

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI
ÖZEL HUKUK BİLİM DALI

**TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKU'NDA
BORÇLANMA ARAÇLARI**

Doktora Tezi

BUKET ÇATAKOĞLU

İstanbul, 2015

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI
ÖZEL HUKUK BİLİM DALI

**TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKU'NDA
BORÇLANMA ARAÇLARI**

Doktora Tezi

BUKET ÇATAKOĞLU

Tez Danışmanı: Prof. Dr. SAMİ KARAHAN

İstanbul, 2015

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

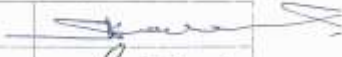
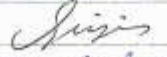
TEZ ONAY BELGESİ

HUKUK Anabilim Dalı ÖZEL HUKUK Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi BUKET ÇATAKOĞLU'nun TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKU'NDA BORÇLANMA ARAÇLARI adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 15.06.2015 tarih ve 2015-21/22 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği ~~oy çokluğu~~ ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 30.06.2015

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

1. Tez Danışmanı	Prof. Dr. SAMİ KARAHAN	
2. Jüri Üyesi	Prof. Dr. GÜZİN ÜÇİŞİK	
3. Jüri Üyesi	Prof. Dr. MURAT ALIŞKAN	
4. Jüri Üyesi	Doç. Dr. ZEKERİYA ARI	
5. Jüri Üyesi	Doç. Dr. MURAT YUSUF AKIN	

ÖZET

Sermaye piyasası, bir ekonominin sağlıklı büyümesi ve gelişimi için vazgeçilmez bir role sahiptir. Ekonomik büyüme ve istikrar sermaye piyasasının gelişimini, piyasanın gelişimi ise ekonomik büyümeyi sağlar. Şirketler sermaye piyasasından sağladıkları fonlarla yatırımlarını finanse eder; böylece ekonomik büyümeye, verimliliğe, istihdama ve istikrara katkıda bulunurlar. Şirketlerin ihtiyacı olan fon teminini sağlamada, özsermaye ve borç finansmanı olmak üzere iki ana yöntem vardır. Özel sektör borçlanma araçları, şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlere verdikleri taahhütler karşılığında fon temin etmelerini sağlayan ve borç finansmanı yönteminde kullanılan sermaye piyasası araçlarıdır.

Tahviller, paya dönüştürülebilir tahviller, değiştirilebilir tahviller, banka ve finansman bonoları, kıymetli maden bonoları, varlığa ve ipotège dayalı menkul kıymetler, teminatlı menkul kıymetler, gayrimenkul ve kira sertifikaları ve nitelikçe borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçları, borçlanma aracıdır. Borçlanma araçları elektronik ortamda kayden ihraç edilmektedir. Bu araçlar hukuken kaydi sermaye piyasası aracı, menkul kıymet ve taşınır eşya niteliğindedir. Halka arz edilebilmeleri veya borsada işlem görebilmeleri için izahname düzenlenmeli ve Kurul'ca onaylanmalıdır.

Borçlanma aracı yatırımcıları, anapara ve faiz alacağı, ihraççı ya da başka bir şirketin payını elde etmeye yönelik değiştirme veya alım hakkı, kâr payı gibi haklara sahip olmaktadır. Bu bağlamda, bilgisel açıdan zayıf konumdaki yatırımcıların haklarının korunması çok önemlidir. Yatırımcıların etkin korunması, ihraççı dışında, aracı yatırım kuruluşlarına karşı korunmasını da gerektirir. Yatırımcı tazmin merkezi ve tedrici tasfiye, kamuyu aydınlatma, kurumsal yönetim, sermayenin korunması, bağımsız denetim, yönetim kurulu üyeleri ile diğer sorumlulara karşı işletilecek tazminat davası, sermaye piyasası ve ticaret hukuku düzenlemelerimizdeki yatırımcıyı koruyan hukuki yollar arasındadır.

ABSTRACT

Capital market has an indispensable role for the sustainable growth and development of an economy. Economic growth and stability ensures the development of capital market, whereas the development of the market ensures economic growth. Companies finance the investments through the funds procured from the capital market and this way, they contribute to economic growth, productivity, employment and stability. The funds required by the companies may be procured through two essential methods, as equity capital and debt financing. Private sector debt securities are the capital market instruments used by the debt financing method that would allow the companies to procure the funds in exchange for the guarantees provided for the securities issued by the companies.

Bonds, share convertible bonds, exchangeable bonds, bank and commercial papers, precious metal bills, securities based on assets and liens, collateralized securities, real estate and lease certificates and qualified debt securities as well as the capital market instruments accepted by CMB, are examples of debt securities. Debt securities are issued as dematerialized in electronically. These instruments legally qualify as securities, dematerialized capital market instruments and movable properties. In order for them to be offered to the public or to be traded in the stock exchange, prospectus should be regulated and approved by the Board.

Debt securities investors are entitled to certain rights such as principal amount and interests receivables, right to change or purchase regarding the acquisition of the issuer's or another company's share, profit share. In this context, it is very important to protect the rights of the investors who are in a weak position from a knowledge perspective. Effective protection of the investors also requires their protection towards through investing institutions apart from the issuer. Investor indemnification center and gradual liquidation, disclosure, corporate governance, capital maintenance, independent auditing, indemnification lawsuit to be filed against the members of the executive board and other responsible parties are among legal instruments protecting the investor in our capital market and commercial law arrangements.

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR.....	XI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI KAVRAMI VE TÜRLERİ

§1. BORÇLANMA ARACI KAVRAMI.....	3
I. Tanım.....	3
II. Borçlanma Araçlarının Tarihi Gelişimi.....	4
III. Borçlanma Araçlarının Ekonomik Etkileri.....	8
A. Türk Bankacılık Sistemine Etkileri.....	8
B. Türk Sermaye Piyasası Sistemine Etkileri.....	10
IV. Borçlanma Araçlarının Hukuki Niteliği.....	14
A. Menkul Kıymet Niteliği.....	14
B. Kaydi Sermaye Piyasası Aracı Niteliği.....	16
C. Evraksız Kıymetli Evrak Niteliği.....	17
D. Taşınır Eşya Niteliği.....	20
§2. BORÇLANMA ARACI TÜRLERİ.....	21
I. Tahviller.....	21
II. Paya Dönüştürülebilir Tahviller (PDT).....	24
III. Değiştirilebilir Tahviller (DET).....	27
IV. Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler.....	30
A. Menkul Kıymetleştirme Olgusu.....	30
B. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK).....	34
C. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (İDMK).....	38
V. Teminatlı Menkul Kıymetler.....	41
VI. Gayrimenkul Sertifikaları.....	44
VII. Kira Sertifikaları (Sukuk).....	49

VIII. Bonolar.....	53
A. Banka Bonoları.....	53
B. Finansman Bonoları.....	55
C. Kıymetli Maden Bonoları.....	57
§3. BORÇLANMA ARAÇLARININ ORTAK ÖZELLİKLERİ.....	60
I. Ortaklık ya da Alacaklılık Sağlama.....	61
II. Belirli Bir Meblağı Temsil Etme.....	62
III. Yatırım Aracı Olarak Kullanılma.....	63
IV. Dönemsel Gelir Getirme.....	65
V. Misli Nitelikte Olma.....	67
VI. Seri Halinde Çıkarılma.....	68
VII. Aynı İbareleri Taşıma.....	70
VIII. Şartları Kurul Tarafından Belirlenme.....	71

İKİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACI VE HALKA ARZI VE HUKUKİ İŞLEMLERE KONU OLMASI

§4. BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACI.....	72
I. Borçlanma Aracı İhracı ve İhraççısı Kavramları.....	72
II. Yetkili Organ.....	76
III. İhraç Limiti.....	78
A. Halka Kapalı Anonim Ortaklıklarda.....	78
B. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda.....	78
C. Bazı Borçlanma Araçlarına İlişkin Özel Düzenlemeler.....	82
IV. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi Düzenlenmesi.....	83
V. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesinin Kurul’ca Onaylanması.....	85
VI. Borçlanma Araçlarının Kaydileştirilmesi.....	89
VII. İhraççı Hesabı Açtırılması.....	92
§5. BORÇLANMA ARAÇLARININ HALKA ARZ PROSEDÜRÜ.....	94
I. İzahname.....	94

A. İzahname Düzenleme Zorunluluğu.....	94
B. İzahnamenin Önemi ve İçeriği.....	96
C. İzahnamenin Hukuki Niteliği.....	99
D. İzahnamenin Onayı, Değişiklik ve Yeni Hususların Eklenmesi.....	101
1. İzahnamenin Kurul'ca Onaylanması.....	101
2. Değişikliklerin ve Yeni Hususların İzahnameye Eklenmesi.....	103
E. İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk.....	105
1. Sorumluluğu Gerektiren Durumlar.....	105
2. Sorumlu Olan Kişiler (Davalılar).....	106
3. Davacılar.....	111
4. Sorumluluğun Niteliği.....	112
5. İlliyet Bağı ve Sorumluluktan Kurtuluş Kanıtları.....	115
6. Zamanaşımı ve Sorumsuzluk Anlaşması.....	116
II. İlan ve Reklamlar.....	117
III. Borçlanma Araçlarının Satışı.....	118
A. Satış Süresi.....	118
B. Satış Fiyatı.....	120
1. Genel Olarak.....	120
2. Bono ve Tahviller Bakımından Öngörülen İskontolu Satış Fiyatı.....	120
C. Satış Yöntemleri.....	121
1. Talep Toplama Yöntemi.....	121
a. Sabit Fiyatla Talep Toplama.....	121
b. Fiyat Aralığı ile Talep Toplama.....	123
c. Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama.....	123
2. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	124
3. Borsada Satış Yöntemi.....	124
IV. Borçlanma Aracı Bedellerinin Ödenmesi (İtfası).....	126
A. Tahvil ve Bonoların İtfası.....	126
B. PDT ve DET'lerin İtfası.....	128
C. VİDMK'lerin İtfası.....	129

D. Teminatlı Menkul Kıymetlerin İtfası.....	129
E. Kira Sertifikalarının İtfası.....	130
F. Gayrimenkul Sertifikalarının İtfası.....	130
§6. BORÇLANMA ARAÇLARININ HUKUKİ İŞLEMLERE KONU OLMASI.....	131
I. Hukuki İşlemler İçin Kaydi Sistemde Oluşturulması Gerekli Altyapı.....	131
A. İşlemleri Gerçekleştiren Üyeler ve İşlemler İçin Tutulan Kayıtlar.....	131
B. Hesapların Açılması ve İşlemlerin Yapılması.....	137
II. Kaydi Borçlanma Araçlarına İlişkin Hukuki İşlemler.....	139
A. Devir.....	139
1. Devir Şekli ve Araçların İntikali.....	139
2. Külli Halefiyet Yoluyla Devir.....	143
B. Rehin.....	144
1. Rehnin Kurulması ve Kıyasen Uygulanacak Taşınır Rehni Hükümleri.....	144
2. Rehnin Hukuki Sonuçları.....	146
C. İntifa.....	148
1. İntifa Hakkının Kurulması.....	148
2. İntifanın Hukuki Sonuçları.....	149
D. Haciz.....	151
1. Haciz Prosedürü.....	151
2. Haczin Hukuki Sonuçları.....	156
E. Teminat Sözleşmesi.....	157
1. Sözleşmenin Düzenlenme Amacı ve Görünüm Biçimleri.....	157
2. Sözleşmenin Hukuki Sonuçları.....	158

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISI İLE İHRAÇÇI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİ, BU İLİŞKİDEN DOĞAN HAK VE BORÇLAR

§7. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISI İLE İHRAÇÇI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİ.....	162

I. Bono ve Tahvil Yatırımcısı İle İhraççı Arasındaki Temel Hukuki İlişki:	
Tüketim Ödücü Sözleşmesi.....	162
II. PDT ve DET Yatırımcısı ile İhraççı Arasındaki Hukuki İlişki:	
Karma Sözleşme.....	165
III. VİDMK ve Teminatlı Menkul Kıymet Yatırımcıları İle İhraççılar	
Arasındaki Hukuki İlişki.....	167
IV. Gayrimenkul Sertifikası Yatırımcıları İle İhraççıları Arasındaki	
Hukuki İlişki.....	168
V. Kira Sertifikası (Sukuk) Yatırımcıları ve İhraççıları Arasındaki	
Hukuki İlişki.....	169
§8. TARAFLARIN BORÇLARI.....	174
I. Yatırımcının Borçları.....	174
A. Mülkiyeti Nakil Borcu.....	174
B. Sermaye Değerinin Kullanımını Sağlama Borcu.....	178
C. Zapta ve Ayıba Karşı Tekeffül Borcu.....	178
II. İhraççı Kuruluşun Borçları.....	178
A. Teslim Alma Borcu.....	178
B. Mislen Geri Verme Borcu.....	179
C. Faiz Ödeme Borcu.....	181
1. Borcun Niteliğine İlişkin Özellikler.....	181
2. Ödenecek Faiz Oranı ve Hesaplanma Şekli.....	186
3. Temerrüt Durumunda Söz Konusu Faiz Borcu.....	193
§9. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ HAKLARI.....	199
I. Anapara ve Faiz Alacağı Hakkı.....	199
A. Genel Olarak.....	199
B. Borçlanma Aracı Türlerinde Faizin Düzenlenme Biçimi.....	201
C. Anapara ve Faiz Alacağına İlişkin Zamanaşımı.....	203
II. Değişirme veya Alım Hakkı.....	206
A. Hakkın Kaynağı: Şartlı Sermaye Artırımı.....	206
B. Değişirme Hakkı.....	209

C. Alım Hakkı.....	210
D. Değişirme veya Alım Hakkının Hukuki Niteliği.....	211
E. Değişirme veya Alım Hakkının Kullanımı, Muhatabı ve Konusu.....	213
1. Hakkın Kullanımı.....	213
2. Hakkın Yöneltilceği Muhatap.....	216
3. Hakkın Konusu.....	219
a. Önceki Tahvil ve Borçlanma Araçları.....	219
b. Benzeri Borçlanma Araçları.....	220
III. Bağımsız Bölüm Mülkiyetini, Satış Tutarını ve İşletim Gelirini Talep Hakları.....	223
A. Bağımsız Bölüm Mülkiyetini Talep Etme Hakkı.....	224
1. Hakkın Genel Çerçevesi, Kullanım Şekli ve Korunması.....	224
2. Hakkın Yerine Getirilmesinin Gecikmesi veya İmkansızlaşması.....	228
B. Satış Tutarını Talep Etme Hakkı.....	230
1. Hakkın Genel Çerçevesi ve Niteliği.....	230
2. Hakkın Yerine Getirilmesine İlişkin Esaslar.....	233
C. İşletim Gelirini Talep Hakkı.....	235
IV. Öncelik ve Ayırma Hakları.....	236
A. Öncelik Hakkı.....	236
1. Hakkın Genel Çerçevesi ve Niteliği.....	236
2. Hakkın Kullanımı.....	241
B. Ayırma Hakkı.....	243
1. Hakkın Genel Çerçevesi ve Niteliği.....	243
2. Ayırma Hakkının Kullanımı.....	247
V. Kârdan Pay Alma Hakkı.....	248
A. Hakkın Hukuki Dayanağı.....	248
B. Hakkın Niteliği ve Hukuki Temeli.....	250
1. Niteliği.....	250
2. Hukuki Temeli.....	253
C. Hakkın Ekonomik Bakımdan Taşıdığı Önem.....	256

D. Kâr Payı Hakkı İçeren Tahvillerin KİS ve KZOB-Kira Sertifikalarıyla Karşılaştırılması.....	259
1. Katılma İntifa Senetleriyle Karşılaştırma.....	259
a. İntifa Senetlerinin Hukukumuzdaki Yeri ve Niteliği.....	259
b. Katılma İntifa Senetleri ve Kâra Katımlı Tahvillerin Karşılaştırılması.....	262
aa. Benzerlikler.....	265
bb. Farklılıklar.....	269
2. KZOB ve Kira Sertifikalarıyla Karşılaştırma.....	271
a. KZOB ve Kira Sertifikalarının Hukukumuzdaki Yeri.....	271
b. Kâra Katımlı Tahviller ile KZOB/Kira Sertifikalarının Karşılaştırılması.....	273
aa. Benzerlikler.....	273
bb. Farklılıklar.....	275
E. Hakkın Kullanımına İlişkin Esaslar.....	278
VI. Kira, Yönetim, Alım-Satım, Ortaklık ve Eser Sözleşmesinden Kaynaklanan Gelirden Pay Alma Hakkı.....	283
A. Hakkın Genel Çerçevesi.....	283
B. Hakkın Elde Edilmesi ve Korunması.....	285
1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikalarında.....	287
2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikalarında.....	286
3. Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikalarında.....	289
4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikalarında.....	290
5. Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikalarında.....	293
6. Karma (Hibrid) Kira Sertifikalarında.....	294

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KORUNMASI

§10. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KORUNMASI İHTİYACI VE RİSK FAKTÖRLERİ.....	296

I. Borçlanma Aracı Yatırımcısının Sermaye Piyasası ve Bankacılık Sistemindeki Konumu.....	296
II. Borçlanma Aracı Yatırımcısının Korunması İhtiyacı.....	299
III. Borçlanma Aracı Yatırımcısının Korunmasını Gerektiren Risk Faktörleri.....	302
A. Genel Olarak.....	302
B. Borçlanma Aracı Yatırımcısının Karşılaşabileceği Risk Faktörleri ve Koruma Yöntemleri.....	303
1. Yatırımcının Karşılaşabileceği Risk Faktörleri.....	303
a. Piyasa Riski.....	303
aa. Faiz Oranı Riski.....	305
bb. Döviz Kuru Riski.....	307
b. Likidite Riski.....	309
c. İhraççı Riski.....	310
§11. YATIRIMCILARI KORUYAN ÖZEL DÜZENLEMELER.....	311
I. Sermayenin Korunmasına İlişkin Düzenlemeler.....	311
II. Kurumsal Yönetim (<i>Corporate Governance</i>) İlkeleri.....	320
III. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğüne İlişkin Düzenlemeler.....	324
A. Genel Olarak.....	324
B. İhraççı Kuruluşların Borçlanma Aracı Yatırımcılarına Yapması Gereken Özel Durum Açıklamaları.....	325
C. İhraççının Açıklama Yapma Yükümlülüğü ile Ticari Sır ve Bankacılık Sırrı Arasındaki Sınır.....	327
IV. İhraççı Kuruluşların Denetimine İlişkin Düzenlemeler.....	331
A. Bağımsız Dış Denetim Düzenlemeleri.....	331
1. Genel Olarak.....	331
2. Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğuna İlişkin Düzenlemeler.....	335
a. İzahname ve Kamuyu Aydınlatma Belgelerinde Yer Almak Üzere Hazırlanan Raporlar Nedeniyle Sorumluluk.....	335
b. Ara Dönem Finansal Tabloların Denetimi Nedeniyle Sorumluluk.....	338

c. Sorumluluğun Etkinliğini Sağlayan Diğer Hususlar.....	340
B. Kamu Denetimi.....	341
V. Yatırım Kuruluşlarına Karşı Korumaya Yönelik Düzenlemeler.....	345
A. Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) ve Tedrici Tasfiye Düzenlemeleri.....	345
1. Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM).....	345
2. Tedrici Tasfiye.....	352
B. Diğer Düzenlemeler.....	361
VI. Şartlı Sermaye Sisteminde Değişirme/Alım Hakkı Sahibi Yatırımcıları	
Koruyan Düzenlemeler.....	364
A. Kanunda Öngörülen Koruma Sistemine Genel Bakış.....	364
B. Hakkın Kaybı veya Aşınması Riskine Karşı Hak Sahiplerinin Korunması.....	366
1. Koruma Gerektiren Durumlar.....	366
a. Sermaye Artırımı.....	366
b. Yeni Değişirme veya Alım Hakkı Tanınması.....	367
c. Diğer Haller.....	367
2. Koruma Yöntemleri.....	372
a. Değişirme/Alım Fiyatının İndirilmesi.....	372
b. Diğer Yöntemler.....	373
C. Pay Devri Sınırlamalarına Karşı Hak Sahiplerinin Korunması.....	374
VII. Kâr Payı Hakkına Sahip Tahvil Yatırımcılarını Koruyan Düzenlemeler.....	378
A. TTK Çerçevesinde Korumaya İlişkin Esaslar.....	378
B. Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Korumaya İlişkin Esaslar.....	381
§12. YATIRIMCILARIN BAŞVURABİLECEĞİ DİĞER HUKUKİ YOLLAR.....	385
I. Tazminat Davası Açma Hakkı.....	385
A. Belgelerin ve Beyanların Kanuna Aykırı Olması Durumunda.....	385
B. Sermaye Hakkında Yanlış Beyanlar Yapılması ve Ödeme	
Yetersizliğinin Bilinmesi Durumunda.....	387
C. Değer Biçmede Yolsuzluk Yapılması Durumunda.....	389
D. Kanundan veya Esas Sözleşmeden Doğan Yükümlülüklerin İhlal Edilmesi	
Durumunda.....	390

1. Kuruculara, Yönetim Kurulu Üyelerine, Yöneticilere ve Tasfiye Memurlarına Karşı.....	390
2. Denetçi ve Özel Denetçilere Karşı.....	393
II. Esas Sermaye Azaltımında Alacağın Ödenmesi, Teminat ve İptal Talepleri.....	394
III. İhraççının Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmesinde Söz Konusu Talep ve Dava Hakları.....	395
A. Teminat Talebi.....	395
1. Alacaklı Sıfatıyla İleri Sürülebilecek Talep.....	395
2. Özel Hak Sahibi Sıfatıyla İleri Sürülebilecek Talep.....	397
B. Ortakların Kişisel Sorumluluğuna İlişkin İstemler.....	402
C. İkinci Derecede Sorumlu Şirketi Takip ve Dava Hakkı.....	403
D. Sorumluluk Davası Açma Hakkı.....	407
IV. Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanımı ve Güvenden Doğan Sorumluluk Hükümleri Kapsamında Yatırımcıların Dava Hakları.....	411
A. Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanımı Nedeniyle Yatırımcıların Tazminat Davası Açma Hakları.....	411
1. Kısmi Hakimiyet Halinde.....	411
2. Tam Hakimiyet Halinde.....	417
B. Güvenden Doğan Sorumluluğa Dayanan Dava Hakkı.....	421
IV. İhraççı Kuruluşun Feshini Talep ve Dava Hakkı.....	423
SONUÇ	425
KAYNAKÇA	431

KISALTMALAR

AAOIFI	: Accounting and Auditing Organization for İslamic Financial Institutions
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	: Anonim Şirket
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
B	: Baskı
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BBDGKY	: Bankalarda Bağımsız Denetimi Gerçekleştirecek Kuruluşların Yetkilendirilmesi ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİAŞ	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
bkz	: bakınız
C	: Cilt
c	: cümle
CÜİİBFD	: Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
DET	: Değiştirilebilir Tahvil
DEÜHFD	: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
dn	: dipnot
DÜSBD	: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi
E	: Esas
eBK	: 818 sayılı eski Borçlar Kanunu
Ed	: Editör
EEC	: European Economic Community

eSerPK	: 2499 sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu
ESHS	: Elektronik Sertifika Hizmet Sağlayıcı
eTK	: 6762 sayılı eski Ticaret Kanunu
EU	: European Union
f	: fıkra
GSÜHFD	: Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
GÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
HAAŞ	: Halka Açık Anonim Şirket
HD	: Hukuk Dairesi
HDT	: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil
HGK	: Hukuk Genel Kurulu
HSDT	: Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil
HÜİİBFD	: Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İAR	: İstanbul Altın Rafinerisi
İBirK	: İsviçre Birleşme Kanunu
İBD	: İstanbul Barosu Dergisi
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İİK	: İcra İflas Kanunu
İKİD	: İlmî ve Kazaî İçtihatlar Dergisi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
inc.	: inceleyiniz
İSMMMOM	: İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası

İTMK	: İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
K	: Karar
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Karş	: Karşılaştırınız
KGK	: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KMK	: Kat Mülkiyeti Kanunu
KOB	: Kâr Ortaklığı Belgesi
KÜSBED	: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi
KZOB	: Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri
m	: madde
MERNİS	: Merkezi Nüfus İdaresi Sistemi
MKBKÇ	: Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MKS	: Merkezi Kaydi Sistem
MÜHAD	: Marmara Üniversitesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
MÜHFHAD	: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi
MÜİİBFD	: Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Mük	: Mükerrer
N	: Numara
OASS	: Otomatik Alım Satım Sistemi
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development

PDT	: Paya Dönüştürülebilir Tahvil
RG	: Resmi Gazete
s	: sayfa
S	: Sayı
SEC	: Securities and Exchange Commission
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Sept	: September
SIV	: Structured Investment Vehicles
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPV	: Special Purpose Vehicle
syl	: sayılı
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TCK	: Türk Ceza Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEB	: Türkiye Ekonomi Bankası
Teb.	: Tebliğ
TEDMER	: Türkiye Etik Değerler Merkezi
TKBB	: Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TKHK	: 6502 syl. Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi
TSKB	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası

TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
UİİİD	: Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi
UK	: 6103 sayılı TTK'nın Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun
USA	: United States of America
USD	: United States Dollar
UÜİİBFD	: Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
UYAP	: Ulusal Yargı Ağı Bilişim Sistemi
vb	: ve benzeri
vd	: ve devamı
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VİDMK	: Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirketi
Vol	: Volume
vs	: ve saire
VTMK	: Varlık Teminatlı Menkul Kıymet
Y	: Yıl
Yarg	: Yargıtay
YHBİBGK	: Yargıtay Hukuk Bölümü İçtihadı Birleştirme Genel Kurulu
YKD	: Yargıtay Kararları Dergisi
YTM	: Yatırımcı Tazmin Merkezi
yy	: yüzyıl

GİRİŞ

Sermaye piyasası, bir ekonominin sağlıklı büyümesi ve gelişimi için vazgeçilmez bir role sahiptir. Ekonomik büyüme ve istikrar sermaye piyasasının gelişimini, piyasanın gelişimi ise ekonomik büyümeyi sağlar. Bu çift yönlü ilişki birbirini besleyen bir döngü halinde işler. Şirketler sermaye piyasasından sağladıkları fonlarla yatırımlarını finanse eder; ekonomik büyümeye, verimliliğe, istihdama ve istikrara katkıda bulunurlar. Şirketlerin ihtiyacı olan fon teminini sağlamada, özsermaye ve borç finansmanı olmak üzere iki ana yöntem söz konusudur. Özsermaye finansmanı, temelde şirketin ortaklık yapısının değişmesi veya genişlemesi ile sağlanmakta; borç finansmanı ise, şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlere bağlı olarak verdikleri taahhütler karşılığında fon temin etmesi biçiminde gerçekleşmektedir¹.

Sermaye piyasamız başlangıçta her iki yöntemle de reel sektöre önemli oranda kaynak aktarılmasına aracılık etmiştir. Fakat bir süre sonra çeşitli sebeplerle özel sektörün borçlanmasına yönelik araçlar ortadan kalkmıştır. Bunun en önemli nedenini kamunun yüksek borçlanma ihtiyacı oluşturmuştur. Özel sektör borçlanma piyasasının ortadan kalkması ile sermaye piyasamızın bir bacağı eksik kalmıştır. Fakat 2001 yılı krizinin ardından uygulamaya konulan ekonomik program sonucunda düşen enflasyon ve reel faiz oranları ile kamunun borç yükü göreceli olarak azalmış, istikrarlı bir ekonomik büyümeye ulaşılmıştır. Bu ortam özel sektör borçlanma piyasasının canlanmasına ve yeni araç çeşitlerinin geliştirilmesine olanak sağlamıştır². Bu bağlamda ihraççılar için yeni ve ucuz bir finansman yöntemi olarak daha fazla kaynak temin edip daha çok yatırım yapmayı; tasarruf sahipleri bakımından da mevduata ve kamunun ihraç ettiği menkul kıymetlere oranla daha yüksek oranda getiri elde etmeyi sağlayan özel sektör borçlanma araçları, sermaye piyasamızın gelişimine bağlı olarak ekonomik kalkınma ve istikrarı sağlamada son derece önemli bir fonksiyon ifa etmektedir. Bu husus, önemi gün geçtikçe artan özel sektör borçlanma araçları ile özellikle tasarruflarını bu araçlarda değerlendiren yatırımcıların hakları ve korunması meselesini, tez konusu olarak belirlememize neden olmuştur. Dolayısıyla devlet tahvilleri ve hazine

¹ **TSPAKB** Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu, Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu Mevcut Durum ve Öneriler, İstanbul, (Haziran) 2005, s.i.

² **TSPAKB**, s.ii.

bonoları gibi kamunun ihraç ettiği borçlanma araçları incelememiz kapsamı dışında kalmıştır. Ayrıca özel sektör borçlanma aracı piyasasının tam olarak kavranabilmesi için incelememizi belirli bir borçlanma aracı üzerinden gerçekleştirmemeyi tercih ettik.

Çalışmamızın birinci bölümünde, borçlanma aracı kavramının tanımı, tarihi gelişimi, ekonomik fonksiyonu, hukuki niteliği ve borçlanma aracı türleri ile bu türlerde söz konusu ortak özelliklerin neler olduğunu incelemeye çalışacağız. İkinci bölümde araçların ihracı, kaydıleştirilme ve halka arz prosedürü ile borçlanma araçlarına ilişkin devir, rehin, intifa ve haciz gibi hukuki işlemlerin nasıl gerçekleştirildiğini ve bunların hukuki sonuçlarını; üçüncü bölümde borçlanma aracı yatırımcısı ile ihraççı arasındaki hukuki ilişkinin borçlanma aracı türleri bakımından niteliğini, tarafların birbirine karşı borçlarını, yatırımcıların TTK ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde söz konusu haklarını; dördüncü bölümde borçlanma aracı yatırımcılarını koruyan hukuki düzenleme ve tedbirlerin neler olduğunu belirlemeye; sonuç kısmında ise çalışmamızı özetlemeye ve önerilerimizi sunmaya gayret edeceğiz.

BİRİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI KAVRAMI VE TÜRLERİ

§1. BORÇLANMA ARACI KAVRAMI

I. TANIM

SerPK’da borçlanma aracı kavramına ilişkin bir tanım bulunmamakla birlikte, borçlanma araçları menkul kıymet sayılmakta (m.3/o-2) ve menkul kıymetler de sermaye piyasası aracı kavramı içerisine dahil edilmektedir (m.3/ş). Sermaye piyasası aracı kavramı ise SerPK’da tanımlanmamıştır. SerPK’nın verdiği yetkiye dayanılarak Kurul’ca çıkarılan Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)¹, “borçlanma aracı” kavramının nitelik ve özelliklerini belirleyici bir tanım içermemektedir. Tebliğ’de sadece nelerin borçlanma aracı sayılacağı sınırlı olmayan bir şekilde sayılmıştır. Buna göre ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahviller, paya dönüştürülebilir tahviller, değiştirilebilir tahviller, bonolar, kıymetli maden bonoları ve niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu Kurul’ca kabul edilecek sermaye piyasası araçları, borçlanma aracı niteliğine sahiptir. Doktrinde ise sermaye piyasası araçları, borçlanma araçlarını da kapsayan şekilde; sermaye piyasası hukukunun konusunu teşkil eden, ihraca, halka arza, ikincil piyasalarda işleme konu olan ve şartları sermaye piyasasına özgü hukuk normlarınınca belirlenen araçlar, şeklinde tanımlanmaktadır².

Görüldüğü üzere anılan Tebliğ hükmü borçlanma araçlarını sermaye piyasası aracı üst kavramına dahil etmektedir. Dolayısıyla yukarıda yer verdiğimiz sermaye piyasası aracı kavramına ilişkin tanım, bu kavramın bir alt grubu olan borçlanma araçları için de geçerli olacaktır. İlgili Tebliğ hükmünde borçlanma aracı olarak sayılan araçların ortak niteliğinden yola çıkarak, dar anlamda borçlanma aracı kavramı; ihraççılar³ tarafından sermaye piyasasından borçlanma amacıyla ve bu piyasada işlem

¹ RG: 07.06.2013, S.28670.

² **Tanör**, Reha, Türk Sermaye Piyasası, C.II, Halka Arz, 1. B., İstanbul, (Kasım) 2000, s.81; **Dinç**, İlhan, Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2006, s.57.

³ İhraççı, borçlanma araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurul’a başvuruda bulunan veya borçlanma araçları halka arz edilen tüzel kişileri ifade eder (Borçlanma Araçları Tebliği m.3/g).

görmek üzere ihraç¹ edilen, halka arz edilerek veya edilmeksizin satılan; ihraca ve satışa ilişkin şart, usul ve esasları Kurul’ca tespit edilen ve gelişen piyasa koşullarının doğurduğu ihtiyaçlar nedeniyle Kurul’ca bu kapsama dahil edilebilecek her türdeki sermaye piyasası araçlarının ortak adıdır, şeklinde tanımlanabilir.

Borçlanma araçları geniş anlamda bir finansal araçtır. Zira fon kaynaklarının arz edenlerden talep edenlere akışını sağlayan her türlü belge ve araç, finansal araç olarak tanımlanmaktadır². Finansal aracı elinde bulunduran kişiye verdiği hak dikkate alınarak yapılan bir nitelendirme uyarınca, finansal araçların bir bölümü yatırımcıya alacak hakkı verir, bir bölümü ortaklık, bir bölümü de belli bir şeyi kullanım (intifa) veya bir şeyden yararlanma hakkı verir³.

Borçlanma araçlarının bazıları şirket kâr ve zararına katılma haklarını da kapsayabilmekle birlikte, bunlarda asıl olan alacak hakkıdır. Alacak hakkının karşılığı ise, genellikle önceden belirlenmiş bir oranda faiz geliri elde etmektir⁴. Buradan hareketle borçlanma araçlarını geniş anlamda; genellikle yatırımcısına belirli oranda faiz geliri elde etmeyi vaat eden, dolayısıyla alacak hakkı sağlayan bir finansal araç türü olarak tanımlayabiliriz.

II. BORÇLANMA ARAÇLARININ TARİHİ GELİŞİMİ

Türkiye 1980’li yılların başından itibaren, gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi liberal politikalar uygulamaya koymuştur. Daha önce mevcut olmayan birincil ve ikincil piyasalar kurulmuştur. Kamu açıklarını karşılamak amacıyla, 1986 yılında Hazine tarafından bono ve tahvil satışına başlanmıştır. Aynı yıl bankalararası para piyasası (*interbank*) kurulmuş ve İMKB faaliyete başlamıştır. 1989 yılında Türk lirası konvertibil edilmiş ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır.

¹ İhraç, borçlanma araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını ifade eder (Borçlanma Araçları Tebliği m.3/f).

² Finansal araç kavramına ilişkin farklı tanımlar ve daha geniş bilgi için bkz. **Şakar**, S. Ünal, Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Eskişehir, 1997, s.5; **Rodoplu**, Gültekin, Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, 1. B., İstanbul, 1993, s.5; **Rodoplu**, Gültekin, Para ve Sermaye Piyasaları, Isparta, 2002, s.17; **Kargı**, Nihal, Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, 1. B., Ankara, (Mart) 1998, s.32; **Şahin**, Celal, “Finansal Araç Kavramının Türkiye Muhasebe Standartları, Bankacılık Mevzuatı, TTK ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından İrdelenmesi”, Vergi Dünyası Dergisi, Y.28, S.329, (Ocak) 2009, s.93 vd.

³ **Şahin**, s.94.

⁴ **Şahin**, s.94.

Liberal politikaların uygulanması ve mali piyasalar arasındaki sınırların azalması, faiz ve enflasyon oranları üzerindeki dalgalanmaları artırmıştır¹. Sabit kurdan serbest kur sistemine geçilmesini müteakip enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı neticesinde oluşan risklerden korunmak için, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de klasik finansman ve yatırım yönelimleri yerine, farklı tipte yöntemlere ve araçlara olan talep artmıştır².

1990-95 yılları arasındaki bu süreçte özel sektör borçlanma araçlarının ortaya çıkışını hazırlayan önemli bir etken de, Türk finans sektörünün hakim sınıfı olan bankalarla ilgili gelişmelerdir. Anılan dönemde en önemli ekonomik sorun olan enflasyonun düşürülmesi için, bankaların para politikalarıyla ilgili zorunlu karşılık ve mevduat munzam oranlarının artırılması, banka itibarlarının devam ettirilmesi için uluslararası sermaye yeterliliği kararlarının yurt içinde uygulanması ve rekabetçi ortamın gereği olarak teknolojik yatırımların yapılması banka maliyetlerini artırmış; bu ise kredilerdeki faiz oranlarını yükseltmiştir³. Böylece, bu dönemde sermaye ihtiyacı olan şirketler için borçlanma aracı kullanma düşüncesi oluşmuştur. Fakat bu düşünce o dönemde sermaye piyasamızın içinde bulunduğu ortam itibarıyla mümkün olamamıştır. Çünkü o yıllarda sermaye piyasamız, daha çok devletin fon ihtiyacını karşılayan bir nitelik arzettiği için, özel sektör kuruluşları bu piyasaya girmekte zorlanmışlardır⁴.

Özel sektör borçlanma araçları ülkemizde 1994 krizine kadar çok yoğun şekilde kullanıldı. Bu dönemde hem özel sektör tahvilleri hem de pay ile değiştirilebilir tahvil uygulamaları söz konusuydu. Ancak krizin ardından özel sektör borçlanma

¹ **Kaplan**, Cafer, Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, Ankara, (Nisan) 1999, s.15-16.

² **Kaplan**, Finansal Yenilikler, s.2-3.

³ **Aksoy**, Tamer, Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık (Sistemik ve Analitik Bir Yaklaşım), 1. B., Ankara, (Ocak) 1998, s.32.

⁴ 1990 yılının başından itibaren yaklaşık 4-5 senelik bir süreçte, sermaye piyasalarımızdan reel sektöre olan kaynak aktarımının büyük bir kısmı özel sektör borçlanma araçları yoluyla gerçekleşmişti. Ancak daha sonra hem devletin hazine bonosu ve devlet tahvili ihracıyla bu piyasayı ele geçirmesi, hem de yüksek reel faizler nedeniyle özel sektör bu yolla borçlanarak kendisini finanse etmekten vazgeçmiştir. 1992-1996 yılları arasında sermaye piyasalarından reel sektöre ve özel sektöre kaynak aktarımının %90’ı, vergi avantajlarından dolayı özel sektör borçlanma araçları içerisinde önemli bir yeri olan VDMK yoluyla olmuş, bunun yanı sıra finansman bonosu ve özel sektör tahvili yoluyla da büyük kaynak girişleri sağlanmıştır. Ancak 1997’den sonra devletin rekabeti özel sektör borçlanma araçları piyasasını yok olmaya mahkum etmiştir (**Ar**, Metin, “Sermaye Piyasalarının Reel Sektöre Kaynak Yaratmadaki Önemi”, II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliği’ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler (14-15 Eylül 2004), İstanbul, 2004, s.113; 115).

araçlarının kullanımında bir kesinti dönemi yaşandı. 1994’e kadar yoğun olarak kullanılan araçlar, daha sonraki dönemde ülkemizin içinde bulunduğu ekonomik koşullar yüzünden azaldı¹. 2003’ten itibaren yaşanan ekonomik istikrar nedeniyle enflasyonun düşmesi ve vergi politikalarının özel sektör tahvillerini de teşvik edecek şekilde düzenlenmesiyle, özel sektör borçlanma aracı ihracında ciddi artışlar meydana geldi. 2008’de başlayan kriz sonrasında ihraççıların önünü açacak, karşılaştıkları güçlükleri ortadan kaldıracak şekilde bir yeniden yapılanmaya gidildi ve piyasaya girişteki süreçler hızlandırıldı; 2003’te hisse senedi ihraçlarında benimsenen raf kayıt sistemi², 2013’ten itibaren borçlanma araçları bakımından da kabul edildi³. Bu sistem sayesinde ihraççının seri halde tahvil ve bono çıkarması mümkün kılındı.

Son dönemde, SerPK ile Kurul kaydı yerine izahname onayı sistemine geçilmesi (m.4/1), II-5.1 syl. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği⁴ ile benimsenen raf kayıt sistemi ve II-31.1 syl. Borçlanma Araçları Tebliği⁵ ile borçlanma araçlarına ilişkin

¹ **Kural**, Murat, “Özel Sektör Borçlanma Araçları”, Geniş Açı, (Nisan) 2013, s.6; **Akpınar**, Bircan, “Özel Sektör Borçlanma Araçları”, Geniş Açı, (Nisan) 2013, s.6 (http://www.isyatirim.com.tr/AssetDocs/Genis_Aci_Nisan_2013_-_Ozel_sektor_borclanma_araclari.pdf, Erişim: 13.06.2015).

² Raf kayıt sistemi (*shelf registration*) ABD’de Mart 1982’de SEC tarafından çıkarılan Rule 415 ile uygulamaya konulmuştur. Rule 415 ile ihraççılara, gelecek iki yıl için ihraç etmeyi düşündükleri sermaye piyasası araçlarını tek bir işlemle kayıt altına aldırma ve bunları iki yıl içinde yeniden kayda aldırma zorunluluğu bulunmaksızın istedikleri zaman ihraç edebilme imkanı tanınmaktadır. Bu sistem daha önceden kayıt altına alınan sermaye piyasası araçlarının istenildiği an satışa sunulabilmesini sağladığından, ihraççıya süratli hareket edebilme ve piyasada oluşan olumlu şartlardan yararlanabilme olanağı vermektedir. Raf kayıt sistemi hukukumuzda 1/26 syl. *Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği*’nde 1/29 syl. Tebliğ (RG: 18.02.2003, S.25024) ile yapılan değişiklik sonucu girmiştir. Ancak bu Tebliğ ile söz konusu sistem sadece hisse senetleri için kabul edilmiş ve doktrinde izahname hazırlanma sürecini kısaltan, ihraç işleminin olumlu piyasa şartları olumsuz yönde değişmeden süratle gerçekleştirilmesini sağlayan, ABD’de de özellikle borçlanma aracı ihracı işlemlerinde etkin şekilde kullanıldığı için hukukumuzda da buna olanak veren düzenlemeler yapılması gereğine işaret edilerek eleştirilmişti (**Ayoğlu**, Tolga, Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul, (Ekim) 2008, s.53-55).

³ Yukarıda açıkladığımız ve hukukumuzda sadece hisse senetleri için geçerli olan raf kayıt sistemi, SerPK sonrasında yapılan ikincil düzenlemelerden biri olan II-5.1 syl. İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği ile tüm sermaye piyasası araçları bakımından benimsenmiştir. Zira Tebliğ uyarınca izahname, güncelliğinin korunması kaydıyla, ilk yayım tarihinden itibaren oniki ay boyunca gerçekleştirilecek ihraçlar için geçerlidir (m.17/I). Aynı durum, yatırım kuruluşu varant ve sertifikaları da dahil olmak üzere, ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının yurt içinde halka arz edilmeksizin satılacak ya da yurt dışında ihraç edilecek olması durumunda, ihraç tavanını içeren ihraç belgesi için de kabul edilmiştir. Buna göre söz konusu ihraç belgesi, belgenin onaylanmasının kararlaştırıldığı Kurul karar tarihinden itibaren bir yıllık süre içerisinde yapılacak ihraçlar için geçerlidir (m.18).

⁴ RG: 22.06.2013, S.28685. Tebliğ çalışmamızın bundan sonraki kısımlarında “İzahname Tebliği” olarak adlandırılacaktır.

⁵ RG: 07.06.2013, S.28670.

esasların tek bir tebliğde düzenlenmesi suretiyle ihracın basitleştirilip hızlandırılması sağlandı. Bunun yanında, vergisel dezavantajların kalkması da bu süreçte etkili oldu. Zira yatırımcının bir devlet tahvilinden ve özel sektör borçlanma aracından elde ettiği gelir için ödeyeceği stopaj vergisi oranları farklıydı. Yapılan değişiklikle her ikisi de %10'da¹ eşitlendi. Bir de mevduat faizinde %15 olan stopaj oranı, özel sektör bonolarında %10 olunca bir avantaj da oradan sağlandı². Borçlanma araçları piyasasında yaşanan bu hareketlilik, 2010 Eylül'ünde BDDK'nın belirli limitler dahilinde izin vermesiyle, bankaların tahvil ve bono ihraçlarıyla büyük bir ivme kazandı. Nitekim artış bundan sonraki süreçte başladı. Özellikle 2010'dan sonra piyasa çok hızlı büyüdü ve 2011 sonu itibariyle tedavülde bulunan borçlanma araçları tutarı 13,9 milyar TL seviyesine ulaştı. Şubat 2012 itibariyle 32,2 milyar TL'ye çıkan bu rakam, 2012 sonunda 42 milyar TL seviyesine yükseldi³. 2013'te 55,6 ve 2014'te 66,3 milyar TL'ye ulaşan özel sektör borçlanma aracı piyasamızda, sadece ihraç tutarı değil ürün çeşitliliği de artmış ve 2013'ten itibaren teminatlı menkul kıymet, kira ve gayrimenkul sertifikası ihraçları gerçekleşmeye başlamıştır⁴.

