



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI'NDA  
TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Uzman Yardımcısı  
Filiz AKDAŞ**

**Şubat 2010  
ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Tahsisli satış, sermaye piyasası araçlarının sınırlı sayıda yatırımcıya, halka arz edilmeksizin satışlarıdır. Tahsisli yapılan ihraç uygulamaları ülkeler arasında farklılık göstermekle beraber, genel olarak sermaye piyasası araçlarının halka arzında yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerin bir kısmından muafiyet tanınan alternatif bir yöntem olması sebebiyle, ihraççılara zaman ve maliyet avantajı sağlamaktadır.

Günümüz sermaye piyasası otoritelerince ekseriyetle benimsenen kayda alma sisteminde, otoritelerin görevinin kamunun aydınlatılmasını sağlamak olduğu, yatırım yapılacak sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç edenlerin risk ve getiri değerlendirmelerini yapma işleminin ise tamamen yatırımcılara bırakıldığı söylenebilir (Yanlı, 2005:1-2). Hatta, halka arz kapsamına girmeyecek şekilde sınırlı sayıda yatırımcıya yapılan ihraçları konu alan *tahsisli satışlar* ile finansal durumları veya finansal piyasalardaki yeterlilikleri nedeniyle nitelikli bilgiye ulaşmada sorunla karşılaşmayacağı ya da yatırımın riskleri ile ilgili yeterli bilgiye sahip olduğu düşünülen *nitelikli yatırımcılara yapılan satışlar* kamunun aydınlatılması açısından değerlendirildiğinde, bu iki yöntemin daha sınırlı yükümlülüklerle tabi olmasının yeterli olduğu kanaatine ulaşılmış ve otoritelerce bunlara ilişkin bazı muafiyetler düzenlenmiştir.

Dünya uygulamaları incelendiğinde söz konusu muafiyetlerin kayda alma veya izahname hazırlama yükümlülükleri üzerinde yoğunlaştığı dikkat çekmektedir. Böylece tahsisli satışlar ihraççıların halka arz prosedürüne girmeden, daha kısa zamanda, daha az maliyetle sermaye piyasalarından faydalanmalarını sağlamaktadır.

Tahsisli satış yönteminin kullanım imkanı olduğu en önemli alanlardan biri, küçük ve orta ölçekli, gelişmekte olan işletmelerin işlem gördüğü platformlardır. Ülkemizde de mevcut olan ve sermaye piyasalarından destek bekleyen gelişmekte olan işletme potansiyeli dikkate alınarak, bu şirketler için yeni bir borsa kurulması gündeme gelmiştir. Gelişen İşletmeler Piyasası adını taşıyan ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası altında teşkilatlanan yeni piyasanın çalışma esaslarını belirleyen “Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği”nin yürürlüğe girmesiyle, kurulması amaçlanan piyasanın ilk basamağı tamamlanmıştır.

Anılan Yönetmelik ile daha önce sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde uygulamasına rastlanmamış olan yeni bir halka açılma yöntemi benimsenmiştir. Gelişen İşletmeler Piyasası'nda ilk defa işlem görmek üzere başvuran işletmeler, tahsisli sermaye artırımını yapmak ve böylece izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf olmak suretiyle, halka açılma sürecinin kısılması, maliyetlerin azalması gibi avantajlardan faydalanabileceklerdir. Piyasaya giriş amacıyla kullanılan ve halka arz edilmeksizin yapılan bir ihraç olan tahsisli satışın ardından gerçekleştirilecek ikincil piyasa işlemleri için bir kısıtlama öngörülmemiş olmasından dolayı, yeniden satış işlemlerinin başlamasıyla, halka arz tanımı kapsamına giren “payların borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görme” sonucunun doğması kaçınılmazdır. Bu nedenle tahsisli satışın, Gelişen İşletmeler Piyasaları için yeni bir halka arz yöntemi olduğu yorumunu yapmak yanlış olmayacaktır.

Bu çalışmada, Amerika ve Avrupa Birliği mevzuatlarında tahsisli satışa ilişkin düzenlemeler ile tahsisli satışın Dünya'daki KOBİ borsalarında rastlanan uygulama alanlarının incelenmesi ve elde edilen tespitler ışığında ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında eksik kaldığı düşünülen hususlarda öneriler getirilmesi amaçlanmıştır.

Kurulumuzun tahsisli satış kavramını düzenleyen ilgili Tebliğlerinde yeknesaklık sağlanması ve uygulamada karşılaşılan tereddütlerin giderilmesi amacıyla yapılmasının uygun olduğu düşünülen değişiklikler ile Gelişen İşletmeler Piyasası'nda tahsisli sermaye artırımına ilişkin olarak yapılacak düzenlemelerde dikkate alınması gerektiği değerlendirilen hususlara aşağıda yer verilmektedir:

- Seri:IV, No:39 ve Seri:I, No:26 sayılı Tebliğler ile Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği'nde yer alan tahsisli satış tanımlarının Seri:II, No:22 sayılı Tebliğ'de yer alan tanımla uyumlaştırılmasının,

- Seri:IV, No:39 ve Seri:I, No:26 sayılı Tebliğlere, nitelikli yatırımcı tanımı dışında kalan yatırımcılara yapılacak tahsisli satışlara ilişkin, Seri:II, No:22 sayılı Tebliğ ve Avrupa Birliği Mevzuatı ile de uyumlu olacak şekilde, 100 kişilik (gerçek ve tüzel kişi) bir üst sınır olduğu hükmünün eklenmesinin,

- Seri:IV, No:39 sayılı Tebliğ'de nitelikli yatırımcılara yapılan satışların, daha sonra halka arz kapsamına girecek şekilde yeniden satışa çıkarılmalarının doğuracağı izahname hazırlama sorumluluğunun ihracı yapacak olan ortağa ait olduğunun belirtilmesinin,

- Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ'de nitelikli yatırımcı tanımına ve Seri:IV, No:39 sayılı Tebliğ'de mevcut hükümler ile yukarıda önerilen değişiklikler dikkate alınarak, nitelikli yatırımcılara satışın uygulamasına yönelik düzenlemelere yer verilmesinin,

- Tahsisli olarak alım yapan yatırımcıların söz konusu payları yeniden satışa sunmaları durumu, payların borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi sonucunu yaratacağından dolayı, satış yapan ortakların sorumluluğunda izahname yükümlülüğünün doğacağına hükme bağlanmasının,

- Tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara yapılan ihraçların, payların Kurulumuz kaydına alınmasından sonraki 1 yıllık süreçte yeniden satışa sunulması halinde izahname hazırlanmasının, 1 yıldan sonra yapılan satışlar için sorumluluğun kaldırılmasının,

- Gelişen İşletmeler Piyasaları'nda tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara yapılan ihraçların yeniden satışa sunulmasının, izahname hazırlama yükümlülüğü doğurmayacağına hükme bağlanmasının,

yararlı olacağı düşünülmektedir.

# İÇİNDEKİLER

<b>YÖNETİCİ ÖZETİ .....</b>	<b>II</b>
<b>İÇİNDEKİLER.....</b>	<b>V</b>
<b>KISALTMALAR CETVELİ.....</b>	<b>VI</b>
<b>I. GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>
<b>II. TAHSİSLİ SATIŞ KAVRAMI.....</b>	<b>4</b>
II.A. TAHSİSLİ SATIŞIN TANIMI .....	4
II.B. TAHSİSLİ SATIŞLARDAN BEKLENEN SONUÇLAR.....	4
II.C. TAHSİSLİ SATIŞLARA İLİŞKİN AKADEMİK ÇALIŞMALAR .....	7
II.D. TAHSİSLİ SATIŞ KAVRAMININ SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDAKİ YERİ .....	10
II.E. ABD VE AB MEVZUATLARINDAKİ TAHSİSLİ SATIŞA İLİŞKİN DÜZENLEMELER .....	14
II.E.1. ABD Düzenlemeleri.....	14
Tahsisli Satışlar.....	14
505 Sayılı Kural.....	15
506 sayılı Kural.....	15
Yeniden Satış Yasaklamaları (Resale Restrictions).....	16
144 ve 144A sayılı Kurallar .....	17
II.E.2. AB Düzenlemeleri.....	19
AB Tahsisli Satış Rejimi .....	23
<b>III. GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI.....</b>	<b>25</b>
III.A. KOBİ'LERİN EKONOMİDEKİ YERİ.....	25
III.B. GİP'İN AMACI VE KURULUŞU .....	27
III.C. GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI YÖNETMELİĞİ .....	30
<b>IV. DÜNYA KOBİ BORSALARINDAN ÖRNEKLER.....</b>	<b>33</b>
IV.A. KOBİ BORSALARININ GENEL ÖZELLİKLERİ.....	33
IV.B. DÜNYADAN ÖRNEKLER.....	34
<b>V. GİP'TE TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI UYGULAMASINA İLİŞKİN ÖNERİLER VE SONUÇ.....</b>	<b>40</b>
V.A. SERİ:IV, NO:39 SAYILI TEBLİĞ .....	41
V.B. SERİ:I, NO:26 SAYILI TEBLİĞ .....	43
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>45</b>

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AMEX</b>	: Amerikan Borsası
<b>AIM</b>	: Alternative Investment Market
<b>DPT</b>	: Devlet Planlama Teşkilatı
<b>GİP</b>	: Gelişen İşletmeler Piyasası
<b>GİP A.Ş.</b>	: Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.
<b>İMKB, Borsa</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
<b>KOSGEB</b>	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
<b>LSE</b>	: London Stock Exchange
<b>md.</b>	: madde
<b>MiFID</b>	: Markets in Financial Instruments Directive
<b>NYSE</b>	: New York Stock Exchange
<b>QIBs</b>	: Qualified Institutional Buyers
<b>SEC</b>	: Securities Exchange Commission
<b>SPK, Kurul</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKn</b>	: Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TOBB</b>	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
<b>TSPAKB</b>	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
<b>TÜİK</b>	: Türkiye İstatistik Kurumu
<b>UKLA</b>	: United Kingdom Listing Authority
<b>v.d.</b>	: ve diğerleri

## I. GİRİŞ

Sermaye piyasalarının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını amaçlayan düzenleyici otoriteler bir taraftan uyulması gerekli kuralları ve standartları belirlemekte, diğer taraftan belirlenen kanun ve kuralların uygulanması ile sağlanacak faydaların, ortaya çıkacak maliyetlerin altında kalmasının mümkün olabileceği durumlarda, belirli koşulların sağlanması halinde bir takım muafiyetler düzenlemektedirler.

Tahsisli satış, diğer adıyla halka arz edilmeksizin satış, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerin bir kısmından muafiyet tanınan alternatif bir dağıtım kanalıdır. Sermaye piyasalarının en önemli işlemlerinden ve dolayısıyla düzenleme konularından biri olan sermaye piyasası araçlarının ihracı ve halka arzı, yatırımcıların korunması prensibi çerçevesinde, kamuyu aydınlatmanın büyük önem arz ettiği bir alandır. Ancak tahsisli satışın özelliği gereği ya sadece nitelikli yatırımcıları ya da halka arz kapsamına girmeyecek şekilde sınırlı sayıda yatırımcıyı hedef alıyor olması ve söz konusu yatırımcı kitlesinin piyasalar ve ihraçlar hakkında yeterli bilgiye ulaşabileceği düşüncesiyle, kamuyu aydınlatma yolu ile korunmalarının gerekli bulunmaması tahsisli satışlara bu konuda bir takım ayrıcalıklar yaratmaktadır.

Ülkelerde uygulanan sermaye piyasaları mevzuatlarının sistematığı çerçevesinde, tahsisli satışlar ile nitelikli yatırımcılara satışlar için tanınan muafiyetler kayda alma prosedüründe veya izahname düzenleme yükümlülüğünde ortaya çıkabilmektedir.

Türkiye perspektifinden bakıldığında ise sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışının, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nun 11'inci maddesine dayanılarak hazırlanan Seri:IV, No:39 sayılı "*İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği*"nde izahname düzenleme muafiyeti kapsamında olduğu görülmektedir. Kurulumuzun diğer ilgili Tebliğlerinde de tahsisli satışlara ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Söz konusu düzenlemeler

arasında Seri:IV, No:39 sayılı Tebliğ'de öngörülen izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyete paralel hükümler yer almaktadır. İhraççılara tanınan bu muafiyet, ihraç ve halka arzlarda izahname düzenleme yükümlülüğüne bağlı olarak ortaya çıkan bağımsız denetim, hukuki danışmanlık, tescil ve ilan gibi giderlerin azalmasını veya tamamen ortadan kalkmasını sağlayabilmektedir.

İzahname yükümlülüğünden muafiyet başta olmak üzere, yeni kurulmuş, yatırım aşamasında olan, fon ihtiyacını sermaye piyasaları aracılığı ile karşılamak isteyen ve sermaye piyasası mevzuatına tabi olmaktan kaynaklanacak maliyetleri karşılayabilecek yeterlikte olamayan küçük ve orta ölçekli işletmeleri (KOBİ) de hedefleyen muafiyet düzenlemelerinin, KOBİ'lerin sermaye piyasalarında mevcudiyetini istenilen seviyede sağlayamadığı görülmüştür. Bunun üzerine iktisadi ve sosyal kalkınmada üstlendikleri roller ve piyasa koşullarına hızlı uyum sağlayabilen esnek yapıları ile ülkemiz ekonomisi içinde önemli bir yer tutan KOBİ'lere odaklanmış, yapısı ve organizasyonu KOBİ'lerin ihtiyaçlarına göre düzenlenmiş bir piyasanın oluşturulması için ilk olarak, SPKn'nun 40'ıncı maddesinin verdiği yetkiye dayanılarak, *“Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”* 18.03.2003 tarih ve 25052 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Başta KOBİ'ler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan tanımak üzere sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı teşkilatlanmış piyasaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, üyelik, denetim ilke ve esaslarını düzenlemeyi amaçlayan söz konusu yönetmelik çerçevesinde, piyasayı oluşturmak üzere kurucu şirket olarak Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. (GİP A.Ş.)'ye 14.07.2005 tarihinde Kurulumuzca kuruluş izni verilmiştir. 09.12.2005 tarihinde GİP A.Ş.'nin esas sözleşmesi ve ortaklık yapısının son hali Kurulumuzca onaylanmış olup, kuruluşla ilgili gerekli prosedürlerin tamamlanması üzerine GİP A.Ş. 30.12.2005 tarihinde ticaret siciline tescil ettirilerek tüzel kişilik kazanmıştır.



