerek yapılan ikincil piyasadaki gerçek alımların, yapay piyasa oluşturmak biçimdeki manipülasyonunu yasaklayan ilgili hükümler kapsamında değerlendirilmeyeceğine dair istisna hükümlerine yer verilebilecektir.

Fazla tahsis hakkına ilişkin değerlendirmeler sırasında sorgulanması gereken bir diğer konu da anılan hakkın kullanımına esas teşkil etmek üzere belirlenen fazla tahsise konu olabilecek hisse senetlerinin ihraç edilen toplam tutara oranı ve bu hakkın geçerli olacağı süredir.

Hisse senetlerinin işlem görmeye başladıktan sonraki dönem içerisinde ihraç fiyatının ne kadar altına indiği ve bu düşüş seyrinin ne kadar devam ettiğine bağlı olarak fazla tahsis hakkına konu olacak %15 oranının hisse senedi fiyatını en azından ihraç fiyatına çekmekte yeterli olup olmayacağı irdelenmesi gereken önemli bir sorundur.

Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta, belirlenecek oranın, piyasanın genel bir düşüş trendine girmesi ya da halka arz fiyatının piyasa tarafından ısrarla yüksek olarak algılanması durumunda geçici önlemlerle düşüşün engellenmeye çalışılmasının sürenin sonunda daha olumsuz ve öngörülemeyen sonuçlar doğurmasına neden olabilecek şekilde yüksek olmaması gerektiğidir. Yüklenici aracı kurum halka arz edilen toplam hisse senedi miktarının %15'inden daha fazla bir oranda hisse senedini piyasadan toplamakta serbest olmakla beraber, bu oranın üstünde kalan alımları kendi mali kaynakları ile gerçekleştirebilecek ve bu oranın üzerindeki kısmı şirkete iade edemeyecektir. Ayrıca fazla tahsis hakkına esas teşkil edecek oranın halka arz sonrası dönemde aracı kuruma rahat müdahale alanı tanıyacak şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Halka arz fiyatının belirlenmesinde ihraççı şirket ve aracı kurumu gerçekçi değerlendirmelerden uzaklaştıracak düzeyde olmaması gerekmektedir.

Oranla ilgili yukarıda yer alan değerlendirmeler çerçevesinde, fazla tahsis hakkının geçerli olacağı süre belirlenirken de, sözkonusu sürenin hisse senedinin şirketin performansının ve piyasa dinamiklerinin etkilerinden, sürenin sonunda daha olumsuz ve öngörülemeyen sonuçlar doğuracak kadar uzun süre ayrı tutulmaması gerektiği göz önüne alınmalıdır.

Pasif piyasa yapıcılık çerçevesinde bir araç olarak tanımlanabilecek olan fazla tahsis hakkı halka arz sonrasında fiyat istikrarı sağlamaya yönelik bir işlemdir. Önceden halka açıklanmış yöntem ve esaslar çerçevesinde aracı kurum (piyasa yapıcı) halka arz sonrasında menkul kıymet fiyatının ihraç fiyatının altına düşmemesi için alımlarda bulunacaktır. İşlemin sadece alım yönünde olması ve önceden belirlenmiş ve kamuya açıklanmış esaslar çerçevesinde gerçekleştirilecek olması bu hakkın kullanımına esas teşkil edecek hususlardır.

Aracı kurumun fazla tahsis hakkının bulunduğu halka arzlarda, sözkonusu halka arzın fazla tahsis hakkı uygulamasını içerdiği, bu hakka konu olan hisse senedi miktarı

ve bu hakkın geçerli olacağı süre izahnamede yer almalı ve sürenin sonunda aracı kurumun fiyat istikrarını sağlamayan yönelik yaptığı işlemlere dolayısıyla dolaşımında kalan hisse senedi miktarına ilişkin bilgileri derhal kamuya açıklamasını doğrultusunda düzenlemeler yapılmalıdır.

Bu çerçevede, halka arz edilen hisse senetlerinin ikincil piyasalarda fiyat istikrarının korunmasının, yatırımcının hak ve yararları doğrultusunda, ihraçcının piyasadan mümkün olan en fazla fonu sağlama amacı yönünde ve aracı kuruma mali risk yüklemeyen gerçekleştirilmesinde etkili bir mekanizma olan “fazla tahsis hakkı”nın çalışma boyunca değinilen hususlar dikkate alınarak mevzuata yerleştirilmesi ve böylece mevcut düzenlemeler çerçevesinde ek satış hakkı düzenlemesi altında yer alarak uygulanmakta olan sözkonusu hakkın kullanımının yaygınlaştırılmasına olanak verecek şekilde uygulanabilir kılınması yerinde olacaktır.