Piyasa verilerine bakıldığında, ihraçların çoğunluğunu % 82 gibi büyük bir oranla bankaların gerçekleştirdiği görülmektedir. Bankaları, diğer finansal kurumlar, faktoring ve leasing şirketleri ile reel sektör şirketleri izlemektedir. Böylece uzun süreler yüksek enflasyon döneminde yatırımcıların bilmediği veya unuttuğu bu araçlar,

¹ GVK Geçici m.67/I'de bankalar ve aracı kurumların, menkul kıymetlerle diğer sermaye piyasası araçlarının tahsiline aracılık ettikleri dönemsel getirileri üzerinden %15 oranında vergi tevkifatı (kesintisi) yapmakla yükümlü oldukları belirtilmektedir. Bu maddeye 5527 syl. GVK'da Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun (RG: 07.07.2006, S.26221) ile eklenen 17. fıkra ile Bakanlar Kurulu'na söz konusu oranları %0'a kadar indirme veya %15'e kadar artırma yetkisi verilmiştir. Bakanlar Kurulu bu yetkisini 22.07.2006 tarihinde kullanmış ve 2006/10731 syl. Kararı ile m.67/I'deki tevkifat oranını %10'a indirmiştir. Böylece 01.01.2006 tarihinden sonra ihraç edilen özel sektör tahvil ve bono faizlerinin banka ve aracı kurumlar tarafından ödenmesi sırasında %10 gelir vergisi kesintisi yapılacaktır. Geçici m.67/II hükmü ise, menkul sermaye iratlarından ödemeyi yapanlarca,.....%15 oranında vergi tevkifatı yapılır, düzenlemesini içermektedir. Buna göre banka ve aracı kurumlar dışında kalan kurumlarca ödenen her türlü tahvil ve bono faizi üzerinden %15 oranında bir vergi kesintisi yapılacağı anlamı çıkmaktadır. Ancak maddedeki oranlar Bakanlar Kurulu'nca %10'a indirildiğinden, gerek banka ve aracı kurumlar gerekse bunların dışında kalan kurumlarca ödensin, özel sektör tahvil ve bono faizlerinin ödenme safhasında %10 gelir vergisi kesintisi yapılacaktır (Yeşilkaya, Sezgin Cüneyt, Tahvil, Bono ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009, s.43-45).

² Akpınar, s.6.

³ Kural, s.6; Akpınar, s.6.

⁴ Özel sektör borçlanma aracı piyasamıza ilişkin rakamsal verilerin detaylı olarak açıklandığı tablo için bkz. Birinci Bölüm, §2, s.58-59.

gerek SPK düzenlemeleri gerekse vergisel teşvikler sayesinde yeniden sermaye piyasası sistemimizde önemli bir yere sahip olmaya başlamıştır. Bu gelişim sürecinde, bankaların kendi ihraçlarında ve grup şirketleri diyebileceğimiz faktoring ve leasing şirketleri ihraçlarının dağıtımında sahip oldukları dağıtım kanallarının çok büyük katkısı olmuştur. Bu sayede borçlanma araçları ihraçları hem sayı olarak hem de miktar olarak yükselmiştir¹.

III. BORÇLANMA ARAÇLARININ EKONOMİK ETKİLERİ

A. TÜRK BANKACILIK SİSTEMİNE ETKİLERİ

1980’li yıllara kadar kapalı bir çevrede varlığını sürdüren Türk bankacılık sistemi, liberal ekonomi ve uluslararası entegrasyon hedefi güden ekonomik politikaların uygulanmaya başlamasıyla dışa açılmıştır. Bu süreç beraberinde bankaların yapısal değişim politikaları izlemelerini sağlamıştır. Söz konusu politikaların temel amacı ise, bankaların bozulan mali yapılarını, emniyet, likidite, kârlılık ve sermaye yeterliliği gibi temel bankacılık ilkelerine göre yeniden yapılandırmak olmuştur². Ancak en önemli ekonomik sorun olan enflasyonun düşürülmesi için uygulanan para politikaları, bankaların zorunlu karşılık ve mevduat munzam oranlarının artırılması, itibarlarının devamı için uluslararası sermaye yeterliliğine ilişkin kararları yurt içinde uygulamaları ve rekabetçi bir ortamda teknolojik yatırımlara yönelmeleri, banka maliyetlerinin artmasına neden olmuştur³.

24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları bankacılık sektörünü önemli ölçüde etkilemiştir. Yine aynı yıllarda dünya finansal pazarlarında görülen serbestleşme (*deregulation*) eğilimi, Türk bankacılık sisteminde de etkisini göstermiş ve mevduata ödenen faiz oranlarında ani yükselişler yaşanmıştır. Ayrıca batık kredilerin banka bilançolarındaki payı da bu dönemde gittikçe artmıştır. Tüm bu faktörler, bankacıları daha global bir yönetim tekniği olan *aktif ve pasif yönetimine* sürüklemiştir⁴. Aktif ve

¹ Akpınar, s.7.

² Aksoy, s.32.

³ Aksoy, s.32.

⁴ Tulgar, Koray, Ticari Bankalarda Aktif ve Pasif Yönetimi, TBB Yayınları, İstanbul, 1993, s.20-21.

pasif yönetimi, bir bankanın kârını optimum seviyeye çıkarmak amacıyla, likidite¹ ve emniyetini² de göz önünde bulundurarak, bilançosunun her iki tarafını (aktifini ve pasifini) düzenlemesi ve değiştirmesi şeklinde tanımlanabilir³. Bankacılığın giderek daha karmaşıklaşması ve hizmet alanının genişlemesi, bankaya kaynak sağlarken ve bu kaynakları kullanırken alınan kararın, banka mali durumuna etkisini önceden detaylı bir şekilde görmek ve gerektiğinde değiştirebilmek imkanını sağlayacak fon yönetim tekniklerini gerektirmekte, bu da bir sistem yaklaşımı olarak aktif ve pasif yönetiminin önemini giderek artırmaktadır⁴. İşte bu noktada bankaların gerçekleştireceği borçlanma aracı ihracı, aktif ve pasif yönetimine esneklik kazandırarak etkinliğini artıran bir alternatif finansman tekniği olarak karşımıza çıkmaktadır. Şöyle ki, sabit faizli süreli kredilerini kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bankalar, kısa vadeli faiz oranlarının dalgalandığı piyasalarda faiz riski ile karşı karşıyadır⁵. Bankalar sabit faizli süreli kredilerinden bir havuz oluşturarak, bu havuzun nakit akışı güvence oluşturmak üzere VDMK ihraç ettiklerinde, faiz riskine karşı koruma sağlayacakları gibi; varlıkların (kredilerin) ortalama vadesi ile kaynakların ortalama vadesi arasında da bir uyum sağlanabilmektedir. Böylece VDMK çıkarılması bankanın aktif ve pasifindeki vade uyumsuzluklarının giderilmesine, dolayısıyla aktif ve pasif yönetiminde esnekliğin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır⁶.

Borçlanma aracı ihracında olduğu üzere, fon satın alma yoluyla likidite sağlama, bankanın likit değer stoklamasına göre kârlılık açısından daha caziptir. Bu şekilde banka, kaynaklarını getirisi düşük likit varlıklara bağlamak yerine; kredi verme ya da yatırımlar yoluyla daha kârlı biçimde kullanma olanağını elde eder⁷. Bankaların kârı, temin ettikleri kaynakları maliyetlerinin üzerinde satmaları ile oluştuğu için, kârın maksimize edilmesinde maliyetin mümkün olduğunca düşürülmesi son derece

¹ Likidite kavramı, bir bankanın minimum zarar ile muhtemel mevduat çekilmelerini ödeyebilme ve aynı zamanda piyasanın kredi ihtiyacını karşılayabilme gücünü ifade eder (**Takan**, Mehmet, Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim, 1. B., Adana, (Mart) 2001, s.666).

² Emniyet, bir bankanın özsermayesinin yeterli ve aktiflerinin kaliteli olması demektir (**Takan**, s.666).

³ **Takan**, s.666. Bankalarda aktif ve pasif yönetimi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Tulgar**, s.9 vd.; **Şakar**, Hakan, Risk Yönetimi Açısından Bankalarda Aktif Pasif Yönetimi, 1. B., İstanbul, (Temmuz) 2002, s.4 vd.

⁴ **Takan**, s.666.

⁵ **Akgüç**, Öztin, Banka Yönetimi ve Performans Analizi, 1. B., İstanbul, 2007, s.445.

⁶ **Akgüç**, s.445.

⁷ Ancak bu yolla likidite sağlamada belirsizlik olduğu ve bir kriz başlangıcı döneminde, sağlanacak kaynağın maliyetinin yükselmesi tehlikesi bulunduğu unutulmamalıdır (**Akgüç**, s.456).

önemlidir¹. Banka kaynaklarına ve dolayısıyla banka bilançolarının pasifine bakıldığında ise, ağırlığın vadeli ya da vadesiz TL ve yabancı para mevduatlardan oluştuğu dikkati çeker. Ancak enflasyon sorunu olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de yürürlükte olan karşılık uygulamaları nedeniyle bankalar, topladıkları mevduatın önemli bir bölümünü serbestçe kullanamamakta ve bu durum bankaların mevduat maliyetinin diğer borçlanma araçlarına oranla önemli miktarda artmasına neden olmaktadır. Bu nedenle bankalar, bono ya da VDMK gibi, üzerinde munzam karşılıklardan doğan maliyetlerin daha az olduğu araçlara yönelmişlerdir².

B. TÜRK SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ

Bir ekonomide, fonların tasarruf edenlerden yatırımcılara akışını sağlayan sisteme finansal piyasa adı verilir³. Bir finansal piyasa türü olarak sermaye piyasası ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır⁴. Sermaye piyasası taraflarından biri ve en önemlisi olan tasarruf sahipleri, birikimlerini güvenli piyasalarda ve o ana dek kendilerine sunulan klasik yatırım alternatifleri yerine, yeni finansal enstrümanlarda değerlendirmek isterler. Kaynak arayışında olanlar da, o ana kadar yararlanabildikleri yollardan daha avantajlı olanlarının ortaya çıkmasını beklerler⁵. Bu karşılıklı arayışların kesişme noktalarından biri ticari bankacılık faaliyetleri, diğeri ise, karşılıklı arayışları gelecekte daha fazla tatmin edeceğine inanılan sermaye piyasalarıdır⁶.

Sermaye piyasasının temel amacı ekonomik kalkınmanın etkin bir şekilde sağlanmasıdır. Ülkemizde de bu amaçla 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) çıkarılmış ve bu tarihten sonra da sermaye piyasasının gelişimi için çaba

¹ **Tunay**, K. Batu/ **Uzuner**, Mustafa T./ **Yiğit**, Adnan, Ticari Bankalarda Optimal Kaynak Yönetimi, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 1998, s.33.

² **Tunay/ Uzuner/ Yiğit**, s.41.

³ **Kargı**, s.30.

⁴ **İnam**, Mehmet, Sermaye Piyasası, 1. B., Ankara, (Kasım) 2007, s.46; **Rodoplu**, Türkiye’de Sermaye, s.9; **Rodoplu**, Para ve Sermaye, s.118; **Demirkan**, Uçar, Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları, Ankara, 1981, s.9; **Babuşcu**, Şenol/ **Hazar**, Adalet, Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, Ankara, (Ağustos) 2007, s.1; **Öçal**, Tezer/ **Çolak**, Ömer Faruk, Finansal Sistem ve Bankalar, Ankara, (Kasım) 1999, s.23; **Şakar**, Sermaye Piyasası, s.7; **Ertuna**, Özcan, Finansal Kurumlar, İzmir, 1982, s.10; **Eroğlu**, Ömer, Para Teorisi ve Politikası, Isparta, 2004, s.54-55; **Kargı**, s.42; **Aksoy**, Ahmet/ **Tanrıöven**, Cihan, Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi, 1. B., Ankara, 2013, s.56.

⁵ **Tanör**, Halka Arz, s.3.

⁶ **Tanör**, Halka Arz, s.3.

harcanmıştır¹. Ancak sermaye piyasamız, ülkemizin sahip olduğu potansiyele göre henüz yetersizdir. Sermaye piyasamızın gelişimi, arzulanan finansal genişlik ve derinliğe ulaştırılmasına bağlıdır. Bugüne değin bu genişlik ve derinliğe ulaşılamamasının başlıca nedenleri olarak; zaman içinde yaşanan makro ekonomik dengesizlikler, yaşanan krizler ve kamunun yüksek borçlanma ihtiyacı, kurumsal yatırımcı eksikliği, sermaye piyasası yatırım araçlarının yetersizliği ile yatırımcının güven sorunu ve izlenen vergi politikaları sayılabilir².

Sermaye piyasasının gelişmişlik ölçütü olan finansal derinleşmenin göstergelerinden biri, sermaye piyasası aracı ya da geniş anlamda finansal araç çeşitliliğinin artmasıdır. Ancak gelişmiş ülke piyasalarında işlem gören sermaye piyasası araçlarının sadece bir kısmının ülkemizde kullanıldığı görülmektedir³. Nitekim Onuncu Kalkınma Planında⁴, yeni finansal ürünlerin geliştirilmesinin, finansal piyasalarımızın büyümesi ve ürün çeşitliliğinin artması için önemli bir fırsat olduğuna, bunun yatırımcıların ilgisini artıracağına dikkat çekilmiştir⁵. Bu sorun, kamu kesimi borçlanma gereğinin kamu borçlanma aracı ihracıyla sağlanması ve piyasalardaki menkul kıymet stokunun büyük bölümünün hazine bonosu ve devlet tahvili gibi DİBS'lerden oluşmasından kaynaklanmış, tüm bunlara kamu borçlanma araçlarına tanınan vergisel avantajlar da eklenince, özel sektör borçlanma araçları alternatif kaynak sağlamadaki rolünü kaybetmiştir⁶. Oysa dünya uygulamalarından da görüldüğü üzere, özel sektörün sermaye piyasalarının borçlanma tarafındaki ağırlığının artırılması, kaynakların etkin dağılımında ve ekonomik dengelerin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Gelişmiş ekonomilerde özel sektörün sermaye piyasası araçları ile borçlanmasının, en az özsermaye finansmanı kadar, hatta bazı ülkelerde daha da yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir. Söz konusu gelişmiş ülkelerde borçlanma araçlarının

¹ **SPK**–Araştırma Dairesi, Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi, SPK Yayınları, Yayın No: 17, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1995, s.27.

² **Demirbilek**, Müslüm, II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliği’ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler (14-15 Eylül 2004), TSPAKB Yayınları, İstanbul, 2004, s.12-13.

³ **Öztürk**, İlhami, İç Borçlanmanın Sermaye Piyasasına Etkileri, İAB Yayınları, 1. B., İstanbul, (Kasım) 2011, s.137.

⁴ Onuncu Kalkınma Planı, TBMM Genel Kurulu’nda alınan bir kararla onaylanmıştır (Tarih: 02.07.2013, No: 1041).

⁵ **T.C. Kalkınma Bakanlığı**, Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018), Ankara, 2013, s.7.

⁶ **Öztürk**, İç Borçlanma, s.139.

hayata geçirilmesi sonucunda, reel sektörün fon maliyeti ve fonlama riskleri önemli ölçüde azalmakta, buna paralel olarak verimlilik, yatırımlar ve ekonomik büyüme artmaktadır¹.

Görüldüğü üzere, bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmişliği, o ülke piyasalarında tedavül eden finansal araç ya da menkul kıymet çeşitliliğinin artmasına bağlı iken; buna paralel olarak ülkenin ekonomik kalkınması da sermaye piyasalarının gelişimiyle doğru orantılı olarak gerçekleşmektedir. Dolayısıyla borçlanma araçları, bankacılık sistemine etkisi haricinde, aynı zamanda sermaye piyasasında tedavül eden finansal araçların önemli bir bölümünü oluşturduğundan, ülkemiz sermaye piyasası ve bu piyasanın gelişmesiyle doğru orantılı olarak ekonomik kalkınma bakımından hayati önem taşımaktadırlar. Oysa ülkemiz sermaye piyasası gelişiminin önündeki en büyük engel, kamu kesiminin finansman açığı nedeniyle sermaye piyasasından borçlanması, şeklinde gerçekleşmektedir. Bonolar, tahviller, VDMK'ler gibi özel sektör borçlanma araçları bu nedenle yeterince yaygınlık kazanamamakta, bu da sermaye piyasası gelişimini engellemektedir. Sermaye piyasasının gelişmemesi ise, kaynakların etkin ve adil dağılımını engellemekte, ekonomik dengeleri alt üst etmekte ve sonuçta tasarruflar verimli yatırımlara dönüşemeyerek ekonomik kalkınma sağlanamamaktadır. Dolayısıyla özel sektör borçlanma araçlarının Türk sermaye piyasasındaki tedavül kabiliyeti ve işlem hacmi ne kadar yüksek olursa, bu durum doğru orantılı olarak sermaye piyasamızın gelişimini ve ekonomik kalkınma hızımızın arttığını da gösterecektir.

Özellikle kamu borçlanma araçlarına sağlanan vergi avantajı nedeniyle ülkemiz sermaye piyasasında çok yaygın bir ihraç kapasitesi edinemeyen özel sektör borçlanma araçları, vergisel eşitlik sağlanması ve faiz oranlarının düşmesi sonucunda 2009 yılından itibaren piyasalarda yeniden görülmeye başlamıştır². Borçlanma araçlarının bundan sonraki süreçte Türk sermaye piyasasındaki yoğunluğunun ve öneminin artmasına neden olacak bir başka gelişme ise, BDDK'nın 2010 yılı Eylül ayından itibaren Türk bankalarının yurt içinde tahvil ve bono ihraç etmelerine izin vermesi olmuştur. Zira bu tarihten önce Türk bankaları yurt dışında tahvil ihraç etmelerine karşın, BDDK'nın izni olmadığından, yurt içinde tahvil ve bono ihraç edemiyorlardı.

¹ Öztürk, İç Borçlanma, s.141-142.

² Karş. Öztürk, İç Borçlanma, s.141-142.

Ancak 2010’da BDDK bu izni bankalara bilanço büyüklüklerine bağlı olarak¹ vermiştir. Böylece yatırım ve mevduat bankalarından şartları yerine getiren her banka, yurt içinde bono ve tahvil ihracını gerçekleştirebilecektir².

Yatırımcı açısından baktığımızda da özel sektör borçlanma araçlarının son derece avantajlı bir finansal araç olarak dikkat çektiğini görüyoruz. Şöyle ki, bunlar mevduat ve hazine bonusu faizinden daha yüksek bir faiz getirisi vaad etmektedir. Özel sektör borçlanma araçları içerisinde, özellikle son dönemde ihraç yoğunluğunun artmasıyla dikkatleri çeken bankalarca çıkarılan tahvil ve bonolara ilişkin ilanlarda, genelde bonoların hazine bonusunun faizi üzerine 0.50–1.00–1.50 puan ekleme ile belirlenen bir faiz oranıyla satışa sunulduğu ve cazip hale getirildiği görülmektedir³.

Bugüne kadar parasını bankalardaki mevduat hesabında tutan, faiz getirisi daha yüksek ve vergi kesintisi daha düşük olduğu halde hazine bonusu dahi satın almayı düşünmeyen bireysel tasarruf sahipleri, tahvil ya da bono gibi özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapmakta çekince göstermişler; dolayısıyla borçlanma araçları daha çok kurumsal yatırımcılar ve özellikle yatırım fonları tarafından satın alınmıştır. Zira özellikle 3-6-12 aylık vadeleri içeren borçlanma araçları, fonlar için kısa vade sayılmakta ve bu nedenle fonlar bunlara likit yatırım gözüyle bakmaktadır. Ayrıca borçlanma aracı faizlerinin yüksekliği de fonlar için önem taşımaktadır⁴. Ancak kanaatimizce borçlanma araçları, bireysel tasarruf sahiplerinin de ilgisini çekebilecek avantajlara sahiptir. Herşeyden önce bankalarca ihraç edilenlerde olduğu gibi, çoğunlukla finansal bakımdan güçlü kuruluşlarca ihraç ediliyor olmaları, yatırımın taşıdığı risk unsurunu asgariye indirmektedir. Ayrıca borçlanma araçları, bireysel yatırımcıların tercihlerinde önemli rol oynayacağına inandığımız vergisel bir avantaja da sahiptirler. Şöyle ki, bireysel yatırımcıların, birikimlerini sermaye piyasasında

¹ BDDK bankaların tahvil ve bono ihraçlarına, özkaynak, tasarruf mevduatı, aktif büyüklük ve sermaye yeterlilik oranlarını dikkate alarak sınırlama getirebilecektir. Kısacası her banka gücüne göre bono çıkarabilecektir (**Uras**, Güngör, “Banka Bonusu Şimdilik Ayşe Hanım İçin Cazip Değil”, <http://ekonomi.milliyet.com.tr/ekonomi/ekonomiyazardetay/03.02.2011/1347623/default.htm?>, Erişim: 13.06.2015).

² **Uras**, Banka Bonusu.

³ **Uras**, Banka Bonusu.

⁴ Örneğin 2010 yılı Ekim ayından itibaren Akbank, Garanti Bankası, İş Bankası, Alternatifbank gibi bankalarca değişik tarihlerde ihraç edilen bonoların tamamı satılmıştır. Zira bunlarda faiz oranı, gösterge devlet tahvili faizinin 1.00 puan ile 0.50 puan arasında, değişik puanlarda üzerinde belirlenmiştir (**Uras**, Banka Bonusu).

değerlendirmekten çok, banka mevduat hesaplarında tutmayı yeğledikleri bir gerçektir. Oysa mevduat faizinde vergi kesintisi oranı %15 iken, örneğin bir özel sektör borçlanma aracı olan banka bonolarından elde edilen faiz geliri %10 stopaj vergi kesintisine tabidir¹. Dolayısıyla bireysel tasarruf sahiplerinin bilinçli yatırım yapma eğilimi arttıkça, borçlanma araçları sadece dar ve belirli bir yatırımcı kitlesine hitap etmeyip, olması gerektiği gibi işlevsel bir yapı kazanacaktır. Böylece borçlanma araçları, bir sermaye piyasası aracından beklenen etkin kaynak ve gelir dağılımı sağlamaya daha çok hizmet edecek, bu da onların ülkemiz ekonomik kalkınmasındaki pozisyonunu daha önemli hale getirecektir.

IV. BORÇLANMA ARAÇLARININ HUKUKİ NİTELİĞİ

A. MENKUL KIYMET NİTELİĞİ

SerPK.3/o hükmünde borçlanma araçları menkul kıymetin türleri arasında zikredilmiştir. Menkul kıymet kavramı hukuk sistemimize ilk olarak 1929 tarihli mülga Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu² ile girmiştir. 3794 syl. Kanun³ ile değişmezden önceki eSerPK⁴.3/b hükmünde de menkul kıymet kavramına yer verilmişti⁵. 1992’de SerPK’da değişiklik yapan 3794 syl. Kanun ile birlikte menkul

¹ Bu vergisel avantajın, GVK Geçici m.67/1’e 5527 sa. K. ile eklenen hükümle Bakanlar Kurulu’na verilen yetkinin kullanımı ve sonuç itibarıyla özel sektör tahvil ve bonoları için %15 olan vergi kesintisinin %10’a indirilmesi sonucunda olduğunu yukarıda belirtmiştik (§1, II, s.7, dn.1).

² 1447 syl. Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu, 03.10.1983 tarih ve 91 syl. Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında KHK’nin (RG: 06.10.1984, S.18537) 24. maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bu Kanun, 1.maddesinde dolaylı olarak ve türlerini saymak suretiyle menkul kıymet kavramına yer vermekte idi. Buna göre; “Devlet, vilayet ve belediyelerle hükümetin kefalet ettiği sair müesseseler tarafından çıkarılan istikrazlar, esham ve tahviller ile hazine bonolarının, Türk Anonim (ve hisseli komandit) şirketleri tarafından çıkarılan esham ve tahvilatın, Maliye Bakanlığı müsaadesiyle borsa kotuna alınan yabancı esham ve tahvilatın” menkul kıymet olduğuna işaret edilmiş, menkul kıymet tanımı verilmemekle birlikte nelerin menkul kıymet olduğu açıklanmıştır (Aytaç, Zühtü, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, 1988, s.39, dn.2; Ulusoy, Yılmaz, Sermaye Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması, Ankara, 1981, s.16, dn.9; Akbulak, Sevinç/ Akbulak, Yavuz, Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 2004, s.20).

³ RG: 13.05.1992, S.21227.

⁴ RG: 30.07.1981, S.17416.

⁵ İlgili hükümde menkul kıymet şöyle tanımlanıyordu: “Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir”. Görüleceği üzere hükümde üç grup evraktan söz ediliyordu. Bunlar; a) ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetler b) bunlar dışında kalan kıymetli evrak ve c) mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren evraktır. Üç grup evrak da halka arz ve satış yönlerinden aynı prosedüre tabiydi. SerPK’nın böyle bir ayrıma gitmesinin nedeni, bunların halka arz ve satışına

kıymet kavramında bazı değişiklikler yapılmış¹; 2012 tarih ve 6362 syl. SerPK² ile birlikte kavram hukuki açıdan son şeklini almıştır.

Sermaye piyasası mevzuatı dışında, eTK’da menkul kıymetlere ilişkin çeşitli hükümler³ yer almasına rağmen, menkul kıymet kavramı tanımlanmamıştı. Hatta eTK’da “*menkul kıymet*” kavramı hiç kullanılmayıp, menkul kıymet yerine “*senet*” ifadesi tercih edilmişti. TTK’da ise menkul kıymet kavramı kullanılmakla birlikte⁴, bu kavrama ilişkin herhangi bir tanıma yine yer verilmemiştir. Özetle, kanunî düzenlemelerde menkul kıymetin kavram olarak yeterli açıklıkta bir tanımı mevcut değildir. Kanuni düzenlemelerde yer alan bu eksiklik, SPK tarafından çıkarılan tebliğler ile giderilmeye çalışılmaktadır⁵. Yukarıda değindiğimiz, SerPK’nın kavrama bugünkü hukuki şeklini kazandıran düzenlemesi uyarınca menkul kıymetler; “*para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, 2) borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını ifade eder*” (m.3/o). Bu hükümde de menkul kıymet kavramının tanımlanmayıp, sadece menkul kıymet türlerinin sıralandığı görülmektedir.

Her ne kadar SerPK’da menkul kıymet kavramı tanımlanmayarak, sadece kavram dahilinde kabul edilebilecek türlerin sayılmasıyla yetinilmiş olsa da, Türk hukuk doktrini eSerPK’nın yürürlüğe girdiği 1981 yılından bu yana menkul kıymet

aracılık edecek kuruluşların farklılığından kaynaklanmaktaydı (Yanlı, Veliye, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, 1. B., İstanbul, (Mart) 2005, s.9, dn.29). Söz konusu üçlü evrak ayrımı 3794 syl. Kanun değişikliği sonrasında terkedilmiştir.

¹ 3794 syl. Kanun ile Değişik eSerPK.3/b hükmünde menkul kıymet; *ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul’ca belirlenen kıymetli evrak*, olarak tanımlanmıştı. Bu düzenleme, genel bir tanımlama yapmaktan uzak olması, sadece menkul kıymetlerin bazı özelliklerini saymakla yetinmesi ve menkul kıymetin taraflara yüklediği hak ve yükümlülüklerin tespitini de genel hükümlere bırakması hususları açısından doktrinde eleştirilmişti (bkz. Ünal, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, 1. B., Ankara, 2005, s.36 vd.).

² RG: 30.12.2012, S.28513.

³ Hisse senetlerine ilişkin m.399 vd., intifa senetlerine ilişkin m.402 vd. ve tahvillere ilişkin m.420 vd.’da yer alan hükümler.

⁴ TTK’nın 149, 202, 349, 382, 421, 504, 505, 549, 554 ve 1524. maddelerinde menkul kıymet kavramına yer verilmiştir.

⁵ Karahan/Ünal, Şirketler Hukuku, 2. B., Konya, (Aralık) 2013, s.701.

kavramı üzerine eğilmiş ve değişik menkul kıymet tanımları geliştirmiştir¹. Kavrama ilişkin bizim de benimsediğimiz tanıma göre menkul kıymetler; genel olarak para piyasasında işlem görmeyen veya bu piyasaya hizmet etmeyen, yatırım aracı olarak kullanılıp sermaye piyasasının oluşmasını sağlayan, tasarruf sahiplerinin (yatırımcıların–fon arz edenlerin) kâr elde etme amacıyla satın almaları için fon (sermaye) ihtiyacı olanlar (ihraççılar–fon talep edenler) tarafından ihraç edilen ve şartları SPK’ca tespit edilen sermaye piyasası araçlarıdır². Şüphesiz tüm menkul kıymetlerdeki özellikleri yansıtacak tanımlar, ya çok uzun olmaya veya eksik kalmaya mahkumdur. Dolayısıyla tanımlara sıkı sıkıya bağlı kalmak sakıncalı olabilir. Sık mevzuat değişiklikleri de tanımları etkileyebilecektir. Asıl olan menkul kıymetin tanımı değil, tanım kapsamına girebilecek türleridir³. İşte tezimizin de konusunu oluşturan borçlanma araçları, SerPK.128/I-e bendinin Kurul’a verdiği yetkiye istinaden tebliğ ile düzenlenip yasal çerçevesi oluşturulan; SerPK.3/o ve ş hükümleri gereğince de sermaye piyasası aracı türlerinden biri olan menkul kıymetler kapsamına dahil finansal araçlardır.

B. KAYDI SERMAYE PİYASASI ARACI NİTELİĞİ

Borçlanma araçları SerPK.3/o hükmünde menkul kıymet türleri arasında sayılmış, SerPK.3/ş hükmünde de menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olduğu ifade edilmiştir. SerPK.13/I hükmünde ise, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracının esas olduğu düzenlenmiştir. Bu hükümlerden hareketle borçlanma araçlarının hukuki niteliğini, “kaydi sermaye piyasası aracı” olarak belirleyebiliriz.

Kaydi sermaye piyasası aracı, fiziki olarak bir senet üzerine basılarak tecessüm etmeyen, SPK’ca kaydileştirilmesine karar verilerek kaydi sisteme aktarılan veya kaydi sistemde ihdas edilip elektronik ortamdaki hesaplarda saklanan ve izlenen sermaye

¹ Söz konusu menkul kıymet tanımları için bkz. **Karayalçın**, Yaşar, Ticaret Hukuku Dersleri, C.III, Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri), 4. B., Ankara, 1970, s.37; **Tekinalp**, Ünal, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982, s.13-14; **Poroy**, Reha/**Erem**, Turgut S., Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara, 1964, s.115; **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.53.

² **Karahan/Ünal**, Şirketler, s.702; **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.53; **Turanboy**, Asuman, Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara, 1998, s.72.

³ **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.53.

piyasası aracı, şeklinde tanımlanabilir. Kaydi sermaye piyasası araçları kural olarak fiziki sermaye piyasası araçları ile aynı özellikleri taşımakta ve sahiplerine aynı hakları vermektedir¹. Aralarındaki tek fark, bunların senet (evrak) üzerinde değil, elektronik ortamda varlık göstermeleridir. Buna bağlı olarak, söz konusu araçların içerdiği hakların fiziki sermaye piyasası araçlarındakilerle aynı değerde olduğunu belirtmek amacıyla, elektronik ortama aktarılan haklar için kaydi değer kavramı kullanılmaktadır. Bu kavramda yer alan “kaydi” kelimesi, her hakkın ayrı ayrı senede bağlanmadığını, sadece kayden mevcut olduğunu ifade etmektedir. Kaydi değer kavramında yer alan “değer” kelimesi ise, tek tek senet üzerinde oluşmayan hakkın, (senet üzerinde varlık kazanan hak gibi) hukuki bir değere sahip olduğunu belirtmek için kullanılmaktadır².

C. EVRAKSIZ KIYMETLİ EVRAK NİTELİĞİ

Sermaye piyasası araçları, “menkul kıymetler” ile “diğer sermaye piyasası araçları”ndan³ oluşmaktadır (SerPK.3/ş). Menkul kıymetler ise kıymetli evrak niteliği taşımaktadır⁴. Kaydi borçlanma araçlarının tamamı da menkul kıymet ve dolayısıyla kıymetli evraktır⁵.

Kıymetli evrak kavramı TTK.645’te, “*kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez*” şeklinde tanımlanmıştır. Tanım gereği kıymetli evrakın somutlaşması

¹ **Ünal**, Mücahit, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, 1. B., Ankara, (Ağustos) 2011, s.23-24.

² **Ünal**, Kaydileştirilme, s.17.

³ Finansal piyasalardaki sürekli gelişimin ortaya çıkardığı yeni modellerin, yöntemlerin, tekniklerin yanı sıra, yeni araçların da gündeme gelmesi kaçınılmazdır. Bunların menkul kıymetleri belirleyen niteliklere uymaması durumunda ne yapılacağı sorununa çözüm getirmek üzere, “diğer sermaye piyasası araçları” gibi kucaklayıcı genel bir tanım yapılarak, menkul kıymet sayılmayacak ama bu piyasalarda yer alması zorunlu araçları içine yerleştirmek amacıyla böyle bir torba madde yasaya konmuştur (**Tanör**, Halka Arz, s.81).

⁴ Doktrinin çoğunluğu da menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğinde olduğu hususunda hemfikirdir (**Karayalçın**, Ticari Senetler, s.37; **Tekinalp**, Esaslar, s.13-14; **Poroy/ Erem**, s.115; **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.53; **Ünal**, Mücahit (**Karahan**, Sami/**Arı**, Zekeriyya/**Bozgeyik**, Hayri/**Saraç**, Tahir), Kıymetli Evrak Hukuku, 1. B., Konya, (Kasım) 2013, s.66. Ancak doktrinde bir görüş, menkul kıymetlerde kesinlikle kıymetli evrak niteliği aramanın, bu kavrama dar bir anlam vermek olacağını ve her kıymetli evrak nasıl bir menkul kıymet değilse, her menkul kıymetin de bir kıymetli evrak olamayacağını savunmaktadır (**Teoman**, Ömer, Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul, (Ocak) 1978, s.171; **Ünal**, Oğuz Kürşat, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Ankara, (Kasım) 1988, s.53-55).

⁵ bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.271-272.

için gereken unsur “senet”tir¹. Senet kavramı, irade açıklamasında bulunan kimseyi ve irade beyanını içerir. Senetteki olgular, maddi varlığı bulunmayan düşünce beyanıdır ve bu düşüncenin yer aldığı cisim de senettir². Bir senedin kıymetli evrak olarak kabul edilebilmesi için devredilebilir nitelikte bir hakkı içermesi ve bu hak ile senet arasında çok sıkı ve yoğun bir bağıllığın olması, hakkın senetle kaynaşması gerekir. Öyle ki hak senetten ayrı olarak ileri sürülemeyeceği gibi, senetsiz olarak da devredilemez. Bu nedenle kıymetli evraka dayanarak hak talep eden kişi senedi ibraz ve teslim etmeli; kıymetli evrak borçlusu da ancak senedi ibraz ve teslim edene ödeme yapmalıdır (TTK.646/I). Buna çift taraflı ibraz kaydı denir ve bir senedin kıymetli evrak sayılabilmesi için en azından bu kaydı (basit/asgari kıymetli evrak kaydı) ihtiva etmesi gerekir³. Kıymetli evrakta hak ile senet arasındaki bu sıkı bağıllık, ancak senedin kaybolması, yanması, yırtılması gibi zayi olma hallerinde mahkemece senedin iptaline karar verilmesiyle ortadan kalkmakta, bu halde hak ile senet arasındaki bağ çözülmektedir⁴.

Klasik anlayışa göre senet kavramıyla, daha ziyade üzerine yazı yazmaya elverişli bir cisim, genellikle uygun büyüklükte bir kağıt parçası ve bunun üzerindeki yazı ile ifade edilmiş bir irade beyanı kastedilmektedir. Ancak teknikteki ilerlemenin sonucu olarak senet kavramı esnek yorumlanmakta, üzerine yazı yazılabilen, anlaşılabilen ve imza atılmaya uygun plastik, tahta, metal, mikrofilm, disket, CD, çip, mikrofiş ve veri tabanı taşıyıcısı gibi kaydi materyaller de modern anlayışta senet olarak benimsenmektedir⁵. Sermaye piyasasındaki gelişmeler, özellikle sermaye piyasası aracı çeşitleri ve bunlara ilişkin işlem hacminin artması, kıymetli evrakın unsurlarında bazı değişiklik ve esneklikler yapılmasını gerektirmiştir. Özellikle de kıymetli evrakın senet unsurundaki esneklik, teknolojik gelişmelerle zamanla artmıştır. Tüm bu gelişmelerin sonucu olarak bugün gelinen noktada, artık fiziken senet üzerinde varlık kazanmasa da,

¹ **Ülgen**, Hüseyin/ **Helvacı**, Mehmet/ **Kendigelen**, Abuzer/ **Kaya**, Arslan, Kıymetli Evrak Hukuku, 8. B., İstanbul, (Ekim) 2013, s.14.

² **Pulaşlı**, Hasan, Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları, 3. B., Ankara, (Ocak) 2013, s.29-30.

³ **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya**, s.17; **Poroy**, Reha/**Tekinalp**, Ünal, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 21. B., İstanbul, 2013, s.27; **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak, s.34.

⁴ **Poroy/Tekinalp**, Kıymetli Evrak, s.26.

⁵ **Poroy/Tekinalp**, Kıymetli Evrak, s.25; **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak, s.3; **Karahan (Arı/ Bozgeyik/ Saraç/Ünal)**, Kıymetli Evrak, s.7; **Öztan**, Fırat, Kıymetli Evrak Hukuku, 18. B., Ankara, (Ağustos) 2013, s.11-12).

okunup anlaşılabilen elektronik ortamdaki kayıtlar da kıymetli evrak olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Ancak elektronik ortamdaki kayıtlar klasik anlamdaki senet (belge-evrak-varaka) üzerine basılmadıklarından, bunlar “evraksız kıymetli evrak”¹ veya “kaydi kıymetli evrak”² olarak adlandırılmışlardır³. Böylece kıymetli evrakta var olan hak ile senet arasındaki sıkı bağ ortadan kalkmış, bu bağın çözülmesi sonucu senette ifade bulan hak da bağımsızlaşarak “kıymet hakkı” olarak anılmaya başlanmıştır⁴. Kıymet hakkı kavramındaki “kıymet” kelimesi, kıymetli evrak kavramını çağrıştırmak amacıyla kullanılmış ve senede (evraka) bağlanmayan kaydi kıymetlerin, senede bağlı kıymetli evrakla aynı fonksiyonu ifa ettiği vurgulanmak istenmiştir⁵.

Bu noktada bir hususu açıklığa kavuşturmamızda yarar vardır. Acaba elektronik ortamda oluşturulan kayıtlar nedeniyle kıymetli evrakın senet unsuru göz ardı mı edilmeli, yoksa bu kayıtların senet unsuru yerine geçtiği mi kabul edilmelidir? Kanaatimizce, olabilecek hukuki problemlerin önüne geçmek adına, bu kayıtların senet unsuru yerine geçtiğini kabul etmek daha uygun olacaktır⁶. Zira kıymetli evraktaki senet bir irade beyanı taşıyıcısı fonksiyonu görmektedir. Ancak bu taşıyıcının her zaman ve her durumda bir senet (kağıt-evrak) olması zorunlu değildir. Senet dışındaki bir irade beyanı taşıyıcısı da irade beyanını ileriki bir zamana ve üçüncü kişilere aktarabilir⁷. Bu durumda irade beyanı taşıyıcısı senet olan araçlar gibi, irade beyanı taşıyıcısı senet olmayan araçlar da hukuki olarak kıymetli evrak niteliğinde kabul edilebilir. Dolayısıyla senede bağlanmayan elektronik ortamdaki kaydi sermaye piyasası araçları ve bu araçlar içerisinde önemli bir grubu oluşturan kaydi borçlanma araçları da kıymetli evrak kabul

¹ Evraksız kıymetli evrak kavramına, önce sayıları milyonları bulan menkul kıymetlere ilişkin piyasa işlemlerini hızlandırmak ve kolaylaştırmak üzere bunların toplu olarak saklanması, daha sonra birçok kişiye ait hakkı içeren, ancak tek bir senetten (toplu senet) oluşan kıymetli evrakın ihdası ve sonuçta hiçbir şekilde senet basılmayarak tamamen elektronik ortamda kayıt oluşturulması evrelerinin sonucunda ulaşılmıştır (**Turanboy**, Varakasız, s.2-3; 76).

² Bu kavram için “varakasız kıymetli evrak” terimi de kullanılmaktadır. bkz. **Turanboy**, Varakasız, s.53.

³ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.19-20; **Turanboy**, Varakasız, s.50-51.

⁴ **Turanboy**, Varakasız, s.45; **Tekinalp**, Ünal, “Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru”, Batider, C.XIV, S.3, (Haziran) 1988, s.14; **Özkul**, Levent, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ve Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2003, s.12 (<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=405&ct=f&action=displayfile>, Erişim: 12.05.2015).

⁵ **Tekinalp**, Evraksız, s.14.

⁶ Aynı yönde bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.22.

⁷ **Öztan**, Fırat, Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara, 1997, s.329; **Özkul**, s.12; **Haselçin**, İbrahim, Türk Hukuku’nda Kaydi Sistem, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2006, s.79-80.

edilebilecektir¹. Kaydi bir menkul kıymet, geniş anlamda da kaydi sermaye piyasası aracı olan borçlanma araçları, menkul kıymet olmalarının doğal sonucu olarak kıymetli evrak ve fiziken senet üzerinde tecessüm etmedikleri için de “evraksız kıymetli evrak”tır.

D. TAŞINIR EŞYA NİTELİĞİ

Eşya kavramı çeşitli şekillerde sınıflandırılmaktadır². En önemli sınıflandırma, eşyanın yerinin değişip değişmemesi yönünden yapılan taşınır-taşınmaz eşya ayrımıdır. Özüne zarar vermeksizin bir yerden başka bir yere taşınabilen eşya taşınır, taşınamayan eşya ise taşınmazdır³.

Bu çerçevede fiziken senet üzerine basılan borçlanma araçları, söz konusu ayrımında taşınır eşya kategorisinde nitelendirilebilecek özelliktedir⁴. Ancak kaydi borçlanma araçları bakımından ilk etapta taşınır eşya nitelendirmesi yapmak tereddüt uyandırmaktadır. Zira bunlarda eşya kavramının en önemli unsuru olan maddi varlığa sahip olma unsurunun gerçekleşip gerçekleşmediği tartışmalıdır.

Bir görüşe göre kaydileştirilme ile birlikte bunların fiziki varlıkları ve maddi mal olma vasıfları da kaldırılmıştır. Bu nedenle kaydi sermaye piyasası aracı olarak borçlanma araçları, özüne zarar gelmeksizin yer değiştirebilen taşınır eşya kavramı dışında kalmışlardır⁵. Diğer bir görüşe göre ise, kaydi borçlanma araçları, yukarıda eşya kavramını tanımlarken belirttiğimiz tüm özelliklere sahip olup, taşınır-taşınmaz eşya sınıflandırmasında da taşınır eşya olarak nitelendirilmeye uygundur⁶.

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.22.

² Serozan, Rona, Taşınır Eşya Hukuku, İstanbul, (Aralık) 2002, s.68 vd.; Oğuzman, M.Kemal/SELİÇİ, Özer/OKTAY-ÖZDEMİR, Saibe, Eşya Hukuku, 16. B., İstanbul, (Kasım) 2013, s.7 vd.

³ Oğuzman/ Selici/Oktay-Özdemir, s.7; Serozan, Eşya, s.70.

⁴ Karş. Yasaman, Hamdi, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, 1992, s.19.

⁵ Karş. Töremiş, Hatice Ebru, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Nama Yazılı Payların Borsada Devri, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2008, s.29 (<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=1007&ct=f&action=displayfile>, Erişim: 13.06.2015).

⁶ Turanboy, Varakasız, s.51; Öztan, Kıymetli Evrak (1997), s.336; Haselçin, s.80, Özkul, s.15; Vural, Aslı, Türk Hukuk Sistemi Çerçevesinde Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999, s.20.

Kaydi borçlanma araçlarının fiziken senet üzerine basılmasalar da maddi bir varlığa sahip oldukları ve bunlar açısından maddi varlık unsurunun elektronik ortamdaki hesapta yer alan kayıt ile oluştuğu görüşüne katılmaktayız. Ayrıca kaydi borçlanma araçları, üzerinde hakimiyet kurmaya elverişli değerler oldukları için, taşınır eşya olarak kabul edilmeye daha uygundur¹. Gerçekten kaydi borçlanma araçları herşeyden önce kişilik dışı varlıklardır. Ayrıca bunların iktisadi değer taşıdıkları da son derece açıktır. Tartışmalı olan maddi varlığa sahip olma unsurunu ise, elektronik ortamdaki hesapta yer alan kayıt sağlamakta, bu kayıt söz konusu araçların içerdiği hakka senet (kağıt) gibi maddi bir varlık kazandırmaktadır. Böylece söz konusu hak hakimiyet altına alınabilmekte ve çeşitli hukuki işlemlere konu olabilmektedir².

§2. BORÇLANMA ARACI TÜRLERİ

I. TAHVİLLER

Ülkemizde genellikle bankalardan oluşan mevcut para ve kredi kurumları, daha ziyade kısa ve orta vadeli krediler vermektedir. Bunların sinai kurumlar için yetersiz oluşu, istikrarsızlığa ve faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu durum şirketleri başka kaynaklara yöneltmekte ve tasarruf sahiplerine başvurmaya zorlamaktadır. İşte tahvil çıkarma işleminin kaynaklandığı nokta budur. Bu müessese sayesinde gereken kredi temin edileceği gibi, kredi vadelerinin de işin niteliğine göre kısa veya uzun tutulması mümkün olacaktır³. Tahvil; anonim ortaklıkların yanı sıra, devlet, kamu kuruluşları ve yerel yönetimlerin finansman açıklarını kapatmak amacıyla başvurdıkları, sahibine ihraççı ve varsa garantör kuruluş tarafından gelecekte belirli tarihlerde faiz ve anapara ödemelerinde bulunulacağı taahhüt edilen, orta ve uzun vadeli bir borçlanma aracı ve menkul kıymet türüdür⁴.

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.275.

² Ünal, Kaydileştirilme, s.275; Özkul, s.15.

³ Kara, Ganimet Gönül, “Anonim Ortaklıkta Tahviller”, Yargıtay Dergisi, S.3, (Temmuz) 1981, s.349.