Yapılan araştırmalar, alınan görüşler ve değerlendirmeler sonucunda, dünyadaki en başarılı KOBİ borsası örneklerinden birisi olan Londra Menkul Kıymetler Borsası (London Stock Exchange, LSE) altında faaliyet gösteren ve KOBİ'lerin işlem görmesi amacıyla yapılandırılan Alternatif Yatırım Pazarı (Alternative Investment Market, AIM)'nın, Türkiye'de kurulması planlanan KOBİ borsası için emsal teşkil edebileceği düşünülmüştür. Daha önce anılan özellikte bir piyasa kurulması için yetkilendirilen GİP A.ř.'nin nerisi çerçevesinde, ülkemizin sermaye piyasalarının yapısı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nin mevcut yazılım altyapısı ve yetişmiş insan kaynağı da dikkate alınarak, piyasanın Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) adıyla, İMKB altında teşkilatlandırılmasına karar verilmiştir. GİP'in çalışma esaslarını belirleyen "Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği" 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Kuruluş aşaması tamamlanan Gelişen İşletmeler Piyasası'nın GİP Yönetmeliği ile belirlenen temel özelliklerinin incelenmesi, esas olarak da anılan Yönetmelik ile işletmelerin tahsisli satış yoluyla GİP'te işlem görmesini mümkün kılacak düzenlemenin değerlendirilmesi, konu hakkında dünya uygulamalarının incelenmesi ve söz konusu uygulamalar ışığında GİP'in amaçlarına uygun, etkin ve verimli faaliyet gösterebilmesi maksadıyla mevcut sermaye piyasası mevzuatında yapılabilecek değişiklik nerileri geliştirilmesi bu çalışmanın amacıdır.

Çalışmanın ikinci bölümünde tahsisli satış kavramının tanımı ile Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği (AB) sermaye piyasası mevzuatlarındaki yerine değinilerek, tahsisli satışların sermaye piyasalarına katkıları değerlendirilmekte, üçüncü blmde Gelişen İşletmeler Piyasaları ve GİP Yönetmeliği'ne ve dördüncü blmde Dünya KOBİ borsalarından örneklerle yer verilmekte ve son olarak beşinci blmde yurt dışı uygulamalar çerçevesinde ülkemiz uygulamalarına yönelik öneriler ortaya konulmaktadır.

## **II. TAHSİSLİ SATIŞ KAVRAMI**

### **II.A. TAHSİSLİ SATIŞIN TANIMI**

Tahsisli satış, sermaye piyasası araçlarının sınırlı sayıda yatırımcıya, halka arz edilmeksizin satışdır. Tahsisli satışın tanımı ülkelerdeki uygulamalara bağlı olarak farklılık arz etse de, genel olarak sermaye piyasası araçlarının halka arzında yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerin bir kısmından muafiyet tanınan ve halka arza karşılık alternatif bir dağıtım kanalı şeklinde algılanmaktadır. Ayrıca tahsisli satış sürecinde halka arz prosedürünün uygulanmayacak olması, ihraççılara zaman ve maliyet avantajı sağlamaktadır.

Dünyadaki sermaye piyasaları mevzuatları incelendiğinde, tahsisli satışın genellikle sermaye piyasası araçlarının kayda alınması veya izahname düzenlenmesi yükümlülüklerinden muafiyet tanınan haller içerisinde yer aldığı görülmektedir. Ülkemizde de bu uygulamaya paralel bir düzenlemeyle, sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışı izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Tahsisli satışın izahname düzenleme muafiyeti kapsamına alınmasının esas nedeni *halka arz* olarak değerlendirilmemesidir. Zaten tahsisli satışlarda halka arz tanımına girecek şekilde halka teklifte bulunmak, genel çağrı ve reklama yer vermek yasaktır.

### **II.B. TAHSİSLİ SATIŞLARDAN BEKLENEN SONUÇLAR**

Tahsisli satışın tercih edilmesinin nedenlerinden biri de normal halka arz sürecine nazaran bazı muafiyetler içermesidir. Diğer bir açıdan tahsisli satış, tarafların ve yapılan işlemlerin belirli koşulları sağlaması şartıyla, alıcı ve satıcının daha az düzenlemeye tabi olarak işlem yapma hakkına sahip olduğu bir alandır.

Sermaye piyasası araçlarının kayda alınması ve halka arz edilmesi sürecinde sermaye piyasaları düzenlemelerinin hemen hepsinde aynı olan uygulama, yatırımcıların kararını verebilmesi için gerekli bilgileri içeren temel kamuyu aydınlatma aracı izahnamenin düzenlenmesi ve yayınlanmasına ilişkin yükümlülüklerdir. İhraç ve halka arzlarda başvurudan satışa kadar geçen zaman,

izahnamenin hazırlanarak düzenleyici otoriteler tarafından incelenme ve onaylanma süresi<sup>1</sup> ile birlikte, 2-3 ayı bulabilmektedir. Bu durum ise halka arzdan beklenen sonuçların zamanlama faktörü nedeniyle gerçekleşmesine engel olabilmektedir.

Diğer taraftan finansal denetim giderleri ile halka arz sürecinin diğer aktörleri olan mali ve hukuki danışmanlar ile uzmanlara yapılan ödemeler de halka arzda önemli maliyet unsurları olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte çoğu ülke düzenlemesinde aracılık yükleniminin zorunlu tutulması, düzenleyici otoritenin onay süresinin uzaması ile birlikte değerlendirildiğinde, piyasa şartlarında meydana gelen değişimlerle birlikte, aracılık komisyonları önemli bir maliyet unsuru olarak ortaya çıkabilmekte ve ilk halka arzların genelinde görülen düşük fiyatlandırma halka arzın maliyetini yükseltmektedir. Bu maliyetler, yasal ödemeler ve basım, reklam harcamaları ile birlikte en önemli doğrudan maliyet unsuru olmaktadır (Bayram, 2002:9).

Halka arza ilişkin tüm bu maliyet unsurları birlikte değerlendirildiğinde, sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek ve bu yoldan fon sağlamak kimi zaman kullanışsız ve yüksek maliyetli olabilmekte; kamuoyunu aydınlatma, aracılık yüklenimi ve kayda alma sonucu ortaya çıkan potansiyel sorumluluk sermaye girişinin sağladığı faydaları aşmaktadır (Palmiter, 1998:121). İşte bu nedenlerden dolayı, ihraççıların daha kısa zamanda, daha az maliyetle sermaye piyasalarından faydalanmalarını sağlayacak olan halka arz edilmeksizin satış yöntemi benimsenmiş ve bu yolla yapılacak ihraçlar için bir takım muafiyetler tanınmıştır.

Esasen tahsisli satışlar için tanınan bu muafiyetlerin nedeni, ihraççının satış yapacağı grubu oluşturan yatırımcıların sermaye piyasası aracının risk ve getirileri hakkında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmalarının beklenmesinden dolayı, söz konusu yatırımcı grubunun yapacağı işlemlerle ilgili bilgilere gerektiğinde kendilerinin ulaşabileceği düşüncesiyle, düzenlemelerle ayrıca korunmalarına gerek

---

<sup>1</sup>İzahnamenin Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (Securities Exchange Commission, SEC) tarafından incelenme süresi Amerika'da 20 gün iken, ülkemiz uygulamasında Kurulumuz tarafından başvuruların 30 günde sonuçlandırılması gerekmektedir.

olmadığıdır. Bu amaçtan hareketle, yatırımcıları koruma adına tesis edilmiş olan kamuyu aydınlatma kurallarından özellikle izahname hazırlama yükümlülüğünün bulunmaması, hem piyasaya giriş süresini kısaltması hem de maliyetlerde azalış sağlaması sonuçlarıyla da tahsisli satış işlemlerinin cazibesini artırmaktadır.

Bir diğer avantaj ise tahsisli satışların, uzun vadeli finansman ihtiyacı içerisinde olan ve bankacılık sisteminden faydalanmak için kredi notu yetersiz bulunan ihraççıların kurumsal yatırımcılardan fon toplamakta temel bir mekanizma olarak kullanılabilmesidir (Williamson, 1998:115). Halka arz edilmeksizin yapılan bu satış yönteminde izahname kullanılmaması ihraççının durumu kamuya yansıtmadan borçlanabilmesini sağlamaktadır.

Tahsisli yapılan ihraçlar sonrasında yatırımcıları bekleyen bazı kısıtlamalar da bulunmaktadır. Bunlardan ilki; tahsisli olarak alım yapan yatırımcıların, sermaye piyasası araçlarını yeniden satışa sunmaları halinde ortaya çıkan yükümlülüklerdir. Nitelikli yatırımcılar, aldıkları sermaye piyasası araçlarını yeniden satışa çıkarmak isterlerse, ya yalnızca nitelikli yatırımcılara satabilecekler, ya da halka arz kapsamına girecek şekilde satılması halinde izahname düzenlenmesi gerekecektir. Nitelikli yatırımcılar dışında kalan yatırımcılara yapılan tahsisli ihraçların yeniden satışa sunulmaları konusunda ülkemizde bir düzenleme bulunmamakla birlikte, payları İMKB’de nominal değerinin altında işlem gören şirketlerin tahsisli sermaye artırımlarına ilişkin olarak, Şirket paylarında meydana gelebilecek olağanüstü fiyat ve miktar hareketlerinin engellenebilmesi ve piyasa katılımcılarının çeşitli risklere maruz kalarak mağdur olmalarının önlenmesi amacıyla, Kurulumuz uygulamalarında, söz konusu şirket ortaklarının tahsisli olarak aldıkları payları, ihraççının sermaye artırımını nedeniyle ihraç edeceği payların Kurulumuz kaydına alındığı tarihten itibaren 6 ay süreyle İMKB’de satmayacağına ilişkin bir taahhütname vermesi şartı bulunduğu görülmektedir.

Tahsisli satış yoluyla alım yapan yatırımcıları bekleyen kısıtlamalar tahsisli satış sonrası ikincil piyasanın likiditesini azaltmaktadır. Her ne kadar ikincil piyasada yapılan işlemlerin ekonomiye doğrudan bir katkısı olmasa da, yatırımcıların elindeki

sermaye piyasası araçlarının aktif bir piyasası olması, istenildiğinde kolaylıkla nakde çevrilebiliyor olması söz konusu araçları daha cazip hale getirecektir.

İhraççıların ve yatırımcıların tahsisli satışların sağladığı zaman ve maliyet avantajlarından daha fazla yararlanmaları, yatırımcıların haklarını koruyacak nitelikte olması kaydıyla, tahsisli satışların likiditesinin artırılması amacıyla yapılacak düzenlemelerle sağlanabilecektir.

## **II.C. TAHSİSLİ SATIŞLARA İLİŞKİN AKADEMİK ÇALIŞMALAR**

Tahsisli satış sonrasında elde edilen payların ikinci el satışlarının kısıtlı olması nedeniyle, tahsisli satışların borsa işlem fiyatından ya da olması beklenen fiyattan daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesi olağan bir sonuçtur. Silber (1991), 69 halka açık şirketin gerçekleştirdiği tahsisli satış üzerinde yaptığı bir araştırmasında, %34'ünün yüksek oranda düşük fiyatlandığını tespit etmiştir ve bunun nedenini de tahsisli satışa konu olan payların likiditesinin düşüklüğüne bağlamıştır.

Ekonomik açıdan önemli tutarlardaki fiyat düşüklüklerini açıklayan izleme (monitoring) ve sertifikasyon (certification) hipotezleri en yaygın olarak bilinen hipotezlerdir. İzleme hipotezine göre (Wruck, 1989) tahsisli satışlardaki düşük fiyatlandırma, bu payları satın alan yatırımcıların sağlamış oldukları izleme hizmetlerine yapılan ödemeleri yansıtmaktadır. Sertifikasyon hipotezinde ise (Hertzel ve Smith, 1993 ve Myers ve Majluf, 1984) şirketlerin gerçek değerleri ile tahsisli satış sonrası oluşan düşük fiyat arasındaki fark, şirket yöneticileri ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi modelinin çözümü olarak değerlendirilmiştir. Diğer bir alternatif de yönetim emniyeti (managerial entrenchment) hipotezidir (Barclay v.d., 2007). Bu hipoteze göre de tahsisli satış sonrası oluşan düşük fiyatlandırmanın nedeni yöneticilerin, yeni gelecek ortakların şirkete zarar vermemesi (rock the boat) amacıyla, payların indirimli olarak tanıdıklara satmalarıdır.

Silber'in iddiasını doğrulayan bir başka araştırma da Maynes ve Pandes (2009) tarafından yapılmıştır. Maynes ve Pandes araştırmalarında 1993 ve 2005 yılları arasında Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin tahsisli satışlarını incelemişlerdir. Kanada'da mevcut olan uygulamada, menkul kıymetlerin tahsisli satışı haricinde bir de özel varantların (special warrants) tahsisli satışı yer almaktadır. Tahsisli satışların düşük fiyatlandırılmasında likidite düşüklüğünün oynadığı rolü açıklama açısından bu iki aracın yeniden satışa sunulmalarındaki kısıtlamaların farklı olması araştırmanın güvenilirliğini artıran bir etmen olarak değerlendirilebilir.

Tahsisli olarak satılan menkul kıymetlerin yeniden satışa sunulmama kısıtı 12 aylık bir süreyi kapsamaktayken, özel varantlar için bu süre 4 aya kadar kısalmaktadır. Diğer taraftan 2001 yılında yapılan bir düzenleme ile menkul kıymetlerin tahsisli satışı sonrasındaki yeniden satışa sunulma periyodu 4 ay olarak belirlenmiş ve araştırma da söz konusu düzenlemeden önceki 1993-2001 yılları ile düzenlemeden sonraki 2001-2005 yılları arasındaki periyotlarda yapılan tahsisli satış fiyatlandırmalarını karşılaştırmaktadır.