EK DİZİNİ

1. TÜPRAŞ Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. Hisse Senetlerinin 13.04.2000-12.05.2000 Dönemindeki Fiyat Hareketleri Tablosu
2. VAKKO Tekstil A.Ş. Hisse senetlerinin 03.04.1998-03.06.1998 Dönemindeki Fiyat Hareketleri Tablosu
3. TURKCELL İletişim Hizmetleri A.Ş. Hisse Senetlerinin 11.07.2000-10.08.2000 Dönemindeki Fiyat Hareketleri Tablosu

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

FABOZZI, Frank J. ve FRANCO, Modigliani

1996 “**Capital Markets:Institutions and Instruments**”, Prentice Hall, New Jersey.

HOUTHAKKER, Hendrik S. ve WILLIAMSON, Peter J.

1996 “**The Economics of Financial Markets**”, Oxford University Press, New York.

CROSSAN, Ruth ve JOHNSON Mark

1991 “**The Guide To International Capital Markets**”, Euromoney Publications, London

TANÖR, Reha

2000 “**Türk Sermaye Piyasası**”, 2. Cilt, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.

YETERLİK ETÜDÜ

BAYRAK, Okan

1999 “**Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyat İstikrarı ve Pasif Piyasa Yapıcılık**”, Yeterlilik Etüdü, SPK, Ankara.

MAKALELER

SCHNEIDER, Carl W. ve Başk.

1995 “**Going Public**”, New York Bowne Publishing Company, New York.

ELLIS, Katrina ve Başk.

2000 “**When The Underwriter Is The Market Maker: An Examination Of Trading In The IPO After Market**” The Journal of Finance, Vol. LV.

CHEN, Anlin ve COTTER, James F.

2000 **“The Adjustment Of Pricing Firms Of Initial Public Offerings During The Waiting Period And The Long-Run Performance”**

AGGARWAL, Reena

2000 **“Stabilization Activities By Underwriters After Initial Public Offerings”**,
The Journal of Finance, Vol. LV.

JAIN, Bharat A. ve KINI, Omesh

1999 **“The Life Cycle Of Initial Public Offering Firms”**, The Journal of
Business Finance and Accounting, 26-(9) & (10) Nov./Dec.

CHUNG, Richard ve Başk.

2001 **“Relative Importance Of The Price Stabilization Role Of Overallotment Options In Canadian IPOs”**, Fincial Management Association
Conference, Toronto

CAO, Melanie ve SHI, Shouyong

2000 **“Publicity & Clustering Of IPO Underpricing”**, Ontario.

DYL, Edward A. ve Başk.

2000 **“Tick Sizes, Stock Prices & Share Turnover”**, Arizona.

YONG, Othman ve Başk.

2000 **“Initial & Long-run Performances Of New Issues On The Malesian Stock Market”**,

YARARLANILAN MEVZUAT

- Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı
- Türk Ticaret Kanunu
- SEC Mevzuatı
- NASD Mevzuatı

EK/1

TÜPRAŞ Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. Hisse Senetlerinin 13.04.2000-12.05.2000					
Dönemindeki Fiyat Hareketleri (TL)					
TARİH	SEANS	MIN.FİYAT	MAX.FİYAT	KAP.FİYAT	AOF
4/13/00	1	31,500	31,500	31,500	31,500
4/13/00	2	29,000	31,000	31,000	30,299
4/14/00	1	30,500	32,000	31,500	31,319
4/14/00	2	31,000	33,500	33,000	32,537
4/17/00	1	31,000	32,000	31,500	31,535
4/17/00	2	31,000	32,500	32,000	31,910
4/18/00	1	32,500	34,500	34,000	33,606
4/18/00	2	32,000	34,000	32,500	33,048
4/19/00	1	32,500	34,000	34,000	33,782
4/19/00	2	33,500	35,000	34,500	34,273
4/20/00	1	33,500	34,500	33,500	34,048
4/20/00	2	33,500	34,500	34,500	34,022
4/21/00	1	34,000	35,000	35,000	34,508
4/21/00	2	34,500	35,500	35,000	34,945
4/24/00	1	33,500	35,000	34,000	34,174
4/24/00	2	34,000	35,000	34,000	34,482
4/25/00	1	35,000	36,000	36,000	35,760
4/25/00	2	35,500	37,000	37,000	36,216
4/26/00	1	38,000	40,000	40,000	39,336
4/26/00	2	39,000	41,000	40,000	39,910
4/27/00	1	38,500	40,000	39,000	39,238
4/27/00	2	38,500	40,000	39,000	39,382
4/28/00	1	39,000	41,000	40,000	40,309
4/28/00	2	40,000	42,500	42,000	41,470
5/1/00	1	41,500	44,500	41,500	42,098
5/1/00	2	40,500	42,000	41,000	41,150
5/2/00	1	38,500	42,500	39,500	39,697
5/2/00	2	38,000	40,500	40,000	39,443
5/3/00	1	38,500	40,500	39,000	38,998
5/3/00	2	38,500	39,500	38,500	38,980
5/4/00	1	37,000	40,000	37,500	37,971
5/4/00	2	36,000	38,000	36,500	37,119
5/5/00	1	35,500	37,000	36,000	36,103
5/5/00	2	36,000	37,500	37,000	37,006
5/8/00	1	36,500	38,000	37,000	37,061
5/8/00	2	36,000	37,000	36,500	36,395
5/9/00	1	36,000	37,500	37,000	36,741
5/9/00	2	37,000	38,500	38,500	37,810