⁴ Tecer, Meral, Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Ankara, 1989, s.1. Tahvile ilişkin olarak doktrinde başka tanımlar da yapılmıştır. Bunlardan birine göre tahvil; münhasıran borç para bulmak amacına hizmet eden bir kredi aracıdır ve ihraç edilen her bir tahvil şirketin borçlandığı paranın eşit parçalarından birini temsil edip, eşit hak ve borçları içerir (Domanic, Hayri, “Tahvil Senetleri”, Batider, C.VII, S.2, (Aralık) 1973, s.312). Başka bir tanıma göre ise, anonim ortaklıklar veya kamu kuruluşları, toplu ve belirli bir borcu, nominal değerleri eşit parçalara bölerek kıymetli evraka bağladıklarında tahvil söz konusu olur (Yasaman, Menkul Kıymetler, s.56). Doktrinde yapılan diğer

Hem kamu hem de özel sektör kuruluşlarının yararlandığı bir finansman aracı olan tahvili çıkaran kuruluşun, çıkardığı tahvilleri satın alarak kendisine fon sağlayan kimselere karşı sorumluluğu, genellikle borç almış bir kimsenin sorumluluğunun aynıdır. Bu sorumluluk, öngörülen tarihte borcun anaparasını ve borcun varlığı süresince paranın kullanılması karşılığı olan faizi ödeme zorunluluğudur. Anapara ve faiz ödemeleri, ihraççı kuruluşun faaliyet sonuçları ne olursa olsun, her dönem ödenmesi gerekli değişmez bir yük niteliğindedir. Uygulamada borç yükümlerinin, genellikle belirli dönem aralıkları ile (taksitlerle) yerine getirildiği görülmektedir¹.

Bir tahvile yatırım yapıldığında, esasında ödünç para verilmiş olur. Karşılığında ise, anapara ve belirli bir oranda getiri (faiz) elde edilir. Tahvil hamilinin bir şirkete kullandığı sermaye şirket dışı sermayedir ve tahvil hamili tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Türkiye’deki uygulamaya göre anonim ortaklıklar, ortak sayılarını ve sermayelerini artırmak yerine, piyasadan borçlanarak dolaşım yeteneği olan tahvil ihraç ederler. Bu bakış açısıyla tahvil, bir tür *finansman aracı*². Hukuk sistemimizde anonim ve paylı komandit ortaklıklar³ tahvil çıkarabilmektedirler.

tahvil tanımları da benzer nitelikte olup, bu tanımlarda tahvilin borçlanma senedi/aracı/sertifika niteliği vurgulanmakta, tahvil ihracının öz kaynağı yeterli olmayan şirketlerce, dışardan finansman sağlamada uzun vadeli banka kredileri yerine kullanılabileceği ve tahvillerin bütünlük oluşturan büyük bir ihraç borcunun eşit parçalarını temsil ettiği belirtilmektedir (**Tekinalp**, Ünal (**Poroy**, Reha/**Çamoğlu**, Ersin), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 12. B., İstanbul, (Eylül) 2010, s.629, N.1259; **Pulaşlı**, Hasan, Şirketler Hukuku Şerhi, C.II, 2. B., Ankara, (Ocak) 2014, s.1726-1727; **Çevik**, Orhan Nuri, Anonim Şirketler, 4. B., Ankara, (Mart) 2002, s.833; **Ünal**, Oğuz Kürşat, “SPK. Ve TK.’nda Tahviller”, GÜHFD, C.VII, S.1-2, (Haziran-Aralık) 2003, s.3 ; **Yahyaoglu**, Güran, “Hazine Bonoları-Devlet Tahvilleri”, Maliye Yazıları Dergisi, (Ocak-Mart) 1992, s.13).

¹ **Yüksel**, Ali Sait/**Rodoplu**, Gültekin, Sermaye Piyasası, İstanbul, 1980, s.89-90.

² **Babuşcu/ Hazar**, s.31-32. Aynı yönde bkz. **Samuncu**, Meral, Türkiye’de Menkul Sermaye Piyasası ve Bankacılıkta Uygulama Alanları, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1987, s.31-32.

³ Paylı komandit ortaklıklar, aslında anonim ortaklıklara uygulanan izin sistemi (tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri –araçları– ihracı için, şu an geçerli izahname onayı ve onun öncesinde söz konusu Kurul kaydına alınma sistemlerinden önce, Kurul’dan izin alma esası geçerliydi) ve denetimden kaçınmak için ortaya çıkarılmış bir Fransız kuruluşudur. Ancak bu tip ortaklıklar, Fransa’da olduğu gibi bizde de uygulamada bir varlık gösterememişlerdir. Türkiye’de tahvil çıkaran paylı komandit ortaklık görülmemiştir (**Yüksel/Rodoplu**, s.93, dn.9). eTK’da yer verilen tahvil tanımından (m.420), tahvillerin yalnızca anonim ortaklıklar tarafından çıkarılabileceği gibi bir intiba oluşmakta idi. Fakat bizim de katıldığımız görüş uyarınca, TTK ve SerPK’da paylı komandit ortaklıkların tahvil ihracını engelleyen bir hüküm bulunmadığından, teorik olarak bu tip ortaklıklar da tahvil ihraç edebilir. Ancak bize göre de mevcut hukuk sistemimiz içinde tahvil ihracı, özellikle tahvil yatırımcılarının korunması açısından, anonim ortaklıklarca başvurulabilecek bir finanslama yöntemi olmalıdır. Bu bağlamda tahvilleri, anonim ortaklıkların borç para temini suretiyle kredi ihtiyaçlarını tatmin amacıyla, seri halde çıkardıkları borç senetleri olarak ifade etmek mümkündür. Dolayısıyla ortaklığın münferit kişi ve kuruluşlara verdiği borç senetleri tahvil değildir (**Ünal**, Menkul Kıymetler, s.71-73; **Ünal**, Tahviller, s.3; 5-6).

Bunun dışında devlet ve özel mevzuatları gereği iktisadi devlet kuruluşları, özerkliği bulunan belediye gibi kuruluşlar da tahvil çıkarma hakkına sahiptirler¹. Tahvilleri hukukumuzda bir borçlanma aracı ve bu bağlamda SerPK.3/o hükmü gereği bir menkul kıymet türü olarak nitelendirmek gerekir. Zira Kurul Tebliği'nde yapılan tanımında tahviller, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı olarak ifade edilmiştir (II-31.1/Teb.3/m). Borçlanma araçları da SerPK.3/o, (2) bendinde açıkça menkul kıymet türleri arasında sayılmıştır. Doktrinde de tahvillerin menkul kıymet niteliği üzerinde hiçbir tartışma yoktur².

Tahvillerin türü ne olursa olsun menkul kıymet nitelikleri değişmez. Tahvilleri halka arz edecek olan ortaklıklar halka açık da kapalı da olsa, bu durum onların menkul kıymet niteliklerini etkilemez. Her iki halde de piyasada işlem görür ve borsada kote edilebilirler. Tahviller, diğer bir menkul kıymet türü olan pay (senetleri) gibi menkul kıymet piyasasında tedavül eden önemli araçlardan birisidir³. Biriken küçük tasarruflar, tahvil ihracı yoluyla mal ve hizmet üretecek yatırımlara yönlitilebilecek ve böylece ekonomik kalkınmada, dolayısıyla milli gelirin artmasında önemli bir unsur olacaklardır⁴. Diğer yandan tahviller, yatırımcılara temin ettikleri faiz ve sair menfaatler

¹ **Yüksel/ Rodoplu**, s.92-93.

² **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.563, N.1094; s.628-629, N.1256 ve 1259; **Ülgen/Helvacı/Kendigelen/Kaya**, s.35; **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak, s.10; **Domaniç**, Hayri, Kıymetli Evrak Hukuku ve Uygulaması- TTK Şerhi IV, İstanbul, 1990, s.643; **Poroy/Tekinalp**, Kıymetli Evrak, s.35; **Çeker**, Mustafa, Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara, 2007, s.8; **Sumer**, Ayşe, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. B., İstanbul, 2002, s.24 vd.; **Tanör**, Halka Arz, s.118.

³ **Ünal**, Menkul Kıymetler, s.82-83; **Ünal**, Tahviller, s.3-4.

⁴ Milli gelirin istenilen oranda artış kaydetmesi için, planlanan yatırımların yapılması zaruridir. Her yatırım ise bir finansman, başka bir deyişle bir sermaye meselesidir. Türkiye gibi sermaye kaynakları istenilen oranda gelişmemiş ülkelerde, eldeki bütün sermaye kaynakları yatırımlar için kullanılabilir duruma getirilmelidir. Halkın küçük tasarrufları da bu anlamda önemli bir sermaye kaynağı olarak mütalaa edilebilir ve edilmelidir. Halkın bu tasarruflarını toplayan birimler, modern ekonomik düzende iki tip olarak ortaya çıkar: Bankalar ve anonim ortaklıklar. Ancak bu küçük tasarruflar kendiliğinden bu birimlerde toplanmaz. Bunun için bazı şartların yerine getirilmesi lazımdır. Küçük tasarruf sahipleri için ilk hedef, tasarruflarını güven içinde koruyabilme ve ihtiyaç olduğunda bunları, değerlerinden bir şey kaybetmeksizin nakde dönüştürebilmektir. Halkın evinde nakit veya kıymetli maden şeklinde atıl duran tasarruflarını çalışır sermaye haline getirebilmek için, öncelikle aradığı güven ve derhal nakde dönüştürebilme şartlarını kendisine temin etmek gerekir. Ayrıca bununla yetinmeyip, onu cezbedecek bir menfaat de sağlamak lazımdır. Zira ne kadar güvenli ve istenildiği anda nakit olarak geri alınabilir olsun, bir kimsenin tasarruflarını geçici de olsa elinden çıkarması, kendisi için bir fedakarlık, bir risktir. Onu bu fedakarlığa sevkedecek, ancak bir menfaat düşüncesi olabilir (**İmregün**, Oğuz, "Sermaye Piyasasının Tekevvününde Tahviller, Çeşitleri ve Oynadıkları Rol", III'üncü Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Bildiriler-Tartışmalar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1964, s.261-262).

yoluyla, toplumun bütün sosyal dilimlerinin refah düzeylerinin yükselmesine ve dolayısıyla sosyal adaletin gerçekleşmesine katkıda bulunurlar¹.

II. PAYA DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER (PDT)

PDT, eSerPK.14 ve ilk olarak II/3 syl. Kurul Tebliği² ile düzenlenip, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvil (HSDT)” adı altında sermaye piyasası mevzuatımıza giren, SerPK sonrasında ise Kurul’ca yayımlanan II-31.1 syl. Tebliğ çerçevesinde yeniden adlandırılıp tanımlanan bir borçlanma aracı türünü oluşturmaktadır. Bu nedenle “paya dönüştürülebilir” ifadesine rağmen anılan araçlar, “değiştirilebilir menkul kıymetler” (*convertible securities*) kavramının bir alt türü olarak algılanmak gerekir. Kurul anılan Tebliği’nde bu özelliğe sahip tahvil türlerini, ihraççı ortaklığın paylarıyla yahut diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirilebilmesi bakımından iki ayrı borçlanma aracı türü olarak belirlemiş ve böylece eski sermaye piyasası mevzuatımız döneminde bu tahvillerin ihraççı dışındaki diğer ortaklık payları ile de değiştirilebilir değiştirilemeyeceği noktasında yaşanan tereddütü ortadan kaldırmıştır. Bu bağlamda Kurul, ihraççı ortaklığın paylarını edinme hakkı sağlayan tahvilleri PDT, diğer ortaklıklara ait payları edinme hakkı sağlayanları da değiştirilebilir tahvil (DET) olarak adlandırmıştır.

Tebliğ’de yapılan tanım uyarınca PDT; ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede ya da ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde, sermaye artırımını dışında temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracıdır (m.3/1). PDT’ler herşeyden önce bir tahvil türü olup, bunları çıkaran anonim ortaklıklarla, PDT iktisap edip yatırım yapan kişiler arasında bir borç ilişkisi yaratır. Bu borç ilişkisi uyarınca PDT’ler sahiplerine, ortaklığa karşı soyut, belirli bir meblağı ifade eden, sabit faizli bir alacak hakkı sağlarlar. PDT sahipleri dönüştürme haklarını kullanıncaya kadar pay sahibi sıfatını haiz olamayacaklarından, bunların erteleyici (taliki) şarta bağlı pay sahipleri oldukları söylenebilir³. Burada tahvil sahibine, faiz ve anaparanın geri alınması hakkına ilaveten, anaparanın geri alınması

¹ Ünal, Menkul Kıymetler, s.83-84; Ünal, Tahviller, s.4.

² RG: 12.05.1962, S.17692. Bu Tebliğ’in ardından HSDT’ler, II-31.1 syl. Tebliğ’e değin II/15 syl. Tebliğ düzenlemesine tabi olmuşlardır.

³ Kubilay, Huriye, Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, 1. B., Ankara, 1986, s.3.

yerine tahvilini paya dönüştürebileceğine dair, taşınmazlardaki alım (iştirâ) hakkına (TMK.736 vd.) benzer nitelikte bir opsiyon hakkı tanınmaktadır. Tahvil sahibi bu şekilde seçimlik bir hakka sahip olmaktadır. İsterse vadede anaparasını geri alabilecek, isterse bundan vazgeçerek tahvilini öngörülen esas ve şartlar dahilinde paya dönüştürebilecektir. Bu aynı zamanda ortaklığın yeni çıkaracağı payların satın alınmasında söz konusu bir rüçhan hakkını da ifade eder. Ortaklık alacaklısı durumundaki tahvil sahibi pay sahibi haline gelmekte ve sabit gelirini değişken hale getirmekte; ortaklık da bu surette borcundan kurtulup kolaylıkla yeni sermaye temin edebilmektedir¹.

PDT sahibi, sadece anapara ve faizin alacaklısı değil, aynı zamanda –gereğinde kullanabileceği– ortaklık payını elde etmeye ilişkin bir beklentinin² de hamilidir. PDT sahibi, tahvilin itfası anında veya belirlenecek başka bir tarihte bir yenilik doğuran hak kullanmakta, böylece ya tahvil bedelinin kendisine ödenmesini ya da ortaklık paylarının kendisine verilmesi hakkını kullanmayı istemektedir. Hakkın niteliği yenilik doğurucu olduğu için, talebin gerçekleşmesi anonim ortaklığın muvafakatine bağlı değildir³. PDT sahibi bu yenilik doğurucu hakkı kullanarak, tek yanlı, karşı tarafa ulaşması gerekli ve geri alınamayan bir beyanla pay sahipliği sıfatını elde etmektedir. Bu yenilik doğurucu irade açıklamasının ortaklığa ulaşmasıyla birlikte PDT sahibinin ortaklığa yapmış olduğu ödemenin sebebi ileriye yönelik olarak değişmektedir⁴.

Anonim ortaklıklar, sermaye piyasasına arz ettikleri menkul kıymetlerin sürümünü sağlamak, cazibesini artırmak için, bunlara şu ya da bu şekilde birtakım imtiyazlar tanır. İşte paya dönüştürülebilme keyfiyeti de bunlardan biridir⁵. Şöyle ki, anonim ortaklıklar, ancak uzun vadede sonuç alınabilecek bir yatırımda bulunacakları

¹ Ünal, Tahviller, s.21.

² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 10. B., İstanbul, 2005, s.727, N.1283. Yani anılan tahvil türü, dönüştürme ya da diğer bir deyişle pay edinme hakkını kullanıncaya kadar sahibine bir tahvil olarak sağladığı haklar yanında, paya dönüştürmeye ya da pay edinmeye yönelik bir beklenen hak bahşetmektedir. Buradaki hukuki işlem aynı zamanda değil, birbiri ardınca gerçekleşen vakialardan oluşmaktadır. PDT sahibi pay edinme hakkını kullandığında tahvil sahipliği sıfatını kaybedip ortaklığın pay sahibi durumuna gelir. Her safhada hak iktisabı bir irade beyanına veya şarta bağlanabilir. Dolayısıyla PDT sahibinin pay iktisabı ümit edilen ve beklenen bir hak niteliğindedir (Kubilay, Değiştirilebilir Tahviller, s.3-4).

³ Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar 2005, s.727, N.1283.

⁴ Kubilay, Değiştirilebilir Tahviller, s.4.

⁵ İmregün, Tahviller, s.274.

zaman, ihtiyaç duydukları sermayeyi yeni pay ihracı suretiyle elde etmek isteyeceklerdir. Zira böylece, yatırım sonuçlarını doğuruncaya kadar sermayeye bir karşılık ödemek durumunda kalmayacaklardır. Fakat bu durumda tasarruf sahipleri böyle bir ortaklığın pay sahibi olmaktan çekinecekleri için, sermaye sağlamak isteyen ortaklık, ihraç edeceği menkul kıymeti mümkün mertebe cazip kılmak isteyecektir. İşte bu noktada PDT en cazip menkul kıymet türü olarak karşımıza çıkar. Zira bunlar sahiplerine, ortaklık kâr etsin etmesin belirli bir faiz sağladıkları gibi, ortaklık gelişir ve çok kârlı olmaya başlarsa, paya çevrilerek bu durumdan yararlanma imkanı da sağlarlar¹. PDT ortaklık bakımından, durumu iyi ya da kötü olsun, yeni fonlar elde etmek; tahvil hamili bakımından ise, daha emin ve uygun bulunduğu bir statü ile başlayıp, sonra daha rizikolu ve fakat kazançlı bir duruma geçme amacını ihtiva eder². Yani bir anonim ortaklık ilave fon sağlama isteğini pay ihraç ederek ve esas sermayesini artırarak değil, ilerde artırmak üzere borçlanarak yapmayı tercih edebilir. Ortaklığın bu tercihinin sebepleri çeşitli olabilir. Bunların başında, çıkaracağı payları ilk etapta hak ettikleri bedele satamayacağına, belirli bir süre sonra bu bedeli dönüştürme esnasında elde edebileceğine inanması³ gelir. Ayrıca eğer ortaklık büyük kazançlar sağlayacak ise, fonların bir kısmına karşılık büyük temettü dağıtacağına, sadece önceden kararlaştırılmış oranda faiz ödemeyi faaliyeti bakımından daha uygun bulabilir. Yine ortaklığın tabi olduğu vergi sistemi bakımından da, kullanacağı fonları doğrudan sermayesine katmak yerine, bir süre ödünç almış olarak kullanmak daha avantajlı olabilir. Bunun dışında şurası muhakkak ki PDT'ler adi tahvillerden daha geniş bir yatırımcı kitlesine hitap etmektedirler⁴.

PDT hamilleri açısından konuya yaklaştığımızda ise, bir ortaklıkla evvela alacaklı olarak ilişkiye girmek ve belirli bir gelir karşılığı ödünç verilen paranın nispeten emniyetini sağlamak, fakat sonra kendi kararına bağlı olarak aynı parayla ortak olmak, diğer bir deyişle işletme rizikosuna katılarak daha çok gelir ve belki çok yüksek

¹ **İmregün**, Tahviller, s.276.

² **Poroy**, Reha, "Değiştirilebilir Tahviller", Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'e Armağan, 1964, s.480.

³ Paylarının fiyatının gelecekte artacağını düşünen ortaklık, düşük bir fiyatla pay ihraç etmek yerine, PDT çıkarak gelecekte daha yüksek bir değerle paylarını satma olanağı elde eder. Bu nedenle PDT'lerin dönüştürme fiyatının, payların borsa fiyatından %10-20 arasında daha yüksek saptanması imkan dahilindedir (**Taner**, Berna/**Akkaya**, G. Cenk, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara, 2009, s.136).

⁴ **Poroy**, Değiştirilebilir Tahviller, s.482-483.

olabilecek tasfiye payı üzerinde hak sahibi olmak; yahut işler parlak görünmüyorsa alacaklı olarak devam etme imkanlarına sahip bulunmak, kuşkusuz avantajlı bir durumdur¹. PDT'nin yapısı, bu borçlanma aracı sahibine tahvil alacaklısı sıfatıyla sabit faiz alabilme güvenli durumuna ek olarak, dönüştürme hakkını kullanıp ortaklığın sermaye ve kazancına katılma hususunda spekülasyon olanağı sağlar ve böylece hem tahvil hem de pay sahibi olmanın iktisadi avantajlarını içinde barındırır. Ortaklığın dönüştürmeye konu olacak payları değer kazandıkça, PDT'lerin de buna paralel olarak değeri yükselir. Enflasyon yükselirse veya ortaklığın dağıttığı kâr payı PDT'lere ödenen faizin üzerine çıkarsa ya da payların fiyatı PDT'lerde belirlenen dönüştürme fiyatını aşarsa, PDT'lerin dönüştürülmesi yoluna gidilir². Bu durumda faiz ve anapara alacağının yerini, sermayeye katılma ve kâr payı alma gibi pay sahiplerinin sahip olduğu haklar alır. Ancak payların fiyatında bir yükselme olmadığı veya düşüş görüldüğü durumlarda PDT sahibi, anapara alacağı ve sabit faiz geliri ile yetinir, dönüştürme hakkını kullanmaz. Böylece ortaklığın gelecek yıllarda nasıl bir gelişme göstereceğini gözlemlene ve olumlu gelişmelerden yararlanma imkanı elde eder. Bu husus ise, özellikle yeni kurulmuş, yönetimi başkalarına geçmiş yahut faaliyet alanını değiştirmiş olan ortaklıklar açısından önem arzeder³.

III. DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER (DET)

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, gerek PDT ve gerekse bu başlık altında inceleyeceğimiz DET'ler, esasında değiştirilebilir menkul kıymetler (*convertible securities*) kavramının alt türlerini oluşturan borçlanma araçlarıdır. Kurul, SerPK öncesi sermaye piyasası mevzuatımızda HSDT olarak düzenlenen ve sadece ihraççı ortaklığın paylarını edinme hakkı sağlayan bu tahvillerin, ihraççı dışındaki ortaklık paylarını da edinme hakkını açıkça ihtiva etmesi gereğini görmüş ve DET başlığı altında bu hususu düzenlemiştir (II-31.1/Teb.3/d). Anılan Tebliğ hükmü uyarınca DET; ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracıdır.

¹ **Poroy**, Değiştirilebilir Tahviller, s.483-484.

² **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.13-14.

³ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.14.

Esasen bu tahvil türüne ilişkin açıklamalarımızın anlaşılabilirliği, hamillere verilecek payların nasıl ve nereden temin edilebileceğine ilişkin sorunla¹ da yakından ilgilidir. Zira tahviller karşılığı verilecek payların, ihraççı dışındaki başka bir ortaklıktan temini de bu hususta akla gelebilecek yöntemlerden biri olarak karşımıza çıkar. Nitekim bu çözüm yöntemi, henüz II-31.1 syl. Tebliğ ile bu hususun Kurul’ca açıkça düzenlenmesinden önceki dönemde önerilmiştir. Bu Tebliğ öncesinde yürürlükte olan II/3 ve 15 syl. Tebliğler’de, tahvillere karşılık verilecek pay senedinin ihraççı anonim ortaklığa ait olmasının öngörülmesi doktrinde eleştirilmiş, değiştirme hakkına konu olacak pay senetlerinin sadece tahvilleri çıkaran ortaklığın pay senetleriyle sınırlandırılmasının, bu tahvil türünün uygulama alanını büyük ölçüde daraltacağı için

¹ İster PDT isterse DET olsun, bu tür tahvilleri çıkarabilmenin ilk şartı, tahvil sahibinin yenilik doğurucu bir hak olduğunu kabul ettiğimiz dönüştürme veya değiştirme hakkını kullandığı zaman kendisine verilecek payların hazır bulunmasıdır. İşte önceki sermaye piyasası mevzuatımız döneminde HSDT olarak adlandırılan bu tahvillere karşılık verilecek pay senetlerinin temini hususunda doktrinde değişik öneriler yapılmıştır. *Hirsh*’e göre en basit ve tehlikesiz yol, anonim ortaklığın temettülerden ayrılan ihtiyat sermayeleriyle kendi pay senetlerini satın almasıdır (**Hirsh**, Ernst, Ticaret Hukuku Dersleri, 3. B., İstanbul, 1948, s.546). Ancak bu çözüm yolu doktrinde, eTK.329’da öngörülen, anonim ortaklığın -istisnai haller hariç- kendi pay senetlerini iktisap edemeyeceği ve rehin olarak kabul edemeyeceği hükmü karşısında eleştirilmiş; bu hükmün konuluş ve ilkeleri nedeniyle mutlak bir anlam taşıdığı, senetlerin birikmiş kârlardan bile alınmasının mümkün olmadığı ileri sürülmüştür (**Erdem**, H. Ercüment, “Pay Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, s.718 ([http:// web.deu.edu.tr/ hukuk/ dergiler/ ilk/ ayiter/ ayiter/ erdem18.pdf](http://web.deu.edu.tr/hukuk/dergiler/ilk/ayiter/ayiter/erdem18.pdf), Erişim: 19.05.2015). Diğer eleştiriler için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar Hukuku, C.I, 2. B., İstanbul, 1975, s.607; **Poroy**, Değiştirilebilir Tahviller, s.496). *Hirsh*’in ikinci önerisi, anonim ortaklığın üçüncü bir kişi, özellikle bir banka ile yaptığı bir sözleşme ile bu değişim işini ortaklık adına ve kendi hesabına yapmayı üçüncü kişiye veya bankaya bırakmasıdır (**Hirsh**, Ernst, Ticaret Hukuku Dersleri, 3. B., İstanbul, 1948, s.546). *Hirsh*’in ileri sürdüğü bu çözüm tarzı da, bankaların yatırım politikalarının, büyük miktarlara ulaşan pay senetlerini almaya ve paralarını itfa süresince pek verimli olmayacak böyle bir alana yatırmaya uygun olmadığı belirtilerek eleştirilmiştir (**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.608). *Hirsh* üçüncü bir çözüm yolu olarak, anonim ortaklığın tahvil ihracıyla birlikte sermaye artırımı yapmasını, pay sahiplerinin rüçhan haklarını bertaraf etmesini ve pay senetlerinin ortaklık hesabına fakat kendi adına taahhüt edilmesini bir üçüncü kişiye bırakmasını önermektedir. Bu durumda üçüncü kişi aslında adi bir iştirak müteahhididir, fakat ortaklıkla yapmış olduğu anlaşma uyarınca elindeki senetleri tahvil sahiplerinin talepleri üzerine, kendilerine, kararlaştırılmış şartlar uyarınca verecektir (**Hirsh**, s.546). Ancak senetlerin taahhüt ettirilmesi ve kısmen ödenmesinin, işlemin finansman bakımından faydalı olma imkanını yok ettiği ve üstelik böyle bir üçüncü kişi bulunmasının son derece güç olduğu öne sürülerek bu öneri de eleştirilmiştir (**Poroy**, Değiştirilebilir Tahviller, s.498). *Hirsh*’in önerilerine karşılık doktrinde diğer bir kısım yazar da sermaye artırımını teklif etmektedirler (**Arsılanlı**, Halil, Anonim Şirketlerin Organizasyonu ve Tahviller, C. II-III, İstanbul, 1960, s.315-321; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.609; **İmreğün**, Oğuz, Kara Ticaret Hukuku Dersleri, İstanbul, 1984, s.496). Ancak pay sahiplerinin rüçhan hakkının sermaye artırımı kararı ile birlikte kaldırılabilmesine karşın, ortaklıkça intifa senetleri çıkarılmışsa bunların rüçhan hakkının nasıl önleneceği; bunun yanı sıra sermaye artırımının sonuçlandırılmasının bir hayli zaman alması ve yüklü masrafları gerektirmesi nedeniyle, bu çözüm yolunun da pratik açıdan kendisinden bekleneni veremeyeceği anlaşılmış ve ortaklıklar hiçbir zaman bu yola gitmeyi düşünmemişlerdir. Bu yüzden eTK çerçevesinde HSDT uygulamasına da rastlanılamamıştır (**Erdem**, Değiştirilebilir Tahviller, s.720).

böyle bir sınırlamanın mevzuatta yer almaması gerektiği ileri sürülmüştür¹. Bu sistemin nasıl işleyeceğine örnek olarak da, değiştirilebilir tahvili bir holdingin çıkarması ve tahvil sahiplerine bir veya birkaç yavru ortaklığının pay senedini alma hakkı tanınması durumu gösterilmiştir. Bu bağlamda da, o dönemki adıyla HSDT sahiplerinin, tahvilin itfası anında veya belirlenecek başka bir tarihte, ya tahvil bedellerinin ödenmesini ya da tanınan hakkın içeriğine göre ihraççı ortaklığın veya başka bir anonim ortaklığın pay senetlerinin kendilerine verilmesini isteyebilecekleri ileri sürülmüştür². Zira yabancı ülkelerdeki uygulama, değiştirme hakkına konu olacak pay senetlerinin başka anonim ortaklıklara aidiyetini mümkün görmektedir. Özellikle holdinglerde ana ve yavru ortaklıklar, birbirlerinin pay senetlerini değiştirme hakkının konusu yapmaktadırlar. Avrupa’da ortaklıkların finansmanı meselesinin giderek daha çok uluslararası nitelik arzetmesi, ana ortaklığın kendi pay senetlerini karşılık göstermek suretiyle yabancı ülkelerdeki yavru ortaklıkları aracılığıyla DET’lerini satmalarına imkan sağlamıştır³.

İsviçre’de de sabit sermaye sisteminin pay senetlerinin temininde ortaya çıkardığı güçlükleri bertaraf etmek amacıyla bu yola başvurulmuştur. Ayrıca sonradan ortaya çıkabilecek bazı yeni durumlar karşısında da başka ortaklıkların pay senetlerinin verilmesi öngörülmektedir. Buradaki amaç, DET sahiplerinin korunmasıdır. Örneğin birleşme veya iflasta, başta var olmayıp sonradan ortaya çıkan yeni bir durum söz konusu olmakta ve bu nedenle DET sahipleri değiştirme haklarını kullanamama tehlikesi ile karşı karşıya gelmektedirler. Yabancı ülkelerdeki uygulamada, ortaklıkların böyle durumlar için tahvil şartnamesine başka ortaklıkların pay senetlerinin verilmesiyle ilgili olarak hüküm koymaları veya yeni durumların ortaya çıkmasından sonra tahvil sahipleri genel kurulunda, başka bir ortaklığın pay senetlerinin verilmesinin kararlaştırılabileceği kabul edilmektedir⁴. Genel ve katma bütçeli idareler, mahalli idareler ile kamu iktisadi teşebbüslerinin bir bölümü de kendileri pay senedi çıkarmadıkları için, DET ihraç ettiklerinde, bunları başka ortaklığın pay senetleriyle değiştirilmek üzere çıkarmak zorunda kalmaktadırlar. Ülkemizdeki duruma

¹ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.6; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2005, s.727, N.1283.

² **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2005, s.727, N.1283.

³ Almanya’da Siemens A.Ş. ve Farben Bayer A.Ş., dolar üzerinden yazılı DET’lerini yurt dışında kendilerine ait olan yavru şirketler aracılığıyla çıkarmışlar, kendi pay senetlerini bu tahvillerin değiştirme hakkına konu yapmışlardır (**Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.68 ve dn.72).

⁴ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.68-69.

baktığımızda, eSerPK’da bu konuda olumlu veya olumsuz açık bir hüküm bulunmamaktaydı¹. Ancak anılan tahvillerin düzenlendiği II/3 ve 15 syl. Kurul Tebliği’nde, bu tahviller karşılığında başka bir ortaklığın pay senetlerinin verilmesi engellenmişti. Oysa yukarıda bahsettiğimiz gibi yabancı ülkelerde, bazen ortaklığın bazen de tahvil sahiplerinin çıkarlarını korumak amacı gibi nedenlerle, başka ortaklıkların pay senetleri kullanılmaktadır. Nitekim SerPK’da da herhangi bir engel bulunmadığı için, zaten doktrinde Türk Hukuku’nda da söz konusu durumlarda aynı yola başvurulabileceği ve tahvil karşılığı verilecek pay senedinin ihraççı ortaklığa ait olmasının şart olmadığı belirtilmekte idi².

Tüm bu eleştirileri dikkate alan Kurul, bize göre doğru bir yaklaşımla, son yayımladığı II-31.1 syl. Tebliğ’de, önceki Tebliği’nde amacı anlaşılamayan bu engeli ortadan kaldırmış ve anılan tahvil türünün uygulamasına işlerlik kazandıracağına inandığımız, başka ortaklıklara ait payları edinme hakkı veren tahvil türünü açıkça düzenleme yoluna gitmiştir. Ancak kanaatimizce, Kurul’un bu düzenlemesinde, tahvillerin değiştirilmesi karşılığında verilecek payların, sadece payları borsalarda işlem gören ortaklık paylarıyla sınırlandırılması uygun olmamıştır. Bizce böyle bir sınırlandırma yapılmaksızın, ihraççı dışındaki ortaklıklara ait payların değiştirme hakkına konu olabileceğinin düzenlenmesi, söz konusu borçlanma araçlarının ekonomik fonksiyonunu yerine getirebilmesi ve piyasada işlerlik kazanabilmesi bakımından daha faydalı olurdu.

IV. VARLIĞA (VDMK) VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KİYMETLER (İDMK)

A. MENKUL KİYMETLEŞTİRME OLGUSU

Varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler, esasında menkul kıymetleştirme (*securitization*) kavramının bir türünü teşkil ederler ve Türkiye’de menkul kıymetleştirme VDMK ihracı şeklinde gelişmiştir³. Menkul kıymetleştirme kavramı, biri geniş diğeri dar olmak üzere iki farklı anlamda kullanılmaktadır. Geniş anlamıyla

¹ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.69.

² **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.69; **Tekinalp**, Esaslar, s.63.

³ **Karadağ**, Nihat, Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, 1. B., Ankara, (Ağustos) 1997, s.57.

menkul kıymetleştirme, uluslararası bankacılık alanında 1980'lerden itibaren yaşanan ve borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir enstrümanların gelişimini; dar anlamdaki menkul kıymetleştirme ise, bankaların, tasarruf kurumlarının ve diğer araçların likit olmayan aktiflerinin paketlenerek menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemini ifade etmektedir¹. Dar anlamdaki menkul kıymetleştirmede, kredi veren kurumun krediden doğan alacağını satması ve kredinin bu alacağa bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar tarafından finanse edilmesi söz konusudur². Gerek varlığa gerekse ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracının temeli dar anlamda menkul kıymetleştirme kavramına dayandığından, aşağıda öncelikle bu anlamıyla kavramı ortaya koymaya çalışarak, ardından VDMK ve İDMK'leri incelemeye çalışacağız.

Menkul kıymetleştirme; bir finansal kuruluşun (kredi veren kuruluş) bilançosunda yer alan kredilerden doğan alacaklarının benzer nitelikte olanlarını bir araya getirerek, kendisinin ya da bu amaç için kurulmuş olan bir kurumun (özel amaçlı kurum) aracılığıyla, sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin bu havuzdaki kredilerin geri ödemeleriyle finanse edilmesidir³. Bu süreci, belirli bir getiri sağlayan likit olmayan varlıkların alınıp satılabilir menkul kıymetler şekline dönüştürülmesi⁴ şeklinde de ifade edebiliriz. Böylece finansal kuruluşlar, likit olmayan varlıklarından gelecekte sağlayacakları ekonomik faydalar karşılığında, yatırımcılardan doğrudan ve düşük maliyetle fon temin

¹ **Aksoy**, s.17; **Tantan**, Saadet, Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1996, s.5-6. Geniş anlamda menkul kıymetleştirme, finansal sistemde dolaysız bir finansman yöntemini ifade etmektedir. Yani kredi ve mevduata dayanan bankacılığın yerine, fon aktarımının sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç edilerek gerçekleşmesidir. Dar anlamda menkul kıymetleştirme ise, bir finansal kurumun bazı alacaklarını teminat göstererek veya devrederek, karşılığında menkul kıymet ihraç etmesidir (**Kaplan**, Adnan, Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1995, s.9).

² **Aksoy**, s.17.

³ **Karadağ**, s.29; **İTO**, Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İstanbul, 2005, s.17.

⁴ Basit anlamda menkul kıymetleştirmenin, varlıkların nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi ya da likit olmayan varlıkların (aktiflerin), ihraç edilebilecek, likit ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüşümü olduğu rahatlıkla söylenebilir (**Öcal**, Nurcan, Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, 1. B., Ankara, (Kasım) 1997, s.4; **Erdönmez**, Pelin Ataman, "Aktif Menkul Kıymetleştirmesi", Bankacılar Dergisi, S.57, 2006, s.75).

edebilme olanağına kavuşmaktadırlar¹. Menkul kıymetleştirme yöntemi sayesinde kredi veren kurumun bilançosunda yer alan alacaklar, aktif bir ikincil piyasası olan menkul kıymetler haline getirilmektedir. Böylece bilançolarında bulunan riskli aktifleri azaltan kredi kurumları, özkaynak yeterliliğine ilişkin koşulları da rahatlıkla yerine getirebilmektedirler². Menkul kıymetleştirme finansal sektörde en önemli reformlardan birisi sayılmaktadır. İlk menkul kıymetleştirme işlemi Amerika’da 1970’lerde yapılmış ve ipoteğe dayalı alacaklar menkul kıymetleştirilmiştir³. 1980’lerin ortalarında ipoteğe dayalı olmayan, örneğin otomobil kredisi, ticari krediler, kredi kartı alacakları ve finansal kiralama alacakları gibi alacaklar da menkul kıymetleştirilmeye başlanmıştır. Avrupa’da VDMK piyasalarının gelişimi ABD’dekine oranla daha yavaş olsa da, ticari bankalar ve uluslararası fon yöneticileri artık VDMK’lere büyük ölçüde yatırım yapmaya başlamışlardır⁴.

Menkul kıymetleştirme, geleneksel finansman yöntemlerine göre daha karmaşık bir yapıya sahiptir ve çok sayıda katılımcıyı içeren bir süreci ifade eder. Geleneksel kredi ile finansman yönteminde, krediyi alacak kişinin veya kurumun araştırılması, kredinin fonlama maliyetinin ve vadesinin belirlenmesi, kredinin takibi gibi birçok işlem krediyi sağlayan kurum tarafından, yani tek elden yürütülmektedir. Menkul kıymetleştirmede ise, her işlem katılımcılardan biri tarafından yürütülmekte ve böylece uzmanlaşma sağlanmaktadır. Bu özelliği nedeniyle menkul kıymetleştirme için “yapılandırılmış finansman” (*structured financing*) terimi de kullanılmaktadır⁵. Menkul kıymetleştirme sürecinin işleyişi kısaca şöyle gerçekleşmektedir: Öncelikle kaynak firma (*originator*) ya da diğer deyimle kredi veren kurum tarafından menkul kıymetleştirmeye esas olacak alacaklardan bir havuz oluşturulur. Daha sonra bu alacak havuzu kaynak firma tarafından özel amaçlı bir kuruma (*special purpose vehicle/ SPV*) satılır veya devredilir. Özel amaçlı kurum, satın veya devraldığı alacak havuzu karşılığında menkul kıymet ihraç ederek bunları yatırımcılara satar. Bu arada portföyün saklanması, değerlendirilmesi ve nakit akımlarının kontrolü amacıyla yeddiemin (*trustee*)

¹ İTO, s.17.

² Karadağ, s.29; Aksoy, s.17.

³ Erdönmez, Aktif, s.75. Menkul kıymetleştirmenin ABD’deki gelişimi hakkında geniş bilgi için bkz. Kaplan, Menkul Kıymetleştirme, s.31 vd.; Aksoy, s.17 vd.; Tantan, s.6 vd.

⁴ Öcal, s.5.

⁵ Öcal, s.12; İTO, s.22.

olarak adlandırılan bir kuruluş da devreye girer¹. Yeddiemin, yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerinin garantisini oluşturan alacakları saklamakta, yatırımcıların korunması amacıyla onlar adına gereken tedbirlerin alınmasını sağlamaktadır².

Belirttiklerimiz haricinde hizmet veren firma (*servicer*), yatırım bankaları (*investment banks*), güvence mekanizmaları (*credit enhancements*), derecelendirme kuruluşları (*rating agencies*) ve yatırımcılar (*investors*) da menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan aktörler arasındadır. Hizmet veren firma, menkul kıymetleştirilen aktif portföyünü yöneten taraf olarak portföyün izlenmesinden, portföye ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin vadesinde toplanmasından ve zamanında ödenmeyen hesapların takibinden sorumludur. Bu işlemler çoğu zaman kaynak firma ya da ona bağlı kuruluşlar tarafından yerine getirilir³. Yatırım bankaları, menkul kıymetlerin yatırımcılara pazarlanmasından sorumludurlar. Bunlar ya VDMK'lerin halka arzında aracılık yüklenicisi (*underwriter*) olarak ya da menkul kıymetlerin doğrudan satışlarında görev alırlar. Güvence mekanizmaları, VDMK ihracı sırasında kredi riskini azaltmak, menkul kıymetin yüksek dereceleme (*rating*) almasına yardımcı olmak, pazarlama gücünü ve fiyatını yükseltmek amacıyla oluşturulmuşlardır. Bunlar ihraççı tarafından sağlanıyorsa içsel, üçüncü kişilerce sağlanıyorsa dışsal güvence mekanizmaları adını alırlar⁴. Derecelendirme kuruluşları da VDMK ihraçlarında, varlıkların kredi kalitesi, kredi veren kurumun geçmişteki deneyimleriyle ilgili veriler, söz konusu menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirebilecek yeterli nakit akımı sağlama kapasitelerinin olup olmadığı gibi konuları son derece titizlikle incelemekte ve incelemeleri sonucunda menkul kıymete bir derece vermektedirler. Bu da yatırımcılar açısından yol gösterici olmakta, onların bu sayede bilmeden üstlendikleri kredi riskine karşı korunmalarını sağlamaktadır. VDMK pazarının gelişiminde ve başarısında yatırımcılar da önemli görevler üstlenmiştir. Başarının sürdürülebilmesi için bireysel ya da kurumsal yatırımcıların VDMK'lerden bekledikleri getirinin belirli standartların üzerinde olması gerekmektedir. Ayrıca yatırımcılar, birtakım yasal engellerden dolayı

¹ Öcal, s.12; İTO, s.23; Erdönmez, Aktif, s.81.

² İTO, s.23.

³ Öcal, s.13; Erdönmez, Aktif, s.76; Tantan, s.27; İTO, s.25.

⁴ İTO, s.26; Öcal, s.14-15; Tantan, s.28.

doğrudan yatırım yapamadıkları varlıklara, menkul kıymetleştirme sayesinde dolaylı yatırım yapma imkanına kavuşurlar¹.

Menkul kıymetleştirmenin en yaygın türleri, ödeme aktarmalı (*pass-through securitization*) ya da borçluluk ifade eden menkul kıymet ihracı (*debt securities*) şeklindeki yöntemlerdir. Ödeme aktarmalı yöntemde menkul kıymetler, vade, faiz oranı ve kalite bakımından birbirine benzer özellikler gösteren varlıklardan oluşmuş bir portföye dayanılarak çıkarılır. Portföy yatırım fonu biçiminde oluşturularak katılma belgeleri yatırımcılara satılır. Yatırımcılar, portföyde bulunan varlıkların sağlayacağı nakit akımları üzerinde, satın aldıkları menkul kıymet oranında hak sahibidirler². Borçluluk ifade eden menkul kıymet ihracı (*debt securities*) yöntemi ise, varlığa dayalı tahviller (*asset backed bonds*) ve nakit akımlı menkul kıymetler (*pay-through securities*) olmak üzere iki şekilde karşımıza çıkmaktadır. Varlığa dayalı tahviller, kredi veren kurumun borcunu gösteren belgeler olup bilançosunun pasifinde yer alırlar. Bunların dayanağını oluşturan portföyün mülkiyeti, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak ihraççıya aittir³. Nakit akımlı menkul kıymetlerde ise, ödeme aktarmalı ve varlığa dayalı tahvil ihracı şeklindeki iki menkul kıymetleştirme yöntemi bir araya getirilmiştir. Varlığa dayalı tahvillerde olduğu gibi, bunların dayanağını oluşturan alacakların mülkiyeti ihraççıya aittir. Ancak ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde olduğu gibi, dayandıkları varlıkların nakit akımları, bunların anapara ve faizlerinin ödenmesinde kullanılır⁴.

B. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER (VDMK)

VDMK, yukarıda da belirttiğimiz üzere menkul kıymetleştirme (*securitization*) uygulamasının ürünü olan bir borçlanma aracı türüdür. Anılan araçlar, müşterilerinden senede dayanan büyük miktartlı alacakları olan işletmelerin, doğrudan piyasadan fon

¹ İTO, s.29; 31; Tantan, s.31-32.

² Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme yöntemi hakkında daha geniş bilgi için bkz. Karadağ, s.34-35; Öcal, s.17 vd.; İTO, s.37 vd.; Tantan, s.8 vd.; Tunca, Özlem Kevser, Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1993, s.30 vd.; Akay, Hüseyin, Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Araç: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Muhasebeleştirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1994, s.45 vd.

³ Varlığa dayalı tahviller hakkında daha geniş bilgi için bkz. Öcal, s.20 vd.; İTO, s.42 vd.; Tantan, s.11; Erdönmez, Aktif, s.77; Tunca, s.34 vd.; Akay, s.47-48.

⁴ Nakit akımlı menkul kıymetler hakkında daha geniş bilgi için bkz. Öcal, s.22 vd.; İTO, s.44 vd.; Karadağ, s.35 vd.; Erdönmez, Aktif, s.77-78; Tantan, s.11-12; Tunca, s.39 vd.; Akay, s.48 vd.

toplayabilmeleri amacıyla düşünölmüş bir sistemi ifade ederler¹. İhraç edilen menkul kıymetlerin dayanağı bilanço aktifindeki varlıklar olduğundan, bunlara VDMK adı verilmiştir. Dolayısıyla VDMK'leri, işletmelerin alacaklarını teminat göstererek çıkardıkları borçlanma araçları olarak ifade etmek mümkündür². Yani VDMK, gelecekte sağlanacak belli bir nakit akımını güvence göstermek suretiyle finansal piyasalardan borçlanma olanağı sağlayan bir transformasyon tekniğinin ürünü olarak karşımıza çıkmakta; bilançodan çıkarılan bazı aktif kalemlerinin paketler halinde pazarlanıp ikincil piyasalarda satıldığı menkul kıymetleri ifade etmektedir³. Böylece bilançodan çıkarılan aktiflere dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetler vasıtasıyla kredilendirilen taraflar, yatırımcılar tarafından finanse edilmiş olmaktadır⁴.