Maynes ve Pandes yaptıkları araştırma ile;

- Düzenlemeden önceki 1993-2001 yıllarını kapsayan dönemde, menkul kıymetlere göre daha likit (yeniden satışa sunulması beklenmesi gereken sürenin daha kısa olması) olan özel varantların tahsisli satış amacıyla fiyatlandırılmasında daha az oranda fiyat indirimi olduğu,

- Düzenlemeden sonraki 2001-2005 yıllarını kapsayan dönemde ise, tahsisli satışa konu olan tüm araçların yeniden satışa sunulması için beklenmesi gereken sürenin 4 aya düşmesi ile birlikte, tahsisli satışa konu olan menkul kıymetlerin fiyatlandırılmasında karşılaşılan indirimlerin düzenleme öncesi döneme göre daha az olduğu,

sonuçlarına ulaşmışlardır.

Lee ve Cai'nin (2006) Thomson Finansal Güvenlik Veri Kurumu (Thomson Financial Security Data Corporation, SDC) tarafından raporlanan 1981-2002 yılları arasında gerçekleşen ilk halka arzları inceledikleri çalışmalarında, şirketlerin halka arz öncesi yaptıkları tahsisli satışların bilgi asimetrisi sorununu çözebilirliği ile böylece ihraç maliyetlerini düşürebilirliği araştırılmıştır. İlk halka arzdan önce tahsisli satış gerçekleştiren şirketlerin, halka arzlarda karşılaşılan en büyük sorunlardan biri olan düşük fiyatlandırma olgusundan daha az zarar gördükleri sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca söz konusu şirketlerin halka arz yüklenimlerinin emsallerine göre daha tanınmış aracı kuruluşlar tarafından ve daha düşük meblağlar karşılığında yapılması da ihraç maliyetlerinin azalmasını sağladığı tespit edilmiştir.

Lee ve Cai'nin ulaştıkları bu sonuçlar; Hertz el ve Smith'in (1993) vardıkları, şirketlerin gerçek değerleri ile tahsisli satış sonrası oluşan düşük fiyat arasındaki farkın, şirket yöneticileri ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklandığı kanaati ile paraleldir.

Yukarıda değinilen akademik çalışmalar ışığında; tahsisli satışların yeniden satışa sunulmasına ilişkin kısıtlamaların tahsisli satışların düşük fiyatlandırılması sorununa neden olduğu, bu sorunun çözümünün tahsisli yapılan ihraçların ikincil piyasasının likiditesinin artırılması ve şirket yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılması yoluyla olabileceği söylenebilir. Nitekim tahsisli satışlar özelliği gereği, şirket yöneticilerinin şirketi tanıtmak ve kalitesine ikna etmek için daha konsantre ve seçilmiş bir grup yatırımcıyla iletişime geçmesini ve bu grup üzerinde yoğunlaşmasını sağlayacağından dolayı, şirket hakkında bilgilerin halka arza nazaran çok daha az yatırımcıyla paylaşılacak olması, ihraççıların şirketler hakkında daha nitelikli bilgilendirme yapmaları ve bilgi asimetrisinin azalması sonuçlarını doğuracaktır. Sonuç olarak, halka arz öncesi yapılan bir tahsisli satış şirketlerin maruz kaldığı düşük fiyatlanma tehdidinden kurtulmalarına, daha başarılı bir halka arz gerçekleştirmelerine yardımcı olacaktır.

## II.D. TAHSİSLİ SATIŞ KAVRAMININ SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDAKİ YERİ

Tahsisli satış, sermaye piyasası araçlarının satış şekli olarak, SPKn'nun 3/1(c) maddesinde "ihraç" tanımında yer almaktadır<sup>2</sup>. Bunun haricinde, halka arz edilmeksizin satış ile eşanlamli olarak kullanılan tahsisli satış kavramına ve uygulamasına ilişkin SPKn'da bir hüküm bulunmamakla birlikte, bu konu ikincil mevzuatta düzenlenmiştir.

Kurulumuzun çeşitli Tebliğlerinde tahsisli satışa yönelik yapılan düzenlemelerin ortak özelliği, izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet sağlamasıdır. Nitekim SPKn'nun 6'ncı maddesinde yer alan sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgilerin izahnamede bulunması gerektiği hükmü, izahnamenin halka arz edilen ihraçlarda öngörülmüş olduğunu belirtmektedir. Diğer taraftan; *"... Kanunun kapsamının genişlemesi öngörüldüğünden, özellikle halka arz edilen - arz edilmeyen menkul kıymetlerle, ihraççı ve kuruluşlar arasında nitelikleri itibariyle ayırım yapılması, bu ayırımı bağı olarak Kanunun getirdiği yükümlülüklerin kapsamının kademeli belirlenmesi, ihtiyacı doğmuştur. Bu konuda esnekliği temin etmek için, dördüncü fıkrada, Kurul'a maddede açıkça sayılan hallerde, yabancı ülke uygulamalarında görüldüğü üzere, işin niteliği gereği, yükümlülüklerinden kısmen ya da tamamen muafiyet tanıma yetkisi verilmiştir."* gerekçesiyle 2499 sayılı SPKn'nun 11'inci maddesini değiştiren, 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun'un verdiği yetkiye dayanılarak çıkarılan Seri:IV, No:39 sayılı *"İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği"* ile halka arz edilmeksizin yapılan satışlar, izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Zaten, izahname ile kamunun aydınlatılması sonucunda sağlanacak olan hukuki korumanın sadece küçük yatırımcılar açısından önem arz etmesi ve tahsisli satışların halka arz kapsamına girmeyecek şekilde sınırlı sayıda yatırımcıya yapılacak olması ile zaman zaman

---

<sup>2</sup> SPKn md. 3/1(c) İhraç: Bu Kanun'un uygulanmasında ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışdır.



tahsisli satışlarda alıcı konumda olan nitelikli yatırımcıların ise yeterli bilgi ve tecrübeye sahip, istediği bilgilere ulaşabilecek konumda olmaları nedeniyle böyle bir korunmaya muhtaç olmamaları, tahsisli satışlarda izahname hazırlanmasını gereksiz kılmaktadır.

Kurulumuzun ilgili Tebliğleri incelendiğinde; bazı düzenlemelerde nitelikli yatırımcılara yapılan satışlardan, tahsisli satışların bir türü olarak bahsedildiği, bazılarında ise nitelikli yatırımcılara satışlar ile tahsisli satışların ayrı kavramlar olarak düzenlendiği görölmektedir.

Kurulumuzun Seri:I, No:26 sayılı “*Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği*”nde tahsisli satış; sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile mevcut hisselerinin hissedarlarınca, ***halka arz edilmeyerek***, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere, kayıt öncesi belirlenmiş yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak veya Borsa’nın ilgili pazarında toptan satışı şeklinde tanımlanmaktadır. Ayrıca aynı Tebliğ’in tahsisli satışa ilişkin 10’uncu maddesinde, yeni pay alma hakları kısıtlanarak tahsisli satış yapılabilmesi için, tahsisli satış esaslarının, esas sermaye sisteminde genel kurulca, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış ise yönetim kurulunca karara bağlanması gerektiği hükmü yer almaktadır.

Seri:III, No:27 sayılı “*Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği*”nde halka arz edilmesizin satılacak olan kar ve zarar ortaklığı belgelerinin Kurul kaydına alınmasında izahname düzenlenmesine gerek olmadığı hükme bağlanmıştır.

İzahname düzenleme muafiyetine ilişkin hükümler Seri:VII, No:14 sayılı “*Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği*”nin 15’inci maddesinde de yer almaktadır. Ayrıca tahsisli olarak satış yapılacak yatırımcılar, yapısı ve mali imkanları çerçevesinde doğru karar verebilmek için istediği bilgilere ulaşabilecek ve yeterli bilgiye sahip olabilecek kişi ve kuruluşlar olarak tanımlanmış ve bunların neler olduğu sayılmıştır. Diğer taraftan

halka arzda kullanılan ve tahsisli satış uygulamasına ters düşecek olan ilan ve reklamların yapılması yasaklanmıştır.

Seri:IV, No:39 sayılı “İhraççuların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği” tüm sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir tahsisli satış kavramına yer vermektedir. Anılan Tebliğ’de tahsisli satışlar ile nitelikli yatırımcılara<sup>3</sup> satışlar ayrı ayrı izahname düzenlenmeyecek haller arasında sayılmış ve nitelikli yatırımcı tanımına yer verilmiştir. Ayrıca nitelikli yatırımcılara satılan sermaye piyasası araçlarının, SPKn’nun 3’üncü maddesinde yer alan halka arz tanımı<sup>4</sup> kapsamına girecek şekilde yeniden satışa sunulmaları halinde izahname ve sirküler düzenlenmesinin zorunlu olduğu belirtilmiştir. Ancak tahsisli satış kavramının özellikleri bu Tebliğ’de de düzenlenmemiş, hangi satışların bu kapsamda değerlendirileceği ve tahsisli satış sonrasında gerçekleşecek yeniden satışlar sonucunda izahname hazırlama yükümlülüğü doğup doğmayacağı belirtilmemiştir.

21.01.2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:II, No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”inde, ihtiyaçlara cevap verebilmesi ve tereddütlerin giderilmesi amacıyla borçlanma araçlarının tahsisli satışlarına ilişkin daha ayrıntılı düzenlemelere yer verilmiştir. Borçlanma araçlarının 100’ü aşmayacak şekilde gerçek ve tüzel kişiye satışı ile sayı kısıtı olmaksızın nitelikli yatırımcılara satışının tahsisli satış kapsamında olduğu ve izahname düzenlemesine gerek olmadığı düzenlenmiştir. Diğer taraftan nitelikli yatırımcılara satılan borçlanma araçlarının, SPKn’nun 3’üncü maddesinde yer alan halka arz tanımı kapsamına girecek şekilde

---

<sup>3</sup> Nitelikli Yatırımcı: Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu’nun geçici 20’nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler.

<sup>4</sup> Halka Arz: Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; SPKn’na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.

yeniden satıŖa sunulmaları halinde izahname ve sirküler düzenlenmesinin zorunlu olduğu hükme bağlanmıŖtır.

Yukarıda bahsedilen düzenlemelerden görüldüğü üzere, tahsisli satıŖın nitelikli yatırımcı tanımını dıŖında kalan yatırımcılara yapılması durumunda, “halka arz edilmeyen” kapsamında bulunması için hangi Ŗartların sağlanması gerektiği yalnızca borçlanma araçları için Seri:II, No:22 sayılı Tebliğ’de yer almaktadır. Anılan Tebliğ’de öngörülen 100 gerçek ve tüzel kiŖi kısıtının, pay satıŖları ve diğer sermaye piyasası araçlarının satıŖında uygulanabilirliği ise açıklığa kavuŖturulmamıŖtır.

Kurulumuzun çeŖitli Tebliğlerinde yer verilen tahsisli satıŖlara iliŖkin düzenlemeler arasında tam bir yeknesaklık olmadığı söylenebilir. Bunun nedeni, SPKn’da tahsisli satıŖlara iliŖkin ayrıntılı bir düzenleme olmamasından dolayı, zamanın Ŗartlarına ve uygulamada karŖılaŖılan durumlara göre ihtiyaç hasıl olduğuça düzenlemelerde deđiŖiklikler yapılmasıdır.

Tebliğler ile düzenlenmemiŖ bulunan tahsisli satıŖa iliŖkin bazı konularda alınan Kurul Kararları doğrultusundaki Kurulumuz uygulamalarında; payları İMKB’de nominal değerinin altında iŖlem gören Ŗirketlerin tahsisli sermaye artırımlarına iliŖkin olarak, Ŗirket paylarında meydana gelebilecek olağanüstü fiyat ve miktar hareketlerinin engellenebilmesi ve piyasa katılımcılarının çeŖitli risklere maruz kalarak mağdur olmalarının önlenbilmesi amacıyla, söz konusu Ŗirket ortaklarının tahsisli olarak aldıkları payları, ihraçının sermaye artırımı nedeniyle ihraç edeceği payların Kurulumuz kaydına alındığı tarihten itibaren 6 ay süreyle İMKB’de satmayacağına iliŖkin bir taahhütname vermesi Ŗartına bağlandığı görülmektedir.

## **II.E. ABD VE AB MEVZUATLARINDAKİ TAHSİSLİ SATIŞA İLİŞKİN DÜZENLEMELER**

### ***II.E.1. ABD Düzenlemeleri***

ABD’de sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen şirketlerin uymak zorunda oldukları iki temel federal yasa bulunmaktadır: 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası (The Securities Act of 1933, 1933 Yasası) ve 1934 tarihli Menkul Kıymet Borsası Yasası (The Securities Exchange Act of 1934, 1934 Yasası ). 1933 Yasası’nın beşinci bölümünde sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin her tür çalışmanın yapılabilmesi kayda alma belgesinin (registration statement) geçerlilik kazanmasına bağlanmışken; üçüncü bölümünde kayda alma yükümlülüklerinden muaf tutulan sermaye piyasası araçları, dördüncü bölümünde ise, kayda alma yükümlülüklerinin uygulanmayacağı işlemler sayılarak, beşinci bölümde yer alan yükümlülüklerden çeşitli muafiyetler öngörülmüştür.

Kayda alma yükümlülüğünden muafiyet tanınan işlemler genel olarak; eyalet içi arzlar, tahsisli satışlar, küçük tutarlı arzlar, akredite yatırımcı<sup>5</sup> arzları ve çalışanlara hisse edindirme planı çerçevesinde yapılan satışlar olarak tanımlanmıştır.

### ***Tahsisli Satışlar***

1933 Yasası’nın 4(2) bölümüne göre, ihraççıların halka arz içermeyen işlemleri kayda alınmadan muafıdır. Kayda almadan muaf tutulmuş olan tahsisli satışa konu sermaye piyasası araçlarının sonradan halka satışı sınırlandırılmıştır. Bu sınırlandırmadaki amaç, tahsisli olarak satılan sermaye piyasası araçlarının kayda aldırılmadan yeniden satışa sunulmasının ve kayda aldırma yükümlülüğünün

---

<sup>5</sup> Akredite yatırımcılar 505 sayılı Kuralda sayılmıştır: Bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları, risk sermayesi şirketleri, ERISA emeklilik planları, 5 milyon Dolar’dan fazla varlığa sahip hayırsever kurumlar, ihraççının müdürleri, üst düzey personeli ve büyük ortakları, 1 milyon Dolar’dan fazla net varlığı olan kimseler, son iki yılda tek başlarına 200 bin Dolar veya eşleri ile birlikte 300 bin Dolar net geliri olan ve bulunduğu yılda da bu beklentisi olan kimseler, nitelikli bir yönetici tarafından yönetilen 5 milyon dolardan fazla varlığı bulunan yediemin şirketleri ve tüm ortakları akredite yatırımcı olan şirketler.

dolanılarak söz konusu payların piyasaya dağıtılmasının önüne geçilmesidir (Davis, Polk ve Wardwell, 1990 ). Ancak tahsisli satışa konu olan bu sermaye piyasası araçlarını satmak isteyen yatırımcılar, kayda aldırma yükümlülüğünü (registration for resale) yerine getirerek yeniden satış kısıtlamasını ortadan kaldıracırlar.