5/10/00	1	37,000	38,500	38,000	37,857
5/10/00	2	36,500	37,500	37,000	37,065
5/11/00	1	35,500	37,500	36,000	36,413
5/11/00	2	36,000	37,500	37,500	36,866
5/12/00	1	36,500	38,000	37,000	37,018
5/12/00	2	36,000	37,000	36,500	36,494

*Koyu renk ile yazılmış tarihler kapanış fiyatının halka arz fiyatı seviyesinde gerçekleştiği günleri; koyu renk ve altı çizili tarihler kapanış fiyatının halka arz fiyatının altında gerçekleştiği günleri, diğer tarihler ise kapanış fiyatının halka arz fiyatının üstünde gerçekleştiği günleri göstermektedir.

EK/2

VAKKO Tekstil A.Ş. Hisse senetlerinin 03.04.1998-03.06.1998 Dönemindeki Fiyat Hareketleri (TL)					
TARİH	SEANS	MIN.FİYAT	MAX.FIYA T	KAP.FİYAT	AOF
03.04.1998	1	15250	15250	15250	15250
03.04.1998	2	15250	16250	15500	15649
13.04.1998	1	14500	16000	14750	15209
13.04.1998	2	14000	14750	14500	14218
14.04.1998	1	14000	14500	14250	14269
14.04.1998	2	14000	14250	14250	14088
15.04.1998	1	14000	15250	14750	14635
15.04.1998	2	14000	14750	14500	14298
16.04.1998	1	14250	14750	14500	14406
16.04.1998	2	14250	15000	14500	14704
17.04.1998	1	14250	15000	14750	14631
17.04.1998	2	14250	14750	14750	14626
20.04.1998	1	14250	14750	14500	14482
20.04.1998	2	14000	14500	14250	14198
21.04.1998	1	13750	14250	14250	14004
21.04.1998	2	13750	14250	14000	14001
22.04.1998	1	14000	14250	14250	14052
22.04.1998	2	14000	14500	14250	14186
24.04.1998	1	13500	14000	13750	13814
24.04.1998	2	13500	14000	13500	13576
27.04.1998	1	12750	14000	13750	13664
27.04.1998	2	13000	13750	13750	13212
28.04.1998	1	13000	13500	13000	13274
28.04.1998	2	12750	13250	12750	13044
29.04.1998	1	13000	13250	13000	13192
29.04.1998	2	13000	13500	13500	13218
30.04.1998	1	13250	13500	13500	13290
30.04.1998	2	13250	13750	13750	13435
01.05.1998	1	13500	13750	13750	13737
01.05.1998	2	13250	13750	13750	13460
04.05.1998	1	13250	13750	13500	13539
04.05.1998	2	13250	13750	13750	13490
05.05.1998	1	13500	14250	13750	13833
05.05.1998	2	13250	13750	13500	13493
06.05.1998	1	13500	14500	14000	14087
06.05.1998	2	13500	14000	13500	13684

07.05.1998	1	13500	13750	13750	13709
07.05.1998	2	13250	13750	13500	13357
08.05.1998	1	13250	13500	13500	13293
08.05.1998	2	13250	13750	13750	13476
11.05.1998	1	13250	13750	13500	13497
11.05.1998	2	13250	13750	13750	13496
12.05.1998	1	13250	13750	13500	13501
12.05.1998	2	13250	13750	13750	13490
13.05.1998	1	13250	13750	13500	13499
13.05.1998	2	13250	13750	13750	13447
14.05.1998	1	13500	13750	13500	13688
14.05.1998	2	13500	13750	13750	13500
15.05.1998	1	13250	13500	13500	13484
15.05.1998	2	13250	13500	13500	13467
18.05.1998	1	13250	13500	13250	13461
18.05.1998	2	13250	13500	13500	13271
20.05.1998	1	13250	13500	13250	13350
20.05.1998	2	13250	13500	13500	13283
21.05.1998	1	13000	13500	13500	13290
21.05.1998	2	13000	13500	13250	13253
22.05.1998	1	13000	13500	13250	13244
22.05.1998	2	13000	13500	13500	13223
25.05.1998	1	13250	13500	13250	13296
25.05.1998	2	13000	13500	13500	13214
26.05.1998	1	13000	13250	13000	13104
26.05.1998	2	13000	13500	13500	13206
27.05.1998	1	13000	13250	13000	13019
27.05.1998	2	12500	13000	12750	12697
28.05.1998	1	12250	12750	12500	12469
28.05.1998	2	12250	12750	12250	12371
29.05.1998	1	12500	12750	12500	12507
29.05.1998	2	12250	12500	12250	12299
01.06.1998	1	12250	13000	12750	12549
01.06.1998	2	12500	13750	13750	13094
02.06.1998	1	12500	14250	13750	13994
02.06.1998	2	13500	14000	13750	13684
03.06.1998	1	13500	14000	13500	13760
03.06.1998	2	13250	13750	13750	13588