İhraç edilen menkul kıymetler ile bunların teminatı olan alacaklar arasındaki birebir ilişki, bu alacakların teminat olarak uygun olup olmadıklarının incelenmesini gerektirmektedir. Dolayısıyla alacak havuzunda yer alıp VDMK'lerin dayanağını oluşturan varlıkların birtakım özelliklere sahip olması gerekir. Herşeyden önce varlıklardan gelecek nakit akımları önceden belirlenebilir olmalıdır. Zira iyi bir ödeme planı üçüncü kişilerin menkul kıymete olan güvenini artırmaktadır. Varlıklardan gelecek nakit akımlarının veya diğer deyimle alacakların tahsil edilememe veya geç tahsil edilme yüzdeleri istatistiki verilere dayandırılmalı, bu yüzde düşük olmalı veya garanti teknikleri kullanılarak nakit akımlarından doğabilecek kayıp azaltılmalıdır⁵. Havuzda bulunan alacak portföyü iyi çeşitlendirilmiş olmalı ve yine havuzda yer alacak varlıklar, benzer vade ve faiz oranlarına sahip olmalıdır. Yani varlıklar homojen bir yapıya sahip olmalı, geri ödeme ve vade yapıları itibariyle benzer olmalıdır. Dayanağı oluşturan varlıklar, ihraç edilen menkul kıymetlere ödenenden daha yüksek (en az eşit) bir getiriye sahip olmalıdır. Zira menkul kıymetin getirisi, dayanağı oluşturan varlık havuzunun getirisinden büyükse, menkul kıymetleştirmeden beklenen yarar kaybedilebilecektir. Teminat olarak kullanılacak varlıkların nakit akımları ile menkul kıymet ödemeleri arasında büyük zaman farkı olmamalıdır. Ortalama vade bir yıldan

¹ Sumer, s.40-41.

² Akay, s.35.

³ Tunca, s.24.

⁴ Aksoy, s.28; Tunca, s.26.

⁵ İTO, s.33; Öcal, s.10; Karadağ, s.31; Babuşcu/ Hazar, s.85; Kaplan, Menkul Kıymetleştirme, s.13.

uzun olmamalı, vadede anapara ödemesinin tamamı yapılmalıdır. Sürekli bir menkul kıymetleştirme programının uygulanması halinde ise, vadesi dolan alacaklar yenilenebilmelidir¹.

Yukarıda kısaca tanımlamaya ve yapısını oluşturan özellikleri açıklamaya çalıştığımız VDMK'ler, ülkemizde 1980'li yıllarda faiz serbestisi ile başlayan bir dizi reform ve piyasa ekonomisine geçiş sürecini takiben, finansal piyasaların derinleşmesi, buna paralel olarak da finansal araç ve tekniklerin çeşitlenmesini zorlayan gelişmelerin ürünü olarak ortaya çıkmışlardır. Finansal piyasalardaki kısıtlayıcı faiz tavanları, bu dönemdeki değişimlerle birlikte kaldırılmış, bu da bankaları daha önce karşılaşmadıkları ölçüde risklere maruz bırakmıştır. Bunun farkına varan düzenleyiciler (devlet), mevduat sahiplerini korumak ve finansal sistemi daha güvenilir kılmak için sermaye yeterlilik oranlarını yükseltmişlerdir². Ayrıca o dönemde en önemli ekonomik sorun olan enflasyonun düşürülmesi için bankaların zorunlu karşılık ve mevduat munzam oranlarının artırılması, itibarlarının devamı için bankaların uluslararası sermaye yeterliliği kararlarını yurt içinde uygulamaları ve rekabetçi bir ortamda teknolojik yatırımların yapılması, banka maliyetlerinin artmasına neden olmuştur. Banka maliyetlerinin artması ise banka kredilerinin faiz oranlarını yükseltmiştir. Kaynak yaratmada mevduat maliyetinin disponabilite, yasal ve munzam karşılıklar dolayısıyla yüksek olması, bankaların mevduat dışında bir kaynak yaratma arzusu ve sermaye yeterliliği baskısı nedeniyle riskli kredileri bilançolardan çıkarma eğilimi, bankaları menkul kıymetleştirmeye yöneltmiştir. Bu gelişmenin neticesi olarak VDMK ihracı, ilk olarak eSerPK'yı değiştiren 3794 syl. Kanun³ tarafından düzenlenmiştir⁴. Ardından SPK tarafından VDMK'lerin ihracına ilişkin usul ve şartlar III/14 syl. Tebliğ⁵

¹ İTO, s.33-34; Karadağ, s.31-32; Öcal, s.11; Babuşcu/Hazar, s.85; Kaplan, Menkul Kıymetleştirme, s.13.

² Akbay, Ahmet, Türk Bankacılık Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1994, s.51.

³ RG: 13.05.1992, S.21227. 3794 syl. Kanun ile eSerPK'ya eklenen 13/A maddesinde; “*alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler” ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir*” şeklinde bir düzenlemeye gidilmiştir.

⁴ Aksoy, s.32.

⁵ “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği”, RG: 31.07.1992, S.21301 Mük.

ile düzenlenmiştir¹. Bu Tebliğ'i III/35 syl. Tebliğ² izlemiş ve SerPK'nın yürürlüğü sonrasında ise III-58.1 syl. VİDMK Tebliği³ yayımlanmıştır. Tebliğ'de VDMK; varlık finansmanı fonunun⁴ veya ipotek finansmanı kuruluşunun⁵ devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetler, şeklinde tanımlanmıştır (m.3/ü).

Tebliğ uyarınca, izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek koşuluyla VDMK ihraçlarına: i) Bankaların ve finansman şirketlerinin, tüketici ve ticari kredilerinden kaynaklanan alacakları, ii) 6361 syl. Kanun çerçevesinde yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, iii) T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nın gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları, iv) Finansal kuruluşlar hariç mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim ortaklıkların müşterilerine yaptıkları faturalı satışlardan kaynaklanan senede veya teminata bağlanmış ticari alacakları, v) Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan, üç aydan kısa vadeli mevduat, katılım hesabı, ters repo işlemleri, para piyasası fonları, kısa vadeli borçlanma araçları fonları ve Takasbank Para Piyasası işlemleri vi) Yedek hesaplardaki varlıklar⁶ ve vii) Kurul'ca uygun görülecek sermaye piyasası araçları dışındaki varlıklar, karşılık gösterilebilir (m.15/I). Fon, yukarıda saydığımız varlıkları imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde kaynak kuruluştan devralır. Devir sonucunda ilgili varlığın sahipliğiyle ilgili tüm haklar fona geçer ve bu hususa imzalanacak sözleşmede yer verilir (m.15/II). VDMK ihracı ise, kaynak kuruluşların varlıklarını devralmanın maliyetini karşılamak amacıyla, varlık finansmanı fonu tarafından gerçekleştirilir. Fon portföyü, ihracı takiben yatırımcılardan toplanan paralarla oluşturulur (m.4/I, 9/I). Kaynak kuruluş, varlıklarını

¹ Tebliğ'in 3. maddesinde VDMK; bankalar, finansal kiralama kuruluşları ile genel finans ortaklıklarının kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya Tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında, SPK tarafından kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evrak, şeklinde tanımlanmış idi.

² "Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ", RG: 27.08.2008, S.26980.

³ "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği", RG: 09.01.2014, S.28887.

⁴ Varlık finansmanı fonu, VDMK karşılığında toplanan paralarla yatırımcılar hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlığını ifade eder (III-58.1/Teb.3/u).

⁵ İpotek finansmanı kuruluşu; konut ve varlık finansmanı kapsamında, türleri ve nitelikleri Kurul'ca belirlenen varlıkların devralınması, devredilmesi, devralınan varlıkların yönetimi ve varlıkların teminat olarak alınması ve Kurul'ca uygun görülen diğer faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır (SerPK.60/I; III-58.1/Teb.3/h).

⁶ Varlıkların fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmı, hizmet sözleşmesi ile belirlenecek oran veya miktarda bu amaçla oluşturulacak yedek hesaplara aktarılabilir (III-58.1/Teb.19/I, c).

fon portföyüne devreden tüzel kişi, kurum ve kuruluşları ifade etmektedir (m.3/j). VDMK ihracı kapsamında yatırımcılara yapılacak ödemeler, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımlarından karşılanır ve VDMK'ler, izahnamede veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde itfa edilir (m.9/I ve V).

C. İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER (İDMK)

Temelde doğrudan bir yatırım aracı olan gayrimenkuller, dünyadaki bütün ülke ekonomilerinde önemli bir yer işgal etmektedirler. Ancak bunların varlık değerleri¹ tedavül edecek biçimde ülkenin ekonomik sistemine kanalize edilemezse, verebilecekleri ekonomik menfaati tam olarak sağlayamazlar. Zira gayrimenkullere bağlanan ekonomik değerler parasal anlamda çok yüksekken, sabit bir yatırım aracı olarak kaldıkları sürece ekonomiye katkıda bulunamazlar. Söz konusu katkının sağlanabilmesi, konut ağırlıklı bir gayrimenkul finansman sistemi ile mümkün olabilir². Gayrimenkul finansmanının kurumsal bir yapı içerisinde çözümlenmesinde ise, ipotekli konut kredilerinin verilmesi ve bunların sürdürülebilir nitelikte olmaları çok önemlidir. Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde ipotekli konut kredisi veren kurumlar, yeni kredilere fon temin etmek amacıyla, verdikleri ipotek kredilerini ikinci el piyasada satmakta veya ipotek kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç etmektedirler³.

Anılan bu ikinci el ipotek piyasasının oluşumu, genellikle ipotek kredilerinin kredi veren kurumca başka kurumlara satılması şeklinde gerçekleşmektedir. Menkul kıymete dönüştürme işlemini kredi veren kurumun kendisi de doğrudan yapabilmekle birlikte, menkul kıymetleştirilen ipotek kredilerinin piyasada talep görebilmeleri, yatırımcının güveninin sağlanmasına bağlıdır. Böyle bir güvenin sağlanması da devlet destekli ya da özel ve güçlü kurumların bu kredileri devralmaları ve menkul kıymete dönüştürüp yatırımcılara sunmalarıyla mümkün olmaktadır. Zira ABD'de ipoteye dayalı menkul kıymetler için ikinci el piyasanın oluşturulması, öncelikle devlet desteği ile

¹ Gayrimenkullere bağlanan değerlerin hareketliliği olmayıp, gayrimenkul yatırımları finansal yönden devir hızı düşük, immobil yatırımlardır. Varlık devir hızının artırılması ise, gayrimenkullere dayalı finansal araçların geliştirilmesine bağlıdır (**Cimit**, İclal, Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme, Doktora Tezi, İstanbul, 2000, s.1).

² **Adıgüzel**, Burak, İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, 1. B., İstanbul, (Mart) 2008, s.15.

³ **İTO**, s.91.

sağlanmıştır¹. Yukarıda söylediklerimiz ışığında İDMK'lerin, ipotek edilen gayrimenkulün satın alınması ya da onarılması amacıyla verilen kredilerin, bir araya getirilip menkul kıymete dönüştürülmesi sonucunda para ve sermaye piyasalarında işlem gören değerler oldukları ifade edilebilir². Böylece, düzenlenen ipotek kredilerinin ikinci el piyasada satılarak ya da devredilerek yeni ipotek kredilerine fon yaratılması uygulaması, hem ipotek piyasası ile sermaye piyasalarının entegrasyonunu sağlamakta, hem de gayrimenkul finansmanı sorununun çözümü için fırsat sunmaktadır³. Gayrimenkulün ekonomik değerinin tedavül ettirilerek finansman sağlama düşüncesi, Prusya'daki 1769 tarihli bir emirname ile arazi sahiplerinin gayrimenkul ortaklıkları yoluyla ortaklarına gayrimenkulün değerini temsil eden senetler vermesi yoluyla başlamıştır⁴. Sermaye piyasası hukuku çerçevesinde, temeli varlık menkul kıymetleştirilmesine dayanan ipotekli menkul kıymetleştirmenin, ipotekli kredi finansmanında etkin ve yoğun olarak kullanımı ise, 1970'li yılların başında ABD'de görülmeye başlamıştır. ABD'de büyük miktardaki fonların ikincil ipotek piyasası ve buna dayanarak ihraç edilen menkul kıymetlere yatırılması, Avrupalı yatırımcıların da ilgisini çekmiş, özellikle Avrupa ağırlıklı yabancı yatırımcılar tarafından gösterilen bu ilgi ile ipotekli sermaye piyasası araçları, uluslararası bir nitelik kazanmıştır⁵.

Türkiye'de ise eSerPK'da 1992'de yapılan değişiklikle, varlıkların menkul kıymetleştirilmesi yoluyla gayrimenkul finansmanında sermaye piyasası araçlarının kullanılmasına ilişkin düşünceler, kanuna getirilen ek 13/A maddesiyle ortaya konulmuştur. Bundan sonra Kurul'ca yayımlanan III/14 syl. Tebliğ'in 4. maddesi ile ipotekli kredilerin menkul kıymetleştirilmesine dair ilk yasal zemin oluşturulmuştur⁶.

¹ İTO, s.92.

² Cimit, s.89; İTO, s.93.

³ İTO, s.92-93.

⁴ İDMK'lerin veya geniş anlamda ifade etmek gerekirse ipoteye dayalı sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkışı ve gelişimi hakkında geniş bilgi için bkz. Adıgüzel, s.28 vd.

⁵ Adıgüzel, s.32.

⁶ Tebliğ'in 3. maddesinde VDMK tanımı yapılmış ve bu maddeyi takip eden 4. maddesi, menkul kıymetleştirme işlemine konu olabilecek alacak türlerini sayarken, (b) bendinde; "bankaların verdikleri ipoteye dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili Kamu İktisadi Teşebbüsü statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler" diyerek, gayrimenkul finansmanında ipotekli kredilere ilişkin menkul kıymetleştirmeye, yani sermaye piyasası hukuku anlamında ipotekli kredilere ilişkin ilk menkul kıymetleştirmenin yasal alt yapısını oluşturmuştur. Daha sonra III/15 syl. Tebliğ, bu Tebliğ'in 4. maddesine (h) bendini eklemiş ve burada gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi

Ardından “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar” ve “Gayrimenkul Sertifikaları” Tebliğleri¹ ile ipotekli varlıklara ilişkin menkul kıymetleştirme olmasa da, gayrimenkul finansmanında kullanılması mümkün bazı araçların yasal alt yapısı düzenlenmiştir. Buna ilaveten TMK’da düzenlenen ipotekli borç senedi, irat senedi (m.898-929), seri şekilde çıkartılabilen gayrimenkul karşılığı senetler ve rehinli tahvilat (m.930-938)², diğer ipoteye dayalı gayrimenkul finansman araçları olarak uzun süreden beri zaten bulunmaktaydılar. Fakat bütün bu araçlar, gelişmekte olan bir ekonomi olarak kabul edilen ülkemizde, günün koşullarına uygun yasal düzenlemelerin yapılmaması yanında, istikrarsız bir ekonomi ve devamlı surette ülke gündemini işgal eden krizler ile uygulama imkanı bulamamış ya da sözü bile edilemeyecek kadar sınırlı kalmışlardır³.

Bugüne geldiğimizde, SerPK, “ipotekli sermaye piyasası aracı” başlığı altında daha geniş bir kavram kullanmayı tercih etmiş ve İDMK’leri bu kavrama dahil sermaye piyasası aracı türlerinden biri olarak değerlendirmiştir (m.3/i)⁴. Bu kanuna dayanılarak çıkarılan III-58.1 syl. Tebliğ’de İDMK; konut finansmanı fonunun veya ipotek finansmanı kuruluşunun devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymet, biçiminde tanımlanmıştır (m.3/g). Konut finansmanı fonu, İDMK’ler karşılığında toplanan paralarla İDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlığıdır (SerPK.58/I; III-58.1/Teb.3/k). İpotek finansmanı kuruluşu ise, konut ve varlık finansmanı kapsamında, türleri ve nitelikleri Kurul’ca belirlenen varlıkların devralınması, devredilmesi, devralınan varlıkların yönetimi ve varlıkların teminat olarak alınması ve Kurul’ca uygun görülen diğer faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır (SerPK.60/I). Anılan Tebliğ uyarınca İDMK ihraçlarına; bankaların ve finansman şirketlerinin, ilgili sicilde ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına

sözleşmesinden kaynaklanan senetli alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi imkanı da tanınmıştır (**Adıgüzel**, s.74-75).

¹ VII/7 ve III/19 syl. Tebliğler (RG: 22.07.1995, S.22351).

² İpotekli borç senedi, irat senedi, gayrimenkul rehni karşılığı ihraç edilen senetler ve rehinli tahvilat hakkında geniş bilgi için bkz. **Adıgüzel**, s.68 vd.

³ **Adıgüzel**, s.16.

⁴ Kanun’un anılan hükmü uyarınca ipotekli sermaye piyasası aracı; ipotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteye dayalı menkul kıymetler, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen pay dışındaki sermaye piyasası araçları ve konut finansmanından kaynaklanan alacaklara dayalı olarak veya bu alacakların teminatı altında ihraç edilen diğer sermaye piyasası araçlarını, ifade eder.

alınmış, konut finansmanından kaynaklanan alacakları, konut finansmanından kaynaklanmak kaydıyla 6361 syl. Kanun çerçevesinde yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, bankaların, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketlerinin ilgili sicilde ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış ticari kredi ve alacakları, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nın konut satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacına yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar, yedek hesaplardaki varlıklar, Kurul'ca uygun görülecek diğer varlıklar ve türev araçlardan kaynaklanan haklar ve yükümlülükler karşılık gösterilebilir (m.15/I, b). Bunun dışında, İDMK'lerin ihracı ve itfasına yönelik yukarıda VDMK'lere ilişkin belirttiğimiz düzenlemeler İDMK'ler için de geçerlidir.

V. TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER

Teminatlı menkul kıymetler kavramı, teminatlı borçlanma senetleri ya da araçları olarak da nitelenebilir. Teminatlı borçlanma araçları, genel anlamda ele aldığımızda; ihraççının, finansman sağlama amacıyla, bilançosunda bulunan teminatlandırılmış kredi alacaklarını, mevzuatın öngördüğü esas ve usuller uyarınca karşılık göstererek ihraç ettiği menkul kıymet niteliğindeki borçlanma araçlarının tümünü ifade eder¹. Zaman içinde birçok kredi anlaşması yapan, teminatlı kredileri bilançosunda alacak varlıkları olarak görünen kuruluş, menkul kıymetleştirme için aynı veya benzer koşullar taşıyan teminatlı kredilerden bir grup oluşturur. Bu grubu, ya ihraççı diğer bir kuruluşla ikincil piyasada devrederek bunları bilançosundan çıkarır ve ihraççı konumunda olmaz. Yahut da bilançosunda tutarak, bu gruba bağlı olarak menkul kıymet ihraç etmek için talepte bulunur. İşte teminatlı kredilerin ağırlıklı olarak bir araya getirildiği gruba teminat havuzu denir. Teminatlı alacaklara sahip kuruluş tarafından bir araya getirilip paketlenerek, toplu biçimde teminatlı varlıklara dayalı menkul kıymetleştirme yapılması, hem ekonomik yönden değerlendirme ve yatırımcı bulma, hem de bütüncül ve güçlü bir teminat sağlama bakımından gereklidir².

¹ **Yıldırım**, Ayça Akkayan, İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler Konut Finansmanı Sistemi Çerçevesinde, İstanbul, (Aralık) 2013, s.14.

² **Adıgüzel**, s.122.

Yukarıda kısaca temel yapısını açıklamaya çalıştığımız teminatlı menkul kıymetler, belirli bir kanuni düzenlemeye bağlı olarak ihraç edilmekte, sınırları belirlenmiş varlıklardan oluşan değişken yapıli bir teminat havuzu tarafından teminatlandırılmakta, ihraççının yükümlölüklerini ihlal etmesi halinde yatırımcılarına kanundan doğan bir öncelik hakkı tanınmakta ve bazı düzenlemeler çerçevesinde yatırımcılarına ek güvenlik imkanları sağlanmaktadır. Anılan menkul kıymetler, ihraç eden kuruluşun belirli sürelerde belli anapara ve faiz ödeme borcu yükümlendiğı, ihraççının iflası durumunda araçların teminatını oluşturan değerlerin diğler malvarlığı değerlerinden ayrı bir hukuki rejime tabi tutularak yatırımcıların güvenceye alındığı özel bir tür borçlanma aracı grubunu ifade etmektedirler¹.

Kredi kuruluşları finansman sağlama amaçlı yöntemlere başvurduğunda, sermayesini kredi kuruluşuna ödünç olarak kullandıracak yatırımcıların, bu ödünç ilişkisinden doğan alacaklarını teminat altına alma ihtiyaçları bulunmaktadır. İhraççının borçlarını gereğı gibi ifa etmesi halinde ek bir teminata gerek bulunmamakla birlikte, ihraççının mali durumunun bozulması ve özellikle iflası risklerine karşı yatırımcıların alacak haklarının teminat altına alınması gerekmektedir. İşte teminatlı borçlanma araçları/menkul kıymetler, bahsettiğimiz bu teminat ihtiyacının karşılanması için, yatırımcının kredi kuruluşuna karşı alacakları ile kredi kuruluşunun teminatlandırılmış kredi alacaklarının bir şekilde ilişkilendirilmesi ve gereken hallerde yatırımcıların, kredi kuruluşunun teminat altına alınmış alacaklarından faydalandırılması düşüncesi ile ihdas edilmişlerdir². Dolayısıyla yatırımcının yüklendiğı, ihraççının para borcunu gereğı gibi tediye edememesi riski, ihraççının bilançosunda yer alan alacak hakları ile teminat altına alınmaktadır. Böylelikle teminatlı borçlanma araçlarının/menkul kıymetlerin karşılığını oluşturan alacakların herhangi bir sebeple tahsil edilememesi ihtimalinde, onların teminatını oluşturan değerlere kanuni düzenlemenin öngördüğü esas ve usuller çerçevesinde başvurulabilecektir. Tasarruf sahiplerinin ellerindeki fonları bu menkul kıymetlere yönlendirmelerinin sebebi de, satın aldıkları uzun vadeli borçlanma araçlarının teminatlandırılmış olmasıdır³.

¹ Yıldırım, s.15.

² Yıldırım, s.16.

³ Yıldırım, s.17-18.

Hukukumuzda teminatlı menkul kıymetler SerPK’da ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler kenar başlığı altında, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminatlar karşılık gösterilerek ihraç edilen sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmış ve anılan menkul kıymetlerin ihraççıları, ihracı, ihraç limiti ve ihraç şartları gibi hususların Kurul’ca belirleneceği düzenlenmiştir (m.59/I ve V). Kurul, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlere ilişkin ayrı tebliğler ile düzenlediği hususları, söz konusu araçların yapı itibarıyla benzerliğini dikkate alarak, mevzuatın sadeleştirilmesi amacıyla tek bir tebliğde birleştirmiş ve III-59.1 syl. Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği’ni¹ yayımlamıştır. Tebliğ’de teminatlı menkul kıymetlerin ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetleri ifade ettiği belirtilmiş ve ardından kanundaki tanıma paralel bir tanımlama yapılmıştır (m.3/t; m.4/I). Tebliğ uyarınca teminatlı menkul kıymetler, halka arz edilerek, nitelikli yatırımcılara satılmak suretiyle veya birim nominal değeri asgari 100.000 TL olmak kaydıyla tahsisli olarak ihraç edilebilirler. Yurt dışında tahsisli olarak yapılacak ihraçlarda, bu fıkarda belirlenen asgari birim nominal değer şartı aranmaz (m.5/I). Kanaatimizce bu düzenleme ile ihraççılara teminatlı menkul kıymetler ile yurt dışından fon sağlamada kolaylık sağlanmaya ve anılan borçlanma araçlarının yurt dışında ihracı özendirilmeye çalışılmıştır.

Varlık teminatlı menkul kıymetler (VTMK); tüketici kredileri, ticari krediler, finansal kiralama ve faktoring sözleşmelerinden doğan alacaklar, TOKİ’nin taşınmaz satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO) portföylerindeki gayrimenkullerin satışından veya bu gayrimenkullere ilişkin satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan teminatlı alacaklar ile GYO’ların kira sözleşmelerinden doğan alacakları, Hazine Müsteşarlığı’nın borçlusu olduğu ticari bankalar tarafından proje bazlı finansman ihtiyacı kapsamında tahsis edilen uzun vadeli yabancı para cinsinden krediler, ikame varlıklar ile nitelikleri Kurul’ca belirlenecek diğer varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma araçlarıdır (III-59.1/Teb.9/I). Bankalar, ipotek finansman kuruluşları, finansal kiralama şirketleri, faktoring ve finansman şirketleri, GYO, kendi kanunlarınca menkul kıymet

¹ RG: 21.01.2014, S.28889. Bu Tebliğ III-59.1a syl. Tebliğ ile değişikliğe uğramıştır (RG: 05.09.2014, S.29110).

ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ile nitelikleri Kurul’ca belirlenecek diğer kuruluşlarca ihraç edilebilirler (III-59.1/Teb.5/II).

İpotek teminatlı menkul kıymetler (İTMK) ise, taşınmaz rehni ile teminat altına alınmış alacaklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilen borçlanma araçlarıdır¹. Bunlar teminat havuzu karşılık gösterilerek ihraç edildiğinden, İTMK hamilleri lehine, başka bir işlem yapmaya gerek kalmadan teminat havuzundaki varlıklar üzerinde kanunen bir rehin hakkı kurulduğu kabul edilmektedir. Diğer yandan İTMK’ler esas itibariyle TMK’da düzenlenen rehinli tahvillerin bir türüdür ve bunlarda bilanço içi menkul kıymetleştirme yöntemi kullanılmaktadır. Yani İTMK’ler, kaynak kuruluşun kendi aktiflerinde bulunan (örneğin konut kredilerinden doğan) alacaklar karşılığında, yine kendilerinin geri ödemekle yükümlü oldukları bir menkul kıymet ihraç etmeleriyle ortaya çıkarlar. Dolayısıyla kaynak (kredi veren) kurumlar, menkul kıymetlerin teminatını oluşturan alacakları bilançolarının dışına çıkaramayacak, menkul kıymet ihracından elde edeceği fonları da bilançolarında yükümlülük olarak göstereceklerdir². Her ne kadar VTMK’ler gibi İTMK’ler de teminatlı borçlanma aracı niteliğinde olsa da, VTMK’lerin karşılığını oluşturan alacaklar bakımından ipotek ile teminat altına alınmış olma şartı aranmaz. Bu nedenle VTMK’ler ile İTMK’lerin birbirinden farklı olduğu ve İTMK’lerin taşınmaz rehni teminatlı borçlanma araçları olduğu hususu gözden kaçırılmamalıdır³. Ayrıca İTMK’ler yalnızca konut finansman kuruluşları ile ipotek finansman kuruluşları tarafından ihraç edilebilir (III-59.1/Teb.5/II).

VI. GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

Ülkemizde çıplak kentleşmenin önlenmesi ve konut sorununun çözümlenmesi için bugüne değin konut sertifikaları, arsa sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları adı altında bazı düzenlemeler yapılmıştır. Bunlardan halen geçerli olan, SPK’ca düzenlenen ve borsada işlem gören bir menkul kıymet niteliğinde bulunan gayrimenkul

¹ İpotek teminatlı menkul kıymetleri, varlık menkul kıymetleştirme yöntemine dayalı, ipotek teminatlı olarak verilmiş konuta yönelik kredi alacakları ile yine konuta yönelik finansal kiralama alacaklarının bir teminat havuzu oluşturacak şekilde bir araya getirilmesi ve söz konusu bu teminatlara dayalı olarak ihraç edilen borçlanma aracı niteliğinde bir menkul kıymet türü, şeklinde ifade etmek mümkündür (Adıgüzel, s.128-129).

² Tüysüz, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme, 1. B., Ankara, 2011, s.201-202.

³ Yıldırım, s.22 ve dn.47.

sertifikalarıdır¹. Gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkullerin menkul kıymet haline getirilerek ekonomiye kazandırılması ve değerlerinin sermaye piyasasında tedavül ettirilmesi düşüncesiyle ihdas edilmiş bir sermaye piyasası ve dar anlamda da borçlanma aracı türüdür. Ülkemiz uygulamasında gayrimenkul sertifikaları salt bir yatırım aracı olarak değil, sosyal devlet ilkesinin bir görünümü olarak kamu tarafından geliştirilen konut ve arsa edindirme politikalarının bir ürünü olarak değerlendirilebilir. Anılan araçlar, yatırım amacıyla menkul kıymet iktisabı ve bunun sonucunda gayrimenkul değerinde oluşan artıştan faydalanmanın yanında, bireysel konut ve işyeri ihtiyacının karşılanması imkanı da sunarlar. Böylece küçük tasarruf sahiplerinin enflasyon etkisinden uzak, zamana yayılmış ve güvenceli biçimde konut edinme ihtiyacını karşılamış olurlar².

Gayrimenkul sertifikalarının ülkemiz sermaye piyasası hukukundaki yasal dayanağı VII-128.2 syl. Kurul Tebliği'dir³. Bu Tebliğ'de sertifikalar; ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin⁴ finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit menkul kıymet, şeklinde tanımlanmışlardır (m.3/i). Gayrimenkul sertifikaları sayesinde tasarruf sahipleri büyük inşaatların yapılmasına katkıda bulunmakta ve ödediği paraların karşılığında aldığı sertifikalar ile yapılan inşaatta bağımsız bölüm sahibi olmaktadır⁵.

Gayrimenkul sertifikaları sermaye piyasası aracı olmanın yanında, devletin sosyal konut politikasının da sonucu olarak bir dizi gelişmenin beraberinde ortaya çıkmıştır⁶. Gayrimenkul sertifikasının ilk uygulaması, o dönemde bir kamu bankası olan

¹ **Gökçe**, Gamze, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara, (Ekim) 1998, s.43.

² **Özcan**, Fatma, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikaları, Doktora Tezi, İstanbul, 2004, s.1.

³ Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği, RG: 05.07.2013, S.28698.

⁴ Gayrimenkul projesi, gayrimenkul sertifikası ihracı ile finansmanı planlanan konut veya ticari alan projesini ifade eder (VII-128.2/Teb.3/i).

⁵ **Oğuzman**, Kemal, “Özel Sektör Gayrimenkul Sertifikası Sistemi Kurulması”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul, 1999, s.300; **Çınar**, Ömer, “Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikaları”, Haluk Konuralp Anısına Armağan, Ankara, 2009, s.324.

⁶ Konut ihtiyacının giderilmesi için kamu müdahalesi yoluyla ve menkul kıymet ihraç ederek konut edindirme girişiminde ilk aşama, ekonomik yönden zayıf olan bireylerin konut edinmesini sağlama amaçlı “arsa sertifikası” uygulaması olmuştur. Ancak birtakım aksaklıklar nedeniyle bu uygulama başarıya ulaşamamıştır (**Gökçe**, s.73 vd.). İkinci aşamada ise konut sertifikası uygulaması

Emlak Bankası tarafından Ataşehir konutlarının finansmanı için gerçekleştirilmiştir¹. Sertifikanın diğer borçlanma araçları arasında yatırımcı tarafından tercih edilmesi, gayrimenkul değerindeki artıştan sertifika sahiplerinin doğrudan yararlanmasını sağlaması ve sadece iktisadi mülkiyet sağlayarak değer artışından yararlanmaya değil, bağımsız mülkiyeti sağlayarak bireysel kullanıma da imkan tanınması nedenine dayanır. Ayrıca gayrimenkul sertifikası, yatırım konusunun gayrimenkul olması nedeniyle, değer düşmelerine hassas olmayan ve kriz ortamlarında gayrimenkule dayalı olmayan diğer yatırım araçlarına oranla, değerinin kendinden kaynaklanması özelliği nedeniyle güvenli bir yatırım aracıdır².

Gayrimenkul sertifikaları sahiplerine iki imkan sunar. Sertifika sahibi isterse asli edimin isterse tali edimin ifasını isteyebilir. Asli ve tali edimlerin ne olduğu Tebliğ'in 3. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre asli edim; ifa süresi içinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, ihraççı tarafından sertifika sahipleri adına mülkiyetin tesis edilmesini ve bağımsız bölümün teslim edilmesini; tali edim ise, yine ifa süresi içerisinde, sertifikalara karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve satış tutarının sertifika sahiplerine paylarıyla orantılı olarak dağıtılmasını, ifade eder (m.3/b ve p)³. Yukarıda belirttiğimiz üzere gayrimenkul sertifikaları, bir gayrimenkul projesinin⁴ belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlere ilişkin

geliştirilmiş ve İstanbul Halkalı konutları için bu yöntem denenmiştir. Böylece hem gecekondulaşmanın önlenmesi hem de sabit gelirli vatandaşların konut edinmesi amaçlanmıştır. Ancak konut sertifikası uygulaması da sadece bir proje ile sınırlı kalmış, süreklilik gösterememiştir. Kamunun konut edindirme politikasının son aşaması, gayrimenkul sertifikasının SPK'ca bir tebliğle düzenlenmesi olmuştur. Bundan önceki uygulamalar doğrudan kamu kaynaklı düzenlemeler iken, gayrimenkul sertifikası ihracının doğrudan kamu kurumlarının uygulaması için değil, gerekli koşulları taşıyan tüm ihraççılar için geçerli bir enstrüman olması amaçlanmıştır (**Özcan**, s.18).

¹ Türkiye Emlak Bankası tarafından ihraç edilen ve o dönem itibarıyla bu konudaki tek uygulamayı oluşturan gayrimenkul sertifikaları, SPK tarafından 12.04.1996 tarihinde kayda alınmıştır. Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olan gayrimenkuller İstanbul Ataşehir'de yer alan EmlakBank konutlarının 382 adedinden oluşmaktaydı. Ataşehir gayrimenkul sertifikası ihracına ilişkin daha fazla bilgi için bkz. **Gökçe**, s.55 vd.

² **Özcan**, s.18-19.

³ Bizim de katıldığımız görüş uyarınca, sertifika sahiplerine sunulan bu imkanlar yetersizdir. Burada olması gereken, yatırımcılar bağımsız bölümü talep etmediği takdirde, talep edilmeyen bağımsız bölümler açısından gayrimenkul yatırım fonlarının oluşturulması ve bu fonların işletilerek gelirinden sertifika sahiplerine dağıtım yapılmasıdır (**Çınar**, s.324).

⁴ Gayrimenkul sertifikası ilişkisinde proje, konut veya işyeri inşaatı olarak sınırlanmıştır. Gayrimenkul sertifikasında amacın, proje sonucu gerçekleştirilen gayrimenkullerin işletilerek kazanç elde edilmesi değil de, projenin tamamlanarak ya asli edim olan mülkiyetin devri ya da tali edim olarak nakdi edimin ödenmesi suretiyle iktisadi yararlanmanın bir defalık sağlanması olması, Tebliğ anlamındaki projeyi daha dar bir kapsama oturtur. Konut ve işyeri dışındaki bireysel kullanıma elverişli olmayan

belirli bir alan birimini temsilen ihraç edilebilirler. Bağımsız bölümleri temsilen gerçekleştirilen ihraçlarda, her bir bağımsız bölüme karşılık gelen sertifika adedinin ihraç öncesinde belirlenmesi zorunludur. Bağımsız bölümlere ilişkin belirli bir alan birimini temsilen gerçekleştirilecek ihraçlarda ise, ihraççı tarafından asli edimin yerine getirilmesi sırasında aynı alan birimine sahip bağımsız bölümler arasında blok, kat, cephe ve malzeme farklılıkları gibi nedenlerle şerefiye talep edilebilir. Şerefiye talep edilmesi durumunda, asli edim sırasında yatırımcılardan talep edilecek şerefiye tutarlarının veya ihraç anında belirlenmiş şerefiyenin, edim yerine getirilirken hangi esaslara göre düzeltilerek uygulanacağını, bağımsız bölümlerle ilişkilendirilerek izahname veya ihraç belgesinde açıklanması zorunludur (VII-128.2/Teb.4/I, a ve b).

Gayrimenkul sertifikası ihracına konu edilen bağımsız bölümler üzerinde, edimlerin yerine getirilmesini engelleyecek nitelikte ayni veya şahsi bir hak, haciz kaydı ile gayrimenkul projesinin esaslı unsurlarına yönelik herhangi bir ihtilafın bulunmaması gerekmektedir (VII-128.2/Teb.4/I, c). Ayrıca ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi ve ihraççıların Kurul'a yapılacak onay başvurularının yanı sıra, bu amaçla borsaya başvurmaları da zorunludur (m.4/V). Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ihraççıların, gayrimenkul projesi satış değerinin en az yarısı büyüklüğünde satış değerine sahip bir projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamelerine uygun olarak Kurul'a başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış veya ihraççının GYO olması durumunda aynı şartlardaki bir projeyi tamamlamış olması; gayrimenkul projesinin gerçekleştirileceği arsanın mülkiyetine münferiden sahip olması ve arsa tapusunun kat irtifakı tapusuna çevrilmesi veya arsa üzerinde ihraççı lehine kat irtifakı tesis edilmiş olması zorunludur (m.5/I, a ve b).

Gayrimenkul sertifikalarının yatırım aracı olarak cazibesini artıran bir husus da, ihraççının asli ve tali ediminin cezai şart ve banka garantisi ile teminat altına alınmış olmasıdır. Sertifikalarda teminat, sertifikanın ihraç edildiği gayrimenkul projesinin gecikmesi ya da hiç gerçekleşmemesi durumunda cezai şart ödenmesi¹ ve bu cezai şart

gayrimenkul projeleri, işletilerek gelir elde edilmesine uygun olsa dahi gayrimenkul sertifikasına konu olmazlar (Özcan, s.149-150).

¹ Edimlerin ilgili ifa süreleri içerisinde ve izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilememesi durumunda, yatırımcılara ihraç aşamasında belirlenen cezai şartın ödenmesi zorunludur (VII-128.2/Teb.4/IX).

ya da asli edimin ihraççı tarafından yerine getirilememesi durumunda bankanın garanti mektubunun devreye girmesidir¹. Sertifika yatırımcıları için öngörülen bu teminat prosedürü, TKHK'nın² ön ödemeli konut satış sözleşmelerine³ ilişkin hükümleri arasında düzenlenen bina tamamlama sigortası kurumuyla benzerlik arz etmektedir. Buna göre satıcının ön ödemeli konut satışına başlamadan önce söz konusu sigortayı yaptırması veya bakanlıkça belirlenen diğer teminat ve şartları tüketiciye sağlaması zorunlu tutulmuştur. Ayrıca bu sigorta kapsamında sağlanan tazminat, teminat ve benzeri güvencelerin iflas veya tasfiye masasına dahil edilemeyeceği, haczolunamayacağı, üzerlerine ihtiyati tedbir ve haciz konulamayacağı belirtilmek suretiyle tüketiciye sağlanan koruma bir kez daha garanti altına alınmıştır (m.42/I ve II). Bu kanuna dayanılarak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nca yayımlanan Ön Ödemeli Konut Satışları Hakkında Yönetmelik'e⁴ göre, satıcının konut satışına başlamadan önce, konut adedi 30 ve üzerinde olan projeler için bina tamamlama sigortası yaptırması zorunlu kılınmıştır (m.12). Söz konusu sigortanın uygulanabilmesi için beklenen genel şartlar ise Hazine Müsteşarlığı'nca yayımlanmış⁵ ve böylece tüm maketten konut satışları bu sigorta kapsamına girmiştir. Buna göre inşaat süresi içinde inşaat şirketinin iflas etmesi ya da sözleşmede belirtilen sürenin üzerinden 12 ay geçmesine rağmen halen konutları teslim edememesi durumunda, devreye sigorta şirketi girecek ve tüketicinin konut için o tarihe kadar ödediği peşinat ve taksitler dahil tüm bedeli tüketiciye yasal faiziyle birlikte ödeyecektir. Genel şartlarda dikkat çekici olan husus, sigorta şirketine, tüketicinin zararını karşılama veya inşaatı devralıp tamamlayarak tüketicilere konutları teslim etme yükümleri arasında bir tercih hakkı tanınmasıdır⁶.

¹ İhraççı tarafından edimlerin izahnamede ve ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilmemesi halinde, itfa bedelinin ve oluşabilecek cezai şartın yatırımcılara ödenmesinin bir banka tarafından garanti altına alınması zorunludur (VII-128.2/Teb.4/IV).

² RG: 28.11.2013, S.28835.

³ Ön ödemeli konut satış sözleşmesi, tüketicinin konut amaçlı bir taşınmazın satış bedelini önceden peşin veya taksitle ödemeyi, satıcının da bedelin tamamen veya kısmen ödenmesinden sonra taşınmazı tüketiciye devir veya teslim etmeyi üstlendiği sözleşmedir (TKHK.40/I).

⁴ RG: 27.11.2014, S.29188.

⁵ Yayımlı Tarihi: 11.03.2015, S.71065509-302.01[010.99]/8215. Müsteşarlık bu genelgenin 16.03.2015'ten itibaren yürürlüğe girmiş olacağını belirtmiştir.

⁶ <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/28459672.asp>, Erişim: 25.04.2015. Konu ile ilgili diğer haberler için bkz. <http://www.ensonhaber.com/bina-tamamlama-sigortasi-basladi-2015-03-17.html>; <http://www.sendika.org/2015/03/in%C5%9Faat-sektoru-icin-yeni-onlem-bina-tamamlama-sigortasi-umit-akcay-kriznotlari-blogspot-com-tr>; <http://www.sigortajokeri.com.tr/konut-sigortasi/bina-tamamlama-sigortasi-nedir.html>, Erişim: 25.04.2015.

Sertifika yatırımcılarına sağlanan teminat mekanizmasında eksik olan bu yönün, benzer nitelikteki bina tamamlama sigortası kurumunda olduğu üzere giderilmesi, sertifika yatırımcısının asıl gayesi olan konut edinmenin gerçekleşmesi bakımından isabetli olacaktır, kanaatindeyiz.

Son olarak şunu söylememiz gerekir ki, küçük yatırımcı gayrimenkul yatırımı için gerekli tasarruf, bilgi, deneyim ve zamana sahip değildir. İşte gayrimenkul sertifikaları, küçük yatırımcı için güvenilir ve yüksek gelir artışı sağlayacak gayrimenkul yatırımlarına girişmesinin yollarından biridir. Ayrıca gayrimenkulün değerindeki artıştan şirket muhasebesine girmeden doğrudan yararlanma olanağı veren ve bu bakımdan alternatif olmayarak bir borçlanma aracıdır¹.

VII. KİRA SERTİFİKALARI (SUKUK)

Kira sertifikaları, İslami bir sermaye piyasası aracı olan sukuk esas alınarak sermaye piyasamıza kazandırılmış olan bir borçlanma aracıdır. Sukuk kelimesi Arapça'daki "sak" kelimesinin çoğuludur. Sak, sözlük anlamı itibariyle "yazılı belge, resmi tutanak" demektir. İslami finansman yöntemlerinden biri olarak kullanılan İslami tahvil, varlığa dayalı tahvil, faizsiz bono veya kira sertifikası olarak bilinen finansal araçlar da sukuk olarak adlandırılmaktadır. Arapça'da bono ve tahviller için "senet" kelimesi kullanılırken, tahvilin faizsizi olan belgeler için sukuk kelimesi tercih edilmektedir. Sukuk, günümüz finans terminolojisinde de bu anlamda kullanılmaktadır. Tanımlamak gerekirse sukuk; bir mal, menfaat, hizmet, belirli bir proje ve/veya yatırımın varlığı üzerinde, eşit değerdeki payları temsil eden mali vesikaları, ifade eder².

AAOIFI³ (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*) sukuku; ihraç edildikten sonra eşit değerleri temsil eden, ihraçtan elde edilen tutarların önceden planlanan şekilde yatırıma dönüştürüldüğü, yapılan yatırım türüne göre duran varlıklar ve benzerleri üzerindeki haklar ve payların temsil edildiği veya bir proje ya da özel bir yatırım faaliyetinde ortaklık hakkı veren sertifika, şeklinde

¹ Özcan, s.348.

² Aslan, Hakan, Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012, s.55.

³ İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Kurumu.

tanımlamaktadır¹. Sukuku genel olarak İslami prensiplere uygun faizsiz bono veya tahvil olarak değerlendirmek gerekir. Zira sabit getiri, yani faiz taşıyan bonolara İslamiyet'te izin verilmemiştir. Bu nedenle sukuk, faiz ödemeyi yasaklayan İslam hukuku prensiplerine uyan bir menkul kıymet çeşididir². Sukuk yatırımcılarına faiz ödenmemekte, varlıkların paylaşılmasına veya kiralanmasına dayanan gerçek ekonomik işlemlerin getirisi dağıtılmaktadır. Sukuk ihracının gerekçeleri ihraççılar açısından, finansman temini, yatırımcı tabanını genişletmek ve çeşitlendirmek; yatırımcılar açısından ise, yeni bir varlık sınıfına yatırım imkanı, sermayeyi daha etkin ve verimli kullanma yolu olarak açıklanabilir³.