ABD Hukuku'nda tahsisli satışlar D Düzenlemesi ile (Regulation D) düzenlenmiştir. D Düzenlemesi üç ayrı muafiyet türü yaratmaktadır. Bu muafiyetler 504, 505 ve 506 sayılı Kurallar ile belirlenmiştir. Bunlardan 504 sayılı Kural halka arz edilip edilmediğine bakılmaksızın, tutarı 1 milyon Dolar'ın altında kalan satış işlemlerine kayda alma muafiyeti öngörmektedir.

### ***505 Sayılı Kural***

505 sayılı Kural'a göre, finansal raporlama yapma yükümlülüğü olan şirketlerin, 12 aylık bir dönem içinde 5 milyon Dolar'ın altındaki ihraçlarının kayda alınması zorunlu değildir. Bu kapsamdaki ihraçlar, sayı kısıtı olmaksızın akredite yatırımcılara veya 35 kişiyle sınırlı olmak üzere akredite ve nitelikli yatırımcı<sup>6</sup> (sophisticated investor) kapsamı dışında kalan yatırımcılara yapılabilir ve en az bir yıllık süre boyunca yeniden satışa sunulamaz. Ayrıca genel çağrı ve reklam yasağı da geçerlidir. İhraççılar akredite yatırımcılara istedikleri açıklamaları yapabilirler. Ancak verdikleri bu bilgileri diğer yatırımcılara da sunmaları ve dolandırıcılık karşıtı (antifraud) düzenlemelere uymaları gerekmektedir.

### ***506 sayılı Kural***

“Güvenli Liman Kuralı” (Safe Harbour) da denilen 506 sayılı Kural hangi şartların sağlanması ile tahsisli satış muafiyetinden yararlanılabileceği düzenlemiştir. Buna göre;

---

<sup>6</sup> Nitelikli yatırımcı; yatırımların risk ve getirilerini değerlendirebilecek yeterli bilgi birikimi ve tecrübeye sahip veya yatırımların ekonomik risklerini kaldırabilecek kapasitede, satın aldıkları sermaye piyasası araçlarını yeniden satışa sunmayacak veya halka dağıtmayacak olan ve bir izahnamede yer alan bilgilere ulaşabilecek konumda bulunanlardır.

- Satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının tutarına ilişkin bir kısıtlama bulunmamaktadır.

- İhracın yapılacağı yatırımcı grubu akredite yatırımcılardan oluşuyor ise sayı kısıtı bulunmamaktadır.

- Akredite olmayan ancak nitelikli yatırımcı tanımına giren 35 kişiye satılabilir.

- İhraç ile ilgili genel çağrı ya da reklam yapmak yasaktır.

- İhraca konu sermaye piyasası araçlarının yeniden satışa sunulması yasaktır.

- İhraççı potansiyel yatırımcıların soracağı her türlü soruya cevap verebilmelidir.

- İhraççılar akredite yatırımcılara istedikleri açıklamaları yapabilirler. Ancak verdikleri bu bilgileri diğer yatırımcılara da sunmaları ve dolandırıcılık karşıtı düzenlemelere uymaları gerekmektedir. Ayrıca akredite olmayan yatırımcılara sunulacak dokümanlar normal bir kayda alma sürecindekilerle aynı içerikte olmalıdır.

- Finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmek zorundadırlar.

### ***Yeniden Satış Yasaklamaları (Resale Restrictions)***

505 ve 506 sayılı Kurallara göre arzlarına göre satılan sermaye piyasası araçları kısıtlanmış sermaye piyasası araçlarıdır ve kayda alınmaksızın veya başka bir muafiyete tabi olmaksızın satışlarının yapılması mümkün değildir. Bu tür yeniden satışlar bütün teklifi halka arza ve yeniden satış yapan yatırımcıları yükleniciye (underwriter) dönüştürür. Bu sonuç 1933 Yasası'nda [2(a) bölümü] sermaye piyasası araçlarının dağıtımına aracılık eden herkesi kapsayacak genişlikte bir "underwriter" kavramı benimsenmesinden kaynaklanmaktadır. Bu tanım uyarınca sermaye piyasası araçlarını dağıtmak amacıyla hareket eden herkes kanunda yükleniciler için öngörülen sorumluluklara tabi olur ve izahname hazırlanmaması nedeniyle üçüncü kişilerin uğradığı zararlardan sorumlu tutulur (Levy, 2003). D Düzenlemesi, ihraççılardan, yatırımcılara niyet mektubu imzalatmak ve sermaye piyasası araçlarının satış yasağına ilişkin kamuoyunu aydınlatmak gibi önlemler alınmak

suretiyle, kayda alınmamış sermaye piyasası araçlarının satışlarını önlemek üzere gereken özeni göstermesini istemektedir. Bu nedenle, kısıtlı olan sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcılara, üzerinde kısıtlı olduğunu belirten bir ibareyi (legend) taşıyan sertifika verilmektedir.

### ***144 ve 144A sayılı Kurallar***

144 sayılı Kural, tahsisli satış yoluyla, D Düzenlemesi kapsamında, çalışanlara hisse edindirme planları çerçevesinde gerçekleştirilen ve kayda almadan muaf tutulan dolayısıyla yeniden satış kısıtlaması bulunan sermaye piyasası araçlarına ilişkin kısıtlamaların hangi durumlarda sona ereceğini düzenlemektedir. Bu Kural'a göre; 1934 Yasası kapsamında raporlama yükümlülüğüne tabi olan şirketlerin ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları en az 6 ay boyunca elde tutulduktan sonra ve satış yapılmadan önce ihraççı hakkında güncel bilgilerin periyodik raporlama kapsamında ulaşılabilir olması suretiyle kısıtlı olan sermaye piyasası araçlarının satışı mümkündür. Elde tutma süresinin 1 yıl olması bilgilendirme yükümlülüğünün gerekliliğini ortadan kaldırır. 1934 Yasası kapsamında raporlama yükümlülüğüne tabi olmayan şirketlerin ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları ise en az 1 yıl boyunca elde tutulduktan sonra satışa konu olabilir. Söz konusu süreler sermaye piyasası araçlarının tamamen ödenmesinden sonra başlar.

1 yıllık sürenin sona ermesinden sonra satılabilecek sermaye piyasası aracı miktarı ise sınırlıdır. Her üç aylık dönem içerisinde yapılacak satış miktarı ihraççının dolaşımda bulunan hisselerinin %1'ini ya da işlemden önceki dört hafta baz alınarak hesaplanan haftalık işlem ortalamasını geçmemelidir [144(e)]. Satışa ilişkin miktar kısıtlamaları nedeniyle 144 sayılı Kural'ın öngördüğü bu düzenleme "parça parça satım" (dribbling out) olarak da isimlendirilmektedir. Ancak 144 sayılı Kural'da yer alan koşullar sağlanmış olsa bile sermaye piyasası araçlarının yeniden satış kısıtı olduğunu gösteren açıklama sertifikadan kaldırılmadıkça satış yapılamaz. Bunu da ancak bir devir acentesi (transfer agent) yapabilir. Devir acentesinin bu kısıtı

kaldırması için ise, yatırımcının konuyla ilgili olarak ihraççıdan bir izin belgesi alması gerekmektedir. Diğer taraftan, satış işlemlerinin bir broker aracılığıyla yapılması veya satışın doğrudan bir piyasa yapıcı kuruluşa yapılması gerekmektedir.

Tahsisli olarak alınan sermaye piyasası araçlarının elde tutulma süresi 2 yılı geçtiğinde ise bu araçların üzerindeki devir kısıtlaması ortadan kalkmaktadır [144(k)].

Devir kısıtlamalarının tahsisli satış modeli üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak, bu yolla satılan sermaye piyasası araçlarına, bu araçlar için oluşturulan aktif bir ikinci el piyasasının yardımıyla likidite sağlamak ve ABD piyasasını yabancı ihraççılar bakımından daha çekici kılmak amacıyla 144A sayılı Kural 1990 tarihinde yürürlüğe konulmuştur (Carey v.d. 1993:79-80). 144A sayılı Kural tahsisli olarak satın alınan sermaye piyasası araçlarının, kayda alma muafiyetini koruyacak şekilde, herhangi bir miktar ve zaman sınırlamasına tabi olmaksızın nitelikli kurumsal yatırımcılara (qualified institutional buyers, QIBs) satılmasına imkan tanımaktadır. QIBs kavramının kapsamına en az 100 milyon Dolar tutarında malvarlığı bulunan veya bu tutarda yatırımları bulunan sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, işçi sandıkları, kolektif yatırım kuruluşları, yerli ve yabancı bankalar ve diğer tasarruf ve kredi kuruluşları ile en az 10 milyon Dolar tutarında mal varlığı bulunan aracı kuruluşlar girmektedir.

144A sayılı Kural'ın öngördüğü bir diğer hüküm ise, bu düzenlemeye dayanılarak yapılacak işlemler için, ihraççının en yakın finansal tabloları ile işleme ve ihraççıya ilişkin aydınlatıcı bilgileri içeren bir dokümanın alıcılara sağlanması gerektiğidir. Ayrıca satış işleminin gerçekleşeceği sırada satışa konu sermaye piyasası araçlarının ABD'de bir borsaya veya NASDAQ'a kote olan sermaye piyasası araçları ile aynı sınıftan olmaması gerekmektedir. Bunun amacı ise bir borsada ya da organize bir piyasada işlem gören sermaye piyasası araçları için alternatif bir piyasa oluşmasının engellenmek istenmesidir. Son olarak bu düzenlemeye kapsamında yapılacak olan satışlar hakkında alıcılara bilgi verilmesi de ihraççının sorumluluğundadır (Carey v.d. 1993:79).



## ***II.E.2. AB Düzenlemeleri***

AB Hukuku'nda sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz süreçlerine ilişkin iki direktif bulunmaktadır: 28.05.2001 tarih ve 2001/34 EC sayılı “*Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Kabul  ve Kota Alınacak Menkul Kıymetler Hakkında Açıklanacak Bilgilere İlişkin Direktif*” ile 04.11.2003 tarih ve 2003/71 EC sayılı “*Halka Arz İŐlemlerinde Kullanılacak İzahnameler Hakkında Direktif*” (İzahname Direktifi). Bunlardan ilki,  ye ülkelerin borsalarının kota almayı kabul etmeleri için menkul kıymetlerin hangi özellikleri taŐımaları ve ihralarının kotasyon formunda hangi bilgileri açıklamaları gerektiği ile sonrasında tabi olacakları kamuyu aydınlatma rejimini düzenlemektedir. İkincisi olan İzahname Direktifi ise halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin hazırlanacak izahnamenin içeriğini ve bunların dağıtımını düzenlemektedir.

İzahname Direktifi, yatırımcıların ve piyasanın kullanacağı daha kaliteli ve gerekli bilgileri kapsayacak ve tüm  ye ülkelerde geçerli olacak tek bir izahname formatı (tek pasaport kuralı) kullanılmasını sağlamayı amaçlamaktadır (Russell, 2004:17). Bunun yanı sıra, menkul kıymetler  ye ülkelerde halka arz edildiğinde, düzenli bir piyasada işlem g rd Ğinde; izahnamelerin hazırlanması, onaylanması ve açıklanması süreçlerinin uyumlaştırılması amacı güdülmüş­tür. Böylelikle,  ye ülkelerin birinde onaylanan bir izahname diğer  ye ülkelerde de geçerlilik kazanacaktır.

Her iki direktif de halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemeler içermekte, halka arz edilmeksizin satışlar ise direktiflerin kapsamı dışında kalmaktadır.  ye ülkelerde menkul kıymetlerin halka arz edilebilmesi veya bu menkul kıymetlerin organize bir piyasada işlem görebilmesi için izahname yayınlanması zorunludur. Ancak İzahname Direktifi'nde halka arz tanımı “arz ile ilgili her türlü bilginin halka sunulması” Şeklinde çok geniŐ tutulmuş olasından dolayı, bazı halka arzlara istisna sağlanmış olup, bazı özel durumlarda da işlem görme başvurularında izahname yayınlanması zorunlu tutulmamıŐtır. Bazı ihraç

tipleri, menkul kıymetlerin kupür değeri ve yatırımcı niteliği bu muafiyetlerden yararlanmaya imkan tanıyabilmektedir.

İzahname düzenlenmesine gerek olmayan ihraçlar Direktif'in 3(2) maddesinde sayılmıştır:

- Sadece nitelikli yatırımcılara yönelik yapılan ihraçlar,
- 100'den az nitelikli olmayan gerçek veya tüzel kişiye yönelik yapılan ihraçlar,
- Birim kupür değeri en az 50.000 Avro veya eşdeğeri tutar olan ihraçlar,
- Her arz için ayrı olarak, toplamda yatırımcı başına en az 50.000 Avro veya eşdeğer tutarda menkul kıymet alan yatırımcılara yönelik yapılan ihraçlar,
- 12 aylık bir dönemde toplam tutarı 100.000 Avro veya eşdeğeri bir tutardan az olan ihraçlar.

Ayrıca 12 aylık dönemde toplam tutarı 100.000 ile 2.500.000 Avro arasında veya eşdeğer tutarda olan ihraçlar için izahname hazırlanması hususu ülkelerin ihtiyarına bırakılmıştır.

Bu kapsamda yapılan ihraçlara konu sermaye piyasası araçlarının yeniden satışa sunulması halinde, yukarıda sayılan sınırların dışına çıkılması durumunda izahname muafiyeti doğacaktır.