*Koyu renk ile yazılmış tarihler kapanış fiyatının halka arz fiyatı seviyesinde gerçekleştiği günleri; koyu renk ve altı çizili tarihler kapanış fiyatının halka arz fiyatının altında gerçekleştiği günleri, diğer tarihler ise kapanış fiyatının halka arz fiyatının üstünde gerçekleştiği günleri göstermektedir.

TURKCELL İletişim Hizmetleri A.Ş. Hisse Senetlerinin 11.07.2000-10.08.2000 Dönemindeki Fiyat Hareketleri (TL)					
TARİH	SEANS	MIN.FİYAT	MAX.FİYAT	KAP.FİYAT	AOF
7/11/00	1	46,000	48,500	48,000	47,912
7/11/00	2	46,000	48,000	46,500	47,268
7/12/00	1	44,000	46,500	45,500	45,005
7/12/00	2	44,500	45,500	45,000	44,681
7/13/00	1	44,500	46,000	46,000	45,474
7/13/00	2	45,000	46,000	45,000	45,459
7/14/00	1	44,500	45,500	45,000	44,835
7/14/00	2	44,500	45,500	45,500	45,240
7/17/00	1	44,000	45,500	44,000	44,411
7/17/00	2	44,000	44,500	44,000	44,123
7/18/00	1	42,500	44,500	43,000	42,982
7/18/00	2	42,500	43,000	42,500	42,941
7/19/00	1	39,500	41,500	40,000	39,986
7/19/00	2	40,500	43,000	43,000	41,887
7/20/00	1	42,500	44,500	44,000	43,865
7/20/00	2	43,500	44,500	44,000	43,971
7/21/00	1	44,000	44,500	44,500	44,053
7/21/00	2	44,000	45,500	45,000	44,868
7/24/00	1	45,000	46,000	45,000	45,503
7/24/00	2	45,000	46,000	46,000	45,598
7/25/00	1	45,000	46,000	45,500	45,063
7/25/00	2	44,500	45,500	45,000	45,009
7/26/00	1	44,000	45,000	44,500	44,508
7/26/00	2	43,500	44,500	43,500	43,883
7/27/00	1	42,500	44,000	42,500	43,013
7/27/00	2	42,500	43,000	43,000	42,977
7/28/00	1	42,500	43,500	43,500	43,102
7/28/00	2	43,000	44,000	43,000	43,494
7/31/00	1	42,500	43,500	43,000	42,991
7/31/00	2	42,500	43,000	43,000	42,946
8/1/00	1	42,500	44,000	43,500	43,408
8/1/00	2	43,500	44,000	43,500	43,805
8/2/00	1	43,500	44,500	44,500	44,006
8/2/00	2	44,000	44,500	44,000	44,221
8/3/00	1	44,000	45,000	44,000	44,451
8/3/00	2	44,000	45,000	44,000	44,350
8/4/00	1	44,000	45,000	44,000	44,493

8/4/00	2	44,000	44,500	44,500	44,333
8/7/00	1	44,000	45,000	44,500	44,446
8/7/00	2	44,000	44,500	44,000	44,449
8/8/00	1	44,000	44,500	44,000	44,037
8/8/00	2	43,000	44,500	44,000	43,628
8/9/00	1	43,000	44,000	43,000	43,163
8/9/00	2	42,500	43,500	43,500	43,054
8/10/00	1	42,000	43,500	42,500	42,572
8/10/00	2	42,500	43,000	42,500	42,915

*Koyu renk ile yazılmış tarihler kapanış fiyatının halka arz fiyatı seviyesinde gerçekleştiği günleri; koyu renk ve altı çizili tarihler kapanış fiyatının halka arz fiyatının altında gerçekleştiği günleri, diğer tarihler ise kapanış fiyatının halka arz fiyatının üstünde gerçekleştiği günleri göstermektedir.