Faiz prensip gereği yasak olduğundan, sukuk getirileri kira geliri veya kâr payı şeklindedir. Sukuk likit bir finansal araçtır ve çeşidine göre ikincil piyasalarda da işlem görebilmektedir. Sukuk işlemlerinde İslami finansman prensipleri gereği, yüksek belirsizlik (zarar) içeren işlemlerden uzak durulmaktadır. Sukuk yatırımcıları kâra, ihraçta belirtilen paylaşma oranına göre, zarara ise ortaklık payına göre katılmaktadır. Sukuk, dayanak varlık olan mal, hizmet veya menfaat üzerinde müşterek mülkiyet payını temsil etmektedir. Sukuk yatırımlarını yönetenler, sermaye ve/veya kâr garantisi vermemektedir. Elde edilen kâr bakımından da önceden belirlenmiş bir kâr oranı verilememektedir⁴. Netice itibariyle sukuk, uluslararası sermaye piyasalarında finansmanı artırmak için geliştirilen ve faizsiz bankacılık⁵ ilkelerine uygun önemli bir

¹ **Aslan**, s.55-56.

² **Tuncer**, Selahattin, “Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı: SUKUK – Faizsiz Bono”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, S.102, (Haziran) 2012, s.9. Sukuk sisteminde yatırımcının veya sukuk sahibinin elde edeceği getiri, bir ticari faaliyetten, belirli bir varlığın mülkiyetinden ya da bir iş ortaklığından elde edilecek gelir üzerindeki hak sahipliğinden kaynaklanmaktadır. Geleneksel bonolar ise, ihraç edenin anapara ve faizi bono alıcısına ödemesini yükümlülük haline getiren borç senetleridir (**TKBB**, “Günümüzün Gözde Finansman Aracı: Sukuk”, [http:// www.tkbb.org.tr/ Documents / OnemliBasliklar / sukukmakalesi8. pdf](http://www.tkbb.org.tr/Documents/OnemliBasliklar/sukukmakalesi8.pdf), Erişim: 13.06.2015).

³ **TKBB**, <http://www.tkbb.org.tr/Documents/OnemliBasliklar/sukukmakalesi8.pdf>).

⁴ **Aslan**, s.56.

⁵ Bankalar 20.yy.'nin başlarından itibaren dünyada yaygınlaşmaya başlamıştır. İnsanlar Müslüman toplumlarda da yaygınlaşmaya başlayan bankalardan, inançları gereği uzak durmuşlardır. Faiz hususunda ayet ve hadislerdeki şiddetli yasaklar nedeniyle (bkz. Kur'an, Bakara Suresi, Ayet 275, 276, 279), Müslümanlar sermayelerini değerlendirebilecekleri alternatif yerler aramaya başlamış ve bu arayış günümüz İslami Bankacılık kavramının doğuşunu sağlamıştır. Nitekim ülkemizde de manevi hassasiyeti olan insanların olması, öncelikle, faizsiz (İslami) bankacılık anlayışına dayanan özel finans kurumlarının, ardından da katılım bankalarının kurulmasına zemin hazırlamıştır (**Aslan**, s.21-22). Faizsiz bankacılık sisteminin ortaya çıkmasında etkili olan dini, ekonomik ve sosyal nedenler hakkında daha fazla bilgi için bkz. **Aslan**, s.21 vd.

finansal araçtır. Özel şirketler, devlet şirketleri ve finansal kurumlar, alternatif bir finansman aracı olarak sukuku kullanmaktadır¹.

Sukuk ihracı ilk kez Malezya hükümeti tarafından 2001 yılında gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta 500 milyon USD olarak ihraç edilen Malezya sukuklarının %51'i Körfez ülkelerinde, %30'u Asya'da, %15'i Avrupa'da ve % 4'ü de ABD'de satılmıştır. Sukuk 2003 yılından itibaren dünya çapında daha tanınır hale gelmiş ve 2007'de 34 milyar dolarlık ihraç rakamına ulaşmıştır. Bu konuda Malezya sukuk piyasasının ana pazarı oluşturduğu söylenebilir. 2009'da Endonezya ve Singapur da bu piyasaya hızlı bir şekilde girmişlerdir. 2001'de düşük bir işlem hacmiyle başlayan sukuk ihracı giderek yükselmiş ve global ekonomik krizin yaşandığı 2008 yılı haricinde, hemen her yıl bir önceki yıla göre önemli oranda artış göstermiştir. 2009'da %40, 2011'de %74, 2012'de %49 oranında artış meydana gelmiş ve 2012 sonu itibarıyla dünya genelinde yaklaşık 460 milyar dolarlık sukuk işlem hacmine ulaşılmıştır². 2013 yılı verilerine bakıldığında, ihraç edilen sukuk miktarına karşılık, yaklaşık beş kat daha fazla talep geldiği görülmüştür. Bununla beraber sukuk piyasası, 2008 ile 2013 arasında ortalama % 60'a yakın bir büyüme gerçekleştirmiştir. Araştırmalar ve tahminler, yapılan ihraçlara karşılık talep edilen miktarın her dönem katlanarak artacağını ve 2018 yılında arza karşılık talebin on kata kadar daha fazla olacağını göstermektedir³.

Sukuk pazarı gelişmeye devam etse de, ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz oranları ve düşük petrol fiyatları bu yıl sukuk ihraçlarını düşürebilir. Ancak Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu Standard & Poor's (S&P), 2013 yılında 111,3 milyar dolar ve 2014'te 116,4 milyar dolar olan sukuk ihraçlarının, 2015 yılında da 100 milyar dolar sınırını aşarak 115 milyar dolara ulaşmasının beklendiğini ifade etti. 2014 yılında Malezya % 67'lik payla en fazla sukuk ihraç eden ülke oldu. Malezya'yı % 10'luk payla Suudi Arabistan ve % 5 ile Birleşik Arap Emirlikleri takip etti. Sukuk ihraçlarında

¹ **Tuncer**, Sukuk, s.10.

² **Yılmaz**, Erdal, "Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, (Ocak) 2014, s.82; 84-85, <http://www.mufad.org.tr/journal/attachments/article/727/6.pdf>, Erişim: 15.06.2015.

³ **Selçuk**, Mervan, "Revaçta Olan Bir İslami Finansman Aracı: Sukuk", III. Türkiye Lisansüstü Çalışmaları Kongresi-Bildiriler Kitabı III, s.234, http://www.tlck.org.tr/wp-content/uploads/2015/04/III_TLCK_3_kitap_BASKI.pdf#page=229, Erişim: 15.06.2015.

geçen yıl Endonezya % 4, Türkiye % 3, Katar % 3, Bahreyn % 2 ve diğer ülkeler % 6'lık paya sahip oldu¹.

İşte kira sertifikaları, uluslararası arenada sukuk olarak bilinen yatırım ve finansman aracının Türk sermaye piyasası için öngörölmüş versiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede sukuk enstrümanı sermaye piyasamıza SPK'nın III/43 syl. Tebliği² ile kira sertifikaları olarak tanıtılmıştır. Türkiye için yeni bir finansal ürün olan kira sertifikaları, faiz içeren tahvil ve faizli menkul kıymetleştirme işlemlerine bir alternatif oluşturmaktadır³. SerPK'da kira sertifikaları; her türlü varlık veya hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketleri (VKŞ) tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan, nitelikleri Kurul'ca belirlenen sermaye piyasası araçları, olarak tanımlanmıştır (m.61/I). VKŞ de münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır (m.61/II). Kurul'un bu madde hükmüne dayanmak suretiyle yayımladığı III/61.1 syl. Kira Sertifikaları Tebliği⁴'nde de aynı tanım yer almakta, sadece burada sertifikaların menkul kıymet niteliğine vurgu yapılmaktadır (m.3/h). Bu Tebliğ uyarınca kira sertifikaları, a) sahipliğe b) yönetim sözleşmesine c) alım-satıma ç) ortaklığa d) eser sözleşmesine dayalı olarak veya bu sayılanların birlikte kullanılması suretiyle VKŞ'ler tarafından ihraç edilebilir (m.4/I).

Kira sertifikaları, özel sektör şirketlerinin bir VKŞ aracılığı ve devret-kirala-devral yöntemiyle, mülkiyetlerindeki veya kiralamak suretiyle devralacakları varlıkları kullanarak finansman sağlamalarını mümkün kılan bir enstrümandır. Sistem temel olarak, kaynak kuruluşun⁵ VKŞ'ye devrettiği varlıkları daha sonra geri kiralaması suretiyle fon temin etmesi üzerine dayanmaktadır. VKŞ, ilk etapta devraldığı bu varlıkların finansmanını ihraç edeceği kira sertifikası ile karşılamakta, söz konusu

¹ <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1706185-s-p-sukuk-ihraclari-2015te-115-milyar-dolara-ulasacak>, Erişim: 20.06.2015.

² "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ", RG: 01.04.2010, S.27539.

³ Aslan, s.97.

⁴ RG: 07.06.2013, S.28670.

⁵ Kaynak kuruluş; sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık ve hakları VKŞ'ye devreden sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklığı; yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında ise, sahip olduğu varlık ve hakları VKŞ adına yöneten şirketleri ifade eder (III/61.1/Teb.3/ğ).

sertifikaların dönemsel ödemelerini ise kaynak kuruluştan gelen dönemsel kira gelirleriyle gerçekleştirmektedir. Vade sonunda ise kaynak kuruluşa geri devredilen söz konusu varlıklardan elde edilen gelir, kira sertifikası sahiplerine payları oranında dağıtılarak ihraç edilmiş olan sertifikalar itfa edilmektedir¹. Kira sertifikaları varlığa dayalı bir finansal araç olduğu için daha güvenli bir yatırım aracıdır. Faizsiz prensiplere uygun olarak ihraç edildiğinden, inançları sebebiyle yatırımdan uzaklaşan yatırımcıları finansal piyasalara kazandırmak açısından önem arz etmektedir. Körfez fonlarının gittikçe artan önemine binaen, çıkarılacak sertifikaların büyük ilgi göreceği beklenmektedir. Kısaca sertifikalar, Avrupa borç kriziyle birlikte Körfez fonlarının yeni ve güvenli pazar arayışına cevap verecek nitelikte bir finansal enstrüman olarak karşımıza çıkmaktadır. Gerek yatırımcılar gerekse finansman yöneticileri açısından, portföylerini çeşitlendirebilecek yeni bir alternatif sunmaktadır².

VIII. BONOLAR

A. BANKA BONOLARI

Banka bonoları, fon ihtiyacı duyan bankaların borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ettikleri, tasarruf sahiplerindeki fon fazlalığını bankaların kaynak gereksinimlerine kanallandırmak için kullanılan borçlanma araçlarıdır. Kredi taleplerini karşılamada ya da geçici rezerv açıklarını kapatmada en fazla bir yıla kadar paraya ihtiyaç duyan bankaların, elindeki fon fazlalığını kısa dönemde değerlendirmek isteyen ekonomik birimlere³ sunduğu alternatif bir yatırım aracı olarak da tanımlanabilir⁴. Banka bonoları, elinde bulunduran yatırımcıya alacaklılık hakkı sağlamak ve bu hakkın karşılığı olarak da genellikle önceden belirlenmiş bir oranda faiz geliri taahhüt etmektedir⁵.

¹ **Aslan**, s.107-108.

² **Aslan**, s.115.

³ Yıllık vergisini ödemek üzere elinde para bulunduran bir şirket, söz konusu ekonomik birimlerin bir örneğini teşkil eder. Bu şirket, parayı vergi gününe kadar banka bonosuna yatırarak bir faiz geliri elde etmek isteyebilir (Karş. **Kargı**, s.37).

⁴ Doktrinde yapılan diğer tanımlar ile karşı. **Tanör**, Halka Arz, s.124; **Aytaç**, Zühtü, “Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar”, Batider, C.XIV, S.3, (Haziran) 1988, s.39; **Karşı**, Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul, 1989, s.310-311.

⁵ **Şahin**, Celal, “Finansal Araç Kavramının Türkiye Muhasebe Standartları, Bankacılık Mevzuatı, TTK ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından İrdelenmesi”, Vergi Dünyası Dergisi, Y.28, S.329, (Ocak) 2009, s.94.

Amerikan piyasa hukuku bakımından banka bonoları; kısa vadeli borçlanmaların menkul kıymet formunda ihraç edildiği ve böylece uzun vadeli yatırımlar için kaynak bulmada kullanılan yapılandırılmış yatırım aracı (*SIV: Structured Investment Vehicles*) kavramı altında değerlendirilebilecek bir alt türü oluşturur¹. Anılan hukuk sisteminde “*bank notes*” ya da “*bank papers*” şeklinde ifade edilen banka bonoları; bankalar bakımından kısa vadeli borçlanmayı temsil eden, çoğunlukla 1 milyon dolarlık ya da üzeri kupürler halinde ihraç edilen, kuponlara bağlı sabit faiz ödemelerini veya piyasa faiz oranlarını belirlemede referans alınan birtakım oranlara göre değişen faiz oranlarını içeren, yahut da net bir faiz ödemesi vaat etmeyip, kuponsuz ve belirli bir iskonto (*at a discount*) ile satılan finansal araçlardır².

Banka bonusu kavramının Türk sermaye piyasası hukuku ve uygulamasına giriş sürecinin başlangıcı 1980’li yıllardır. Bu yıllarda Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB), hem geleneksel yatırım projelerini desteklemek hem de çeşitlendirdiği yeni müşteri hizmetleri için ihtiyaç duyduğu TL’yi üretmek zorundaydı. Bu arada muaccel olan alacaklarının doğurduğu likidite sorunu için de ek TL kaynağı bulmak, bir mecburiyet olarak ortaya çıkıyordu. Neredeyse her yıl yaptığı sermaye artırımları ise, yüksek enflasyon ortamında sorunu çözmeye yetmiyordu. Önceleri, geçmiş yıllarda olduğu gibi tahvil çıkarma yoluna gidildi. Ancak tahvil çıkarılması sorunları çözmede yeterli olmadı³. Tahvil çıkarmanın artık nakit gereksinimlerini karşılayamayışının birinci nedeni, TSKB’nin Bankalar Kanunu’na tabi olmamasına rağmen, çıkaracağı tahvile ticaret mahkemelerince uygulanan kısıtlamalardı. İkinci nedeni ise, değişen piyasa koşullarında artık uzun vadeli tahvile talep olmamasıydı. Geçmiş yıllarda 7 yıla kadar vadeli tahvil çıkarıp satabilen TSKB, tahvillerinin süresini önce 3, sonra 2 yıla indirmek zorunda kaldı. Ancak tasarruf sahipleri için, değişken piyasa koşullarında 2 yıl bile riski uzun bir süre olmaya başlamıştı⁴. Bir de o yıllarda patlak veren banker skandallarının olumsuz etkisi tahvil piyasasını iyice daraltmıştı. Bu nedenle müşteri

¹ **Wong**, Grace, “Why the credit crunch may deepen”, Cnnmoney.com, Sept.13, 2007, http://money.cnn.com/2007/09/13/markets/credit_crunch/index.htm; “Commercial paper said to get sweeter”, Cnnmoney.com, Sept. 10, 2007, http://money.cnn.com/2007/09/10/markets/banks_paper/index.htm (“Developments in Banking and Financial Law: 2009-2010”, HeinOnline, Review of Banking & Financial Law, Vol. 29, 2009-2010, s.33, Erişim: 20.12.2014).

² **Kohn**, Meir, Financial Institutions and Markets, Second Edition, New York–Oxford, 2004, s.422.

³ **Üyepazarcı**, Erol, TSKB’nin Öyküsü, TSKB Yayını, İstanbul, s.197-198.

⁴ **Üyepazarcı**, s.197-198.

talebine uygun yeni araçlar bulmak gerekiyordu. İşte ilk önce TSKB'nin düşünüp Türk sermaye piyasasına sürdüğü bu enstrüman, "banka bonosu" olacaktı. Bunun yanı sıra, kavramın doğmasındaki önemli bir etken de, TSKB'nin yatırım bankası olması dolayısıyla mevduat kabul edememesinin getirdiği zorunluluk olmuştur. TSKB öyle bir enstrüman bulmalıydı ki, hem mevduat sayılmamalıydı, hem de azami bir sene içinde itfa edilebilmeliydi. Araştırmalar böyle bir enstrümanın TTK'da düzenlenen "emre muharrer senet", yani bono olabileceğini gösteriyordu¹.

İşte bu düşüncelerin ışığı altında banka bonoları, SPK'nın III/3 syl. Tebliği² ile sermaye piyasası mevzuatımıza girmiştir. Ardından bonolar uzunca bir süre III/12 syl. Tebliği³ tabi olmuş; nihayetinde Kurul, bonolar gibi borçlanma aracı niteliği taşıyan tüm menkul kıymetleri ve sermaye piyasası araçlarını tek bir hukuki metinde düzenlemek amacıyla II/22 syl. Tebliği⁴ yayımlamıştır. SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte Kurul, yeni bir ikincil mevzuat oluşturma çalışmaları çerçevesinde ve fakat borçlanma araçlarını tek bir çatı altında toplama eğilimini sürdürerek, bonoların da dahil olduğu II-31.1 syl. Tebliği⁵ yayımlamıştır. Bu Tebliğ uyarınca bankalar, dışardan finansman sağlamak veya diğer bir ifadeyle fon temin etmek amacıyla piyasaya bono ihraç edebilecek ve bu yolla borçlanabilecek, ihraç ettiği bonoların nominal değerini vadesinde yatırımcılara geri ödeme taahhüdünde bulunacaktır. Bonoların vadesinin ise 30 günden az 364 günden fazla olmaması gerekmektedir (m.3/b).

B. FİNANSMAN BONOLARI

Anonim ortaklıklar, esas sözleşmelerindeki iktisadi amaç ve konuları gerçekleştirebilmek için, esas sermaye ve yedek akçeleri dışında banka kredisi almak, tahvil ihraç etmek gibi çeşitli yollarla⁶ kaynak yaratma imkanlarına sahiptirler.

¹ Üyepazarcı, s.197-198.

² RG: 15.03.1986, S. 19048.

³ RG: 14.07.1992, S. 21284 (Mük.).

⁴ "Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ", RG: 21.01.2009, S. 27117.

⁵ RG: 07.06.2013, S.28670.

⁶ Ağırlıklı olarak ödünç niteliğinde olan bu mali kaynakların, nakit sıkıntısının arttığı veya yatırımlar dolayısıyla ek kaynak kullanımı ihtiyacının doğduğu devrelerde daha fazla kullanıldığı

Finansman bonosu ihracı da bu kaynak bulma yollarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır¹. Uygulaması özellikle Amerika’da eskiye dayanan finansman bonoları (*commercial papers*); kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için büyük şirketler tarafından çıkarılan, kısa vadeli ve teminatsız senetler olarak tanımlanmaktadır². Finansal bakımdan güçlü ve yüksek kredi değerliliğine sahip tanınmış şirketlerce çıkarılan finansman bonosunun arkasında teminat olarak, yalnızca şirketin güvenilirliği ve kredisi vardır, şirket varlıklarından biri yoktur³.

Finansman bonosu (*commercial paper*) kavramı, ilk kez Amerika’da ortaya çıkmıştır ve orada kullanılan en eski finansal araçlar arasında yer almaktadır⁴. Mevsimlik çalışma sermayesi ihtiyacını karşılamak için kullanıldığı gibi; banka binaları, gemiler, petrol boru hatları, nükleer reaktörler, fabrika modernizasyonu gibi büyük projelerin geçici finanslaması için de kullanılan bir yöntemdir⁵. Finansman bonosu piyasası, geçici nakit fazlalıkları olan kişi ve kuruluşların, yine geçici nakit sıkıntısında olan kişi ve kuruluşlarla karşılaştırılarak kısa vadeli fonların sağlandığı, para piyasasının önemli bir alt pazarı niteliğindedir. Bu piyasada kısa vadeli ve düşük riskli bir tür borç aracı alınıp satılmaktadır. Daha çok büyük şirketlerce çıkarılan ve yine büyük şirketlerce satın alınan finansman bonosu, hem şirketlerin kısa süreli nakit ihtiyaçlarının karşılanmasında, hem de nakit fazlalıklarının değerlendirilmesinde önemli bir finansman ve yatırım alternatifi olmuştur. Bu nedenle dünya ve özellikle Amerikan para piyasalarının en hareketli ve hızla büyüyen bölümünü teşkil etmektedir⁶. Bu bağlamda finansman bonosunu; kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla ihraç edilen, borçlanma senedi niteliğindeki bir *para piyasası aracı* olarak ifade etmek

görülmektedir (**Kaya**, Arslan, “Finansman Bonosu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXXV, S.1, (Nisan) 1988, s.18).

¹ **Çeker**, Mustafa, “Finansman Bonolarının Hukuki Niteliği”, UÜİİBFD, C.XI, S.1-2, (Mart-Kasım) 1990, s.69.

² **Şengül**, Selami, “Finansman Bonolarının (Commercial Paper) ABD’deki Uygulama ve Gelişimi”, Vergi Dünyası Dergisi, Y.VI, S.69, (Mayıs) 1987, s.29; **Kaya**, Finansman Bonosu, s.18; **Kıyılar**, Murat, Finansman Bonosu, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1988, s.1;26.

³ **Uyanık**, Senan, “Finansman Bonoları ve Ülkemizdeki Geleceği”, HÜİİBFD, C.IV, S.1-2, 1986, s.187.

⁴ Amerika’da finansman bonosunun (*commercial paper*) tarihi gelişim seyri hakkında geniş bilgi için bkz. **Şengül**, Finansman Bonoları, s.31 vd.

⁵ **Kıyılar**, s.1; **Soyuer**, Mine, Para Piyasası Araçlarından Biri: Finansman Bonosu ABD ve Türkiye Yaklaşımı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1989, s.19; **Aksoy/Tanrıöven**, s.423.

⁶ **Uyanık**, s.187.

mümkündür¹. Finansman bonosu, şu an yürürlükte olan II-31.1 syl. Tebliğ’de ismen zikredilmemiş, gerek bankalar gerekse anonim ortaklıkların ihraç ettiklerini kapsayan tek bir “bono” tanımı yapılmıştır (m.3/b). Ancak bir borçlanma aracı olarak bononun piyasalar açısından önemini ve fonksiyonunu daha iyi ortaya koyabilmek adına, borçlanma araçlarını tanıttığımız bu bölümde, bonoları yıllardır süregelen bu ayrım çerçevesinde incelemeyi metodolojik yönden yararlı bulmaktayız.

C. KIYMETLİ MADEN BONOLARI

Kıymetli madenler (gümüş, platin vb.) ve asırlardır çeşitli şekillerde bir değer olarak kullanılan altın², pek çok sermaye piyasası aracına da dayanak oluşturabilmektedir. Böylece yatırımcıların altına ve diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak, altın ve diğer kıymetli madenlerin fiyat değişkenliğinden yararlanmak suretiyle kazanç sağlamaları mümkündür. 27.07.1995 tarihinde Merkez Bankası nezdinde sürdürülen altın borsası faaliyetlerinin durdurularak İstanbul Altın Borsası (İAB)’nin açılması ve 19.07.1996 tarihinde İstanbul Altın Rafinerisi’nin³ tescil edilerek hukuki statüye kavuşması, ülkemizde altına ve diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarının ihracıyla ekonomiye önemli miktarda kaynak temini beklentilerini gündeme getirmiş ve söz konusu sermaye piyasası araçlarının hukuki boyutunun incelenmesini zorunlu kılmıştır⁴. Bu araçlardan biri de altına ve diğer kıymetli madenlere dayalı bonolar ya da diğer bir ifadeyle kıymetli maden bonolarıdır.

¹ **Toroslul**, M. Vefa, “Finansman Bonosu”, Vergi Sorunları Dergisi, Y.17, S.123, (Aralık) 1998, s.105.

² Ilımlı, girişimci veya muhafazakar olsun, altın hemen hemen her yatırımcının portföyünde önemli bir yer tutar. Altın talebinde bulunanları dört ana grupta toplamak mümkündür: 1) Mücevher fabrikaları, 2) Sanayi (ilaç, elektronik ve dişçilik gibi), 3) Hükümetler ve merkez bankaları, 4) Yatırımcılar (**Kubilay**, Huriye, Türk Hukuku’nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, 1. B., İzmir, 1998, s.1).

³ İstanbul Altın Rafinerisi (İAR), Türkiye’nin bazı bankaları tarafından, bölgenin Asya ile Avrupa kıtaları arasında altın merkezi olması amacı ile kurulmuştur. Ortakları arasında İAB, Hazine Müsteşarlığı, Vakıf Yatırım ve Şekerbank bulunmaktadır. Ürettiği külçe altınlar ve gümüşler İAB, T.C. Darphanesi, Dubai Altın Borsasında işlem görmektedir. İAR’nin ürettiği lisanslı külçe altınlar uluslararası geçerliliğe sahiptir. Avrupa’da ve Amerika’da ofisleri ile uluslararası altın piyasalarında Türk Rafinerisi olarak rol oynamaktadır. Dış pazara, Dubai Borsasında geçerliliği sayesinde, gramaltın ihracatı yapmaktadır. Başta altın ve gümüş olmak üzere platin, paladyum, rodyum gibi değerli metallerin rafinasyon işlemini yapmaktadır (http://tr.wikipedia.org/wiki/istanbul_altin_rafinerisi, Erişim: 23.05.2015).

⁴ **Kubilay**, Kıymetli Madenler, s.2.

Kıymetli maden bonoları, II/22 syl. Tebliğ'e değin, İAB üyesi bankaların borçlu sıfatıyla düzenleyip, SPK kaydına alındıktan sonra, belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı kıymetli evrak niteliğinde menkul kıymetleri ifade etmekte ve altın, gümüş, platin bonoları olarak adlandırılmaktaydı¹. II/22 syl. Tebliğ'de de yine aynı şekilde anılan bonoları, bu Tebliğ uyarınca sadece İAB üyesi bankalar değil, kıymetli maden aracı kurumlarının da ihraç etmeye yetkili olduğu düzenlenmiştir (m.56/I). II/22 syl. Tebliğ'i yürürlükten kaldıran II-31.1 syl. Tebliğ ise, söz konusu borçlanma araçlarını "kıymetli maden bonoları" olarak adlandırmış ve bunları ihraca da kıymetli madenin işlem gördüğü borsalara üye olan kıymetli maden aracı kurumlarının yetkili olduğunu düzenlemiştir. Bu Tebliğ uyarınca kıymetli maden bonoları, ihraca yetkili kurumların belli miktarda kıymetli maden cinsinden ihraç ettikleri ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma araçlarını ifade etmektedir (m.3/1).

İncelediğimiz borçlanma aracı türlerinin Türkiye'deki gelişim seyri, bu türlerin hangi sıklıkta ihraç edildiğine ve gerçekleşen toplam borçlanma aracı tutarlarına ilişkin rakamsal verilerle oluşturduğumuz aşağıdaki tablo incelenmek suretiyle daha iyi anlaşılacaktır:

¹ bkz. III/26 syl. Altın, Gümüş ve Platin Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği m.4/I (RG: 26.12.2001, S.24622).

YIL	BORÇLANMA ARACI TÜRÜ VE İHRAÇ SAYISI	GERÇEKLEŞTİRİ- LEN TOPLAM İHRAÇ TUTARI (TL)	SATIN ALAN BİREYSEL YATIRIM- CI SAYISI	SATIN ALAN KURUM- SAL YATI- RIMCI SAYISI	SATIN ALAN YURTDIŞI YATI- RIMCI SAYISI	SATIN ALAN NİTELİK- Lİ YATI- RIMCI SAYISI	İHRAÇ ŞEKLİ VE SAYISI
2006	Tahvil- (1)	120.000.000	264	18	3	=	Halka Arz
2008	Tahvil- (1)	200.000.000	90	9	1	=	Halka Arz
2010	•Banka Bonosu- (4) •Tahvil- (12)	1.710.500.000	4043	294	14	20	•Halka Arz-(13) •Nitelikli Yatırımcı-ya Borsa Dışında İhraç-(2) •İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Nitelikli Yatırımcı-ya İhraç Pazarında Satış- (1)
2011	•Banka Bonosu-(29) •Tahvil-(17) •Finansman Bonosu-(1) •VDMK-(7)	18.554.799.300	194.858	1325	23	75	•Halka Arz-(41) •Nitelikli Yatırımcı-ya Borsa Dışında İhraç-(4) •Nitelikli Yatırımcıya Borsada İhraç (NİP) - (9)
2012	•Banka Bonosu-(88) •Finansman Bonosu-(15) •Tahvil-(130)	42.449.113.083	505.813	3404	97	2164	•Halka Arz-(122) •Nitelikli Yatırımcıya Borsa Dışında İhraç-(61) •NİP-(54)
2013	•Bono-(162) •Tahvil-(158) •VDMK-(34) •VTMK-(1): Çağdaş Faktoring A.Ş. • Kira sertifikası-(15) • Gayrimenkul Sertifikası-(1): İstanbul Finans Merkezi A.Ş.	55.648.806.202	546.004	2787	53	110.150.951	•Halka Arz-(150) •Nitelikli Yatırımcı-ya Borsa Dışında İhraç-(130) •NİP-(50)

2014	●Bono-(325) ●Tahvil-(134) ●VDMK-(33) ●Kira Sertifikası- (25)	66.358.026.669	81.933	569	3	●Halka Arz-(145) ●Nitelikli Yatırımcıya Borsa Dışında İhraç- (319) ●NİP- (53)
2015	●Bono-(112) ●Tahvil-(50) ●Kira Sertifikası-(7)	18.846.694.439	116.709 (Toplam Yatırımcı Sayısı)			●Halka Arz- (42) ●Nitelikli Yatırımcıya Borsa Dışında İhraç- 122 ●NİP- (5)

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/halka-arz-verileri;> <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=895&submenuheader=3> (Erişim: 23.04.2015).

§3. BORÇLANMA ARAÇLARININ ORTAK ÖZELLİKLERİ

Menkul kıymet kavramı, statik ve sınırları kesin çizgilerle belirlenmiş bir kavram değildir. Temel bazı özellikler bulunmak şartıyla, menkul kıymet türlerinde farklılıklar görülebilecektir. Gerçekten menkul kıymetin bazı özellikleri zamana, mekana, ekonomik gelişmelere ve düzenlemelere göre değişebilmektedir. Bilhassa sağlanan hakların niteliği, vade, dönemsel gelir getirme ve çok sayıda ihraç gibi özellikler açısından bu değişimler gözlenebilecektir. Nitekim SPK, piyasadaki ve ekonomideki gelişmeleri ve diğer düzenlemeleri dikkate alarak, gerektiğinde menkul kıymet listesini değiştirebilecektir. Bu yetkinin kullanılması ise, menkul kıymet kavramının değişkenliğini ortaya koymaktadır¹. Borçlanma araçlarının da menkul kıymet niteliğine bağlı ortak özelliklerini irdelerken bu hususu gözden uzak tutmamak gereklidir. Dolayısıyla bu niteliğe bağlı olarak belirleyeceğimiz özellikleri, borçlanma araçlarının piyasa uygulaması bakımından cevap vereceği ihtiyaçlara uygun biçimde yorumlamak gereklidir.

¹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.50.

I. ORTAKLIK YA DA ALACAKLILIK SAĞLAMA

Bir sermaye piyasası aracının menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için en önemli unsurlardan biri, hak sahibi lehine ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlamasıdır¹. Borçlanma araçlarına yatırım yapan tasarruf sahipleri, ihraççılara sağladıkları fon karşılığında bir getiri elde ederler. Bu getiri örneğin tahvil ve bonolarda faiz şeklinde iken, kira sertifikaları ile tahvillerin kâra katılmalı olarak ihraç edilen türlerinde gelirden ya da kârdan pay alma şeklinde karşımıza çıkar. Hatta kâra katılmalı olarak ihraç edilen tahvillerin, hem sabit faiz ödemesi hem de kâr payı hakkını içerir tarzda ihracı da mümkündür. Ancak getirisi bu nitelikte olan söz konusu borçlanma aracı yatırımcıları ile ihraççı kuruluşlar arasında da bir ortaklık ilişkisi söz konusu değildir. Zira kâra katılmalı tahvil sahipleri açısından ortak olmanın en önemli göstergelerinden sayılan zarara katılma söz konusu olmayıp, anılan yatırımcılar vadede anaparalarını geri alırlar. Bu nedenle tıpkı adi tahvil ve bono yatırımcıları gibi, kâra katılmalı tahvil sahiplerini de sadece şirkete belirli süreliğine ödünç fon temin eden alacaklı statüsünde kabul etmek gerekir.

Kira sertifikalarına İslami prensipler hakim olduğundan, zarara katılma unsuru teorik olarak bulunmakla birlikte, Tebliğ ile getirilen garanti ve teminat yükümlülükleri sayesinde yatırımcıların anaparalarını alamama ihtimali yok denecek kadar azalmaktadır. Ayrıca teorik olarak bu unsurun varlığını kabul etsek bile, ortaklık haklarının en önemlilerinden olan genel kurula katılma, oy kullanma ve iptal davası açma gibi kişisel nitelikte haklara sahip olmamaları da, onları sadece şirkete dışardan sermaye sağlayan şirket alacaklısı olarak nitelendirmeyi gerektirmektedir. Bir diğer grup borçlanma aracını oluşturan DET ve PDT'ler ise, sahibine değiştirme ya da dönüştürme hakkını kullandığında ihraççı ortaklık ya da ihraççı dışındaki başka bir ortaklığın paylarını edinme hakkı sağlamaktadır. Dolayısıyla söz konusu borçlanma aracı sahipleri bakımından ortaklık ya da alacaklılık sağlama özelliği kümülatif biçimde gerçekleşmekte, hamilin seçimi doğrultusunda borçlanma aracı sahipliği statüsü bu haklardan birini sağlamaktadır.

¹ Karahan/Ünal, Şirketler, s.702; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, s.562, N.1094.

II. BELİRLİ BİR MEBLAĞI TEMSİL ETME

Menkul kıymetin belirli bir meblağı temsil etmesi, doktrinde baskın olarak nominal (itibari) değer taşıması ve belli bir miktar üzerinden düzenlenmiş olması, nominal değerden yoksun bir finansal aracın menkul kıymet sayılamayacağı şeklinde ifade edilmektedir¹. Kanaatimizce menkul kıymetin “belirli bir meblağı temsil etme” özelliği ya da unsuru, menkul kıymetin “nominal değer taşıması gerekliliği” şeklinde katı yorumlanmamalıdır. Zira bu halde, katılma paylarının nominal değerinin bulunmadığına işaret eden III-52.1/Teb.² 14/I hükmü nedeniyle, bunların menkul kıymet sayılmaması gerekir. Ancak bizim de katıldığımız görüşe göre, “belirli bir meblağı temsil etme”yi, doktrinde ileri sürüldüğü gibi “nominal değer taşıma” şeklinde yorumlamamak gerekir³. İşte katılma payları gibi potansiyel olarak menkul kıymet sınıfına girebilecek ve fakat nominal değeri bulunmayacak finansal araç türleri de vardır. O halde menkul kıymetin “belirli bir meblağı temsil etme” özelliğini, maddi veya hesaplanabilir bir değere sahip olmak şeklinde anlamak yerinde olacaktır⁴.

Borçlanma araçları bakımından bu özelliğin varlığını, ilgili Kurul Tebliği hükümlerinden açıkça tespit etmemiz mümkündür. Zira Tebliğ’de düzenlenen borçlanma araçları arasında yer alan “bono”, “kıymetli maden bonoları” ve “tahviller”e ilişkin hükümlerde, “nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren.....borçlanma aracı” ibaresi bulunmaktadır (m.3/b,1 ve m). Buradan da açıkça anlaşılmaktadır ki, borçlanma araçları belirli bir değeri veya diğer bir ifadeyle meblağı temsil eden menkul kıymetlerdir. Son dönemde yaygın biçimde bankalarca

¹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.47; **Turanboy**, Varakasız, s.73; **Babuşcu/Hazar**, s.6; **Gücenme**, Ümit, Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, TBB Yayınları, Yayın No: 181, Ankara, (Nisan) 1994, s.25; **Tekinalp**, Esaslar, s.17.

² “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”, RG: 09.07.2013, S.28702.

³ Katılma paylarının menkul kıymet sayılabilmesi için belirli bir meblağı temsil etme özelliği, “hesaplanabilir bir değeri temsil etme” şeklinde anlaşılmalıdır. III-52.1 syl. Tebliğ’e göre, fon birim pay değeri, fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilmekte ve bu değer katılma paylarının alım satımına esas teşkil eden fiyatı oluşturmaktadır (m.14/II ve III). Bu nedenle katılma paylarında belirli bir meblağ gösterilmiş olmasa da, hesaplanabilir bir meblağ temsil edilmiş olmaktadır. Dolayısıyla katılma paylarında tüm menkul kıymet özellikleri gibi “belirli bir meblağı temsil etme” özelliğinin de gerçekleştiğini kabul etmek ve söz konusu araçları menkul kıymet olarak nitelendirmek gerekir (Karş. **Destanoğlu**, Burçak Yıldız, Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara, 2004, s.66-67).

⁴ **Akbulak/Akbulak**, s.22-23; **Destanoğlu**, s.66.

ihraç edilen bono ve tahvil halka arzına ilişkin duyuru metinlerini incelediğimizde de bunu tespit etmemiz mümkündür¹.

III. YATIRIM ARACI OLARAK KULLANILMA

Doktrinde bazı yazarlar tarafından “orta ve uzun vadeli yatırım aracı olma”² şeklinde ele alınan bu özelliği, sermaye piyasamızdaki gelişmelere paralel olarak “yatırım aracı olarak kullanılma” şeklinde ifade etmeyi uygun buluyoruz.

Yatırım amacı taşımak ve yatırım aracı olarak kullanılmak, sadece menkul kıymetlerin değil, tüm sermaye piyasası araçlarının belirleyici özelliğini oluşturmaktadır³. Bu özelliğin kabul edilmesindeki amaç, para piyasası araçlarını menkul kıymet kavramının kapsamı dışına itmektir⁴. Başka bir ifadeyle, kısa vadeli finansal araçların menkul kıymet sayılmamasına çalışılmıştır. Ancak finansal piyasalardaki gelişmeler ve ekonomik düzenlemeler, kısa vadeli araçların da menkul kıymetler içinde yer almasına neden olmuştur⁵. Nitekim Türkiye’deki enflasyonist ortam, orta ve uzun vadeli borçlanma araçları ihracına olanak vermemektedir. Bu yüzden asgari vadeleri 30 güne kadar inebilen kısa vadeli borçlanma araçları menkul kıymet olarak tanımlanmış ve birer sermaye piyasası aracı haline getirilmiştir⁶.

¹ Garanti Bankası A.Ş.’nin 14-16 Mayıs 2014 tarihleri arasında iki adet bono ve bir adet tahvil halka arzına ilişkin yayımladığı Özet İhraççı Bilgi Dökümanı ve Sermaye Piyasası Aracı Notu’nda, “.....Ortaklığımızın toplam 12.000.000.000 TL tutarındaki ihraç tavanı kapsamındaki borçlanma araçlarının halka arz edilecek 375.000.000 TL nominal değerli 90 gün vadeli bono, 150.000.000 TL nominal değerli 160 gün vadeli bono ve 225.000.000 TL nominal değerli 384 gün vadeli iskontolu tahvil olmak üzere, toplam 750.000.000 TL’lik kısmının halka arzına ilişkin.....”, http://assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/izahname_ozet_mayis.pdf; İş Bankası A.Ş.’nin 14.05.2014 tarihinde Kurul’ca onaylanan borçlanma aracı halka arzına ilişkin duyuru metinlerinde de aynı şekilde; “.....Ortaklığımızın 20.000.000.000 toplam TL tutarındaki ihraç tavanı kapsamındaki borçlanma araçlarının halka arz edilecek 200.000.000 TL nominal değerli 75 gün vadeli bonolar, 500.000.000 TL nominal değerli 152 gün vadeli bonolar ve 200.000.000 TL nominal değerli 389 gün vadeli tahvillerin halka arzına ilişkin....”, <http://www.isbank.com.tr/TR/bireysel/yatirim-urunleri/duyurular/Documents/IsBankasiBonosu/20Mayis2014/HalkaArz/SPAN.pdf>, şeklindeki açıklamalardan da görüleceği üzere, bir borçlanma aracı olarak tahvil ve bonoların belirli nominal değerler üzerinden ihracı gerekmektedir.

² **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.47; **Rodoplu**, Türkiye’de Sermaye, s.143; **Rodoplu**, Para ve Sermaye, s.285; **Akbulak/Akbulak**, s.23.

³ **Tekinalp**, Esaslar, s.14, 16.

⁴ **Destanoğlu**, s.67; **Turanboy**, Varakasız, s.73.

⁵ **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.47; **Rodoplu**, Türkiye’de Sermaye, s.143; **Rodoplu**, Para ve Sermaye, s.285; **Turanboy**, Varakasız, s.73-74.

⁶ **Akbulak/Akbulak**, s.23.

Finansman bonoları, banka bonoları ve kıymetli maden bonoları bu bağlamda örnek olarak göstereceğimiz kısa vadeli borçlanma araçlarıdır.

Kanaatimizce, yatırımın vadesinin uzunluğu, menkul kıymetin yatırım aracı olma niteliğinin veya unsurunun saptanmasında önem taşımamaktadır¹. Zira menkul kıymet niteliğini kazandıran, yatırımın orta ya da uzun vadeli olması değil², yatırımın devamlılığıdır³. Örneğin son dönemde bankalarca yoğun olarak halka arz edilen bir borçlanma aracı olan bonolar, aslında para piyasasında kullanılagelen araçlar iken, sermaye piyasasında gittikçe artan kaynak gereksinimini karşılamak amacıyla, sonradan menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı niteliği verilmiş olan kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. Bonolar, birikimlerini bu araçları satın alarak değerlendirmek isteyenler açısından ise, yatırım aracı niteliği taşırlar. Zira ellerindeki fon fazlasını bonolara yatıranlar, bu girişimlerinin sonucunda bir menfaat ve kazanç sağlama arzusu içindedirler. Bonoları ihraç eden bankalar da tasarruf sahiplerine bu vaatle seslenerek onlardan ödünç para isteminde bulunurlar. Bu nedenle yatırımın nihai amacı olan kâr elde etme gayesi, banka bonolarında kesinlikle mevcuttur. Fakat bonolar, vadeleri 30 gün ile 364 gün arasında değişebilen kısa vadeli araçlardır (II-31.1/Teb.3/b). Dolayısıyla daha çok orta ve uzun vadeli yatırımlara hizmet eden klasik menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı türlerinden bu yönüyle ayrılmaktadırlar.

Bu durumun sebebi ise, bonoların aslında para piyasası aracı olmaları, bu nedenle de ayırıcı özelliği kısa vadeli fon arz ve talebini karşılaştırmak olan para piyasasına hizmet etmeleridir. Fakat para piyasası aracı olmak, bonoların menkul kıymet sayılmasına engel teşkil etmemelidir. Zira piyasaların değişen koşulları, genel anlamda finansal araç, özel olarak ise para ve sermaye piyasası aracı şeklinde iki kategoriye ayırabileceğimiz türler arasında da bir akışkanlığa yol açmıştır. Bu da sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetler arasında, para piyasası aracı niteliği gösteren araçların da yer almasına, menkul kıymet özelliklerinin de bu çerçevede

¹ Destanoğlu, s.67.

² Kurul'un yürürlükten kaldırılan V/I syl. Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği'nde (RG: 29.06.1982, S.17739, Mük.) menkul kıymetler "orta ve uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanılma" özelliğine yer verilerek düzenlenmişti (m.3). Oysa eSerPK menkul kıymetleri tanımlarken kısa, orta ya da uzun vadeli yatırım aracı olma gibi bir ayırım yapmamış, sadece yatırım aracı olma özelliğini vurgulamakla yetinmişti (m.3/b).

³ Tekinalp, Esaslar, s.16.

değişkenlik göstermesine neden olmuştur. İşte bu özelliklerden biri olan “yatırım aracı olarak kullanılma”, önceleri orta ve uzun vadeli yatırımları işaret ediyorken, bugün için kısa vadeli yatırımları da kapsayan daha geniş bir yelpazeyi ifade etmektedir. Sonuç itibarıyla tahviller gibi orta ve uzun vadeli araçların yanı sıra, bonolar gibi kısa vadeli borçlanma araçları da, aynı zamanda yatırım aracı işlevi gören birer menkul kıymet ve sermaye piyasası aracıdır.

IV. DÖNEMSEL GELİR GETİRME

Gelir getirme kıstası, sadece menkul kıymetlerin değil, tüm sermaye piyasası araçlarının edinilmesinde ana nedendir. Menkul kıymetlerin sağladığı gelir; faiz, kâr payı veya yeni pay edinme hakkı şeklinde olabilmektedir. Dönemsellik özelliği ise, gelirin oluşması için belli bir zamanın geçmesi gereğine işaret etmektedir. Bu özellik, gelirin periyodik aralıklarla ödeneceği şeklinde yorumlanmamalıdır. Zira söz konusu yorum, gelirin tamamının bir defada ödendiği menkul kıymetler için yetersiz kalmaktadır¹.

Bir menkul kıymet olarak bonolar ve tahviller için gelir getirme unsuru, söz konusu araçlara yatırım yapanların edineceği faiz hakkı şeklinde ortaya çıkmaktadır. II-31.1/Teb.33 hükmü, tahvillere ilişkin olarak Tebliğ’de düzenlenmiş bulunan faiz belirleme yöntemine ilişkin esasların, bonolarda da kıyasen uygulanacağını ifade etmektedir. Tebliğ’in ilgili hükmü uyarınca, tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, ihraca ilişkin belgelerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılar tarafından belirlenir (m.14/I). Dolayısıyla tahvil ve bono ihraççıları tarafından ihraç belgesi veya izahnamede ilan edilen oran üzerinden, yine anılan belgelerde açıklanan ödeme zamanında ve yerinde tahvil ve bono yatırımcıları faiz haklarına kavuşacaklardır. Ancak bonolara kıyasen uygulanacak olan tahvillere ilişkin bu faiz hükmü, elbette bonoların niteliğine uygun düştüğü şekilde uygulanacaktır. Bilindiği üzere bonolar, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymetlerdir (II-31.1/Teb.31/I).