Direktif'in 2(1)(e) maddesinde yer alan "nitelikli yatırımcı" (qualified investor) kavramı:

- Finansal piyasalarda işlem yapmak üzere yetkilendirilmiş yasal kurumlar ile bu şekilde yetkilendirilmemiş olup da tek amacı menkul kıymet yatırımları olan kurumlar,
- Ulusal ve bölgesel yönetimler, merkez bankaları, uluslararası kuruluşlar ve diğer benzer kuruluşlar,
- Aşağıda sayılan üç kriterden ikisini taşımayan diğer yasal kurumlar;

- Bir finansal dönem boyunca ortalama çalışan sayısının 250'den az olması,
  - Son dönem yıllık finansal tablolarına göre 43 milyon Avro'dan az aktif toplama sahip olması,
  - Son dönem yıllık finansal tablolarına göre net satış hasılatının 50 milyon Avro'dan az olması.
- Üye ülkenin izni ve kendi isteklerine bağlı olarak, yukarıdaki üç şarttan en az ikisini sağlayan KOBİ'ler,
  - Üye ülkenin iznine bağlı olarak, aşağıda yer alan özelliklerden en az ikisini taşıyan bireysel kişilerden nitelikli yatırımcı olarak tanımlanmak isteyenler;

- Son dört çeyrek dönemde, her çeyrekte en az on adet önemli büyüklükte menkul kıymet işlemi yapmış olması,
- Menkul kıymet portföyünün 0,5 milyon Avro'yu aşması,
- Menkul kıymet yatırımı konusunda bilgi ve tecrübe gerektirecek bir pozisyonda en az bir yıl profesyonel olarak çalışılmış olması,

olarak tanımlanmıştır.

İzahname Direktifi 15(5)'e göre, izahname hazırlanmayan durumlarda, ihraççı tarafından nitelikli yatırımcılara ya da herhangi bir yatırımcı grubuna sunulan önemli bilgilerin tüm yatırımcıların öğrenebileceği şekilde kamuya açıklanması gerekmektedir.

Aşağıdaki durumlarda da halka arz edilen menkul kıymetler için izahname yayınlanması gerekli değildir:

- Sermaye artırımına neden olmayacak şekilde, eski hisse senetlerinin yenileriyle değiştirilmesi,

- Borsada gerçekleşen devir almalarda ve birleşmelerde, yetkili otoritenin denklığı kabul etmesi durumunda, izahnamede yer alması gereken bilgilerin açıklandığı başka bir belge bulunması,

- Mevcut yatırımcılara bedelsiz hisse senedi verilmesi, hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yapılması veya çalışanlara şirket tarafından pay verilmesi. Bu durumlarda, verilen hisse senedi adedi ve cinsini içeren bir belge açıklanmalıdır.

Borsada işlem görme başvurularında ise, aşağıdaki durumlarda izahname yayını zorunlu değildir:

- Son 12 ayda dolaşımda olan hisse senetlerinin %10'unu aşmayan benzer ihraçlar,

- Sermaye artırımına neden olmayacak şekilde, işlem gören hisse senetlerinin yenileriyle değiştirilmesi,

- Borsada gerçekleşen devir almalarda ve birleşmelerde, yetkili otoritenin denklığı kabul etmesi durumunda, izahnamede yer alması gereken bilgilerin açıklandığı başka bir belge bulunması,

- Mevcut yatırımcılara bedelsiz hisse senedi verilmesi, hisse senedi şeklinde temettü ödemesi yapılması veya çalışanlara şirket tarafından pay verilmesi. Bu durumlarda, verilen hisse senedi adedi ve cinsini içeren bir belge açıklanmalıdır.

- Başka menkul kıymetlerin verdiği hakkın kullanımı veya değişimiyle elde edilen hisse senetleri,

- Başka bir organize piyasada zaten işlem gören ve direktif kapsamında özet izahname hazırlanan menkul kıymetler.

Özetle, iki ayrı tip muafiyet bulunmaktadır: Halka arza ilişkin muafiyetler ve borsada işlem görmeye ilişkin muafiyetler. Halka arz edilecek bir menkul kıymet için, öncelikle izahname hazırlamaktan muaf olup olmadığı tespit edilmektedir. Bundan bağımsız olarak, borsada işlem görme başvurusunda da bir muafiyet olup olmadığına bakılmaktadır. Örneğin, halka arz esnasında izahname hazırlamaktan

muaf olan menkul kıymetler, borsada işlem görmeye ilişkin bir muafiyetten yararlanmıyorlarsa, izahname hazırlamak durumundadırlar.

### ***AB Tahsisli Satış Rejimi***

AB üyesi ülkelerde ortak bir halka arz rejimi benimsenmiş olmasına karşılık, tahsisli satış hususunda ülkeler kendi uygulamalarında serbesttirler. Güncel durumda ise, AB'ye üye olan tüm ülkelerde geçerli olacak bir tahsisli satış rejimi (private placement regime) düzenlenmesinin planlandığı görülmektedir. Bu çerçevede konu hakkında fikir alışverişinde bulunulması ve yapılması gerekenleri belirlemek amacıyla öncelikle Nisan 2007'de bir anket yayımlanmıştır. 24.09.2007 tarihinde açıklanan anket sonuçlarına göre, söz konusu ankete daha çok özel sektörden görüşlerin gelmesi ve henüz birçok konuda görüş alınamamış olması nedeniyle 15.01.2008 ve 07.02.2008 tarihlerinde Avrupa Komisyonu tarafından iki de çalıştay düzenlenmiştir.

Yapılan tüm bu çalışmalar neticesinde ulaşılan ortak kanaat, tahsisli satışların finansal piyasalara ilişkin modern kurallar bütününe çok önemli ve değerli bir tamamlayıcısı olduğudur. Çalışmalar sonucu geliştirilen önerilerden birisi olan ülkelerarası tahsisli satışların önündeki engellerin kaldırılması için ulusal uygulamalara dokunmadan, yeni düzenlemeler getirilmesi ülkelerden büyük destek görmüştür. Düzenleme isteğinin nedeni ise ülkelerin konu hakkında uyulması gereken kuralların net bir şekilde belirlenmesini istemeleridir.

Yapılacak düzenlemelerin mevcut Direktiflerde değişiklik ile mi yoksa yeni bir Direktif yoluyla mı yapılacağı tartışması ise henüz netlik kazanmamıştır. Mevcut Direktiflerde, örneğin İzahname Direktifi'nde değişiklik yapılmak istenmesi halinde öncelikle sınır aşırı yapılacak tahsisli satışların bu Direktif'in kapsamına alınması, daha sonra gerekli düzenlemelerin Direktif'e işlenmesi gerekecektir. Direktiflerde değişiklik yapılmasının çok zahmetli ve uzun süreçli olması ve tam olarak istenen sonuçların alınamayabileceği düşünülerek, yeni bir Direktif hazırlanması fikri daha

sıcak karşılanmıştır. Yeni bir Direktifin çıkarılması da zaman alacaktır ancak düzenlenmek istenen konunun daha sağlıklı ifade edilmesi sağlanacak ve ulusal ve ülkelerarası tahsisli satış arasındaki farklılıkları daha net ortaya koyacaktır. Mevcut Direktiflerle uyumlaştırılması için, söz konusu Direktiflerde de değişiklikler yapılması gerekse bile, bu değişiklikler çok kapsamlı olmayacağından dolayı daha az zaman alacaktır. Avrupa Komisyonu tahsisli satış rejiminin düzenlenmesi için çalışmalarına halen devam etmektedir.

### III. GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI

Gelişen İşletmeler Piyasası, ülkemiz ekonomisinde önemli bir yer tutan KOBİ'lerin işlem yapacağı bir piyasa oluşturulması fikrinden hareketle, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak için ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarının işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak amacıyla İMKB altında ayrı bir piyasa olarak kurulmuştur.

GİP'te işlem görmesi planlanan şirketler özellikle küçük ve orta ölçekli, faaliyetlerine yeni başlamış, fon ihtiyacını sermaye piyasaları aracılığı ile karşılamak isteyen, ancak ihraç sürecinin ortaya çıkardığı yükümlükleri yerine getirebilecek ve maliyetleri karşılayabilecek yeterlikte olmayan şirketlerdir. Bu kapsamda, GİP'te işlem görme kuralları ile şirketlerin katlanacağı yükümlülükler ve maliyetler, hedeflenen kitle göz önünde bulundurularak düzenlenmeye çalışılmıştır.

#### III.A. KOBİ'LERİN EKONOMİDEKİ YERİ

Bakanlar Kurulu tarafından kabul edilen 19.10.2005 tarih ve 2005/9617 sayılı “*Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkındaki Yönetmelik*”in 5’inci maddesine göre; 10 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da bilanço büyüklüğü 1 milyon TL’yi aşmayan çok küçük ölçekli işletmeler **mikro işletme**, 50 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da bilanço büyüklüğü 5 milyon TL’yi aşmayan işletmeler **küçük işletme**, 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da bilanço büyüklüğü 25 milyon TL’yi aşmayan işletmeler **orta büyüklükteki işletme** olarak tanımlanmaktadır.

KOBİ'lerin iktisadi ve sosyal kalkınmada üstlendikleri roller ile işsizliğin azaltılması ve yeni istihdam alanlarının yaratılmasında taşıdıkları fonksiyonlar ülkeler arasında farklılık göstermekle birlikte, KOBİ'lerin piyasa koşullarına hızlı uyum sağlayabilen esnek yapıları onları dünya ekonomisinde önemli kuruluşlar haline getirmiştir. Ülkemiz ekonomisi içinde de önemli bir yer tutan KOBİ'lerin,

karşılaştıkları sorunlar nedeniyle kendilerinden beklenen fonksiyonları tam anlamıyla yerine getirdiklerini söylemek mümkün değildir.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) Genel Sanayi İş Yerleri Sayımı 2002 verilerine göre Türkiye’de KOBİ’ler, tüm işletmelerin %99,89’unu oluşturmaktadır. KOBİ’ler istihdam ettikleri ortalama 3 milyon kişi ile Türkiye ekonomisinin toplam istihdamının %77’sini ve toplam katma değer %38’ini yaratmaktadır.

Türkiye’de KOBİ’ler hakkında yapılmış bilimsel araştırmaların yoğunlaştığı konuların başında, bu işletmelerin ülke ekonomisi üzerindeki etkilerinin yanında, finansman kaynakları ve sorunları gelmektedir (Sarıaslan, 1994; Müftüoğlu, 1997; Çolakoğlu, 2002; OECD, 2004; DPT, 2004). Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) tarafından hazırlanan “KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı”nda KOBİ’lerin toplam kredi hacminden %25’lik bir pay aldıklarının tahmin edilmekte olduğu bilgisine yer verilmektedir. KOBİ’lerin tüm işletmelerin % 99,89’unu oluşturdukları halde, yararlandıkları kredi hacminin %25’in altında olması KOBİ’lerin yaşadıkları finansman sorununun en önemli göstergesidir.

KOBİ’lerin finans güçlüğü çekmesinin en önemli nedenleri; kredi teminindeki zorluklar, finansal yönetimdeki yetersizlikler ile Avrupa (Chiu 2003) ve Amerika’daki (Cohn 1999) gibi sermaye piyasalarındaki düzenlemelerin getirdiği ağır yükümlülüklerdir. Bilindiği üzere KOBİ’lerin özsermaye dışındaki en önemli finansman kaynağı bankacılık sektöründen elde edilen kredilerdir. Ülkemizde KOBİ’lere finansal destek büyük ölçüde, kamu ağırlıklı ihtisas bankası durumundaki Türkiye Halk Bankası ile kalkınma ve yatırım bankalarından Türkiye Kalkınma Bankası ve Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası tarafından sağlanmaktadır. Ancak bu yolla sağlanan fonlar KOBİ’lerin özsermaye ve uzun vadeli fon ihtiyacını karşılayacak nitelikte değildir. Çünkü KOBİ’lerin yönetim ve örgüt yapısındaki eksiklikler, finansal yönetim zafiyetleri, muhasebe normlarına uygun mali tablo üretememeleri, özkaynak yetersizliği, bankaların kredi istihbarat faaliyetlerinin görece olarak daha maliyetli olması ve teminat yetersizlikleri bankaların kredi verme konusunda çekimser davranmalarına neden olmakta ya da KOBİ’leri miktar, vade,



faiz oranı ve teminat açısından zorlu kredi koşullarına maruz bırakılmaktadır (Yüksel, 2005:10).

Yeni üretim yöntem ve tekniklerine, yeni pazarlama stratejilerine uyum sağlayabilecek esneklik ve yenilik niteliğine sahip oldukları için sanayileşme sürecinin itici gücünü oluşturan<sup>7</sup> KOBİ'lere küresel anlamda rekabet gücü kazandıracak ve değişen trendi yakalamalarını sağlayacak finansman alternatifleri oluşturulması için son yıllarda çeşitli çalışmalar yürütülmektedir. Bunlardan en önemlilerinden biri de hiç şüphesiz KOBİ'lerin sermaye piyasalarından yararlanabilmeleri için yapılan düzenlemelerdir.

### **III.B. GİP'İN AMACI VE KURULUŞU**

KOBİ'lerin genellikle yatırım aşamasında veya zararları dolayısıyla kar dağıtamayacak durumda olmaları ve paylarının likiditesinin düşüklüğü, menkul kıymet ihracı yoluyla fon temininde, diğer bir ifade ile paylarını satacak yatırımcı bulmasında KOBİ'leri zora düşürmektedir. Ayrıca SPKn'na tabi olmanın getirdiği yükümlülükler de KOBİ'ler için menkul kıymet ihracının cazibesini azaltmaktadır. Diğer taraftan KOBİ'lerin büyük bir bölümü Borsa'ya kotasyon şartlarını da sağlayamadıkları için payları Borsa'da işlem görememektedir.