¹ **Destanoğlu**, s.68. Bu özelliği, gelirin periyodik aralıklarla ödenmesi şeklinde yorumlayan aksi yöndeki görüş için bkz. **Babuşcu/Hazar**, s.6; **Parasız**, İlker, Para Banka ve Finansal Piyasalar, 7. B., Bursa, (Ocak) 2000, s.235.

Bonoların iskonto esasına tabi menkul kıymet olmalarının anlamı; bonoların nominal değerinin, bunlara yatırım yapan hak sahiplerinin vade sonunda ele geçirmeyi umdukları, anapara ile faizi içeren toplam tutarı ifade etmesidir. İskontolu sistemde, bonolar tasarruf sahiplerine tespit edilen faiz oranı üzerinden indirimli olarak satılacak, fakat vade sonunda nominal bedel kendilerine ödenecektir. Yani bonolarda faiz tutarı, iskonto oranının kalan vade süresine uygulanması sonucu peşin faiz şeklinde hesaplanıp, satış sırasında anaparadan düşülmek suretiyle, dolaylı olarak nakden ödenmiş olmaktadır¹. Bu nedenle bonoların getirisi olan faiz, iskonto esasına tabi olmayan ve faiz vaadini içeren, özellikle de vadenin uzamasına bağlı olarak belirli periyodik aralıklarla ödenen dönemsel bir kazanç niteliği göstermez. Dolayısıyla yukarıda belirttiğimiz gibi “dönemsellik” özelliğini, gelirin elde edilmesi için belirli bir zaman aralığının geçmesi şeklinde yorumlamamızda fayda vardır.

Borçlanma aracı olmakla beraber II-31.1 syl. Tebliğ’de değil, ayrı Kurul Tebliğleri’nde düzenlenen VDMK ve İDMK’ler, kira sertifikaları, teminatlı menkul kıymetler ve gayrimenkul sertifikaları da, bir menkul kıymet olmalarının doğal sonucu olarak gelir getirme özelliğine sahiptirler. III-58.1 syl. Tebliğ uyarınca, VDMK veya İDMK ihracı kapsamında yatırımcılara yapılacak ödemeler, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımlarından karşılanacaktır. Bu nakit akımlarının da ihracın dayanağı olan varlıklara ilişkin anapara ve *faiz* ödemelerinden oluştuğu yine ilgili Tebliğ hükümlerinden anlaşılmaktadır (m.9/I ve II). Teminatlı menkul kıymet yatırımcılarına yapılacak ödemeler de ihracın dayanağı kredi ve alacaklardan (teminat varlıklardan) beklenen nakit akımlarıyla yapılacaktır. Bu bağlamda III-59.1 syl. Tebliğ’de yer alan “.....VTMK ile teminat varlıkların para birimlerinin veya *faiz türlerinin (sabit veya değişken) farklı olması halinde; İTMK ihraçlarında ise her durumda stres testi ölçümü yapılması zorunludur*” hükmü, anılan borçlanma araçlarının da faiz içerdiğini göstermektedir (m.18/II). Kira sertifikaları ve tahvillerin kâra katılmalı olarak ihraç edilen türlerinde ise gelir getirme özelliği, faiz şeklinde değil, bu araçların yatırımcılarına gelirden yahut net dönem kârından pay verme şeklinde karşımıza çıkar (II-31.1/Teb.16; III-61.1/Teb.4/IV). Tahviller açısından bu getiri, faaliyet dönemi sonunda oluşan ortaklık net dönem kârına katılma şeklinde olduğu için dönemsellik

¹ **Aytaç**, Banka Bonoları, s.49-50.

özelliği taşımaz. Ancak kira sertifikalarında ihraççının yatırımcılara ödediği gelir yine dönemsel olma özelliği gösterir. Gayrimenkul sertifikaları için bu gelir getirme özelliği ise, sertifikalara karşılık gelen kat mülkiyeti kapsamındaki bağımsız bölümlerin satılması sonucu elde edilen tutarın yatırımcılara dağıtılması, şeklinde olduğundan, yine dönemsellik göstermeyen bir getiri niteliğindedir (VII-128.2/Teb.8/II). Yukarıda bir menkul kıymetin gelir getirme özelliğinin, yeni pay edinmeyi mümkün kılarak da gerçekleştirilebileceğine değinmiştik. DET ve PDT yatırımcılarının seçimlerini bu yönde kullanmaları durumunda, anılan borçlanma araçları bakımından gelir getirme özelliği de bu kapsamda oluşacaktır (II-31.1/Teb.3/d ve I; 17-30).

V. MISLİ NİTELİKTE OLMA

Misli nitelikte olma, en genel anlamıyla bir şeyin yerini aynı cinsten bir diğerrinin alabilmesidir¹. Bu özellik, menkul kıymetin yerine aynı cinsten diğerr bir menkul kıymeti ikame etme imkanının bulunduğunu ve çeşitli ölçülere göre misli hale getirilebildiğini ifade etmektedir². Kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetlerin misli nitelikte olabilmeleri ise, parça ve sayı itibariyle belirli bir hale getirilebilmelerine bağlıdır. Örneğin bir anonim şirketin farklı seri numaralı tahvilleri, birbirinin yerine geçebildiği takdirde misli kabul edilmelidir³. Menkul kıymetlerin misli niteliği; aynı ihraççı tarafından, aynı hukuki temele (ortaklık veya alacaklılık ilişkisine) dayanarak çıkarılmalarına ve aynı cins hak ve borçları temsil etmelerine bağlıdır⁴. Bu durumda, söz konusu özelliklere sahip menkul kıymetlerden birisi veya diğerr arasında, sağladığı haklar bakımından fark olmayacak, dolayısıyla hak sahibinin hangisine sahip olduğu da önem taşımayacaktır⁵.

Sermaye piyasasından fon temini amacıyla olan kuruluşlarca ihraç edilen borçlanma araçlarının temelinde, ihraççılar ile yatırımcılar arasındaki alacaklılık veya ortaklık ilişkisi yatmaktadır. Örneğin büyük rakamlara ulaşan bir tahvil ya da bono ihracında, her bir tahvilin ya da bononun temelinde aynı hukuki ilişki yatmaktadır. Oysa

¹ **Turanboy**, Varakasız, s.74.

² **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.48.

³ Bir anonim şirkette seri numarası 1-35 olan 35 adet tahvilin yerini, aynı anonim şirketin 300-355 seri numaralı tahvilleri alabilir (**Tekinalp**, Esaslar, s.14).

⁴ **Turanboy**, Varakasız, s.74; **Akbulak/ Akbulak**, s.24.

⁵ **Akbulak/Akbulak**, s.24; **Babuşcu/ Hazar**, s.5.

menkul kıymet niteliğinde olmayan ve TTK’da kambiyo senetleri arasında düzenlenen bir kıymetli evrak türü olan bonolarda durum tam tersidir. Kambiyo senedi niteliğindeki birden fazla bonoda, hukuki unsurlar aynı olsa bile, bu bonoların her biri farklı hukuki ilişkilerden doğan alacakları ya da aynı hukuki ilişkiden doğan farklı alacakları temsil etmektedirler. Aynı hukuki ilişkiden kaynaklanmayan evrak ise, misli nitelikte kabul edilemez ve birbirlerinin yerine ikame olunamaz¹. Oysa sermaye piyasası aracı olarak ihraç edilen bonolar, tahviller ve diğer borçlanma araçları, her biri aynı alt ilişkiye dayandığından, adeta bir bütünün parçasını teşkil etmektedirler. Her bir araç, kambiyo senetlerinde olduğu gibi, sadece hukuki unsurları itibariyle değil, içerik olarak da birbirinin aynıdır. Yani bütünlük teşkil eden bir bono ya da tahvil ihracında, her bir bono ya da tahvilin ihraççısı ya da diğer deyimle borçlusu aynı olduğu gibi, vadesi, ödeme yeri/zamanı, sağladığı haklar ve yüklediği borçlar da aynıdır. Bu durum borçlanma araçlarının misli nitelikte sayılmalarına ve birbirlerinin yerine ikame edilebilmelerine olanak sağlamaktadır.

İşte bu durumda borçlanma araçlarının ayrı tertipler halinde ihraç edilmeleri veya farklı seri numaraları taşımaları, nama yazılı olmaları ve nominal değerlerinin farklı olması dahi, onların misli niteliğini etkilemez². Ayrıca mislilik niteliği, borçlanma araçlarının borsada alınıp satılabilmelerini ve aracılık işlemlerine konu olmalarını sağlar³.

VI. SERİ HALİNDE ÇIKARILMA

Menkul kıymetler, misli nitelikte olmalarının bir sonucu olarak seri halinde çıkarılmaktadırlar⁴. Seri halinde çıkarılma, menkul kıymetlerin müteselsil (birbirini takip eden) şekilde numaralandırılması veya rumuzlanmasını, yani kısaca seri numaraları taşımalarını ifade etmektedir⁵. Seri halinde çıkarılma, çoğu durumda menkul kıymetlerin çok sayıda çıkarılması sonucunu da beraberinde getirir. Nitekim bu özellik, doktrinde bazı yazarlar tarafından “çok sayıda ve seri halinde çıkarılma” şeklinde ifade

¹ **Turanboy**, Varakasız, s.75.

² **Turanboy**, Varakasız, s.75; **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.48.

³ **Tekinalp**, Esaslar, s.15.

⁴ **Karahan/Ünal**, Şirketler, s.704.

⁵ **Aytaç**, Sermaye Piyasası, s.75; **Destanoğlu**, s.70.

edilmiştir. Bu yazarlara göre menkul kıymetler, seri halinde¹ ve çok sayıda ihraç edilip halka satılan “kitle senetleri” niteliğindedir². Gerçekten de uygulamada menkul kıymetler, kambiyo senetleri gibi tek bir ticari ilişki için ve az sayıda değil, nitelikleri gereğince çok sayıda ihraç edilmektedir³. Sermaye piyasası uygulaması açısından “çok sayıda çıkarılma”, menkul kıymetlerde sıkça rastlanan bir özelliktir. Ancak çok sayıda çıkarılmanın belli bir kriteri yoktur. Bu durum her ülkede ve olayda, sermaye piyasasının şartlarına göre değişiklik gösterebilmektedir⁴.

Borçlanma araçları, piyasa uygulamalarının uzun bir döneminde, küçük ama çok sayıda yatırımcıya hitap edip küçük birikimlerden büyük meblağlara ulaşan bir sermaye teminini hedef almamışlardır. Bu nedenle de çok sayıdaki yatırımcının satın alabileceği makul satış fiyatları ile ihraç edilmek yerine; az sayıda, mali bünyesi güçlü ve büyük yatırımcı gruplarını hedef alan, yüksek bedeller üzerinden ve blok halinde ihraç edilip satışa sunulan finansal araçlar olmuşlardır. Uygulamada hem yatırımcılar tarafından çok fazla bilinmediği için tercih edilmeyen, hem de ihraççılarca az sayıda ve büyük miktarlarda ihraç edilen borçlanma araçları, bu dönem itibarıyla seri halinde ve çok sayıda ihraca elverişli menkul kıymetler arasında olamamışlardır. Çünkü daha çok ikili ilişkiler bazında düzenlendikleri için, az sayıda çıkarılmışlardır. Ancak son dönemde, özellikle tahvil ve bonoların, menkul kıymet sayılmanın gerektirdiği seri halinde ve çok sayıda ihraç özelliğine uygun bir piyasa uygulamasına sahip olduklarını görüyoruz. Örneğin Garanti Bankası A.Ş. 14-16 Mayıs 2014 tarihleri arasında halka arz ettiği 375.000.000 TL nominal değerli 90 gün vadeli bono ve 225.000.000 TL nominal değerli 384 gün vadeli tahvile ilişkin yaptığı duyurularda, minimum talep tutarının 1000 TL olduğunu ve talep adımlarının 1TL nominal değer ve katları şeklinde ilerleyeceğini

¹ Tek tek çıkarılan senetler, sermaye piyasasına uygun nitelikte bir araç olamazlar. Bu nedenle seri halinde çıkarılan senetlerin bir diğer adı da “sermaye piyasası senetleri” (*wertpapiere des kapitalmarkts*) dir (Aytaç, Sermaye Piyasası, s.48). Aynı yönde bkz. Akbulak/Akbulak, s.24; Babuşcu/ Hazar, s.6.

² Aytaç, Sermaye Piyasası, s.48; Rodoplu, Türkiye’de Sermaye, s.144; Rodoplu, Para ve Sermaye, s.286; Akbulak/Akbulak, s.24; Babuşcu/Hazar, s.6; Gücenme, s.25; Parasız, Finansal Piyasalar, s.235. Bu durum, 3794 syl. K. ile Değişik eSerPK’dan önce menkul kıymetin özelliklerini tespit için başvurulmuş V/1 syl. Tebliğ’de, “çok sayıda ve seri halinde çıkarılma” koşuluna yer verilmiş olmasından ileri gelmekteydi (m.3). 3794 syl. Kanun değişikliği sonrasında ise eSerPK’da, menkul kıymetin özellikleri arasında “seri halinde çıkarılma” sayılmış, ancak çok sayıda çıkarılmaya ilişkin bir ibareye yer verilmemişti (m.3/b).

³ Destanoğlu, s.70; Babuşcu/Hazar, s.6; Rodoplu, Türkiye’de Sermaye, s.144; Rodoplu, Para ve Sermaye, s.286; Gücenme, s.25; Parasız, Finansal Piyasalar, s.235.

⁴ Akbulak/Akbulak, s.24; Aytaç, Sermaye Piyasası, s.48.

belirtmiştir. Buradaki 375 ve 225 milyon TL toplam ihraç tutarını ifade etmekte, 1 TL ise toplamda ihraç edilen tutarın her bir bono ve tahvile düşecek birim değerini yansıtmaktadır. Bu durumda $375 \text{ milyon} \div 1,00 = 375 \text{ milyon adet bono}$ ve $225 \text{ milyon} \div 1 = 225 \text{ milyon adet tahvil ihraç edecek demektir}^1$.

Burada bir hususu daha belirtmek gerekirse, seri halinde çıkarılma özelliği, bir menkul kıymet olarak borçlanma araçları üzerinde daha çabuk ve kolay işlem yapılmasını mümkün hale getirir. Borçlanma araçları üzerindeki işlemlerin çabuk ve kolay yapılabilmesi de bunların piyasada yüksek bir tedavül gücüne sahip olmalarını sağlar².

VII. AYNI İBARELERİ TAŞIMA

Misli nitelikte olmaları ve seri halinde çıkarılmalarının doğal bir sonucu olarak, menkul kıymetlerin ibareleri de aynı olmalıdır³. Aynı hukuki temele dayanarak seri halinde çıkarılan menkul kıymetlerde, nominal değer ve hamilin adı gibi ayırıcı özelliklerin dışında, ibarelerin aynı olması genel bir özelliktir⁴. İbarelerin aynı olması, aynı tertip ve serideki menkul kıymetlerin aynı ifadeleri taşımaları gereğini belirtmektedir⁵. Dikkat edilirse bu özellik, menkul kıymetin misliliği ve seri halinde çıkarılmasıyla da bağlantılıdır. Esasen menkul kıymetlerin çok sayıda çıkarılmalarına bağlı olarak standartlaştırılmaları, ihraççılar bakımından pratik bir zorunluluk olarak da görülebilir⁶.

Bu bağlamda özellikle son dönemde halka arz oranları artan menkul kıymetler olarak borçlanma araçlarının, çok sayıda ve seri halinde ihraç edildikleri ve seri halinde ihracın gereği olarak da aynı ibareleri içerdikleri görülmektedir. Ayrıca borçlanma araçlarının ayrı tertipler halinde ve farklı seri numaraları ile çıkarılmaları, nominal

¹ http://www.garanti.com.tr/tr/garanti_hakkinda/garantiden_haberler/2014/mayis/tahvil_bono_ihraci.

² Karş. Özkorkut, Korkut, Türk Hukuku'nda Depo Sertifikaları, 1. B., Ankara, 2003, s.56.

³ Karahan/ Ünal, Şirketler, s.705.

⁴ Akbulak/Akbulak, s.24.

⁵ Aytaç, Sermaye Piyasası, s.49; Turanboy, Varakasız, s.75.

⁶ Akbulak/Akbulak, s.24-25; Babuşcu/Hazar, s.5.

değerlerinin farklı olması ya da nama, emre, hamiline yazılı olmaları, “aynı ibareleri taşıma” özelliğinin varlığını etkilememektedir¹.

VIII. ŞARTLARI KURUL TARAFINDAN BELİRLENME

Bir sermaye piyasası aracının menkul kıymet sayılabilmesi, söz konusu araca ilişkin şartların ve esasların Kurul’ca belirlenmesini de gerektirir. Aslında bu özellik ya da unsur, diğer unsurların mevcudiyetinin tabii bir sonucu olarak düşünmek gerekir. Bilindiği üzere Kurul’un, SerPK.128/I, (e) bendinin verdiği yetkiye dayanarak, sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni araçlar –ve sermaye piyasası aracı türlerinden biri olarak menkul kıymetler– ihdas etme yetkisi mevcuttur. Kurul’un bu yetkisini kullanırken menkul kıymet kavramının unsurlarını esnek biçimde yorumlamaya dikkat ederek, sermaye piyasasının ihtiyaçlarını karşılamaya özen göstermesi gerekir. Bu bağlamda, borçlanma araçlarının bütün türleri, yukarıda zikrettiğimiz menkul kıymet unsurlarını tam anlamıyla bünyesinde barındırmasa da, sermaye piyasamızın yeni araçlara olan gereksinimi karşısında, Kurul’ca sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmişlerdir. Dolayısıyla SPK, SerPK.128/I, (e) hükmü ile kendisine verilen “sermaye piyasası araçlarına –ve bu kapsamda menkul kıymetlere- ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve denetlemek” yetki ve görevini, II-31.1 syl. Tebliğ ile borçlanma araçları için de yerine getirmiştir.

¹ Akbulak/Akbulak, s.25; Destanoğlu, s.71.

İKİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACI, HALKA ARZI VE HUKUKİ İŞLEMLERE KONU OLMASI

§4. BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACI

I. BORÇLANMA ARACI İHRACI VE İHRAÇÇISI KAVRAMLARI

SerPK.3/ğ hükmü uyarınca ihraç kavramı, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını¹ ifade etmektedir. Borçlanma araçlarının sermaye piyasası mevzuatımız açısından “sermaye piyasası aracı” nitelikleri sabittir. Dolayısıyla SerPK m.3/ğ’de ihraç kavramına ilişkin yapılan tanımlama, borçlanma aracı ihraçlarını da kapsayan bir genel hüküm niteliğindedir. Ancak SerPK.128/1,(e) bendi hükmü uyarınca, sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenleme ve denetleme görevi SPK’ya verilmiştir. Dolayısıyla bu konuda Kurul’ca yapılan düzenlemelerin de göz önünde bulundurulması gerekir. Kurul’un bu konuda yayımladığı ve tez konumuzu da kapsamına alan düzenleme, II-31.1 syl. Tebliğ’dir. Bu Tebliğ’de de ihraç kavramı SerPK’dakine paralel olarak; borçlanma araçlarının

¹ “Satış” kavramı SerPK’da tanımlanmamıştır. Amerikan Hukuku’nda 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*) 2. maddesi (a) bendi, 3. alt paragrafı hükmünde bir sermaye piyasası aracı satışının ne anlama geldiği açıkça ifade edilmektedir. Bu hüküm uyarınca satış; “*bir sermaye piyasası aracının bir ivaz için satışı veya elden çıkarılması (mülkiyetinin devri) dir*”. Anılan düzenleme gereğince bir sermaye piyasası aracı karşılığında aynı sermaye konulması da bu Kanun anlamında satış sayılmaktadır (**Kütükçü**, Doğan, Sermaye Piyasası Hukuku, C.I, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 2004, s.451). Ülkemizde eSerPK’nın yürürlüğü süresince, sadece hisse senetleri için ve satışın halka arz yoluyla yapılmadığı durumlara özgü olarak aynı sermaye konulması mümkündü ve bu durum işlemin satış niteliğini etkilememekteydi. Ancak bunun haricinde söz konusu olabilecek bütün ihtimaller açısından tam ve nakden ödeme ilkesi geçerli idi (m.7/III, c.1). SerPK da ihraç olunan pay bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi zorunluluğuna ilişkin prensibi aynen devam ettirmektedir (m.12/I, c.1). SerPK’da paylar dışında kalan diğer menkul kıymetler ve sermaye piyasası araçları ve bu kapsamda borçlanma araçlarının nakden satışına ilişkin açık bir hüküm yoktur. Ancak TTK.504/I’de, *borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslimi anında tamamen ödenmesi şarttır*, hükmü yer almaktadır. Ayrıca SerPK çerçevesinde Kurul’ca oluşturulmaya çalışılan ikincil mevzuat arasında yer alan II-5.2 syl. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nde (RG: 28.06.2013, S.28691) de nakden ödeme esası vurgulanmıştır. Tebliğ uyarınca, “*yatırımcılar satın almak istedikleri sermaye piyasası aracının bedelini, ihraça ilişkin belgelerde yer alan süre içinde ilgili banka hesabına aktarılmak üzere yatırırlar*” (m.5/V). Borçlanma araçları da geniş anlamda birer sermaye piyasası aracı olarak bu hükme tabi olacak ve yatırımcılar almak istedikleri tutarda araca ilişkin bedeli nakit olarak ödeyeceklerdir. Nakit ödeme esas olmakla birlikte, Kurul, kamu borçlanma araçları, döviz, mevduat, borsada işlem gören özel sektör borçlanma araçları ile kira sertifikaları ve yüksek likiditesi olan uygun göreceği benzer varlıkların blokajı yoluyla ödemeye de izin verebilir (II-5.2/Teb.5/VI).

ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya edilmeksizin satışı biçiminde tanımlanmıştır (m.3/g).

Borçlanma aracı ihracı, bunların ihraççıları tarafından çıkarılıp sahiplerine verilmesi veya sermaye piyasasına arz edilmesidir. İhraç sözcüğü esasında seri halinde, yığınla çıkarılan menkul kıymetler için kullanılsa da, tek bir borçlanma aracının sahibine verilmesi şeklinde gerçekleştirilen bireysel satış işlemleri de ihraç kavramı içerisinde düşünülmek gerekir. Ayrıca borçlanma aracı ihracı ifadesiyle, anılan menkul kıymetlerin sermaye piyasasına arzı için yapılması gereken işlemlerin tümü de kastedilmektedir¹. Borçlanma aracı ihraç etme işlemi, bir başka kişi için yatırım sözleşmesi niteliğinde olup, onun yararına bir hak yaratmak demektir².

Borçlanma aracı ihracı, zorunlu olarak beraberinde borçlanma aracı ihraççısı kavramını da gündeme getirmektedir. SerPK açısından ihraççı³ kavramı; sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurul'a başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu kanuna tabi yatırım fonlarını ifade etmektedir (m.3/h). Borçlanma araçları bakımından ihraççı statüsü, SerPK'nın ilgili hükmü yanında, borçlanma araçlarına ilişkin II-31.1 syl. Tebliğ ve burada yer almayan diğer borçlanma araçlarına ilişkin tebliğler çerçevesinde tespit edilmelidir. II-31.1 syl. Tebliğ'in m.3/g hükmünde ihraççı kavramı SerPK hükmüne paralel olarak, *“borçlanma araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurul'a başvuruda bulunan veya borçlanma araçları halka arz edilen tüzel kişiler”* şeklinde tanımlanmıştır. Bu çerçevede anonim ortaklıklar, bankalar, kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler

¹ **Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.564, N.1094c.

² **Kütükçü**, Sermaye Piyasası, s.451.

³ “İhraç” kavramı ile birlikte ele alındığı takdirde “ihraççı”, menkul kıymetleri ya da diğer sermaye piyasası araçlarını satan şirket, teşebbüs, kuruluş, idare ve işletmeleri ifade eden bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır ve anılan kavramlar (ihraç/ihraççı) açısından buradaki satışın halka arz yoluyla yapılıp yapılmamasının bir rolü bulunmamaktadır. Bunun tek istisnasını ise paylar oluşturmaktadır. Eğer halka açık olmayan bir anonim şirket, pay ihraç edip de bunları halka arz etmeksizin satıyor ise, o takdirde bu işlem SerPK'nın dışında kalacağından, söz konusu payları çıkaran anonim şirket de SerPK anlamında bir ihraççı olarak nitelendirilemeyecektir (SerPK.2/I, c.son). Bu durumda ihraççı, pay dışındaki her türlü sermaye piyasası aracını çıkaran ve halka arz etmeden dahi satan şirket, teşebbüs, kuruluş, idare ve işletmelerdir (**Yanlı**, Kamunun Aydınlatılması, s.11-12). Borçlanma araçları, pay dışında kalan ve borçlanmayı temsil eden, menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası araçlarıdır. Dolayısıyla bunların halka arz edilmeden, sadece belirli nitelikteki ve sayıdaki bir yatırımcı kitlesine satılması durumu bile, gerek söz konusu işlemin “ihraç” niteliğinde ve gerekse anılan menkul kıymetleri çıkaran kuruluşların “ihraççı” niteliğinde herhangi bir değişiklik yaratmayacaktır.

gibi tüzel kişiliğe sahip tüm kuruluşlar borçlanma aracı ihraç edebilecektir. Ancak bazı borçlanma araçları bakımından ihraççının niteliği özel olarak belirlenmiş olup, sadece bu nitelikteki kuruluşlarca ihraç mümkündür. Bu bağlamda;

i) Kıymetli maden bonoları, kıymetli madenin işlem gördüğü borsalara üye olan kıymetli maden aracı kurumları tarafından ihraç edilebilir (II-31.1/Teb.3/1).

ii) VDMK'ler varlık finansmanı fonu tarafından ihraç edilebilir (III-58.1/Teb.4/1). Varlık finansmanı fonu, VDMK'ler karşılığında toplanan paralarla, VDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlığını, ifade eder (SerPK.60/I; III.58.1/Teb.3/u).

iii) İDMK'ler ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilebilir (III-58.1/Teb.4/1). İpotek finansmanı kuruluşu, konut ve varlık finansmanı kapsamında, türleri ve nitelikleri Kurul'ca belirlenen varlıkların devralınması, devredilmesi, devralınan varlıkların yönetimi ve varlıkların teminat olarak alınması ile Kurul'ca uygun görülen diğer faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla kurulan anonim ortaklıkları, ifade eder (SerPK.60/I; III-58.1/Teb.3/u).

iv) VTMK'ler, bankalar, ipotek finansmanı kuruluşları, finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri, GYO'lar, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ile nitelikleri Kurul'ca belirlenecek diğer kuruluşlarca ihraç edilebilir (III-59.1/Teb.5/II).

v) İTMK'ler yalnızca konut finansmanı ve ipotek finansmanı kuruluşlarınca ihraç edilebilir (III-59.1/Teb.5/II).

vi) Kira sertifikaları ihracında sadece VKŞ'ler yetkilidir (SerPK.61/1; III-61.1/Teb.3/h). VKŞ'ler, münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan anonim ortaklık şeklinde kurulmuş sermaye piyasası kurumlarıdır (SerPK.61/II; III-61.1/Teb.3/ö).

vii) Gayrimenkul sertifikaları bakımından ihraççılar ise, sertifika ihraç eden veya ihraç etmek üzere Kurul'a başvuruda bulunan anonim ortaklıklar ile kendi

mevzuatları uyarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları, şeklinde belirlenmiştir (VII-128.2/Teb.3/k).

İhraççı Kuruluşlar (Genel Olarak)	Bazı Borçlanma Araçları Bakımından Özel Olarak Belirlenen İhraççı Kuruluşlar	
-Borçlanma araçlarını ihraç etmek üzere Kurul'a başvuruda bulunan veya -Borçlanma araçları halka arz edilen <u>Tüzel Kişiler</u>	Kıymetli Maden Bonoları	Kıymetli Maden Aracı Kurumları
	VDMK	Varlık Finansmanı Fonu
	İDMK	İpotek Finansmanı Kuruluşu
	VTMK	-Bankalar -İpotek finansmanı kuruluşları -Finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri -GYO - Kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları
	İTMK	-Konut finansmanı kuruluşları -İpotek finansmanı kuruluşları
	Kira Sertifikaları	VKŞ
	Gayrimenkul Sertifikaları	-Anonim ortaklıklar -Kendi mevzuatları uyarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları

II. YETKİLİ ORGAN

SerPK.31/III hükmünde, borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ihraç yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebileceği düzenlenmiştir. Bu hükmü TTK.504 ile birlikte yorumladığımızda, borçlanma aracı ihracında yetkili karar organının genel kurul olduğu sonucuna ulaşırız. TTK.504'e göre, her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esasları üzerine düzenlenenler de dahil diğer borçlanma senetleri, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararıyla çıkarılabilir. Aynı zorunluluk II-31.1 syl. Tebliğ'de de öngörülmüştür (m.5/I).

Esas sözleşmede açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmemişse, halka açık ortaklıklar TTK.418, halka açık olmayan ortaklıklar ise TTK.421/III ve IV'teki nisaplarla karar alır (II-31.1/Teb.5/I). Kanaatimizce halka kapalı ortaklıklar bakımından ağırlaştırılmış nisaplar öngörülerek borçlanma aracı ihracının zorlaştırılması yerinde değildir. Her iki tür bakımından genel kurul, olağan toplantı ve karar nisaplarıyla karar verebilmeliydi.

Esas itibarıyla borçlanma aracı ihracında yetkili organ genel kurul olmakla birlikte, bu yetkinin yönetim kuruluna devri mümkündür. SerPK uyarınca ihraç yetkisi esas sözleşme ile yönetim kuruluna süreli veya süresiz olarak devredilebilir (m.31/III). Bu durumda ilgili esas sözleşme maddesinde yönetim kurulunun borçlanma aracı ihraç yetkisine sahip olduğu hususuna açıkça yer verilir (II-31.1/Teb.5/II). Burada halka kapalı ve açık ortaklıklar bakımından yine bir farklılık yaratılmış ve halka kapalı ortaklıklarda genel kurulun ihraç yetkisini en çok onbeş ay için yönetim kuruluna bırakabileceği, TTK.505'e atıf yapılmak suretiyle II-31.1 syl. Tebliğ'de düzenlenmiştir (m.5/III). Halka açık ortaklıklar bakımından SerPK.31/III gereği bu yetki devri süresiz olabilecektir. Nisaplarda olduğu gibi yetki devri bakımından da ihraç prosedürünü gereksiz olarak zorlaştırıp yavaşlatacak böyle bir ayırım yapılması isabetli olmamıştır. Zira sermaye piyasasının gelişiminde, menkul kıymetlerin ve sermaye piyasası araçlarının kolay ve hızlı bir ihraç prosedürüne tabi olması çok önemlidir. Bu bakımdan olması gereken, ihracın hantal bir yapıya sahip genel kurul yerine yönetim kurulunun yetkisine bırakılmasıdır. Gerek ihraççılar için önemli bir fon toplama kaynağı ve

gerekse sunduğu alternatif getiri ve vade imkanlarıyla tasarruf sahipleri için cazip bir yatırım aracı olarak borçlanma araçları bakımından da aynı tespitleri yapmamız kaçınılmazdır. Zira yönetim kurulu, şirket için kredi almak gibi bir borçlanma işlemini tek başına yapabiliyorken, daha avantajlı ve ucuz bir finansman yöntemi olan borçlanma aracı ihracını neden gerçekleştirememekte veya bu yetkisi neden belirli süreyle sınırlanmak istenmektedir? Bu soruya verilecek mantıklı bir cevap bulmak zordur.

Halka açık bir ortaklık genel kurul kararıyla veya yönetim kurulu kararıyla ihraç yapılıyorsa, yetkili organ kararında asgari olarak, ihraç edilmesi planlanan borçlanma araçlarının azami tutarı ile satışın halka arz edilerek ve/veya halka arz edilmeksizin yapılacağı hususuna yer verilmesi zorunludur (II-31.1/Teb.5/V,a). TTK'ya tabi halka kapalı ortaklıklar tarafından genel kurulca veya azami onbeş aylık bir süre için yönetim kurulunca alınan bir karar söz konusu ise, bu kararda, ihraç edilmesi planlanan borçlanma araçlarına ilişkin tüm hüküm ve şartlara yer verilmesi zorunludur (II-31.1/Teb.5/V, b-c; TTK.504). Tebliğ burada TTK'ya uyum sağlayarak bu kanuna tabi ihraççıların alacağı ihraç kararı bakımından asgari içeriği, borçlanma araçlarının cinsi, tutarı, sağladığı haklar, tabi olduğu şartlar ve itfa hükümleri gibi ihraca ilişkin tüm hüküm ve şartlar, şeklinde tespit etmiştir¹.

Görüldüğü üzere kanun koyucunun borçlanma aracı ihracı hususunda halka kapalı ortaklıklar bakımından koruyucu ve muhafazakar eğiliminin burada da devam ettiğini görüyoruz. Oysa SerPK'ya tabi ihraççılar bakımından, ihraca ilişkin yetkili organ kararında belirlenenler dışındaki koşulların tespiti amacıyla, ihraççının başka bir organı, birimi veya kişiler yetkilendirilebilir (II-31.1/Teb.5/VI). İhracın tüm durumları kapsar şekilde kolaylaştırılıp basitleştirilmesi gereği karşısında, organ kararının asgari içeriği bakımından yapılan bu ayrımın da anlamsız ve yapay olduğunu düşünüyoruz.

¹ bkz. Gerekçe, TTK.504.

III. İHRAÇ LİMİTİ

A. HALKA KAPALI ANONİM ORTAKLIKLARDA

Halka kapalı anonim ortaklıkların ihraç limiti hususunda TTK.506 hükmü, borçlanma araçlarının toplam tutarının, sermaye ve bilançoda yer alan yedek akçeler ile kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonlarının toplamını aşamayacağı, ancak SerPK ile ilgili mevzuat hükümlerinin saklı olduğunu düzenlemektedir¹. Kanaatimizce borçlanma araçları bakımından genel bir borçlanma sınırı öngörülmesindeki amaç, sermayenin korunması ilkesi ile açıklanabilir. Fakat kanun koyucu bu hususta sermaye piyasasına ilişkin özel hükümleri saklı tutmuştur. Zira her durumda geçerli genel bir borçlanma limiti tespiti, sermaye piyasasının ve bu piyasada önemli bir yeri olan borçlanma araçlarının sürekli değişen dinamik yapısına uygun değildir.

Bu durumda halka kapalı ortaklıklar için de ihraç limiti, halka açık ortaklıkların tabi olduğu SerPK.31/I hükmü çerçevesinde Kurul’ca tespit edilecektir. Hükümde Kurul’un ihracın, ihraççıların ve ihraç edilen aracın niteliğine göre farklı limitler belirleyebileceği düzenlenmiştir. Kurul halka kapalı ortaklıklar bakımından bu yetkisini, en fazla özkaynak tutarının üç katı kadar borçlanma aracı ihraç edilebileceği, şeklinde belirlemiştir. Ortaklığın konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda ise ana ortaklığa ait özkaynak tutarı dikkate alınacaktır (II-31.1/Teb.9/III, b).

B. HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA

SerPK.31/I hükmü çerçevesinde halka açık ortaklıklarda borçlanma aracı ihraç limitinin hesaplanmasında, Kurul’un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanmış ve bağımsız denetime tabi tutulmuş son hesap dönemine ilişkin yıllık finansal tablolar esas alınır (II-31.1/Teb.9/I).

Kurul, aşağıda belirteceğimiz durumlarda, ihraç limitinin hesaplanmasında yıllık finansal tablolar yerine ara dönem finansal tabloları esas almıştır:

¹ Hükümde borçlanma araçları için genel bir borçlanma sınırı öngörülmektedir. Bu sınır bugüne kadar hukukumuzda uygulanan ölçütler dikkate alınarak oluşturulmuştur (Gerekçe, TTK.506).

i) İhraççının talebi üzerine ihraç limitinin hesaplanmasında yıllık finansal tablolar yerine, Kurul'un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanarak ilan edilmesi gereken en son ara dönem finansal tabloların esas alınması mümkündür. İlgili ara dönem finansal tabloların ihraç limiti hesabında kullanımı için özel bağımsız denetimden geçirilmiş olması gerekir.

ii) Kurul düzenlemeleri uyarınca ara dönem finansal tablolarını hazırlama ve KAP'ta¹ ilan etme yükümlülüğü olan ihraççıların, başvuru tarihi itibarıyla yayınlanması gereken en yakın ara dönem finansal tabloları itibarıyla hesaplanan ihraç limitinin yıllık finansal tablolar üzerinden hesaplanan ihraç limitinden düşük olması durumunda, limit hesabında söz konusu ara dönem finansal tablolar esas alınmalıdır. Özel mevzuatları uyarınca ara dönem finansal tablo hazırlama yükümlülüğü olan ihraççılar için de aynı esas uygulanır. Kâr payı ödemesi veya benzer işlemler sonucunda ara dönem finansal tablolar itibarıyla hesaplanan ihraç limitinin yıllık finansal tablolar üzerinden hesaplanan ihraç limitinden düşük olması durumunda, ihraççı talebi üzerine ve Kurul'ca uygun görülmesi şartıyla limit hesabında yıllık finansal tablolar esas alınabilir. (II-31.1/ Teb.9/II).

Yukarıdaki hükümlerden anladığımız üzere Kurul, ihraççıların en güncel finansal durumuna göre bir limit belirlenmesi amacıyla hareket ederek, finansal gücü aşacak gerçekçi olmayan bir limit dahilindeki ihraçların önünü almaya çalışmıştır. Söz konusu ara dönem finansal tablolar için özel bağımsız denetim zorunluluğu öngörülmesi de bu bağlamda yerinde bir tedbirdir. Kurul bu hususta bir ayrıma gitmiş ve ara dönem tablolarını ilan yükümlülüğü olan ihraççılar ile özel mevzuatları uyarınca ara dönem finansal tablo hazırlama yükümlülüğü olan ihraççıların limit hesabında ara dönem tabloların kullanımını zorunlu tutmuştur. Bunun dışındaki hallerde ise ihraççının ara dönem yerine yıllık finansal tablolarının limit hesabında kullanımını, talep ve kendisinin uygun bulması koşullarına bağlamıştır.

¹ KAP : Mevzuat uyarınca kamuya açıklanması gerekli olan bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir (İzahname Tebliği m.4/j).

Yukarıda belirttiğimiz finansal tabloların esas alınacağı halka açık ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının beş katını geçemez. Ortaklığın konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda ana ortaklığa ait özkaynak tutarı dikkate alınır. Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak, notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu¹ alan ve 5411 syl. Bankacılık Kanunu'nda tanımlanmış olan bankalar ve finansal kuruluşlar ile 6361 syl. Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu'nda tanımlanmış olan şirketlerin, yukarıda belirttiğimiz şekilde hesaplanacak ihraç limitleri yüzde yüz oranında artırılır. Bankalar ve finansal kuruluşlar ile 6361 syl. Kanun'da tanımlanmış olan şirketler tarafından yurt dışında yapılacak ihraçlarda uygulanmak üzere, ihraççının talebi ve Kurul'ca uygun görülmesi üzerine, hesaplanmış ihraç limitinin yüzde ellisini aşmamak üzere ek ihraç limiti verilebilir (II-31.1/Teb.9/III, a-c ve ç bentleri). İhraççının derecelendirme notunun, yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notunun altına düşmesi durumunda, ihraççı tarafından ihraç tavanının güncellenmesi amacıyla Kurul'a bildirimde bulunulması zorunludur. Bu durumda yeni borçlanma aracı ihracı, güncellenmiş ihraç tavanı dahilinde gerçekleştirilir (II-31.1 sa. Tebliğ m.9/IX, X).

Kurul'un ihraç limiti hususunda yüksek kredi derecelendirme notu alan finansal kuruluşların ihraç limitinin artırılması ve yurt dışı ihraçları teşvik amacıyla ek

¹ Kredi derecelendirmesi, bir kişi, şirket veya ülkenin kredi itibarının belirlenmesidir. Bu derecelendirme bir borçlunun kredi geçmişi hakkında yapılan bir değerlendirme olabileceği gibi, potansiyel bir borçlunun borcunu geri ödeyebilme yeteneğinin değerlendirmesi de olabilir. Bir şirketin kredi derecelendirmesi, potansiyel yatırımcılar için tahvil ve benzeri borçlanma araçları hakkında mali bir göstergedir. Bu derecelendirmeler Standard & Poor's, Moody's veya Fitch Ratings gibi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır. Türkiye'de Kredi Kayıt Bürosu, tüketici bilgilerini derleyerek kişisel kredi derecelendirmesi yapmaktadır. Kısa vadeli derecelendirme, bir borçlunun bir yıl içindeki borcunu ödememe olasılığının ölçüsü; uzun vadeli derecelendirme ise borçlunun ömür boyu için yapılan değerlendirmesidir. Standard & Poor's derecelendirme skalası, en iyiden en kötüye şöyledir: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC, CCC-, CC, C, D. Moody's derecelendirme sistemi benzerdir ama isimlendirme biraz farklıdır. En iyiden en kötüye şöyle sıralanır: AAA, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C (http://tr.wikipedia.org/wiki/Kredi_derecelendirmesi, Erişim: 27.04.2015). Standard & Poor's ve Fitch için BBB- ve yukarısı yatırım yapılabilir seviye olarak kabul edilmektedir. BB+ ve aşağısı ise yatırım yapılamaz spekülatif derece olarak adlandırılmaktadır. Moody's için Baa3 ve yukarısı yatırım yapılabilir seviye olarak kabul edilmektedir. Ba1 ve aşağısı ise yatırım yapılamaz spekülatif derece olarak adlandırılmaktadır (http://tr.wikipedia.org/wiki/Kredi_derecelendirme_notlar%C4%B1na_g%C3%B6re_%C3%BClkeler_listesi, Erişim: 27.04.2015).

ihraç limiti öngörmesi isabetli bir yaklaşımdır. Finansal güvenilirliğini ve sağlamlığını kanıtlayan ihraççıların teşviki, diğer yönüyle yatırımcı güvenliğine de hizmet etmektedir. Zira ihraç limiti ile finansal yeterlilik düzeyi arasında doğrudan bağlantı kurulması, finansal gücünü aşan ihraçlarla yatırımcılarını mağdur etme tehlikesi yaratacak ihraççı kuruluş sayısını en aza indirecektir. Buna paralel olarak derecelendirme notunu düşüren ihraççılara, yüksek limitin mevcut duruma uygun olarak düşürülmesi için Kurul'a bildirim zorunluluğu getirilmesi de aynı amaca hizmet eder niteliktedir.

Bunlara ek olarak, yurt dışında yapılmış ihraçlar dahil olmak üzere, ihraççının halen tedavülde olan ile ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçlarının nominal tutarı, ihraç limitinin hesaplanmasında bir indirim kalemi olarak dikkate alınır (II-31.1/Teb.9/III, d). Burada Kurul, halihazırdaki ihraç tavanı kapsamında henüz satamadığı borçlanma aracı bulunan ihraççılar için belirlenecek yeni limiti, eskisinden bağımsız değerlendirmemiştir. Böylece yinelediğimiz gerçekçi bir ihraç limiti belirleme anlayışı anılan hükümde de görülmektedir.

İhraç limitinin hesaplanmasına esas alınacak finansal tablolarda, TTK.376 çerçevesinde sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının veya daha fazlasının karşılıksız kalmış olması durumunda, ihraç edilecek borçlanma araçları yurt içinde halka arz edilerek veya tahsisli olarak satılamaz (II-31.1/Teb.9/IV). Alacaklı sıfatını kazanacak borçlanma aracı yatırımcılarının en önemli güvencesi ihraççı şirketin malvarlığıdır. Bu hükümle, söz konusu malvarlığının kaybı ve borca batıklık söz konusu olduğunda, limit dahilinde ihraç edilecek borçlanma araçlarının halka arzı yasaklanarak yatırımcıların korunması hedeflenmiştir.

08.06.1994 tarihli ve 3996 sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanun kapsamında gerçekleştirilecek yatırım ve hizmetleri yapmak üzere kurulmuş olan görevli şirketler tarafından ilgili proje veya işin finansmanını ya da yeniden finansmanını sağlamak amacıyla yurt dışında satılmak üzere ihraç edilecek borçlanma aracı ihraçlarında, bu Tebliğ'in ihraç limitine ilişkin hükümleri uygulanmaz. Ayrıca söz konusu ihraççılar tarafından

borçlanma aracı ihracından elde edilen kaynağın nerede kullanılacağına ilişkin ayrıntılı bilginin, başvuru belgeleri arasında Kurul'a sunulması gerekir (II-31.1/Teb.9/VIII). Bu hükümle Kurul, büyük yatırım projelerine finansman sağlayacak borçlanma aracı ihraçlarını, Tebliğ'deki ihraç limiti sınırlamalarından muaf tutmuştur. Ekonomik kalkınma için borçlanma aracı piyasasından sağlanacak kaynağa önem verilmesi ve bunun teşviki yerinde bir adımdır.

C. BAZI BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN ÖZEL DÜZENLEMELER

1) Borçlanma araçlarının ihraç limiti hususunda II-31.1 syl. Tebliğ'in yanı sıra başka düzenlemeler de vardır. VİDMK'ler bakımından, halka arz edilmeksizin veya yurtdışında ihraç edilecek VİDMK'ler için Kurul'ca ihraç tavanı verileceği ve Kurul'ca izin verilen süre içinde geçerli olacak bu ihraç tavanının, kaynak kuruluşun son yıllık finansal tablolarında yer alan aktif toplamının iki katını aşamayacağı belirtilmiştir (III-58.1/Teb.7/IX).

2) Teminatlı menkul kıymetler bakımından, ihraç limitine ilişkin genel kural tekrar edilerek, ihraç edilecek teminatlı menkul kıymetlerin, Kurul'ca uygun görülecek ihraç tavanı içinde tertipler halinde satılabileceği belirtilmiş (III-59.1/Teb.6/II) ve ayrıca belirli bir anda tedavülde bulunacak teminatlı menkul kıymet tutarına ilişkin detaylı düzenlemeler yapılmıştır. Buna göre, ipotek finansmanı kuruluşu dışındaki bir ihraççı tarafından ihraç edilmiş teminatlı menkul kıymetlerin, herhangi bir anda tedavülde bulunan kısmının nominal değeri, ihraççının, Kurul'un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanmış ve bağımsız denetime tabi tutulmuş son hesap dönemine ilişkin yıllık finansal tablolarda yer alan aktif toplamının %10'unu aşamaz (III-59.1/Teb.5/VII).

İpotek finansmanı kuruluşu tarafından ihraç edilmiş teminatlı menkul kıymetlerin herhangi bir anda tedavülde bulunan kısmının nominal değeri ise, ipotek finansmanı kuruluşunun, Kurul'un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanmış ve bağımsız denetime tabi tutulmuş son hesap dönemine ilişkin yıllık

finansal tablolarında yer alan özkaynak tutarının beş katını aşamaz (III-59.1/Teb.5/VIII). Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak, notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu alan bankalar ve 5411 syl. Bankacılık Kanunu'nda tanımlanmış olan finansal kuruluşlar ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin, yukarıda belirttiğimiz düzenlemeler çerçevesinde hesaplanacak tedavül limitleri yüzde yüz oranında artırılır (III-59.1/Teb.5/IX).

3) Kira sertifikaları bakımından, Kurul'ca uygun görülecek ihraç tavanı esası tekrar edilmiş (III-61.1/Teb.10/III), bunun yanı sıra bazı sertifika türleri bakımından özel bir limit öngörülmüştür. Buna göre sahipliğe, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraç tutarı, değerlendirme raporunda tespit edilen *gerçeğe uygun değerin*¹ % 90'ını aşamaz (III.61.1/Teb.5/III;8/IV;9/IV).

4) Gayrimenkul sertifikaları bakımından, sertifika ihraç tutarının, gayrimenkul projesindeki tüm bağımsız bölümlerin değerlendirme raporuna² göre belirlenmiş satış değerlerinin % 50'sini aşamayacağı; ihraç işlemine konut ve ticari alanların aynı anda dahil edilmesi durumunda bu % 50 oranındaki sınırın ihraç kapsamındaki konut ve ticari alanlar için ayrı ayrı hesaplanacağı, banka garantili ihraçlarda ise bu sınırlamanın uygulanmayacağı düzenlenmiştir (VII-128.2/Teb.4/II).

IV. İHRAÇ BELGESİ VE TERTİP İHRAÇ BELGESİ DÜZENLENMESİ

eSerPK döneminde, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunluydu (m.4/I)³. 3794 syl. Kanun değişikliği ile sermaye

¹ Sertifika ihracının dayanağı varlık ve hakların gerçeğe uygun değerinin tespit edilmesini teminen değerlendirme şirketleri tarafından değerlendirme raporu hazırlanması ve yapılacak değer tespitlerinin, uluslararası değerlendirme standartları çerçevesinde Kurul'un ilgili düzenlemelerine uyularak yapılması zorunludur (III-61.1/Teb.11).

² Değerleme raporu, değerlendirme kuruluşlarınca gayrimenkul projesine ilişkin olarak hazırlanan rapordur. Bu raporda, gayrimenkul sertifikalarına konu edilen bağımsız bölümlerin tahmini satış bedeli ile bu bedelin belirlenmesinde esas alınan emsal değerlere bağımsız bölümlerle ilişkilendirilmek suretiyle yer verilmesi zorunludur. Değerleme raporunda gayrimenkul projesindeki emsal satış bedellerine yer verilmesi zorunludur (VII-128.2/Teb.6/I).

³ Genel ve katma bütçeli idareler ile T.C. Merkez Bankası tarafından ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarında ise Kurul'a kayıt zorunluluğu bulunmamakta idi. Ancak bu kurumlarca yapılan ihraçlar hakkında Kurul'a bilgi verilmesi gerekliydi (eSerPK.4/II).

piyasası araçlarının ihraç veya halka arzında “izin (liyakat)” sistemi¹ bırakılarak, “kayda alma” ya da başka bir ifadeyle “kamuyu aydınlatma” sistemine geçilmişti. Bu sistemin özelliği, düzenleyici otorite olan SPK’nın görevinin kamunun aydınlatılmasını sağlamakla sınırlandırılmasıydı. Bu sayede yatırımcılar, kendilerine sağlanan bilgiler çerçevesinde yatırım yapacakları araçlar ile ihraççıların risk-getiri değerlendirmelerini bizzat kendileri yapıyordu². eSerPK’ya dayanılarak çıkarılan II/22 syl. Tebliğ de ihraççıların borçlanma araçlarını Kurul’a kaydettirmelerinin zorunlu olduğunu öngörmekteydi (m.4/I). Bu çerçevede, SerPK öncesinde borçlanma aracı ihraç etmek isteyen bir kuruluş, bunları ister halka arz yoluyla isterse halka arz etmeksizin satma arzusunda olsun, her iki halde de “ihraç” edeceği araçları Kurul’a kaydettirme zorunluluğu altındaydı.

SerPK ile sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınma sistemi kaldırılarak, yerine Avrupa Birliği mevzuatına (2003/71 syl. Direktif)³ paralel biçimde izahnamenin Kurul’ca onaylanması sistemi benimsenmiştir⁴. Ancak yeni kanunda da eSerPK’da olduğu üzere izahname hazırlama yükümlülüğü, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi bakımından zorunlu tutulmuş (m.4/I); sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracı bakımından ise ihraç belgesi hazırlanması ve Kurul’ca onaylanması öngörülmüştür (m.11/I). Bu durumda borçlanma araçlarının halka arz edilmeden ihraç edilebilmeleri için, söz

¹ İzin veya liyakat sistemi olarak adlandırılan bu sistem, yetkili otoritenin, yatırımcının zarar görmesine yol açabilecek riskli yatırım araçlarının piyasaya çıkmasını önlemeye çalışması temeline dayanır. Bundan dolayı kendisine takdir yetkisi verilen resmi otoritenin, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları ile bunları satışa sunan ortaklığı inceleyip, bunların sağlamlığı, güvenilirliği ve tatminkar bir getiri sağlayacağı konusunda olumlu bir kanaat edinmesi gerekir (**Küçüksözen**, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1999, s.15; **Kabaalioglu**, Haluk, Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985, s.9).

² bkz. 3794 syl.Kanun’un 3. madde gerekçesi.

³ Kısaca İzahname Direktifi (*Prospectus Directive*) olarak adlandırılan bu direktifin tam metni için bkz. http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2003/l_345/l_34520031231en00640089.pdf, Erişim: 17.04.2014.

⁴ bkz. Genel Gerekçe, SerPK. İzahname hazırlama yükümlülüğünün düzenlendiği 4. maddenin gerekçesinde de, bu madde ile getirilen en önemli yeniliğin eSerPK’da yer alan sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzı için öngörülen Kurul kaydına alınma sisteminin kaldırılarak yerine izahnamenin Kurul’ca onaylanması uygulamasına geçilmesi olduğu bir kez daha vurgulanmış; yatırımcıların tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmelerinin artan önemi sebebiyle izahnamenin onaylanmasını esas alan bu yaklaşım ile uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonun sağlanması, Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum sağlanması, piyasanın hızlı gelişimine ayak uydurulabilmesini teminen prosedürlerin hızlandırılmasının amaçlandığı ifade edilmiştir.

konusu araçların niteliği ve satış şartları hakkında bilgiler içeren bir ihraç belgesinin düzenlenmesi ve bu belgenin Kurul’ca onaylanması yeterli olacaktır.

Borçlanma araçları için ihraç belgesi düzenlenmesi aşamasında, Kurul’un II-5.1 syl. İzahname Tebliği hükümlerini de dikkate almamız gerekir. Bu bağlamda, borçlanma araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan ihraçlar hariç olmak üzere, ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü borçlanma aracı ihracında ihraç belgesinin hazırlanması ve bu belgenin Kurul’ca onaylanması zorunludur (m.5/II). Ancak genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri ve özel bütçeli idareler ile TCMB tarafından gerçekleştirilecek ihraçlarda ve Hazine Müsteşarlığı tarafından koşulsuz ve geri dönülemez/değiştirilemez şekilde garanti edilen borçlanma araçlarının ihracında ihraç belgesi düzenlenmesi gerekli değildir. Anılan hallerde söz konusu ihraççılar ihtiyari olarak ihraç belgesi düzenleyebilirler. Ancak bu durumda da ihraç belgesi Kurul’ca onaylanmaz ve bu husus ilgili belgelerde açıkça belirtilir (m.2).

Tertip ihraç belgesi, Kurul’ca onaylanmış ihraç belgesi kapsamında borçlanma araçlarının farklı zamanlarda satışa sunulan kısmına ilişkin olarak, bunların niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren bir belgedir (II-5.1/Teb.4/s). Borçlanma araçlarının yurt içinde halka arz edilmeksizin satılacak olması durumunda, ihraç tavanını içeren ihraç belgesinin Kurul’ca onaylanmasını müteakip her bir tertip borçlanma aracının satışı için ayrı bir tertip ihraç belgesi hazırlanır ve satış öncesinde Kurul’ca onaylanır (II-5.1 syl. Teb.16/II, c.1). İhraç ve tertip ihraç belgelerinin, çıkarılacak borçlanma araçlarının nitelikleri ve satış şartları hakkında genel bilgileri içerecek, yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilecek şekilde hazırlanması gerekir (II-5.1/Teb.12).

V. İHRAÇ BELGESİ VE TERTİP İHRAÇ BELGESİNİN KURUL’CA ONAYLANMASI

SerPK.11/I’de ihraç belgesinin Kurul tarafından 6. maddede yer alan esaslar çerçevesinde onaylanması zorunluluğundan bahsedilmektedir. Atıf yapılan 6.

maddedeki esaslar izahnamenin onaylanmasına ilişkindir. Bu çerçevede ihraççı tarafından borçlanma araçlarının niteliği ve satış şartlarını kapsar biçimde düzenlenen ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanabilmesi için, söz konusu belgede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurul’ca belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespit edilmesi gerekir. İhraç belgesinin onaylanması sürecinde yapılacak incelemeye ilişkin usul ve esaslar Kurul’ca belirlenir. İhraç belgesinin ayrı belgelerden oluşması halinde ise her bir belge ayrıca onaylanır (m.6/I).

Ortaklık hakkı vermeyen borçlanma araçlarının yurt içinde veya dışında ihracı halinde, ihraççılar öncelikle bir yıllık süre içerisinde satılması planlanan araçlara ilişkin ihraç belgesine onay verilmesi amacıyla Kurul’a başvururlar. Bu ihraç belgesi, ihraç tavanı kapsamındaki araçların tümü için hazırlanır. Bir yıllık süre, ihraç belgesinin onaylandığı Kurul karar tarihinden itibaren başlar (II-5.1/ Teb.16/I). Bu düzenleme, yeni sermaye piyasası mevzuatımızda benimsenen ve borçlanma araçlarının ihraç prosedürünü kolaylaştırıp hızlandıracak önemli bir yenilik olarak dikkat çekmektedir. Zira böylece ihraççıların bir yıllık süre içinde ihraç edeceği tüm araçlar için tek bir belge düzenleyip Kurul’a onaylattırması yeterli olacaktır. Aynı kolaylık halka arz söz konusu olduğunda izahname bakımından da öngörülmüştür (II-5.1/Teb.17/I).

İhraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvuru, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ihraç belgesi ve gerekli diğer bilgi ve belgelerin Kurul’a sunulmasından itibaren on iş günü içinde Kurul tarafından karara bağlanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. İlk ihraçlarda bu süre yirmi iş günüdür (SerPK.6/II; II-5.1/Teb.19/I). İhraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin eksik olması veya ek bilgi ve belgeye ihtiyaç duyulması halinde, başvuru tarihinden itibaren on iş günü içinde başvuru sahibi yazı ile ya da elektronik ortamda bilgilendirilerek, eksikliklerin yirmi iş günü içinde giderilmesi istenir. Bu takdirde yukarıda belirttiğimiz süreler, söz konusu eksik veya ek bilgi ve belgelerin Kurul’a sunulduğu tarihten itibaren baştan işlemeye başlar. Makul sebeplerin varlığı halinde ve başvuru sahibinin talebi üzerine Kurul’ca başvuru sahibine yirmi iş gününe kadar ek süre verilebilir (SerPK.6/III; II-5.1/Teb.19/II).

Yapılacak onay başvurularında, ihraç belgesinin Kurul tarafından yeterli incelemeye imkan sağlamayacak derecede eksik olarak hazırlanmış olduğu sonucuna varılması, onaylanacak ihraç belgesi kapsamındaki borçlanma aracına ilişkin Kurul düzenlemelerinde belirtilen ve başvuru sırasında Kurul'a iletilmesi gereken bilgi ve belgelerin iletilmemesi veya eksik iletilmesi durumunda başvuru Kurul'ca işlemde kaldırıılır. Başvuruda ihraç belgesi, basılı nüshasının yanı sıra, Kurul'un incelemesine imkan sağlayacak şekilde elektronik ortamda da Kurul'a iletilir. Kurul'un yukarıda belirtilen süreler içerisinde ihraç belgesinin onayı ile ilgili bir karar almamış olması, ihraç belgesinin Kurul'ca onaylandığı veya onaylanmadığı anlamına gelmez (II-5.1/Teb.19/III-IV; 20/II).

Kurul, ihraç belgesinde yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurul'ca belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde ihraç belgesinin onaylanmasına karar verir. Yapılan inceleme esnasında Kurul, ihraççıyı, ihraççının faaliyetlerini veya ihraç edilecek borçlanma aracının niteliğini dikkate alarak, ilave bilgilerin ihraç belgesinde bulunmasını talep edebilir. Bu durumda ihraç belgesinin tesliminden önce Kurul'ca talep edilen ilave bilgilerin ihraç belgesinde yer alması gerekir (II-5.1/Teb.22/1).

İhraç belgesinin onaylanması, borçlanma araçlarının, ihraççıların veya bu belgede bulunan bilgilerin doğru olduğunun Kurul'ca tekeffülü anlamına gelmez, reklam amacıyla kullanılamaz ve söz konusu borçlanma araçlarına ilişkin bir tavsiye olarak kabul edilemez. İhraçlarla ilgili ilan, reklam ve açıklamalarda, ihraç belgesi onayının Kurul'un tekeffülü anlamına geldiğini açıkça belirten veya bu düşüncüyü uyandıran ifadeler kullanılamaz (SerPK.6/I,c.son; II.5.1/Teb.22/III).

İhraç belgesinin Kurul'ca onaylanmasına karar verilen tarihi takip eden yirmi iş günü içinde teslim alınmaması veya belirlenen sürede ilan edilmemesi halinde, ihraç belgesinin yeniden onaylanmasına karar verilmesi gerekir (II-5.1/Teb.22/V).

Kurul'ca onaylı ihraç belgesi alınmaksızın satış işlemine başlanamaz. Ayrıca ihraç belgesinin veya tertip ihraç belgesinin onaylanarak ihraççıya teslimi öncesinde,

ihraççıların SerPK.130/3'te¹ belirlenen ücreti Kurul bütçesine gelir kaydedilmek üzere yatırmaları gerekir (II-5.1/Teb.23/I).

Yukarıda belirttiğimiz üzere, ihraççıların bir yıllık süre içinde satmayı planladıkları borçlanma aracı ihraç tavanını içeren ihraç belgesinin Kurul'ca onayını takiben, her bir tertip borçlanma aracı satışı için ayrı bir tertip ihraç belgesi hazırlamaları gerekir. İşte normalde satış öncesi bu tertip ihraç belgelerinin de ayrı ayrı onaylanması gerekmektedir. İhraççıları banka kredisıyla finansman yerine daha çok borçlanma aracıyla fonlamaya teşvik ve dolayısıyla sermaye piyasamızın gelişimi için olması gereken, ihraç ve halka arz ilişkin formalitelerin, sürelerin ve ücretlerin mümkün olduğunca azaltılmasıdır. Kanaatimizce her bir tertip borçlanma aracı satışı için ayrı tertip ihraç belgesi hazırlanması ve bunların ayrı ayrı onaya tabi olması, sözünü ettiğimiz daha çok borçlanma aracı ihracı ve sermaye piyasamızın gelişimi amacına ters düşmektedir. Nitekim Kurul da bu olumsuzluğu gidermek adına bir adım atmış ve ilgili düzenlemelerinde öngörülmesi kaydıyla, borçlanma araçlarının yurt içinde halka arz edilmeksizin satılacak olması durumunda, ihraç belgesinin onaylanmasını müteakip, ihraççıların her bir tertip borçlanma aracının satışı için Kurul'a ayrıca başvurmalarına gerek bulunmayacağını düzenlemiştir. Bu durumda Kurul'ca onaylanmış ihraç belgesinin teslimini takiben, ihraççılar tarafından Kurul nezdinde başkaca bir işlem yapılmasına gerek kalmaksızın, ihraç tavanı dahilinde her tertibin satışından önce MKK'ya başvurularak Kurul ücretinin ödendiğine ilişkin dekontun ibraz edilmesi ve MKK tarafından Kurul nezdinde gerekli işlemlerin yapılması suretiyle satış işlemi tamamlanır (II-5.1/Teb.16/II, c.2). Ancak kanaatimizce Kurul'un sadece yurt içi değil, yurt dışı ihraçlar bakımından da aynı kolaylığı sağlaması çok daha isabetli olurdu. Zira borçlanma araçları son dönemde halka arz işlemlerine konu olsalar da, bunların eskiden beri daha çok ikili ilişkilerde, çok yüksek nominal değerler üzerinden, az sayıda ve halka arz edilmeden satıldıkları bir gerçektir. Bu bakımdan ihraççılar için söz konusu araçlar yoluyla fon sağlamak, halka arz dışındaki satış şekilleri (tahsisli ve nitelikli

¹ İhraççılar veya halka arz edenler, Kurul bütçesine gelir kaydedilmek üzere, satışı yapılacak borçlanma araçlarının, varsa nominal değerinden aşağı olmamak üzere, ihraç değerinin binde üçü tutarında ücret yatırmak zorundadır. Bu fıkra da belirtilen oranları aşmamak kaydıyla, ihraç edilen sermaye piyasası aracının niteliği, vadesi veya ihraççısı dikkate alınmak suretiyle Kurul Karar Organı tarafından farklı oranlar belirlenebilir. Bakanlar Kurulu alınacak ücretleri kanuni oranlarının iki katını aşmamak üzere artırmaya veya kanuni oranlarına indirmeye yetkilidir (SerPK.130/III).

yatırımcıya satış) bakımından halen çok önemlidir. Dolayısıyla yurt dışı ihraçlar bakımından bunun göz ardı edilmesi doğru değildir. Tam aksine ihraççıların uluslararası finansal piyasalara yönlendirilmesi, sermaye piyasamızın diğer finansal piyasalarla entegrasyon içinde olmasını hedefleyen yeni sermaye piyasası mevzuatımız açısından daha uygun olacaktır.

Yapılan inceleme sonucunda ihraç belgesinin Kurul’ca onaylanmaması halinde ise, bu durum gerekçesi belirtilerek ilgisine yazılı olarak bildirilir (SerPK.6/IV; II-5.1/Teb.22/IV).

VI. BORÇLANMA ARAÇLARININ KAYDİLEŞTİRİLMESİ

Gelişmiş ve gelişmekte olan finansal piyasalarda ihraç edilen menkul kıymetlerin, günün koşulları doğrultusunda kağıt üzerine basılmış kıymetli evrak biçiminde olmayıp, söz konusu ihraçların tamamının değilse bile büyük bir kısmının “bilgisayar ortamında kayıt” biçiminde gerçekleştirildiği bilinmektedir. Bu çerçevede, Türk hukuk sisteminde de TTK’da yer alan “kıymetli evrak”a ilişkin hükümlerden SerPK’daki “sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi”¹ hükümlerine doğru bir gelişim söz konusu olmuştur².

Sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerin sayısının her geçen gün artması; yapılan ihraçlarda senet basma zorunluluğunun zaman ve maliyet bakımından külfet yaratması; çalınma, yırtılma, sahtecilik gibi senedin fiziki varlığına özgü risklerin

¹ Kaydileştirme kavramının dar ve geniş olmak üzere iki farklı anlamı bulunmaktadır. Dar anlamda kaydileştirme; sadece bazı sermaye piyasası araçlarının fiziken senet üzerine basılmasından vazgeçilip, bunlara karşılık gelmek üzere elektronik ortamda kayıtlar oluşturulmasını ifade eder. Dolayısıyla sermaye piyasası araçlarının fiziken varlık buldukları senetlerin imhası ve imha edilen bu senetlere karşılık elektronik ortamda kaydi sermaye piyasası aracı oluşturulması işlemine *kaydileştirme* denilmektedir. Dar anlamda kaydileştirme kavramı, hem fiziken senet üzerine basılmış sermaye piyasası araçlarının sonradan elektronik ortama aktarılıp kaydi hale getirilmesini, hem de yeni ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının doğrudan elektronik ortamda kaydi olarak yaratılmasını kapsamaktadır. Geniş anlamda kaydileştirme ise, sermaye piyasası araçlarının elektronik ortamda kaydi hale getirilmesi yanında, merkezi saklama kuruluşlarının da dahil olduğu bir kaydi sistemi, kaydi sermaye piyasası araçları ile bunlara ilişkin hakları ve hukuki işlemleri kapsayacak şekilde kullanılmaktadır. Diğer yandan kaydileştirme kavramı, alt kategoriyi oluşturan menkul kıymetlerle sınırlı olarak “menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi” şeklinde ya da bir üst kavram olan sermaye piyasası araçlarının tamamını içine almak üzere “sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi” şeklinde kullanılabilir (Ünal, Kaydileştirilme, s.13-15).

² Tanör, Reha, “Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Değer Olarak İhracına İlişkin Yasal Düzenlemelerin Kendi İçlerinde ve Yasal Düzenlemeler İle Finansal Uygulama Arasında Gözlenen Örtüşmezliğin Hukuksal Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, GSÜHFD, Y.I, S.2, 2002, s.189.

varlığı; uluslararası sermaye hareketlerinin artışına paralel olarak, iç hukuk kurallarının farklılığından arınmış ortak kavramlara ve yöntemlere duyulan ihtiyaçlar, “menkul kıymet” kavramının teknolojik gelişmeler de dikkate alınarak yeniden tanımlanması ve fiziki kağıttan soyutlanması gereğini doğurmuştur. Böylece sermaye piyasasında fiilen tedavülü oldukça azalmış senet unsuru terk edilerek, tamamen kaydi sisteme¹ geçilmesi gündeme gelmiştir². İşte bu süreç içerisinde kaydi sistemin mevzuatımıza yansımaları, 558 syl. KHK³ ile eSerPK.22 hükmüne (n) bendinin eklenmesiyle gerçekleşmişti. Bu hükümde kaydi sisteme ilişkin bir maddi hukuk kuralına yer verilmemiş, “sermaye piyasası araçlarının.....kaydi değer haline getirilmesini.....düzenlemek ve denetlemek” konusunda SPK’ya yetki verilmişti. Ancak anılan KHK’nin Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmesi⁴ üzerine bu hüküm yasa dışında kalmış ve Kurul’un bu hükme dayanarak çıkardığı tebliğ⁵ de Danıştay’ın yürütmeyi durdurma kararı⁶ gereği uygulanamamış ve sonrasında iptal⁷ edilmişti⁸. Bu gelişmelerin ardından, önce eSerPK’ya 4487 syl. Kanun⁹ ile eklenen ve “sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi” başlığını taşıyan 10/A maddesi ile kaydi sistem yasal çerçeveye oturtulmuş; SerPK’da da aynı başlık altında ve kaydileştirme uygulamasında yaşanan tecrübeler ışığında maddenin mevcut hali yeniden düzenlenmiştir (m.13).

¹ Kaydi sistem (*Dematerialised System/ Book-Entry System*); sistem kapsamındaki sermaye piyasası araçlarının fiziki olarak senet üzerine basılması yerine, elektronik ortamda kaydi olarak oluşturulduğu, bu araçların ve bu araçlara ilişkin hakların merkezi saklama kuruluşu nezdinde tutulan hesaplarda kayden izlendiği ve bu araçlara ilişkin hukuki işlemlerin de merkezi saklama kuruluşu nezdindeki hesaplar üzerinde kaydi olarak yapılan değişikliklerle yapıldığı merkezi bir saklama sistemidir (Ünal, Kaydileştirilme, s.74; 129). Bu sistem, günün gerektirdiği ihtiyaçların sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Kaydi sistem öncesinde ise, yine günün gerektirdiği ihtiyaçların karşılanabilmesi için sermaye piyasası araçlarının saklanması farklı saklama sistemleri uygulanmıştır. Bunlar, “kapalı saklama”, “açık saklama”, “münferit saklama”, “toplu saklama” ve “toplu senet” sistemleridir. Söz konusu sistemlere ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Turanboy**, Varakasız, s.5 vd.; **Ünal**, Kaydileştirilme, s.53 vd.

² **Manavgat**, Çağlar, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”, AÜHFD, C.L, S.2, 2001, s.159-160.

³ RG: 27.06.1995, S.22326.

⁴ RG: 24.11.1995, S.22473.

⁵ “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydi Değer Haline Getirilmesine İlişkin Esaslar Tebliği”, RG: 19.12.1996, S.22862.

⁶ 10.D., 09.06.1997, E. 1997/577.

⁷ 10. D., 25.05.2000, E.1997/577, K.2000/1934.

⁸ **Tanör**, Devlet İç Borçlanma Senetleri, s.194-195; **Turanboy**, Asuman, “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, AÜHFD, C.XLVIII, S.1-4, 1999, s.40.

⁹ RG: 18.12.1999, S.23910.

SerPK.13 hükmü uyarınca, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır. Kurul, kayden ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını ve kayden izlenecek hakları belirler. Kaydi sermaye piyasası araçları, nama veya hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın isme açılmış hesaplarda izlenir. Kurul, sermaye piyasası aracının türüne ve ihraççısının veya MKK üyesinin niteliğine göre sermaye piyasası araçlarının hak sahibi ismine hesap açılmaksızın hesapların toplu olarak tutulmasına karar verebilir. Kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin haklar MKK tarafından izlenir¹. Kayıtlar, MKK tarafından oluşturulan elektronik ortamda, bu kuruluşun üyelerince tutulur (m.13/I-III). Bu hükümle birlikte, Kurul'un yayımladığı II-13.1 syl. Kaydileştirme Tebliği² ve MKK Yönetmeliği de mevcut kaydi sisteme ilişkin yasal çerçeveyi belirlemektedir.

Kaydileştirme uygulaması, sermaye piyasası mevzuatımızda bir menkul kıymet ve geniş anlamda bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilen borçlanma araçları (SerPK.3/o ve ş) bakımından da geçerli olacaktır. Bu husus, borçlanma araçlarına ilişkin II-31.1 syl. Tebliğ'de de ayrıca düzenlenmiştir. “Borçlanma araçlarının kayden ihracı ve MKK'ya bildirim zorunluluğu” kenar başlığını taşıyan 8. madde, gerek yurt içinde gerekse yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçlarının MKK nezdinde elektronik ortamda kayden ihracının ve bunlara ilişkin hakların hak sahipleri bazında izlenmesinin zorunlu olduğunu düzenlemiştir. Ancak yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçları, ihraççının veya MKK üyesinin niteliğine göre MKK nezdinde hak sahibi ismine hesap açılmaksızın toplu olarak tutulabilir (m.8/II, c.son). Bu Tebliğ'de yer almayan VİDMK'ler (III-58.1/Teb.32), teminatlı menkul kıymetler (III-59.1/Teb.7), kira sertifikaları (III-61.1/Teb.17) ve gayrimenkul sertifikaları (VII-128.2/Teb.16) gibi borçlanma araçları bakımından da kayden ihraç edilme esası benimsenmiştir.

¹ MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu): “*Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri gerçekleştirmek, kaydileştirilen bu araçları ve bunlara bağlı hakları, elektronik ortamda, üyeler ve hak sahipleri itibarıyla kayden izlemek, bu araçların merkezi saklamasını yapmak ve Kurul tarafından sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde verilen diğer görevleri yerine getirmek üzere kurulan, özel hukuk tüzel kişiliğini haiz anonim şirkettir*”, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik, m.5 (RG: 07.08.2014, S.29081). Bu Yönetmelik çalışmamızda “MKK Yönetmeliği” olarak adlandırılmaktadır.

² “Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ”, RG: 07.08.2014, S.29081. Bu Tebliğ çalışmamızda “Kaydileştirme Tebliği” olarak adlandırılmaktadır.

Borçlanma araçları bakımından kaydileştirme uygulamasına geçilmesi, esasında Kurul'un verdiği kararlar doğrultusunda, SerPK ve buna bağlı ikincil mevzuat öncesinde başlamıştır. İlk olarak Kurul kararıyla, borsada işlem gören anonim şirket hisse senetlerinin 28.11.2005 tarihi itibarıyla toplu olarak kaydileştirilmesi¹ ile başlayan bu uygulama, yatırım fonu katılma belgeleri² ile devam etmiş, ardından Kurul 15.06.2006'da aldığı bir kararla³ özel sektör tahvillerinin MKK nezdinde kayden izlenerek müşteri ismine saklanması⁴ karar vermiştir⁵. Bu kararı takiben 2006 yılı Ağustos'unda ilk "kaydi özel sektör borçlanma aracı" ihracı gerçekleştirilmiştir. Ağustos 2007'de ise özel sektör finansman bonolarının MKK nezdinde kaydileştirilmesine başlanmıştır⁶. Banka bonolarının kaydi olarak ihraç edilmesine ilişkin çalışmalar 2009 yılının ikinci yarısında sona ermiş⁷ ve Ekim ayı sonunda da ilk kaydi banka bonusu ihracı gerçekleştirilmiştir⁸.

VII. İHRAÇÇI HESABI AÇTIRILMASI

Borçlanma araçlarının ihracında ihraç belgesi düzenleme dışında ihraççı kuruluşların yerine getirmeleri gereken bir diğer yükümlülük de, araçlar ve içerdikleri haklara ilişkin işlemlerin bir sicil üzerinden kayden izlenebilmesi için gerekli olan

¹ Söz konusu karar Kurul'un 2005/45 syl. Haftalık Bülten'inde yayınlanmıştır (<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2005&sayi=45&submenuheader=null&ext=pdf>, Erişim: 18.02.2013).

² Kurul'un 16.12.2005 tarih ve 52/1489 syl. kararı uyarınca, likit fonlar dışındaki yatırım fonu katılma belgeleri 31.12.2005'te, likit fonlara ilişkin katılma belgeleri ise 31.03.2006'da kaydileştirilerek kaydi sisteme aktarılmıştır (<http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/mkk/kilometre.jsp>, Erişim: 18.02.2013).

³ Bu karar SPK'nın 2006/27 syl. Haftalık Bülten'inde yayınlanmıştır (<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2006&sayi=27&submenuheader=null&ext=pdf>, Erişim: 18.02.2013).

⁴ Müşteri ismine saklama, sermaye piyasası araçlarının, her bir sermaye piyasası aracı sahibi adına kimlik bilgilerinin de yer aldığı bir sicil numarası oluşturularak bu sicil numarasına göre saklandığı merkezi bir saklama yöntemidir. Bu yöntemde merkezi saklama kuruluşu tüm sermaye piyasası aracı yatırımcılarını ismen bilmektedir (Ünal, Kaydileştirilme, s.48). Aynen saklama, mislen saklama ve müşteri kod numarasına göre saklama olarak sınıflandırılan diğer merkezi saklama yöntemleri hakkında bilgi için bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.45 vd.

⁵ MKK'nın 22.06.2006 tarih ve "Özel Sektör Tahvillerinin Kayden İzlenmesi" konulu 123 no'lu genel mektubu (<http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/assets/files/tr/yay/mektuplar/GM123.pdf>, Erişim: 18.02.2013).

⁶ <http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/mkk/kilometre.jsp>, Erişim: 18.02.2014.

⁷ Kurul, 01.09.2009 tarihli ve 27/763 syl. kararı ile banka bonolarının MKK nezdinde kayden izlenerek müşteri ismine saklanması karar vermiştir. Bu karar Kurul'un 2009/39 syl. Haftalık Bülten'inde yayınlanmıştır (<http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2009&sayi=39>, Erişim: 18.02.2013).

⁸ MKK, Faaliyet Raporu, İstanbul, 2009, s.18.

formalitelerin yerine getirilmesidir. İhraççıların bu bağlamda yapmaları gereken ilk iş, ihraç edecekleri kaydi borçlanma araçlarının takibi amacıyla MKK nezdinde bir ihraççı hesabı açtırmaktır (II-13.1/Teb.7/I). Kaydileştirme Tebliği uyarınca ihraççı hesapları; ihraççı havuz hesabı, ortak hesabı, bilinmeyen ortak hesabından¹; ihraççının yatırım fonu kurucusu olması halinde de havuz hesabı ve bilinmeyen katılımcı hesabından² oluşur (m.7/II). İhraççı kuruluşun kaydi borçlanma aracı ihracı amacıyla MKK’da açtıracığı hesap “ihraççı havuz hesabı”dır. Bu hesap, kaydi borçlanma aracı ihracına ilişkin geçici kayıtların izlenmesi amacıyla tutulur. İhraç edilecek araçların satış süresi boyunca takibi havuz hesabında yapılır ve satışa konu olan tutarlar satış süresinde kaydi borçlanma araçlarının satılması ile veya satış öncesinde ilgili hesaplara yapılacak kayıt neticesinde bu hesaptan düşülür (II-13.1/Teb.7/III). İhraççı hesabının açılması için ihraççılar, MKK tarafından belirlenen bilgilerle birlikte başvuruda bulunmakla yükümlüdürler (II-13.1/Teb.8/I).

İhraççılar, ihraç belgesinin onayını izleyen iş günü sonuna kadar, kaydi borçlanma araçlarına ilişkin MKK tarafından belirlenen bilgileri MKK’ya bildirirler. İhraççı, ihraç kararının bir kamu otoritesinin onayını gerektirmesi halinde, bu otoritenin onayın verilmesi veya reddine ilişkin kararını, bu kararın verilmesini izleyen ilk iş günü; bu kararlara ilişkin ortaya çıkan değişiklikleri, söz konusu değişikliğin gerçekleşmesini izleyen ilk iş günü sonuna kadar en seri şekilde MKK’ya bildirmekle yükümlüdür. Bu bildirim üzerine ihraç edilen kaydi borçlanma araçlarının ilgili ihraççı havuz hesabında geçici kayıtları yapılır (II-13.1/Teb.16/I).

¹ Ortak hesabı, ihraççı tarafından münferiden pay sahipleri için açılan hesap; bilinmeyen ortak hesabı ise, kaydi dönüştürme aşamasında hak sahiplerinin ihraççı tarafından bilinmemesi durumunda bu nitelikteki payların toplu olarak izlenmesi amacıyla oluşturulan hesaptır (II-13.1/Teb.7/IV ve V).

² Bilinmeyen katılımcı hesabı, kaydi dönüştürme aşamasında hak sahiplerinin ihraççı tarafından bilinmemesi durumunda bu nitelikteki payların toplu olarak izlenmesi amacıyla oluşturulan hesaptır (II-13.1/Teb.7/V).

§5. BORÇLANMA ARAÇLARININ HALKA ARZ PROSEDÜRÜ

I. İZAHNAME

A. İZAHNAME DÜZENLEME ZORUNLULUĞU

Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin Kurul'ca onaylanması zorunludur (SerPK.4/I; II-5.1 syl. İzahname Tebliği, 5/I). Borçlanma araçlarının sermaye piyasası aracı niteliği sabit olduğuna göre, bunların halka arz yoluyla satışlarında ihraççı tarafından bir izahname düzenlenmesi gerekmektedir. SerPK'nın ve İzahname Tebliği'nin yukarıda yer verdiğimiz hükümleri incelendiğinde, izahnamenin halka arz işlemi için gerekli nitelikte bir belge olduğu, sermaye piyasası ya da dar anlamda borçlanma aracı niteliğindeki finansal araçların halka arz edilmeksizin yapılacak satış işlemlerinde ise izahnameye gerek olmadığı anlamı çıkmaktadır. Dolayısıyla, bir sermaye piyasası aracı olarak borçlanma araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda ya da borçlanma araçlarının yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarında izahname hazırlama yükümlülüğü söz konusu olmayıp, bunun yerine ihraç belgesi düzenlenmesi gerekmektedir (İzahname Tebliği m.4/ğ; 5/II).

Ayrıca İzahname Tebliği'nde düzenlenen aşağıdaki hallerde, borçlanma aracı ihraççıları veya halka arz edenler izahname hazırlama yükümlülüğünden muaftırlar (m.6/1):

i) Her halka arz için ayrı ayrı olmak üzere yatırımcı başına en az Tebliğ'de belirtilen değerde¹ borçlanma aracı alan yatırımcılara yönelik yapılan halka arzlarda,

ii) Birim nominal değeri en az Tebliğ'de belirtilen değerde² olan borçlanma araçlarının halka arzında,

iii) Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere ihraç edilen borçlanma araçlarının borsada nitelikli yatırımcılar arasında işlem görmesi durumunda,

iv) Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurul'ca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, Kurul'un birleşme ve bölünme

¹ Bugün itibarıyla bu değer yatırımcı başına en az 250.000 TL'dir.

² Şu anda geçerli olan değer en az 250.000 TL'dir.

işlemlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde birleşme, devir, bölünme, aktifin bir kısmının aynı sermaye olarak konulması veya pay değişimi nedeniyle çıkarılan borçlanma araçlarının borsada işlem görmesi durumunda,

vi) Borçlanma araçlarının sadece nitelikli yatırımcılara satışında,

vii) Tahsisli satışında,

viii) Kurulun pay alım teklifi yoluyla ortaklık paylarının toplanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, pay alım teklifinde ödenecek bedelin borçlanma aracı olarak verilmesi suretiyle karşılanması durumunda.

Bunun dışında, payların ilk halka arzı hariç olmak üzere, ihraççıların halka arz ettikleri borçlanma araçlarının toplam satış bedelinin Tebliğ’de belirtilen değer¹ altında olması durumunda, kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve standardı Kurul’ca belirlenen duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, ihraççıların talebi üzerine Kurul’ca izahname hazırlama yükümlülüğünden muafiyet getirilebilir². Ancak izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf olarak veya izahname hazırlanmasını gerektirmeyen durumlarda ihraç edilen borçlanma araçlarının, halka arz edilerek yeniden satışa sunulması halinde izahname hazırlanması zorunludur³.

İzahname Tebliği’nin getirdiği bir yenilik olan “arz programı izahnamesi”nden de söz etmemiz yararlı olacaktır. Arz programı, ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının belirlenmiş bir ihraç süresi boyunca mükerrer bir şekilde azami beş yıllık bir süre içinde ihraç edilmesine izin veren planı ifade eder (İzahname Tebliği m.4/I-a). Borçlanma araçları, PDT ve DET istisnaları bir yana, ortaklık hakkı vermeyen nitelikte sermaye piyasası araçlarıdır. Dolayısıyla bunların da arz programı dahilinde halka arz edilebilmeleri mümkündür. İşte bu halde arz programı izahnamesi, ihraççı kuruluş ve ihraç edilecek veya borsada işlem görecekt borçlanma araçları hakkında yatırımcılara iletilmesi gereken bilgilerin yer aldığı belgedir (İzahname Tebliği m.4/I-b).

¹ Tebliğ’in belirttiği değer şu anda 5.000.000 TL’dir.

² İzahname hazırlama yükümlülüğü muafiyetine ilişkin toplam satış bedeli limiti, on iki aylık süre içerisinde gerçekleşecek ihraçların tümü dikkate alınarak hesaplanır. Bu tutarın hesaplanmasında kar payının veya iç kaynakların sermayeye eklenmesi suretiyle ortaklara bedelsiz olarak dağıtılan paylar dikkate alınmaz (İzahname Tebliği m.6/III).

³ Bu zorunluluk, birim nominal değeri en az iki yüzelli bin TL olan borçlanma araçlarının halka arzında söz konusu değildir (İzahname Tebliği m.6/IV; m.6/I-b).

Ancak arz programı izahnamesi, sadece bankalar tarafından ve –yatırım kuruluğu varant ve sertifikaları dahil olmak üzere– ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının mükerrer bir şekilde ihraç edilmesi durumunda¹ ihtiyari olarak hazırlanan bir belge niteliğindedir (İzahname Tebliğı m.14/I).

Kanaatimizce arz programı izahnamesine ilişkin bu yeni düzenleme, her fırsatta yinelediğimiz ihraç ve halka arz prosedürünün basitleştirip hızlandırılması ve bu çerçevede borçlanma aracı ihracının artırılıp sermaye piyasamızın daha etkin konuma gelmesi bakımından önemli bir adım olmuştur. Zira böylelikle, azami beş yıllık bir süre içerisinde ihraç edilecek benzer türdeki borçlanma araçlarının, on iki aylık bir süre boyunca iki ya da daha çok kez gerçekleştirilecek mükerrer ihraçları mümkün kılınmıştır. Bu olanağın sadece bankalar için değil tüm ihraççılar için öngörölmesi gerektiğı düşüncesindeyiz. Özellikle bankaların borçlanma aracı ihracında en büyük payı oluşturan ihraççı kuruluş grubu olduğı düşünülürse, diğer kuruluşların bu piyasaya yönlendirilmesinde bunun gibi teşvik edici düzenlemelerin gerekliliğı kaçınılmazdır.

B. İZAHNAMENİN ÖNEMİ VE İÇERİĞİ

İzahname, borçlanma araçlarının ilk defa halka arz edildiğı piyasa olan birincil piyasada yatırımcıya bilgi sağlayan en temel hukuki vasıta². Başka bir deyişle, borçlanma araçlarının halka arzında düzenlenmesi gerekli olan ve kamuyu aydınlatma açısından en önemli hukuki araç olarak niteleyebileceğimiz bir belgedir. Zira yatırımcı, izahnamede yer alan bilgiler sayesinde halka arzda bulunan ihraççı ve halka arzettiğı borçlanma araçları hakkında bilgi sahibi olacak ve parasını yatıracığı ihraççı kuruluşun özelliklerini, faaliyetlerini ve geleceğe dönük planlarını da yine izahnameden öğrenecektir³. Dolayısıyla borçlanma aracı yatırımcısının aldatılmasının önlenmesinde en etkili yol, sağlıklı karar verebilmesini sağlayıcı bilgilerle donatılmış bir izahnamenin eline geçmesinin sağlanabilmesidir. Çünkü yatırımcı, izahnamede bulunan bilgi ve açıklamalara bakarak yatırımın taşıdığı risk derecesini ve kendisine sağlayacağı kârı

¹ Mükerrer bir şekilde ihraç edilen sermaye piyasası araçları, on iki aylık bir süre içerisinde benzer bir türdeki sermaye piyasası araçlarının en az iki defa ihraç edilmesini kapsar (İzahname Tebliğı m.14/I).

² **İhtiyar**, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. B., İstanbul, (Mayıs) 2006, s.121.

³ **Kabaalioglu**, s.160.

hesaplayabilme imkânına sahip olmalıdır ki, sağlıklı bir yatırım kararı verebilsin¹. Bu nedenle izahnamede açıklanan bilgilerin, gerek ihraççı kuruluş ve gerekse halka arz edilen borçlanma aracı bakımından doğru olması ve gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması; buna ilaveten, yatırım kararını etkileyebilecek herhangi bir bilginin dahi atlanılmadan tam olarak izahname metnine yansıtılması, borçlanma aracı yatırımcısının korunması açısından son derece önemlidir.

Borçlanma araçlarının halka arz yoluyla satışında, yatırımcının korunması ve kamunun aydınlatılması ilkelerini hayata geçiren en önemli hukuki araç izahname olduğuna göre, bu belgenin içeriğini oluşturan hususlar da bir o kadar önemlidir. Bu hususta SerPK ve İzahname Tebliği, tüm sermaye piyasası araçları için hazırlanacak izahname içeriğine ilişkin birtakım somut kıstaslar getirmiştir². Bu çerçevede geniş anlamda bir sermaye piyasası aracı olan borçlanma araçları için hazırlanacak izahnamenin; ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görececek araçların özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içermesi gerekir (SerPK.3/j; İzahname Tebliği m.4/i). Borçlanma araçlarının halka arzı ya da borsada işlem görmesi ile ilgili olarak ihraççı, halka arz eden ya da yetkili kuruluş tarafından açıklanan ve yurt dışı da dahil olmak üzere genel ya da belirli bir yatırımcı

¹ **Somer**, Mehmet, Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanunu’nun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul, 1990, s.75.

² eSerPK, izahnamede bulunması gereken bilgilerin Kurul tarafından belirleneceğini düzenlemiş ve böylece izahname içeriğini tespit konusundaki yetkiyi tamamen Kurul’a bırakmıştı (m.6/I, c.2). Bu husus, doktrinde bizim de katıldığımız görüş uyarınca, yerinde bir tutum olarak değerlendirilmisti. Çünkü bu durumda Kurul, piyasanın değişen şartlarına göre, izahnamede bulunması zorunlu olan hususlara ilişkin yeni esaslar ortaya koyabilecekti. İzahname içeriğinin kanunla belirlenmesi halinde ise, içerikte herhangi bir değişiklik yapabilmek için kanun değişikliğine gitmek gerekecekti. Bu yöntem ise son derece uzun, masraflı ve daha zor bir süreci gerektirecekti (**Somer**, s.76; **Kabaalioglu**, s.160). İzahname içeriğini belirleme konusunda tanınan esneklik sayesinde SPK, gerek halka arzı gerçekleştirenlerin ve gerekse hedeflenen yatırımcı kitlesinin özelliklerine göre, izahnamede yer alacak bilgileri farklılaştırma yetkisine sahipti. Bu da kamunun doğru aydınlatılması yönünden son derece önemliydi (**Bozkurt**, Murat, Hukuki Yönüyle Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Sonuçları, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998, s.120).