Özellikle Anadolu'da bulunan ve İMKB ölçeğine göre küçük kalan birçok işletmenin menkul kıymet ihraç ederek sermaye piyasalarından fon temin etmelerini kolaylaştıracak organize bir ikinci el piyasa oluşturulması yönünde taleplerinin bulunması, Anadolu'da faaliyet gösteren KOBİ'lere odaklanmış, yapısı ve organizasyonu bunların ihtiyaçlarına göre düzenlenmiş bir piyasanın varlığının, KOBİ'lerin bu piyasaya girmeleri konusunda başlı başına bir teşvik unsuru oluşturacağı ve bölgesel bazda şirketlerin piyasaya katılımının artması ile birlikte, İMKB'ye soğuk bakan ve sermaye piyasalarına yatırım yapmak konusunda çekingen davranan Anadolu yatırımcısının, kendi yöresinde yer alan, tanıdığı ve yakından

---

<sup>7</sup> [www.kosgeb.gov.tr](http://www.kosgeb.gov.tr)

bildiği şirketlere daha rahat yatırım yapabileceği düşüncesinden hareketle<sup>8</sup>, karşılaşılan sorunları çözmek için Borsa'da KOBİ ve benzeri şirketlerin paylarının işlem göreceği ayrı bir pazarın oluşturulmasına karar verilmiş ve KOBİ'lere özgü piyasanın kurulmasına ilişkin hukuki zeminin oluşturulmasına yönelik olarak SPKn'nun 40'ıncı maddesiyle Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'na verilmiş yetki çerçevesinde “*Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik*” 18.03.2003 tarih ve 25052 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip KOBİ ve benzeri işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan tanımak üzere sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı teşkilatlanmış piyasaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, üyelik, denetim ilke ve esaslarını düzenlemeyi amaçlayan söz konusu yönetmelik çerçevesinde, piyasayı oluşturmak üzere kurucu şirket olarak Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'ye 14.07.2005 tarihinde Kurulumuzca kuruluş izni verilmiştir. GİP A.Ş., %85'i aracı kuruluş ve bankaların, %5'i Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)'nin, %5'i Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)'nin ve %5'i Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)'nin olmak üzere 10 milyon TL sermaye ile kurulmuştur. 09.12.2005 tarihinde GİP A.Ş.'nin esas sözleşmesi ve ortaklık yapısının son hali Kurulumuzca onaylanmış olup, kuruluşla ilgili gerekli prosedürlerin tamamlanması üzerine GİP A.Ş. 30.12.2005 tarihinde ticaret siciline tescil ettirilerek tüzel kişilik kazanmıştır.

GİP A.Ş.'nin, İMKB'nin mevcut yazılım altyapısı, yetişmiş insan kaynağı, yaratmış olduğu işlem hacmi ve yüksek likiditesi sonucunda muhtelif kaynaklardan elde ettiği gelirler ile ihtiyaç duyulması halinde KOBİ'lere yönelik bir piyasayı destekleyebileceği hususları dikkate alınarak piyasanın İMKB altında teşkilatlandırılmasının uygun olacağı kanaatine varıldığını Kurulumuza iletmesi

---

<sup>8</sup> [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

üzerine, söz konusu öneri Kurulumuzun 19.06.2008 tarih ve 17/693 sayılı toplantısında uygun bulunmuştur.

Yapılan araştırmalar, alınan görüşler ve değerlendirmeler sonucunda, dünyadaki en başarılı örneklerden birisi olan, LSE altında faaliyet gösteren ve KOBİ'lerin işlem görmesi amacıyla yapılandırılan AIM'in, Türkiye'de kurulması planlanan KOBİ borsası için emsal teşkil edebileceği düşünülmüştür. Bu kapsamda ülkemizin sermaye piyasalarının yapısı ile İMKB'nin mevcut yazılım altyapısı ve yetişmiş insan kaynağı da dikkate alınarak, KOBİ borsasının Gelişen İşletmeler Piyasası adıyla, İMKB altında ayrı bir piyasa olarak teşkilatlandırılmasına karar verilmiştir. 03.10.1983 tarih ve 18183 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin 11'inci maddesinin, *“menkul kıymetler borsasındaki alım-satım işlemlerine ilişkin kurallar Borsa Yönetim Kurulu'nca bir yönetmelikle tespit olunur”* hükmüne dayanılarak, GİP'in çalışma esaslarını belirleyen *“Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği”* 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Son durumda, KOBİ borsası kurması amacıyla yetkilendirilen GİP A.Ş., esas sözleşmesinin ticaret unvanı, amaç ve faaliyet konusuna ilişkin maddelerinin değiştirilmesi talebiyle, Kurulumuza başvurmuştur.

Borsa kotasyon şartlarına göre daha hafif yükümlülükler içermesi nedeniyle GİP'in, bir taraftan KOBİ ve benzeri şirketlerin finansmanı açısından maliyet tasarrufuna katkıda bulunması, diğer taraftan da sermaye piyasalarının gelişmesine destek olacağı düşünülmektedir. GİP'in, büyüme potansiyeli gösteren ve düşük maliyetle fon ihtiyacını karşılamak isteyen işletmeler için ara bir piyasa olması beklenmektedir. GİP'te işlem görecektir şirketlerin, zaman içerisinde gösterecekleri gelişmeler doğrultusunda, belirli kriterleri sağladıklarında İMKB Hisse Senetleri Piyasası pazarlarında işlem görmesi hedeflenmektedir.

### III.C. GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI YÖNETMELİĞİ

Yukarıda da bahsedildiği üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak amacıyla İMKB bünyesinde kuruluş çalışmaları devam eden GİP'in çalışma esaslarını belirleyen GİP Yönetmeliği düzenlenmiştir.

GİP Yönetmeliği sadece payların GİP'te işlem görmesine ilişkin usul ve esasları düzenlemiş olup, diğer menkul kıymetlerin GİP Listesi'ne kabul edilmesi ile işlem görmesine ilişkin usul ve esaslar ise İMKB Yönetim Kurulu tarafından belirlenecek ve Kurulumuzun onayı ile yürürlüğe girecektir.

Temelde AIM örneğinden yola çıkılarak belirlenen GİP'in işleyiş mekanizmasının da en önemli aktörlerinden biri piyasa danışmanlarıdır. Piyasa danışmanı mekanizması gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin, sermaye piyasası mevzuatı ve Borsa mevzuatı hakkında bilgilendirilmesi ve menkul kıymetleri işlem gördüğü sürece mevzuat gereklerini yerine getirmede zorluk yaşamamaları amacıyla getirilmiştir. Piyasa danışmanının,

- Şirket paylarının GİP Listesi'ne **kabulü öncesinde**, GİP Listesi'ne kabul başvurusu için gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olması ve Borsa'ya iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunu işlem göreceği şirket ile birlikte onaylaması,

- Şirket paylarının GİP Listesi'ne **kabul başvurusu sırasında** Borsa'ya sunulacak belge, beyan ve raporu hazırlaması ve onaylaması,

- Şirket paylarının GİP Listesi'ne **kabulü sonrasında** şirketin SPK ve Borsa düzenlemelerine uyumunun sağlanması için danışmanlık hizmeti vermesi,

planlanmaktadır.

GİP'te işlem görmek isteyen şirketlerin İMKB kotasyon şartlarından en az bir tanesini sağlayamıyor olması gerekmektedir. SPKn uyarınca, ihraç veya halka arz

olunacak sermaye piyasası araçlarının SPK'ya kaydettirilmesi zorunlu olduğu için GİP Listesi'ne kabul için kayda alma ilk şarttır.

Şirketlerin GİP Listesi'ne kabul işlemi, sadece mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını ya da tahsisli sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek paylar için yapılacaktır. Şirket ortaklarının ellerindeki payların GİP'te işlem görmesi mümkün değildir. Buradaki asıl amaç, büyüme ve sermaye ihtiyacı içinde olan küçük şirketlerin sermaye artırımını yaparak halka arz edilmesi böylece piyasadan fon sağlamasıdır. Büyük ortakların kendi hisselerini satıp şirketten çıkması veya payının azalması, bu ortaklara güvenerek şirkete yatırım yapacak olanların kaçmasına neden olabilecektir. GİP'in amacına ulaşması için sermaye artırımını şartının yerinde olduğu söylenebilir.

Ayrıca, tahsisli sermaye artırımını yapılması suretiyle ilgili şirketlerin paylarının piyasada işlem görmeye başlanmasına imkan sağlanması da, GİP Yönetmeliği ile sermaye piyasalarına getirilen önemli yeniliklerden biridir. Kurulumuzun ilgili Tebliğlerinde benimsenen tahsisli satışlara izahname hazırlama muafiyeti tanınması şeklindeki düzenleme GİP Yönetmeliği'nde de korunarak, şirketlerin uzun ve maliyetli halka arz prosedürünün mühim bir basamağını atlamaları sağlanmış, ihracın tahsisli satış yöntemi ile yapılması durumunda ihraççının sadece GİP İşlem Görme Bilgi Formu düzenleyeceği hükme bağlanmıştır.

Tahsisli satışın tanımında "halka arz edilmeyerek" ifadesi yer almaktadır. Ancak, tahsisli sermaye artırımını yapan şirketlerin paylarının GİP Listesi'ne kabulüyle; tahsisli satış yoluyla, halka arz edilmemiş olan payların, halka arz tanımı kapsamına giren "borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görme"sine olanak tanınmış olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, söz konusu uygulama neticesinde, kavramlar arasında bir karışıklık ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan, tahsisli sermaye artırımını yoluyla GİP'te işlem görmeye başlayan payların, hiçbir kısıtlamaya tabi olmaksızın ikincil piyasada alınıp satılması ile halka arz kapsamına girmesi, açıkça mevzuatın dolanılması sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bahse konu düzenleme bu haliyle, halka arzın izahname düzenlenmeksizin gerçekleştirilmesi

sonucunu doğuracaktır. Böylece GİP'te işlem görmek isteyen şirketlerin büyük çoğunluğunun belki de tamamının, tahsisli sermaye artırımı yöntemiyle piyasaya girip, daha sonra tahsisli alım yapan yatırımcılar vasıtasıyla halka açılma usulünü benimseyecek olması olağan karşılanmalıdır.

GİP'te işlem yapacak üyeler, müşterilerinin GİP'te işlem görecektir menkul kıymetlerin birincil ve ikincil piyasa işlemlerine aracılık yapmadan önce, şirket paylarının GİP Listesi'ne kabul edilme kriterleri, piyasa danışmanı uygulaması, kamuyu aydınlatma hususunda GİP ve Hisse Senetleri Piyasası arasındaki farklılıklar ve GİP'te işlem görecektir menkul kıymetlere yatırım yapmanın riski ve karşılaşılabilecekleri diğer riskler konusunda yatırımcıları bilgilendirmekle yükümlüdür. Üyelerin içeriği İMKB Yönetim Kurulu tarafından belirlenen GİP Risk Bildirim Formu'nu müşterilerinin emirlerini GİP'e iletmeden önce müşterilerine imzalatmaları zorunludur.

GİP'te, İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda hali hazırda uygulanmakta olan sürekli müzayede işlem yönteminden farklı olarak tek fiyat yöntemi ve piyasa yapıcılı sürekli müzayede yöntemi uygulanacaktır. Piyasa yapıcı üye, görevli olduğu işlem sırasında piyasanın dürüst, düzenli ve etkin çalışmasını sağlamak, likit ve sürekli bir piyasanın oluşmasını teşvik etmek amacıyla çift taraflı alım satım kotasyonu vermekle yükümlü olan ve İMKB Yönetim Kurulu tarafından yetkilendirilmiş Borsa üyesi aracı kuruluştur.

GİP Yönetmeliği'nde ayrıca, kamuyu aydınlatma kuralları, ücretler ile GİP'te yapılacak işlemlere ilişkin usul ve esaslar da düzenlenmiştir.

GİP Yönetmeliği'nin yürürlüğe girmesiyle, piyasanın işlemeye başlaması için sermaye piyasası mevzuatının ilgili düzenlemelerinde de değişiklikler yapılması gereği doğmuştur. GİP Yönetmeliği'nde öngörülen, şirketlerin tahsisli sermaye artırımı yoluyla GİP'te işlem görmeye başlamalarının beklenen faydaları sağlaması için Kurulumuz düzenlemelerinde yapılabilecek değişikliklere ilişkin önerilere çalışmanın beşinci bölümünde yer verilmiştir.

## IV. DÜNYA KOBİ BORSALARINDAN ÖRNEKLER

### IV.A. KOBİ BORSALARININ GENEL ÖZELLİKLERİ

KOBİ borsaları temelde fon ihtiyacını sermaye piyasaları aracılığı ile karşılamak isteyen ancak kotasyon şartlarını sağlayamayan ve kote olmaktan kaynaklanacak maliyetleri karşılayabilecek yeterlikte olamayan şirketleri hedefleyen ikincil borsalar olarak teşkilatlanmışlardır. Dünya uygulamalarında, KOBİ borsalarının ana borsa altında ayrı bir pazar olarak veya ana borsadan ayrı bir borsa olarak kurulmuş örnekleri mevcuttur.

Ayrı pazarlar veya borsalar kurulmasının çeşitli sebepleri vardır. Birincisi, daha riskli olduğu düşünülen KOBİ'ler, ana piyasanın volatilitelerini artırmaktadır. Bununla beraber, ana pazarı KOBİ'lere açmak için kotasyon koşullarında KOBİ'lerin ihtiyaçlarına uygun bazı farklılaştırmalar gerekmektedir. Bunun da genel olarak piyasanın kalitesini düşüreceği ve risk algılamasını artıracığı kaygısı yaşanmaktadır. Bu nedenlerle borsalar, kendi içlerinde bile olsa, KOBİ'lerin ayrı bir pazarda, farklı kotasyon koşulları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve hatta işlem sistemleri çerçevesinde işlem görmelerini tercih etmektedirler. Ayrı pazarlar kurulması aynı zamanda yatırımcılar için de bir uyarı işlevi görmektedir (TSPAKB, 2007:14).

KOBİ borsaları ile ana borsaların performanslarının değerlendirildiği akademik araştırmalarda; genellikle ana borsaların kısa vade getirilerinin pozitif, uzun vade getirilerinin ise negatif olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır<sup>9</sup>, Khurshed, Paleari ve Vismara (2003)'nin LSE ve AIM'de kayıtlı şirketlerin halka arz sonrası faaliyet ve fiyat performanslarının ölçüldüğü çalışmalarında, ana borsadaki şirketlerin aktif karlılığının halka arz sonrası düştüğü, AIM'deki şirketlerin ise ilk yıla kadar aktif karlılıklarının arttığı ancak daha sonrasında anlamlı bir sonuca ulaşamadığı ifade edilmiştir.

---

<sup>9</sup> Aggarwal ve Rivoli (1990) ile Ritter'in (1991) New York ve Levis'in (1993) Londra Borsalarında yapmış oldukları çalışmaların sonuçları.

#### IV.B. DÜNYADAN ÖRNEKLER

*NASDAQ*, fiilen var olan tezgahüstü piyasaların organize edilmesi amacıyla Aracı Kuruluşlar Birliği (NASD) tarafından 1971 yılında kurulmuştur. Kotasyon koşulları New York Borsası (NYSE) ve Amerikan Borsası'na (AMEX) göre daha hafif olduğundan, zaman içinde hızlı bir gelişim göstermiştir. 2006 yılında Borsa olarak teşkilatlanan NASDAQ, LSE'nin %25'ini ve Philadelphia Borsası (Philadelphia Stock Exchange)'ni almıştır.

Esas itibariyle NASDAQ, sadece teknoloji ya da KOBİ borsası olmayıp, her sektörden, her boyuttan şirketin kote olduğu bir borsadır. İşlem sistemi, elektronik uzaktan erişimli, rekabetçi piyasa yapıcılığı modelidir. Piyasa yapımcıların sürekli çift taraflı kotasyon vermesi zorunludur.

*NASDAQ Japonya*, NASDAQ'ın hızlı gelişimi ve başarısının ardından, kendi modelini diğer ülkelerde de uygulama girişimi sonucunda 1999 yılında Japon Softbank ortaklığı ile kurulmuştur. Fakat, beklenen gelişme sağlanamadığı için 2002 yılında Osaka Borsası'na devredilmiştir.

*EASDAQ*, 1996 yılında "Avrupa'nın ortak piyasası" olması amacıyla NASDAQ modeli örnek alınarak kurulmuştur. Öncelikle, Avrupa'nın çeşitli ülkelerinden yeni şirketleri kote etmeyi hedeflemiştir. İstenen başarı sağlanamayınca çifte kotasyon uygulamasına gidilmiş, elektronik platformda daha hızlı ve daha düşük maliyetli işlem imkanı sunulmuştur. Ancak yine de işlem hacminin düşük ve kote şirket sayısının az olması nedeniyle başarılı olamamıştır. NASDAQ, global borsa olma stratejisi doğrultusunda, Mart 2001'de EASDAQ'ın çoğunluk (%68) hisselerini almış ve borsa NASDAQ Europe adını almıştır. Ancak NASDAQ Europe da beklenen gelişimi gösteremeyerek 2003 yılında kapanmıştır.

*NASDAQ Almanya*, NASDAQ'ın Avrupa'da var olma hedefi ile 2003 yılında kurulmuştur. 6 ay boyunca faaliyet göstermeye çalışmış ancak hiç kotasyon olmaması nedeniyle kapanmıştır.



**JASDAQ**, 1976 yılında küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü tezgahüstü piyasa olarak kurulmuştur. NASDAQ'ta olduğu gibi, uzun süre Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği'nin denetimindeki bir bölüm tarafından yönetilmiştir. Aralık 2004'te ise tezgahüstü piyasa statüsünden çıkarak bir borsa olarak yapılanmış ve tanınmıştır. İşlem sistemi olarak sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığı bir arada kullanılmaktadır. Ancak kote olan şirketlerin küçük bir kısmı piyasa yapıcısı kullanmakta, genel olarak sürekli müzayede yöntemi tercih edilmektedir.

**KOSDAQ**, 1996 yılında bilgi teknolojisi ve yüksek teknoloji şirketleri ile, küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman sağlamasını kolaylaştırmak amacıyla Güney Kore'de kurulmuştur. KOSDAQ, Kore Borsası'na göre daha basit olan kotasyon şartları ile ve yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak tanınması nedeniyle tercih edilmiştir. 1997 yılında yaşanan Asya krizinin ardından hükümet, finans sektöründe bankacılık sisteminin ağırlığına alternatif olarak sermaye piyasasının gelişimine de önem vermiştir. Dolayısıyla, sermaye piyasasına ve halka açılacak olan şirketlere önemli teşvikler sağlanmıştır. Bu etkiyle KOSDAQ hızlı bir gelişim göstermiştir. KOSDAQ'ın hızlı gelişimine rağmen, 2005 yılında Kore'deki borsalar (Kore Menkul Kıymet Borsası, Kore Vadeli İşlemler Borsası ve KOSDAQ) birleşme kararı almışlardır. Yeni yapıda KOSDAQ, Kore Borsası'nın bir pazarı haline gelmiştir. Ana pazarda büyük ölçekli şirketler, KOSDAQ pazarında ise orta ve küçük ölçekli şirketler ile risk sermayesi şirketleri işlem görmektedir.

**RASDAQ**, 1996 yılında ABD'nin yardımı ile, Romanya'da sermaye piyasası oluşturmak ve özelleştirme programına destek olmak amacı ile kurulmuştur. Örnek aldığı model, NASDAQ sistemidir. Piyasanın yapısı, Romanya Aracı Kuruluşlar Birliği tarafından oluşturulmuştur. Tüm özelleşen şirketler, temel kamuyu aydınlatma gereklerini yerine getirdiklerinde ve hisselerini Romanya Kayıt Kuruluşuna transfer ettiklerinde, RASDAQ'a otomatik olarak kote olmuşlardır. RASDAQ, 2005 yılından itibaren Bükreş Borsası ile birleşerek bu borsanın altında ayrı bir pazar olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

**NEUER MARKT**, Deutsche Börse tarafından 1997 yılında k c k ve orta boy işletmelerin işlem görmesi için kurulmuştur. Neuer Markt'ta kotasyon koşulları, normal pazara göre daha hafif koşullar içermekte olduğundan 2000 yılına kadar, yeni kurulan ve ağırlıklı olarak teknoloji Şirketlerinin ilgi gösterdiği bir borsa olmuŐtur. Fakat bu pazardaki kotasyon, denetim ve kamuyu aydınlatma kuralları oldukça esnek olduğundan yatırımcıların güvenini saĐlayamamıŐtır. 2001'de özellikle teknoloji Őirketlerini etkileyen krizin ardından bu güven daha da sarsılmıŐ ve yatırımcılar Neuer Markt'ta işlem gören Şirketlerin hisse senetlerine ilgi göstermemeye baŐlamıŐlardır. Bunun  zerine Deutsche Börse, yatırımcı güvenini yeniden kazanmak için pazarlarında yeni bir yapılanmaya giderek kotasyon koŐullarını, işlem kurallarını ve pazar tanımlarını deĐiŐtirmiŐtir. Buna rağmen, yatırımcı ilgisi bu Şirketlere  ekilemeyince 2003 yılında Neuer Markt tamamen kapatılmıŐtır.

**NYSE ALTERNEXT**, 2004 yılında NYSE Euronext altında bir piyasa olarak faaliyete geçmiŐtir. Bu piyasa, avro bölgesinde sermaye sağlamak isteyen k c k ve orta ölçekli ihraççılara, piyasaya daha kolay giriş imkanı sağlamayı ve teşkilatlanmış bir piyasada işlem görmenin gerektirdiği yükümlülükler yerine getiremeyecek olan veya tahsisli satış yoluyla paylarını ihraç etmiŐ Şirketlere hizmet vermeyi amaçlamaktadır.

Alternext, Finansal Araç Piyasaları Direktifi (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)'nde yer alan düzenlenmiş piyasalar tanımına girmemektedir. Piyasa NYSE Euronext tarafından, kote Şirketler ve aracı kuruluŐlara uygulanan kurallar vasıtasıyla düzenlenmektedir.

Alternext'e giriş, halka arz ve tahsisli satış olmak üzere iki yolla mümkündür. Her iki durumda da Şirketlerin en az iki yıllık finansal tabloları olması gerekmektedir. Halka arz edilecek Şirketlerin en az 2,5 milyon Avro tutarında bir ihraç yapması, işlem görme aşamasında bir sponsorla (listing sponsor)  alıŐması ve izahname hazırlaması zorunludur. Tahsisli satış yolunu tercih eden Şirketler için ise minimum halka açıklık oranı aranmamakta ancak son iki yıl içinde en az 5 milyon Avro sermaye artırımını yapmış olması Şartı aranmaktadır. Ayrıca izahname yerine

daha hafif bir başvuru belgesi (offering circular) hazırlaması yeterlidir. Alternext'te kotasyon koşulları daha hafif olmasına rağmen kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların korunması kurallarından taviz verilmemektedir<sup>10</sup>.

**ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET**, 1995 yılında LSE içinde küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem görmesi için oluşturulmuş bir pazardır.

AIM her boyutta, her ülkeden ve her sektördeki şirketlere açıktır. Halka açıklık oranı veya şirket değeri ile ilgili kısıtlamalar bulunmamaktadır. LSE ile AIM'in ana kotasyon kriterlerinin kıyaslaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

<b>LSE ve AIM Kotasyon Kriterleri Kıyaslaması (JoiningAim Guide, 2007)</b>	
<b>LSE</b>	<b>AIM</b>
En az %25 halka açıklık koşulu aranıyor.	Minimum halka açıklık koşulu yok.
Son 3 yıldır faaliyette olunmalı.	Minimum faaliyet koşulu yok.
Önemli pay transferlerinde hissedarların onayı gerekli.	Onaya gerek yok.
UKLA (United Kingdom Listing Authority) tarafından halka arz başvurusu onaylanmalı.	UKLA veya LSE halka arz dokümanlarını onaylamıyor. Sadece AB İzahname Direktifi kapsamına giriyorsa, izahname UKLA tarafından onaylanıyor.
Bazı işlemlerde piyasa yapıcısı benzeri sponsorlar gerekli.	Sürekli atanmış danışman ve broker gerekli.
Minimum piyasa değeri koşulları var.	Minimum piyasa değeri koşulları yok.

AIM örneğinde en önemli kavram “nomad” (Nominated Adviser, Atanmış danışman) kavramıdır. Atanmış danışmanların bir şirket olarak oluşturulmaları, en az iki yıldır kurumsal finansman üzerinde çalışıyor olmaları, bu iki yıl süresinde kurumsal finansman ile ilgili en az üç işlem gerçekleştirmiş olmaları ve en az 4 adet nitelikli yönetici çalıştırmaları şartları aranmaktadır. Atanmış danışmanlar aracı kurumlar, bankalar, bağımsız denetim şirketleri veya kurumsal finansman

<sup>10</sup> [www.euronext.com](http://www.euronext.com), [www.alternext.com](http://www.alternext.com)

danışmanlığı şirketleri olabilmektedir. Atanmış danışmanlar LSE'nin denetimine tabidir<sup>11</sup>.

Atanmış danışmanın gerek ilk halka arz sürecinde, gerekse halka arzdan sonra sürekli olarak ihraççı ile işbirliği içinde faaliyet göstermesi öngörülmüştür. Atanmış danışman, temsil ettiği şirketin AIM için uygun nitelikleri taşıyıp taşımadığının tespiti ve bu şirketin kurallara uymasını teminen rehberlik ve danışmanlık yapma konularında Borsaya karşı sorumlu tutulmaktadır. Nitekim, atanmış danışmanın hazırladığı rapor ile AIM'e başvurulduğunda, AIM şirkette ayrıca bir inceleme yapmaz. AIM'de işlem gören bir şirketin atanmış danışmanı ile ilişkisini kesmesi durumunda, Borsa bu şirketin AIM'de işlem görmesini durdurmakta ve bir ay içinde şirketin yeni bir atanmış danışman belirlememesi halinde işlem görme iznini iptal etmektedir.

AIM, katı kotasyon koşulları yerine kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ön planda tutmaktadır. Kamuyu aydınlatma kurallarında esneklik sağlanmamaktadır.

AIM'de işlem gören şirketlerin bir kısmı paylarını halka arz etmeyerek sadece nitelikli yatırımcılara ve kurumsal yatırımcılara satmaktadırlar. AB'nin ve UKLA'nın izahname hazırlama yükümlülüklerinden muafiyet de aslında bu yapıdan kaynaklanmaktadır. Eğer şirket paylarını halka arz etmek istiyorsa, o zaman izahname hazırlayıp UKLA onayına da tabi olmak durumundadır.

AIM'deki işlem sistemi, elektronik sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığını bir arada bulundurmaktadır. Şirketler için piyasa yapıcısı bulundurma zorunluluğu yoktur, ama aracı kuruluşla şirket anlaşır, sistem piyasa yapıcılığına da olanak tanımaktadır (TSPAKB, 2007).

Dünyadaki KOBİ borsaları örnekleri incelendiğinde, bir borsa altında kurulan ayrı pazarlar/piyasalar özelliği gösteren Alternext ile AIM'in başarılı oldukları görülmektedir<sup>12</sup>. Bu iki piyasanın diğer ortak özelliklerine aşağıda yer verilmektedir:

---

<sup>11</sup> [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

<sup>12</sup> NASDAQ tam bir KOBİ borsası özelliği taşımadığından değerlendirme dışı bırakılmıştır.

- Piyasaya giriş için halka arz ve tahsisli satış olmak üzere iki temel yöntem benimsemeleri,

- Tahsisli satış yönteminin seçilmesi halinde izahname yerine daha basit bir başvuru dokümanının yeterli kabul edilmesi ve düzenleyici otoritenin onayına tabi olmaması,

- Daha esnek kotasyon koşulları,

- Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden taviz verilmemesi,

- Piyasada işlem görürken şirketlere yardımcı olacak sponsorların olması (AIM’de atanmış danışman).

Bu çalışmanın konusunu oluşturan KOBİ borsalarında tahsisli satış yöntemine, Dünya uygulamalarında da daha esnek alanlar yaratılmaya çalışıldığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında, kamunun aydınlatılması ve yatırımcıların bilgilendirilmesi hususlarında katı davranıldığı dikkat çekmektedir. Türkiye’de faaliyet göstermesi planlanan ve İMKB altında teşkilatlanan Gelişen İşletmeler Piyasaları’nın yapısının da Alternext ve AIM’in yapısına paralel düzenlenmiş olduğu görülmektedir.

## V. GİP'TE TAHSİSLİ SERMAYE ARTIRIMI UYGULAMASINA İLİŞKİN ÖNERİLER VE SONUÇ

Sermaye piyasalarının temel prensibi yatırımcıları korumak için gerekli olan kaliteli bilgi akışının tam olarak sağlanmasıdır. Böylece finansal piyasaların derinliği ve likiditesi artacaktır. Eğer yatırımcılar şirketler için karşılaştırılabilir, yeterli ve kaliteli bilgilere sahip olurlarsa, sermaye piyasalarına yatırım yapma konusunda eğilimleri artacaktır (Mendoza, 2007).

Halka arz sürecinin en uzun ve zahmetli safhasını izahnamenin hazırlanması ve Kurul tarafından incelenmesi oluşturduğundan, söz konusu muafiyet hem ihraççının, hem de Kurul'un insan kaynaklarının farklı alanlarda kullanılması imkanını beraberinde getirecektir. Halka arz sürecinin kısalması ve ihraççının bu sebeple maruz kaldığı zamanlama riskinin ortadan kalkmasının muafiyet düzenlemesinin olası sonuçlarından en önemlileri olduğu düşünülmektedir.

KOBİ borsalarının, Türkiye özelinde ise Gelişen İşletmeler Piyasası'nın, başarılı olabilmesi için şirketlerin bu borsalara katılımı ve uyumu için katlanacağı maliyetlerin düşüklüğü ile şeffaflık ve açıklama kriterlerinin yeterliliği arasında iyi bir denge kurulmalıdır.

Tahsisli satışlara ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatında yer alan hükümlere çalışmanın ikinci bölümünde değinilmiştir. Her şeyden önce farklı sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelerde farklı şekillerde tanımlanan tahsisli satış kavramı ve uygulamasına yeknesaklık sağlanması gerektiği düşünülmektedir. Çalışmanın önceki bölümlerinde yer verilen bilgi ve değerlendirmeler çerçevesinde, Gelişen İşletmeler Piyasası'nda tahsisli sermaye artırımına ilişkin olarak yapılacak düzenlemelerde, dikkate alınması gerektiği değerlendirilen hususlara aşağıda yer verilmektedir.

## **V.A. SERİ:IV, NO:39 SAYILI TEBLİĞ**

İhraççıların SPKn'na tabi olmalarından kaynaklanan yükümlülüklerden muaf tutulabilme şartlarını düzenleyen Seri:IV, No:39 sayılı Tebliğ'de eksiklikler olduğu değerlendirilen aşağıdaki hususlarda değişiklik yapılmasının bazı tereddütleri ortadan kaldıracığı düşünülmektedir.

Tebliğ'de tahsisli satışın tanımına yer verilmesi ve tanımda Seri:II, No:22 sayılı Tebliğ'de olduğu gibi, tahsis yapılacak olan Türkiye'de yerleşik kişilerin kayıt öncesi belirlenmiş olması şartının aranmamasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Tebliğ'de nitelikli yatırımcı kapsamı dışında kalan yatırımcılara yapılacak tahsisli satış için öngörülen herhangi bir açıklayıcı nitelik bulunmamaktadır. Konuya netlik kazandırmak açısından Seri:II, No:22 sayılı Tebliğ ve AB Mevzuatı ile de uyumlu olacak şekilde, 100 kişilik (gerçek ve tüzel kişi) bir üst sınır belirlenmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir.

Tebliğ'de nitelikli yatırımcılara yapılan satışların, daha sonra halka arz kapsamına girecek şekilde yeniden satışa çıkarılmalarının izahname hazırlama sorumluluğu doğuracağı hükme bağlanmış olmakla birlikte, bu sorumluluğun kimde olduğu hakkında açık bir ifadeye yer verilmemiştir. Konuya ilişkin olarak, ihracı yapacak olan ortağın yükümlülüğünün ortaya çıkacağına dair bir açıklamaya yer verilmesinin yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Nitelikli yatırımcı tanımı kapsamında bulunmayan sınırlı sayıdaki tahsisli alım yapan kişilerin yeniden satış konusunda herhangi bir kısıtı olup olmadığına Tebliğ hükümlerinde değinilmemiştir. Mevcut durumda, tahsisli olarak alınan payların yeniden satışa sunulmasında herhangi bir kısıt uygulanmamaktadır. Ancak, tahsisli olarak alım yapanların söz konusu payları yeniden satışa sunmaları durumunun, payların borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi sonucunu yaratacağından dolayı, satış yapan ortakları ihraççı konumuna getireceği, izahname hazırlama yükümlülüğünü doğuracağı düşünülmektedir. Bu

çerçeve, sorumluluğun ortaya çıkacağı ve satışı yapan ortakta olacağı Tebliğ'de açıkça hükme bağlanması gerektiği düşünülmektedir.

Gerek mevcut Tebliğ'deki şekliyle nitelikli yatırımcıların, gerekse önerilen şekliyle tahsisli olarak alım yapmış olan yatırımcıların ellerinde bulunan payları yeniden satışa sunmaları durumunda hazırlanacak olan izahnameye ilişkin hususlara da açıklık getirilmesi gerekmektedir. Hali hazırda izahname hazırlanmaksızın, nitelikli yatırımcılar aldıkları payları sonsuza dek ellerinde tutacak veya sadece nitelikli yatırımcılara satabileceklerdir. Diğer taraftan bu kapsamda değerlendirilecek her bir satış için, ihracı yapan her bir ortak tarafından ayrı izahnameler hazırlanmasının gerekli olduğu sonucuna da varılabilmektedir. Bu konuda bir zaman sınırı belirlenmesi uygulamaya açıklık ve kolaylık getirecektir. Şirketlerin belirlenecek süre zarfında gerekli kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmeleri koşuluyla, ABD mevzuatındaki benzer uygulamalar dikkate alınarak, yatırımcıların şirketler hakkında bilgi sahibi olabilecekleri makul bir süre olduğu düşünülen 1 yıllık bir süre belirlenmesinin, bu kapsamda anılan yöntemlerden biriyle sahip olunan payların, Kurulumuzca kayda alınma tarihinden itibaren 1 yıl içerisinde yeniden satışa sunulması durumunda, bu satışı ilk gerçekleştirecek olan ortağın sorumluluğunda olmak üzere izahname hazırlanmasının, 1 yıldan sonraki ihraçlar için ise serbestlik tanınmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Yukarıda yer verilen izahname hazırlama yükümlülüğüne ilişkin olarak, Gelişen İşletmeler Piyasası için farklı bir düzenleme öngörülebilir. GİP'te işlem yapacak üyelerin, müşterilerinin emirlerini GİP'e iletmeden önce müşterilerine imzalatmak zorunda oldukları GİP Risk Bildirim Formu, GİP'te işlem görece menkul kıymetlere yatırım yapmanın riski ve karşılaşılabilecekleri diğer riskler konusunda yatırımcıları bilgilendirecektir. Bu çerçevede, GİP'te işlem gören şirketlerin, yaptıkları tahsisli sermaye artırımları sonrasında yeniden satışlarda ortaya çıkacak olan izahname hazırlama yükümlülüğünden istisna tutulmasının yerinde olacağı düşünülmektedir. Bu şekilde, tahsisli satış yaparak izahnamenin yaratacağı



maddi klfetlerden kurtulmak isteyen Şirketlere sağlanmak istenen kolaylık, gerēek anlamda bir muafiyet özelliği kazanacaktır.

### **V.B. SERİ:I, NO:26 SAYILI TEBLİĞ**

Kurulumuzun tahsisli satış kavramına yer veren düzenlemelerinden biri olan Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ' de yer alan tanım ve uygulamaya ilişkin hükümlerin diğer düzenlemelerle paralel olması aēısından;

- Tahsisli satışın tanımının Seri:II, No:22 sayılı Tebliğ'deki Şekilde deđiŐtirilmesinin,
- Seri:IV, No:39 sayılı Tebliğ'de mevcut hükümler ve önerilen değişiklikler dikkate alınarak, nitelikli yatırımcı tanımına ve nitelikli yatırımcılara satışın uygulamasına yönelik düzenlemelere yer verilmesinin,
- GİP'te işlem gören Şirketlerin paylarının nitelikli yatırımcılara satılmasının akabinde, söz konusu payların yeniden satışa sunulması sonucunda izahname yükümlülüğünün doğmayacağının öngörölmesinin,
- Mevcut durumda geçerli olan halka kapalı bir Şirketin tahsisli sermaye artırımını yoluyla, izahname hazırlamaksızın İMKB'nin Hisse Senetleri Piyasası pazarlarında işlem görmeye baŐlamasının mümkün olmaması uygulamasının devam etmesinin,
- İMKB'de işlem görmekte olan Şirketlerin tahsisli satışa konu paylarının halka arz kapsamına girecek Şekilde, anılan payların Kurulumuz kaydına alınmasından itibaren 1 yıl içerisinde yeniden satışa çıkarılmalarının izahname sorumluluğu doğuracağının, bu sorumluluğu ihracı yapan ortağa ait olduğunun, GİP'te işlem gören veya ilk defa işlem görecek olan Şirketlerin yaptıkları tahsisli sermaye artırımları için bu yükümlülüğün ortaya çıkmadığının hükme bağlanmasının,

uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, Seri:I, No:26 ve Seri:IV, No:39 sayılı Tebliğlerde yapılmasının uygun olduğu kanaatine varılan değişikliklere uyum sağlanması açısından, GİP Yönetmeliği'nde ve Kurulumuzun diğer ilişkili Tebliğlerinde yer alan ilgili hükümlerin de bu kapsamda değiştirilmesinin gerekli olduğu düşünölmektedir.

## KAYNAKÇA

AGGARWAL, R. ve P. RIVOLI,

1990 “Fads in the Initial Public Offerings Market?”, *Financial Management Vol. 19*

AYOĞLU, Tolga,

2008 “Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri”, *Vedat Kitapçılık*

BARCLAY, Michael J. v.d.,

2007 “Private Placements and Managerial Entrenchment”, *Journal of Corporate Finance Vol. 13*

BAYRAM, Volkan,

2002 “Kayda Alma Muafiyeti Uygulamaları (Türkiye’de Uygulanabilirlikleri ve Sermaye Piyasasına Olası Etkileri)”, *SPK Yeterlik Etüdü*

CAREY Mark v.d.,

1993 “The Economics of the Private Placement Market” *Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington*

CARPENTIER, Cecile ve Jean-Marc SURET,

2009 “Private Placements by Small Public Entities: Canadian Experience”, *Scientific Series*

CARPENTIER Cecile v.d.,

2006 “Does Securities Regulation Constrain Small Business Finance? An Empirical Analysis”

CAMPBELL, Dennis,

1996 “Gobalization Of Capital Markets”, *Kluwer Law International Ltd.*

CHIU, H.Y.,

2003 “Can UK Small Businesses Obtain Growth Capital in the Public Equity Markets? - An Overview of the Shortcomings in UK and European Securities Regulation and Considerations For Reform”, *Delaware Journal of Corporate Law*

COHN, S. R.,

1999 “Impact of Securities Laws on Developing Companies: Would the Wright Brothers Have Gotten off the Ground?”, *Journal of Small and Emerging Business Law*

Comptroller of the Currency Administrator of National Banks,

1990 “Private Placements”, *Comptroller’s Handbook Section 411*

ÇOLAKOĞLU, Murat,

2002 “KOBİ Rehberi”, *TOBB Yayınları, No Genel: 359 Ankara*

Davis, Polk ve Wardwell,

1990 “Adoption of Rule 144A and Amendments to Rule 144A”

*DLA Piper,*

2006 “Joining AIM”

DPT,

2007 “KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı 2007-2009”

EMRE, Zeynep ve Alparslan BUDAK,

2006 “Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları”, *TSPAKB Yayınları*

Internal Market And Services DG,

2007 “Call For Evidence Regarding Private Placement Regimes In The EU”

Internal Market And Services DG,

2007 “Call For Evidence Regarding Private Placement Regimes In The EU, Summary Of Stakeholder Responses”

Internal Market And Services DG,

2008 “Private Placement Regimes In The EU, Summary Report Of Workshops Organised By DG Internal Market And Services”

JOHNSON, Jennifer J.,

2009 “Private Placements: A Regulatory Black Hole”, *Lewis & Clark Law School Legal Research Paper Series Paper No:2009-23*

KHURSHED, Arif v.d.,

2003 “The Operating and Share Price Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience”

LEE Hei-Wai, Nianyun Kelly CAI,

2006 “Underpricing of IPOs that Follow Private Placements”

LEVÍS, Mario,

1993 “The Long Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988”, *Financial Management, Vol. 22*

MAYNES Elizabeth ve J. Ari PANDES,

2009 “Private Placements of Equity and Liquidity”

MENDOZA, Jose Miguel,

2007 “Securities Regulation In Low-Tier Listing Venues: The Rise Of The Alternative Investment Market”

MÜFTÜOĞLU, Tamer,

1997 “Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Sorunlar–Öneriler”, *EGS Bank Yayını Ankara*

NNONA George C.,

2007 “Private Placement of Corporate Securities in Nigerian Law: Realigning the Perspective on Key Issues of Doctrine and Policy”, *Roger Williams University School Of Law Research Paper 18*

PALMITER, Alan R.,

1998 “Securities Regulation”, *Aspen Law & Business*

RITTER, Ray J.,

1991 “The Long Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance, Vol. 46*

RUSSELL John,

2004 “The Prospectus Directive-Substantial Gains For EU Corporations In European Single Financial Market 2003/2004”

SARIASLAN, Halil,

1994 “Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları: Çözüm İçin Bir Finansal Paket Önerisi”, *TOBB Yayınları No:Genel 281 Ankara*

SPECK Beat D. ve Joseph TANEGA,

2006 “Private Equity Placements: Comparing the Laws in Switzerland, the European Union, the United Kingdom and the United States”

TSPAKB,

2007 “Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.”, *TSPAKB Yayınları*

White Page Ltd,

2007 “Joining AIM: A Professional Handbook”

WILLIAMSON, J. Peter,

1998 “The Investment Banking Handbook”

YANLI, Veliye,

2005 “Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması”, *Beta Yayınları*

YÜKSEL, Ayhan,

2005 “Basel-II’nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri”, *BDDK Araştırma Raporu*

[www.alternext.com](http://www.alternext.com)

[http://ec.europa.eu/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/index_en.htm)

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)