SerPK açısından da aslında izahname içeriğine ilişkin mülga kanuna nazaran çok büyük bir farklılık bulunmamaktadır. Her ne kadar m.3/j hükmü içeriğe dahil birtakım somut unsurları belirlemiş olsa da, hem bu hükmün devamında “yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgilerin” izahnamede yer alması gereğine işaret edilmiş olması, hem de Kurul’un halka arz edilecek veya borsada işlem görececek sermaye piyasası araçlarının türü ve niteliğine göre izahnamede bulunması gereken asgari bilgileri belirleme yetkisini düzenleyen m.5 hükmü, bize bunu açıkça göstermektedir.

grubunu hedef alan bilgilere izahnamede yer verilmesi zorunlu olup, tasarruf sahipleri arasında bilgi eşitsizliğine neden olacak işlemlerde bulunulamaz (İzahname Tebliği m.27/V).

Burada ayrıca İzahname Tebliği doğrultusunda birtakım ölçütler de söz konusu olmaktadır. Şöyle ki, izahnamenin ve izahnamede yer alacak bilgilerin, ihraççı ve varsa halka arz eden ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurul’ca gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda hazırlanması, Kurul’ca belirlenen standartlara uygun, tam ve güncel olması, yatırımcılar tarafından kolaylıkla analiz edilebilir, anlaşılabilir ve değerlendirilebilir bir şekilde hazırlanması, Kurul onayının alınması başvurusu sırasında Kurul’ca istenecek ek bilgileri içermesi, bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur. Halka arz edilecek borçlanma araçlarına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinde üçüncü bir kişi tarafından garanti verilmesi durumunda, izahnamede garantöre ve garantinin niteliğine ilişkin bilgilere de yer verilir. İzahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir (İzahname Tebliği m.7/I-III). Ayrıca izahnamede bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolar ile bu finansal tablolara dayalı verilere yer verilmesi esastır¹. İzahnamenin hazırlanmasında yararlanılan kaynakların bağımsız taraflarca hazırlanması ve bu kaynakların izahname ekinde kamuya açıklanmaması durumunda, bunlara nasıl ulaşılabileceğinin izahnamede yatırımcıların bilgisine sunulması gerekir (İzahname Tebliği m.6).

Belirttiğimiz bu hususlar dışında, bir de atıf suretiyle borçlanma aracı izahnamesine dahil edilebilecek bilgiler bulunmaktadır. Buna göre izahnameye ihraççı

¹ Ancak bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolara dayalı bilgiler ile birlikte bu finansal tablolara dayalı olmayan bilgilerin verilmek istenmesi durumunda; a) Bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmemiş verilerin bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal tablolarda yer alan bilgilerle tutarlı olması ve aykırılık içermemesi, b) Bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmiş finansal verilerin bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmemiş finansal verilerden daha dikkat çekici şekilde sunulması, c) Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin, kullanılan terimler ve hazırlanma esasları ile birlikte açıkça belirtilmesi ve güncel olması, ç) Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin geçmiş, tahmini, beklentiye dayalı ya da pro forma finansal bilgilerden hangisi ile ilişkili olduğunun belirtilmesi, d) Finansal tablolardan üretilmeyen verilerin bağımsız denetimden ve/veya sınırlı incelemeden geçirilmediği hususunun açıkça vurgulanması zorunludur (İzahname Tebliği m.7/V).

veya halka arz eden ile ilgili olarak daha önceden Kurul'un veya borsanın internet sitesinde yahut KAP'ta kamuya duyurulan bilgilere atıfta bulunmak suretiyle bilgi dahil edilebilir. İzahnameye atıfta bulunmak suretiyle dahil edilen bilginin¹, ihraççının veya halka arz edenin sahip olduğu en güncel bilgiler olması gerekir. Ayrıca izahnamede atıfta bulunmak suretiyle bilgiye yer verilmesi durumunda, bu bilginin kaynağının ve bu bilgiye nasıl ulaşılabilirliğinin de izahnamede belirtilmesi zorunludur (İzahname Tebliği m.9/I ve III).

İzahnamede Kurul'un isteyeceği bilgiler, halka arz edilen borçlanma aracının türüne göre farklılık arz edeceği gibi, farklı ihraççıların veya aynı ihraççı kuruluşun değişik zamanlarda yapmış olduğu ihraçlar bakımından bile Kurul'un tespit edeceği izahname içeriği farklı olabilecektir. Bu durum, her somut borçlanma aracı halka arz işlemi için düzenlenecek izahnamenin hem ihraççı tarafından titizlikle hazırlanmasını sağlayacak; hem de Kurul'a her bir halka arz işleminin taşıdığı özelliğe göre borçlanma aracı yatırımcısını en doğru şekilde bilgilendirecek bir izahname içeriği oluşturma imkânını sağlayacaktır. Bu da gelişmiş bir sermaye piyasasının en önemli iki göstergesi olan yatırımcının korunması ve kamunun aydınlatılması prensiplerinin uygulamaya geçmesindeki en önemli adımlardan biri olacaktır.

C. İZAHNAMENİN HUKUKİ NİTELİĞİ

Borçlanma araçlarının halka arzında başvuru izahnamenin hukuki niteliğine ilişkin farklı görüşler mevcuttur. Doktrinde izahnameyi icap niteliğinde kabul edenler olduğu gibi², icaba davet olarak nitelendirenler de bulunmaktadır¹. Kanaatimizce,

¹ İzahname içeriğine dahil edilebilecek bilgilerin yer aldığı ve atıf yapılabilecek belgeler şunlardır: a) Finansal tablolar ile bağımsız denetim ve/veya sınırlı inceleme raporları, b) Kurul'ca önceden onaylanmış izahnameler, c) Esas sözleşme, ç) Özel durum açıklamaları, d) Birleşme, bölünme ve benzeri hususlara ilişkin duyuru metinleri, e) Faaliyet raporları, f) Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporları, derecelendirme notları ve raporları ile değerlendirme raporları, g) Yatırımcıların kolaylıkla erişebilmeleri ve ihraççı, halka arz eden veya bu kişilerin Kurul'un ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafları dışındaki bağımsız taraflarca hazırlanmış olması kaydıyla, Kurul'ca uygun görülecek diğer belgeler (İzahname Tebliği m.9/II).

² **Somer**, s.95; **Ulusoy**, Sermaye Piyasası, s.33; **İhtiyar**, s.122, dn.16. Bu görüş uyarınca izahnamenin icap olarak nitelendirilmesi SerPK'nın amacına da uygundur. Nitekim, “Kurul, sermaye piyasası araçlarının halka satışında, yatırımcıların bunları almalarını kolaylaştırıcı, hak ve yararlarını koruyucu tedbirlerin alınmasını ihraççıdan, halka arz edenlerden, satışı yapanlardan ve ilgili borsalardan isteyebilir” şeklindeki SerPK.12/IV hükmü, kanun koyucunun bu amacını somutlaştırmaktadır (**Somer**, s.95).

borçlanma araçlarının halka arzında kullanılan izahnamenin hukuki niteliği icaba davettir². Zira borçlanma araçlarının satışında kullanılan talep toplama yöntemine ilişkin olarak, satışı planlanan araçlara ilişkin talep toplanmasının, bunların mutlaka karşılanacağı anlamına gelmeyeceği, ilgili tebliğde açıkça belirtilmiştir (II-5.2 syl. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m.14/II, c.son). Ayrıca uygulamada en çok halka arz edilen bono ve tahvillere ilişkin yayımlanan izahname eki niteliğindeki sermaye piyasası aracı notlarında, ihraççı kuruluşun yatırımcının talebini kabul edip etmemekte serbest olduğu, belirtilmektedir³.

İzahnamede sözleşmenin kurulması için gerekli her türlü unsurun bulunması⁴; izahnameyi icaba davet olarak nitelendirme durumunda ihraççıların halktan gelen alım taleplerini reddedebilmesi ve bu nedenle geniş bir kitlenin halka arza katılımını hedefleyen SerPK'nın amacına aykırılık⁵ gibi gerekçeler, izahnamenin icap niteliğini kabul için yeterli değildir. Zira izahname icap olarak değerlendirildiğinde, yatırımcıların alım talebi hukuken kabul niteliği taşıyacak ve ihraççılar yatırımcıların alım taleplerini reddedemeyecektir. Bu sonucu kabul etmek olanaklı değildir. Zira bu halde, halka arz edilecek toplam borçlanma aracı miktarının üzerinde bir alım talebinin, yani kabulün söz konusu olduğu durumlarda, satışı yapılacak toplam miktarın üzerinde kalan kısmı oluşturan taleplerin hangi gerekçeyle reddedileceğini açıklamak mümkün olmaz⁶.

Ayrıca izahname icap olarak nitelendirildiğinde, her bir yatırımcının kabulü üzerine sözleşme kurulmuş sayılacağından, halka arzın tamamlanamayıp yarım kalması durumunda, ihraççı ve/veya yatırımcı sözleşmeye aykırılıktan dolayı sorumlu olacaktır (TBK.112 vd.). Bu durum ise, ihraççının ve/veya yatırımcının kusurundan ve/veya

¹ **Arslanlı**, Halil, Anonim Şirketler Umumi Hükümler, C.I, 3. B., İstanbul, 1960, s.54; **Ansay**, Tuğrul, Anonim Şirketler Hukuku, 6. B., Ankara, 1982, s.67; **İmregün**, Oğuz, Anonim Ortaklıklar, 4. B., İstanbul, 1989, s.72; **Tekil**, Fahiman, Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul, 1998, s.129.

² Aynı yönde bkz. **Ayoğlu**, Halka Arz, s.84; **Akbulak/Akbulak**, s.81; **Uşaklı**, Senem Mutlu, "Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği", Legal Hukuk Dergisi, Y.9, S.101, (Mayıs) 2011, s.1870.

³ http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/SPAN_onayli_202122ekim.pdf; <http://www.finansbank.com.tr/yatirim/duyurular/finansbank-1-kuponlu-tahvili.aspx> (Erişim: 29.04.2015).

⁴ **Arı**, Zekeriyya, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Yüksek Lisans Tezi, Sivas, (Eylül) 1996, s.57-58, naklen, **Ayoğlu**, s.83.

⁵ **Somer**, s.95.

⁶ **Ayoğlu**, Halka Arz, s.84.

ihmalinden ileri gelmeyen bir sebeple halka arzın tamamlanamaması halinde, anılan şahısların sorumluluğuna gidilmesini hakkaniyete aykırı kılacaktır¹.

D. İZAHNAMENİN ONAYI, DEĞİŞİKLİK VE YENİ HUSUSLARIN EKLENMESİ

1. İzahnamenin Kurul’ca Onaylanması

Bilindiği üzere SerPK ile eSerPK’da yer alan sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınma sistemi kaldırılarak, yerine Avrupa Birliği mevzuatına paralel biçimde izahnamenin Kurul’ca onaylanması sistemine geçilmiştir². Buna göre öncelikle ihraççının halka arz etmek istediği borçlanma araçları için hazırladığı izahnamenin onayı için, Kurul düzenlemelerinde belirtilen bilgi ve belgelerle birlikte onay başvurusunda bulunması gerekir. İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuru, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış izahname ve gerekli diğer bilgi ve belgelerin Kurul’a sunulmasından itibaren on iş günü içinde Kurul tarafından karara bağlanır ve keyfiyet ilgililere bildirilir. İzahnamenin onaylanmasına ilişkin başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin eksik olması veya ek bilgi ve belgeye ihtiyaç duyulması halinde, başvuru tarihinden itibaren on iş günü içinde başvuru sahibi yazı ile ya da elektronik ortamda bilgilendirilerek, eksikliklerin yirmi iş günü içinde giderilmesi istenir. Bu takdirde yukarıda öngörülen süreler, söz konusu eksik veya ek bilgi ve belgelerin tamamının Kurul’a sunulduğu tarihten itibaren baştan işlemeye başlar. Makul sebeplerin varlığı halinde ve başvuru sahibinin talebi üzerine, Kurul’ca başvuru sahibine yirmi iş gününe kadar ek süre verilebilir (SerPK.6/II ve III; İzahname Tebliği m.19/I ve II).

Kurul’a yapılacak başvurularda, izahnamenin Kurul tarafından yeterli incelemeye imkan sağlamayacak derecede eksik olarak hazırlanmış olduğu sonucuna varılması, Kurul’ca onaylanacak izahname kapsamındaki borçlanma aracına ilişkin Kurul düzenlemelerinde belirtilen ve başvuru sırasında Kurul’a iletilmesi gereken bilgi ve belgelerin Kurul’a iletilmemesi veya eksik iletilmesi, başvuruda sunulan bilgi ve

¹ **Uşaklı**, s.1872. Bununla birlikte, yatırımcıların alım taleplerinin halka arzı gerçekleştiren şahıslar tarafından kabul edilmesinin ardından halka arzın yarım kalması halinde, söz konusu şahısların sözleşmeye aykırılıktan dolayı sorumluluklarına gidilmesi mümkündür (**Uşaklı**, s.1873).

² Genel Gerekçe, SerPK (<http://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>, Erişim: 06.05.2015).

belgelerdeki eksiklikler ile Kurul’ca talep edilen ek bilgi ve belgelerin ilgili süreler içerisinde Kurul’a iletilmemesi durumunda başvuru Kurul’ca işleminden kaldırılır (İzahname Tebliği m.19/II). Kurul’ca yukarıda belirtilen süreler içerisinde izahnamenin onayı ile ilgili bir karar alınmamış olması, izahnamenin Kurul’ca onaylandığı veya onaylanmadığı anlamına gelmez (İzahname Tebliği m.19/IV). Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurul’ca belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde izahnamenin onaylanmasına karar verir (SerPK.6/I, c.1; İzahname Tebliği m.22/I).

Burada izahnamenin onaylanması bakımından Kurul’un inceleme yetkisinin kapsamına, izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun araştırılması hususu dahil olmayıp, bilgilerin doğruluğundan ihraççılar, halka arz edenler ve kanunda sorumluluğu düzenlenen diğer gerçek ve tüzel kişiler sorumludur¹. Kanaatimizce Kurul’un inceleme kapsamının daraltılması, borçlanma aracı ihracının teşvikini sağlayacak daha hızlı ve basit bir halka arz prosedürü süreci için atılmış olumlu ve somut bir adım olmuştur. Zira kanun gerekçesinde de ifade olunduğu üzere, inceleme kapsamının değişmesine paralel olarak, Kurul’un halka arz başvurularını sonuçlandırma süreleri de kısaltılmıştır².

Yapılan inceleme sırasında Kurul, ihraççıyı, ihraççının faaliyetlerini, halka arz edenin içinde bulunduğu durumu veya ihraç edilecek borçlanma aracının niteliğini dikkate alarak ilave bilgilerin izahnamede yer almasını talep edebilir. Bu durumda izahnamenin tesliminden önce Kurul’ca talep edilen ilave bilgilerin izahnamede yer alması gerekir (İzahname Tebliği m.22/I). İzahnamenin ayrı belgelerden oluşması halinde her bir belge ayrıca onaylanır. İzahnamenin onaylanması, burada yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurul’ca tekeffülü anlamına gelmeyeceği gibi, reklam amacıyla kullanılamaz ve borçlanma aracına ilişkin bir tavsiye olarak da kabul edilemez (SerPK.6/I; İzahname Tebliği m.22/III). İzahnamenin onaylanmasına ilişkin Kurul’ca yapılan inceleme sonucunda başvuruların olumsuz karşılanması halinde ise, bu durum gerekçesi belirtilerek ilgisine yazılı olarak bildirilir (SerPK m.6/IV; İzahname Tebliği m.22/IV). İzahnamenin Kurul’ca onaylanmasına karar verilen tarihi takip eden yirmi iş

¹ Gerekçe, SerPK.6.

² Gerekçe, SerPK.6.

günü içerisinde teslim alınmaması da, Kurul’ca izahnamenin yeniden onaylanmasına karar verilmesini gerektirir (İzahname Tebliği m.22/V).

İzahname onaylandıktan sonra Kurul’ca belirlenecek esaslar çerçevesinde yayımlanır. Ayrıca ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan edilmez. Sadece izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan edilir (SerPK.7/I). Kurul tarafından onaylanmayan hiçbir izahname yayımlanamaz (İzahname Tebliği m.28/I). Bununla birlikte, izahnamenin onaylanmadan önce de Kurul’ca belirlenecek esaslar çerçevesinde ilan edilmesi mümkündür (SerPK.7/II). İzahname Tebliği’nde bu bağlamda birtakım esaslar öngörülmüştür. Buna göre, borçlanma araçlarının halka arzı veya borsada işlem görmesi öncesinde hazırlanan ve Kurul’a onaylanması için sunulan izahname, Kurul’a başvuru tarihinden itibaren beş iş günü içinde ihraççının internet sitesinde ve ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP’ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilir. İzahnamenin başında, henüz Kurul’ca onaylanmadığını belirten bir ifadeye yatırımcıların açıkça fark edebileceği şekilde yer verilir (İzahname Tebliği m.28/II).

Kurul’ca onaylanmış izahname, teslim alınmasını takiben onbeş iş günü içerisinde, yine yukarıda belirttiğimiz mecralarda ilan edilir. İhraççı Kurul’ca onaylanmış izahnameyi ihtiyari olarak basın yayın organlarında da ilan edebilir. İzahnamenin geçerlilik tarihi, ihraççının KAP üyeliğinin bulunması durumunda KAP’ta ilan edildiği, KAP üyeliğinin bulunmaması durumunda ise ihraççının internet sitesinde ilan edildiği tarihte başlar (İzahname Tebliği m.28/III ve V).

2. Değişikliklerin ve Yeni Hususların İzahnameye Eklenmesi

Borçlanma aracı yatırımcılarını kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde tam ve doğru biçimde bilgilendirmesi hukuken zorunlu olan izahnamenin, sadece ihraççı kuruluş ve borçlanma aracı hakkında eksiksiz ve gerçek bilgiler ihtiva etmesi yeterli değildir. Bu belgenin kamuyu aydınlatma ilkesini tam anlamıyla hayata geçirebilmesi için, aynı zamanda ihraççı ve borçlanma aracı hakkında en güncel bilgileri içermesi gereklidir. Zira izahnamenin yayımından sonra ve fakat satış işlemlerinin başlamasından önce, örneğin borçlanma araçlarından biri olan bono ihraç eden bir

bankanın mali durumunu ağır biçimde zedeleyecek ani bir ödeme krizi ile karşılaşılması, söz konusu bankanın bonolarına yatırım yapmayı düşünen müstakbel yatırımcıların bu karardan vazgeçmelerine yol açacak kadar önemli bir gelişmedir. Nitekim bankanın içine düştüğü bu mali kriz, yatırımcıların bonolar için ödedikleri nakit karşılığında, bankanın belirli bir vade sonunda ödeme taahhüdünde bulunduğu faiz oranında önemli bir düşüşe yol açacak; hatta yatırımcının elde etmeyi umduğu bu faiz gelirinden mahrum kalmasına dahi sebep olabilecektir.

İşte bu nedenle sermaye piyasası mevzuatımız, izahnamenin ihraççı ve ihraç ettiği sermaye piyasası araçları hakkında en doğru ve en güncel bilgileri ihtiva etmesini sağlayacak düzenlemeler öngörmüştür. Buna göre, borçlanma aracı izahnamesi ile kamuya açıklanan bilgilerde satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte değişiklik veya yeni hususların ortaya çıkması halinde, durum ihraççı veya halka arz eden tarafından yazılı olarak derhal Kurul'a bildirilir (SerPK.8/I).

Değişiklik gerektiren veya yeni hususların ortaya çıkması halinde, ihraççı, halka arz eden veya bunların uygun görüşü üzerine yetkili kuruluşlar tarafından satış süreci durdurulabilir (SerPK.8/I ve II; İzahname Tebliği m.24/I). Bu durum yazılı olarak derhal Kurul'a bildirilir. Satış süreci ihraççı, halka arz eden veya yetkili kuruluşlar tarafından durdurulmaz ise, gerekli görülmesi durumunda Kurul'ca satış sürecinin durdurulmasına karar verilebilir (İzahname Tebliği m.24/I).

Değiştirilecek veya yeni eklenecek hususları içeren izahnamenin ilgili kısımları, Kurul'a bildirim tarihinden itibaren 7 iş günü içinde Kurul'ca onaylanır ve ihraççının internet sitesinde, KAP'ta ve varsa yetkili kuruluşun internet sitesinde derhal ilan edilir (SerPK.8/III; İzahname Tebliği m.24/II). Ayrıca ihraççının ve yetkili kuruluşun internet sitesinde ve ihraççının KAP üyesi olması durumunda KAP'ta, izahnamenin ilgili kısımlarının eski ve yeni şekline ilişkin karşılaştırma imkanı tanıyacak bilgiye ve izahnamenin tüm değişikliklerin işlendiği tek metin haline getirilmiş değişiklik sonrası haline de yer verilir (İzahname Tebliği m.24/II).

İzahnamenin özet bölümü dışındaki kısımlarında değişiklik yapılması durumunda, yapılan bu değişiklik izahnamenin özet kısmının da değiştirilmesini gerektiriyorsa, özet kısmında da gerekli değişiklik yapılır. Bu durumda, özeti bir bütün olarak yeniden yayımlanması halinde, yatırımcıların yapılan değişiklikleri kolayca fark edebilmeleri için, değişiklik yapılan kısmın diğer kısımlardan daha dikkat çekici bir şekilde sunulması gerekir (İzahname Tebliği m.24/III). Değişiklik veya yeni hususların yayımlanmasından önce borçlanma aracı satın almak için talepte bulunmuş olan yatırımcılar, izahnamede yapılan ek ve değişikliklerin yayımlanmasından itibaren 2 iş günü içinde taleplerini geri alma hakkına sahiptirler (SerPK.8/IV¹; İzahname Tebliği m.24/IV). Konuya ilişkin olarak izahnamede bilgi verilmesi koşuluyla, geri alma hakkının kullanılabileceği bu süre ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından daha uzun olarak belirlenebilir (İzahname Tebliği m.24/IV, c.son).

E. İZAHNAMEDEN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK

1. Sorumluluğu Gerektiren Durumlar

SerPK’da, izahnamede yer alan bilgilerin yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilir şekilde sunulması ve izahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgilerinin izahnamede açıkça belirtilmesi gerektiği düzenlenmiştir (m.4/II ve III). Zira müstakbel borçlanma aracı yatırımcıları, yatırım kararını bu belgede yer alan bilgilere göre vereceklerinden, izahnamedeki tüm bilgiler gerçeği yansıtmak, yatırımcıların yanlış anlamasına neden olacak yanıltıcı ifadeler içermemek zorundadır.

Bunun haricinde sorumluluk için sadece izahnamenin yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler içermesi durumunun değil, hileli veya sahte olmasının, gerçeğin saklanması ve diğer kanuna aykırılıkların da (TTK.549) dikkate alınması gerekir. Dolayısıyla gerçeğe uygun veya yanıltıcı olmayan bir izahname, gerçeğin saklanması halinde de sorumluluğa yol açabilecektir.

¹ Borçlanma aracı yatırımcısının korunması bakımından son derece önemli olan ve yatırımcıya, izahnamede değiştirilen ya da izahnameye eklenen hususların yatırım kararından vazgeçmesine yol açacak kadar önemli olması durumunda borçlanma aracı satın almaya yönelik talebini geri alma hakkı tanıyan söz konusu düzenleme, SerPK’nın hüküm gerekçesinde de, bu maddenin getirdiği önemli yenilik olarak ifade edilmiştir (Gerekçe, SerPK.8/IV).

İzahnamedeki bilgiler doğru olsa bile, bu bilgilerin eksik olması halinde sorumluluk doğabileceği gibi; izahnamede açıklanmaması gereken bilgilerin açıklanması sonucu farklı bir anlamın ortaya çıkması veya bu bilgilerin anlamlarını yitirmesi durumlarında da aynı sonucu kabul etmek gerekir¹.

2. Sorumlu Olan Kişiler (Davalılar)

Eğer izahnamede yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler yer almakta ve bundan dolayı yatırımcılar zarar görmekte ise, söz konusu zararlardan ihraççı kuruluş sorumludur. Ancak zararın ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması halinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider yetkili kuruluşlar, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri, kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludurlar. Ayrıca bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları gibi izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporları hazırlayan kişi ve kurumlar da, hazırladıkları raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden sorumludur (SerPK.10/I ve II; İzahname Tebliği m.25/I ve II).

SerPK'nın izahnameden sorumlu kişileri düzenleyen hükmünün gerekçesinde, eSerPK'da yalnızca ihraççının ve zararın tazmin edilemeyen kısmı için beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşların sorumlu olacağı öngörülmüşken, yapılan değişiklikle TTK ile paralellik sağlandığı ifade olunmuştur². Zira TTK'nın "*belgelerin ve beyanların kanuna aykırı olması*" sebebine dayanan anonim şirketler hukukuna ilişkin 549. maddedeki sorumluluk hükmü, menkul kıymet ihracı gibi sınırlı sayıda belirtilmemiş işlemleri, halka açılmayla ilgili olarak izahnameleri kapsamakta ve bu işlemler bağlamında belgeleri de düzenlemektedir. Hükümde sadece izahname anılmış olmasına rağmen, halka açılmayla ilgili her türlü belge hükmün kapsamındadır³.

SerPK.10 hükmünün ifadesinden açıkça anlaşıldığı üzere, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan birinci derecede ihraççılar sorumludur. Zararların ihraççılardan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça

¹ Üçışık, Güzin/Çelik, Aydın, Anonim Ortaklıklar Hukuku, C.I, 1.B., Ankara, (Ağustos) 2013, s.204 ve dn.43.

² Gerekçe, SerPK.10.

³ Gerekçe, TTK.549.

belli olması halinde, ikinci derecede, halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri sorumludur. Görüldüğü üzere SerPK’da izahnameden dolayı kademeli bir sorumluluk sistemi benimsenmiştir¹. Yani izahnameden doğan sorumluluk asli olarak ve öncelikle ihraççıya atfedilmiş, ancak zararın ihraççıdan tazmin edilemeyeceği durumlar dikkate alınmak suretiyle, hükümde sayılan diğer kişi ve kuruluşların sorumluluğunun gündeme geleceği belirtilmiştir. Madde kapsamında ihraca aracılık eden tüm aracı kurumların sorumlu tutulması uygulamasından vazgeçilerek, sadece lider aracı kurumun sorumlu olacağı düzenlenmiştir².

İzahnameye ilişkin yukarıda belirttiğimiz sorumluluk hallerinin gerçekleşmesi halinde borçlanma aracı yatırımcıları, SerPK.10/I hükmü gereği, ihraççı borç ödeme yeteneğine sahip olduğu müddetçe, ihraççı dışındakilerin ikinci derecede sorumlu olmasının doğal sonucu olarak, onlara başvuramayacaktır. Yatırımcıların zararının ihraççıdan tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hususunun nasıl tespit edileceği belirsizdir. Böyle bir durumun, aciz veya aciz vesikası yerine geçen belgelerden birinin alınması durumunda gerçekleştiğini kabul etmek gerekir³.

SerPK.10 hükmünde açıkça ifade edilmese de, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden doğan zararlardan ihraççı kusursuz olarak sorumludur. Bu nedenle ihraççı, gereken özeni gösterdiğine ilişkin bir savunma yaparak sorumluluktan kurtulamaz⁴. SerPK.10’da zarardan doğrudan ihraççının sorumlu olduğunun belirtilmesi ve ardından sayılan diğer sorumlular için kusur şartından bahsedilmesi, TTK.549 ile SerPK.10’un benzer saiklerle kaleme alındığını göstermektedir. Yani kanun koyucu, TTK.549’un gerekçesinde açıklandığı gibi, izahnameyi düzenleyenler için kusursuz sorumluluk öngörmeyi amaçlamıştır. Ancak yatırımcının korunması amacını güden SerPK’da, ihraççının izahnameden kusursuz sorumlu olduğu belirtilerek, bu konuda yaşanacak tereddütlerin önüne geçilmesi isabetli olacaktır, kanısındayız.

¹ Üçışık/Çelik, s.204. Aynı yönde bkz. Memiş, Tekin/Turan, Gökçen, Sermaye Piyasası Hukuku, 1.B., Ankara, (Mart) 2015, s.77.

² Çetin, Nusret/Töremiş, Hatice Ebru/Cantimur, Zeynep, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistematik Analizi, Ankara, 2014, s.39.

³ Üçışık/Çelik, s.205.

⁴ Ayoğlu, Tolga, “İzahnameden Doğan Sorumluluk”, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri, İstanbul, 2009, s.642.

İzahnameden ikinci derecede sorumlu olan halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri ise, kusurlarının varlığı halinde sorumludurlar. Bu kişilerin sorumlu olması için yatırımcı nezdinde oluşan zarar ile aracı kuruluşun özen eksikliği arasında illiyet bağının mevcut olması gerekir. İzahnamedeki eksiklik ya da yanlışlık alım kararını etkilemişse, bu illiyet bağının varlığı kabul edilmelidir¹. Hükümde belirtilen garantörün sorumluluğu ise, diğer sorumlulardan farklıdır. Zira garantörlük sözleşmelerinin niteliği gereği garantörün sorumluluğu kusura dayanmaz².

İhraççının yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gelince, TTK.549 ila 552 arasında düzenlenen sebeplerden ötürü kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları için öngörülen sorumluluk (TTK.553)³ kusura dayanmaktadır. Ancak kusurun ağırlık derecesi önemli olmayıp, hafif ihmal dahi sorumluluğun doğumu için yeterlidir⁴. Kusurun niteliği hususunda TTK, İsviçre Federal Mahkemesi'nin benimsediği objektifleştirilmiş kusur ilkesini esas almıştır. Buna göre sorumlu olan kişi, normal ve ortalama bir insanın aynı durum ve şartlar altında sergilemesi gereken özeni

¹ Üçışık/Çelik, s.205.

² Memiş/Turan, s.77.

³ Bu sorumluluğa tabi olanlar sadece adları sayılanlar değildir. TTK.553'ün kapsamı *numerus clausus* olmayıp, hükmün kapsamına başkaları, özellikle fiili organlar girer. Ancak hüküm bir organ olmasına rağmen genel kurulu kapsamaz (Tekinalp, Ünal, Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları, 2. B., İstanbul, 2011, s.270-271). Bu noktada izahname sorumluluğu bakımından özellikle kimlerin fiili yönetim kurulu üyesi ve dolayısıyla fiili organ kabul edilebileceği sorusu önem kazanır. İsviçre Federal Mahkemesi'nin bir kararına (BGE 117 II 573) göre, “bir kimsenin organ konumunda olduğunun kabul edilebilmesi için, bu kişinin şirkete karşı özel bir ilişki içinde bulunması ve bu ilişkiden doğan yükümlülükleri kişisel karar alma yetkisine dayanarak yerine getirmiş olması gerekir. Ancak karar almada sadece yalın bir yardımda bulunma yeterli değildir”. Buna göre tüzel kişinin yetkili organı (genel kurul veya yönetim kurulu) tarafından seçilmemiş ve sicile tescil edilmemiş bir kimse, yönetim organının yetkisine giren konulara dair kararların alınmasında önemli derecede hazırlıkta bulunmuş ve temel hususları aşacak düzeyde yardımcı olmuşsa, fiili organdır. Yani fiili organ, bağımsız ve kişisel sorumluluğu olan ve günlük işlemleri aşan kararlar veren kimsedir. Ancak fiili organın sorumluluğu, sadece maddi anlamda karıştığı görevlere veya alanlara ilişkindir (Pulaşlı, Şerh, C.II, s.2037 ve dn.42). Dolayısıyla izahnameye aktarılan ve ihraççının sorumluluğunu doğuran yanlışlık ya da yanıltıcılığa neden olan işlem ve kararlarda bir dahli bulunmayan kimse, başka bir alanda fiili yönetim kurulu üyesi olarak kabulünden dolayı sorumlu tutulamayacaktır.

⁴ Güney Akdağ, Necla, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 1. Baskı, İstanbul, (Ekim) 2012, s.202; Pulaşlı, Hasan, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü ve Muteselsil Sorumluluğu”, Batider, C.XXV, S.1, (Mart) 2009, s.33-34; Pulaşlı, Şerh, C.II, s.2105. Bu bağlamda anılan kişilerin hafif kusurdan sorumlu olmayacaklarına ilişkin bir şart geçersizdir ve kusurun ağırlık derecesi sadece üyeler arasındaki rücu ilişkisinde dikkate alınmalıdır (Çamoğlu, Ersin, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 3. Baskı, İstanbul, 2010, s.17).

göstermiş olmalıdır¹. Gerekli dikkat ve özenin gösterilip gösterilmediği her olayın kendi bünyesinde ele alınmalı ve normal, tedbirli bir insandan, aynı olayda beklenen davranış dikkate alınmalıdır². Kusurun objektifleştirilmesinin sonucu olarak, tecrübesizlik ve bilgi eksikliği veya kendi kişisel işlerinde de aynı özenin gösterildiği ileri sürülerek sorumluluktan kaçılmaz³. Aynı şekilde inançlı organ üyeleri ve saman adamlar⁴ da, üçüncü kişinin talimatlarına dayanarak sorumluluktan kurtulamazlar⁵. Dolayısıyla izahnameden ötürü SerPK.10 uyarınca sorumluluğuna başvuru ihraça aracılık eden kurumun ve ihraççının yönetim kurulu üyelerinin kusur sorumluluğu, açıkladığımız bu esaslar çerçevesinde değerlendirilmelidir. Bu bağlamda ihraççının yönetim kurulu üyeleri, kendi iradeleriyle karar vermedikleri ve menfaat sahibinin talimatları doğrultusunda hareket ettikleri iddiasıyla yatırımcılara karşı hukuki sorumluluktan kurtulamayacaktır. Ancak konusunda uzman bir hukukçu olan yönetim kurulu üyesinden beklenecek özenin ölçüsü, böyle bir mesleki tecrübeye sahip olmayan yönetim kurulu üyesinden daha ağır olacaktır. Bunun yanında konuya hakim olmayan üyenin de uzman üçüncü kişilerden yardım alması durumunda gerekli özeni gösterdiği kabul edilecektir⁶.

Bu noktada ise kusurun ispatı meselesi gündeme gelmektedir. TTK'nın ilk halinde, eTK.338'de yönetim kurulu üyeleri için öngörülen kusur karinesi korunmuştu. Bu durumda yönetim kurulu üyeleri ile yöneticilerin, sorumluluktan kurtulabilmek için kusurlu olmadıklarını ispat etmeleri gerekiyordu⁷. TTK'da 6335 syl. Kanun'la¹ yapılan

¹ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2106; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.34; **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.203-204; **Tekinalp**, Tek Kişi, s.282-283.

² **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.204.

³ **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.206-208; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.34.

⁴ Saman adamlar, birtakım sebepler yüzünden şirket yönetiminde yer almak istemeyen veya hukuken yer alması mümkün olmayan kişiler adına şirketi yönetme ve temsil görevini üstlenen, ancak kendilerini seçen veya seçtirenlerin emir ve talimatları doğrultusunda karar veren kişilerdir. Bunların sorumluluğuna ilişkin olarak, biz de doktrinde **Güney Akdağ**'ın ileri sürdüğü ayrımın gerekliliğine inanıyoruz. Buna göre, eğer bilgi ve eğitim düzeyi yüksek kimseler saman adam olarak şeklen yönetim kurulu üyeliğine seçilmiş iseler, bunların anılan görevi bir baskıya maruz kalmadan bilerek ve isteyerek üstlenmelerinden dolayı, üçüncü kişilerin güveninin korunması ve aktif olarak bu görevi ifa etmese de yönetim kurulu üyesi olan saman adamların sorumlu olması gerekir. Fakat bu saman adamlar göreve kendi iradeleriyle değil, şirketin arkasındaki sermaye sahibinin baskısıyla getirilmiş iseler, yönetim için gerekli bilgi donanımına sahip olmadan şeklen bu görevi yerine getirdikleri için, sorumluluk hükümlerine tabi olmamaları gerekir (**Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.213-214).

⁵ **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.34.

⁶ **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.205; 214.

⁷ Doktrinde **Tekinalp**, mülga TTK.338'e benzer bir hükmün yeni TTK'da bulunmaması, ayrıca kusur karinesinin kuramsal izahı ve hukukilik temeli olmaması nedeniyle, alacaklılar ya da pay

değişiklikte, m.553/I'deki, “*kusurlarının bulunmadığını ispatlamadıkça*” ibaresi metinden çıkarılarak, anılan kişilerin kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini “*kusurlarıyla*” ihlal ettikleri takdirde, şirkete, pay sahiplerine ve şirket alacaklılarına karşı sorumlu olacakları öngörüldü. Değişiklikle ilgili Adalet Komisyonu raporunda², bu değişiklik sonucunda sorumluluk davalarında ispat külfetinin yer değiştirdiği, kusurun varlığını artık sorumluluk davası açan kişinin ispat etmesi gerektiği belirtilmiştir³. Doktrinde *Pulaşlı*, Komisyonun bu tespitine katılmanın mümkün olmadığını belirtmiş ve eTK.338 hükmünün TTK'da yer almamasına ve TTK.553/II'deki “*kusurlarıyla ihlal ettikleri takdirde*” ifadesine rağmen, davacının kusurun varlığını değil, dava edilenlerin kusursuz olduklarını ispatla yükümlü oldukları sonucuna varmıştır⁴. Kanaatimizce, izahname nedeniyle zarara uğrayan borçlanma aracı yatırımcılarının açacağı sorumluluk davasında, ispat yükünü onların üzerine yüklemek hakkaniyete aykırı olur. Yeni TTK'da benimsenen iş adamı kararı ilkesi (*business judgment rule*)⁵ ve üyelerin bu çerçevede alacağı kararlardan sorumsuzluğu prensibi karşısında, ispat yükünü üyelere yüklemenin, kanunun yeni anlayışına ters düşeceğine inanmıyoruz⁶. Şöyle ki, TTK.369'da yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğü konusunda öngörülen tedbirli yönetici ölçütü, üyenin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak iş adamı kararı verebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu

sahiplerince açılan sorumluluk davasında, bu iki davacı grubun ispat yükü düzenlemesiyle kayırlmalarını eleştirmişti. Zira yazara göre, modern hukukun kabul ettiği yönetim kurulu üyelerinin takdir hakkı ve iş adamı kararı ilkesi (*business judgment rule*) ile kusur karinesine dayanan eskimiş cezalandırma anlayışı birbirine uygun değildi (**Tekinalp**, Tek Kişi, s.281).

¹ RG: 30.06.2012, S.28339.

² 25.06.2012 tarih ve 14 sa. Rapor, Esas No: 1/630, Sıra Sayı: 303, s.10.

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2108-2109.

⁴ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2109; 2111.

⁵ Amerikan şirketler hukukunda doğan, Alman hukukunda pozitif bir normla düzenlenen, İsviçre hukukunda ise doktrinde ve yargı kararlarında benimsenen business judgment rule ilkesi ya da prensibi, TTK.369 gerekçesiyle dolaylı biçimde Türk hukukuna da girmiş bulunmaktadır. Bu ilke, yönetim kurulu üyelerinin veya yöneticilerin şirket yatırımlarıyla ilgili kararlarının, hakim tarafından sonradan içerik açısından denetlenmesini engellemeyi amaçlamaktadır. Zira yöneticilerin aldıkları her yanlış karardan sorumlu tutulmaları, yönettikleri şirketlerin başarısını garanti etmeleri anlamına gelir ve bu sonuç anonim şirketlerin yapısına uymaz. Çünkü anonim şirkete yatırım yaparak hisse sahibi olan kimse, kazanç kadar zarar riskini de göze almaktadır. Bu nedenle sorumluluk davalarında, hukuka aykırılık yoksa hakim tarafından yerindelik denetimi yapılmamalı, hakim kendisini yönetim kurulu üyesi yerine koymamalıdır (**Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.129; 131).

⁶ Alman Hukuku'nda da aynı ilke benimsenmiş olmasına rağmen, ispat yükü yöneticilerin üzerindedir (**Kervankıran**, Emrullah, “Alman Hukuku'nda Business Judgment Rule'nin Kodifikasyonu- Türk ve Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, Hüseyin Ülgen'e Armağan, C.I, s.262).

hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanır¹. Fakat burada bir hususu atlamamamız gerekir. Zira Almanya’da business judgment rule ilkesinin, sadece işletme yönetimiyle ilgili verilen ticari kararlarda uygulanacağı, sadakat yükümlülüğü, enformasyon yükümlülüğü ve diğer kanuna ve şirket sözleşmesine aykırılıklardan doğan sorumlulukların kapsam dışında olduğu kanunda belirtilmiştir². Dolayısıyla bizim hukukumuz bakımından da anılan ilkenin yorumu bu şekilde olmalı, yatırımcıların izahname ile yeterince aydınlatılmaması ya da yanlış bilgilendirilmesi halinde (enformasyon yükümlülüğünün ihlali), yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, ancak tedbirli ve dikkatli bir yöneticiden beklenen özeni gösterdiklerini, diğer bir ifadeyle kusursuzluklarını ispat etmeleri şartıyla sorumluluktan kurtulabilmelidirler. Bu nedenle üyelerin ve yöneticilerin özenle hareket ettiklerinin karine olarak kabul edilip, ispat yükünün aksini iddia eden yatırımcılara ait olduğu tespitine³ katılmıyoruz. Nitekim TTK.553’ün kusuru objektifleştiren yaklaşımı da bizim düşüncemizi desteklemektedir. Bu yaklaşıma göre kendisine sorumluluk atfedilen kişinin davranışı, o olayda ve koşullarda bilinçli ve makul bir kimseden beklenen davranışla karşılaştırılmakta ve yükümlülük ihlalinin ispatlandığı durumlarda, kusurun varlığı aksi ispatlanamayacak şekilde var kabul edilmektedir. Bu durumda bir adım daha ileri giderek, ispat yükünün çok büyük bir önemi kalmadığı da söylenebilir⁴.

3. Davacılar

Yukarıda belirttiğimiz izahnameden dolayı sorumlu olan kişilere karşı dava açma hakkı “zarar görenler”e ait olup, bunlar arasında somut olayın özelliklerine göre menkul kıymetleri alanlar ve hatta bunların sonraki müktesipleri de olabilir⁵. Bu durumda bir borçlanma aracını ikinci el piyasadan edinen bir yatırımcı bakımından da söz konusu hukuki korumanın mümkün olup olmadığına ilişkin bir tereddütün önüne

¹ Gerekçe, TTK.369.

² **Kervankıran**, s.254.

³ TTK.369’a ilişkin Hükümet Tasarısı, “*üyelerin ve yöneticilerin, görevlerini yerine getirirken bu madde anlamında özenle hareket ettikleri karinedir*”, cümlesini içeren bir hüküm içeriyordu (f.3). Gerekçe de buna paralel olarak, anılan karinenin açıkça belirtilmiş olması nedeniyle, ispat yükünün aksini iddia edenlere ait olduğunu belirtmekteydi. Ancak 22. Dönem Adalet Alt Komisyonu bu hükmü kaldırdı. İş adamı kararı kuralının bu hükümle anlamlı bir dayanak bulduğuna ilişkin görüş için bkz. **Tekinalp**, Tek Kişi, s.279.

⁴ **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.209.

⁵ Gerekçe, TTK.549.

geçilmesi kanımızca isabetli olmuştur. Zira İsviçre’de Federal Mahkeme, 1997 yılında iflas eden Biber Holding’in iyileştirme teşebbüsü bağlamında yayımladığı izahnamelerden dolayı açılan bir sorumluluk davasında, izahnamedeki kayıtlara güvenerek ikinci el piyasadan pay satın aldığı için zarar gördüğünü iddia eden kişinin davasını, payların ikinci el piyasasından satın alınması sebebiyle, izahnamedeki kayıtlarla zarar arasında uygun illiyet bağı bulunmadığı gerekçesiyle reddetmiştir¹. Bu bakımdan TTK.549 hükmü, izahname sorumluluğu için gerekli uygun illiyet bağı koşulunun, sadece birinci el piyasadaki halka arz işlemlerinde gerçekleşeceğine ilişkin hatalı bir varsayıma gidilmesini önleyerek, sermaye piyasası mevzuatımızın yatırımcının korunması amacı ile uyum içinde olmuştur.

4. Sorumluluğun Niteliği

İzahname sorumluluğunu haksız fiil niteliğinde kabul etmemiz mümkün değildir. Zira haksız fiil sorumluluğu için, önce ihraççının takip edilmesi şartı olmaksızın tazmin yükümlülüğünün olması gerekir. Ayrıca bu sorumluluğun haksız fiil niteliğinde olduğu kabul edilecek olursa, sorumlunun kusurunu ve bu kusur ile zarar arasında illiyet bağına ispat, yatırımcıya yüklenmiş olur. Sorumluluğu haksız fiil olarak nitelendirmek, asıl korunmak istenen kitle konumundaki yatırımcıların aleyhine sonuç doğuracağından, doğru bir yaklaşım olmaz². Tüm bu nedenlerle, izahname sorumluluğunu, haksız fiil hükümlerinin kıyasen uygulanabildiği kanundan doğan bir sorumluluk olarak nitelendirmek gerekir³.

Ayrıca SerPK.10’da yer alan “*kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde*” ibaresi, izahname sorumluluğunun farklılaştırılmış teselsül niteliğinde olduğunu göstermektedir. Bu hüküm, TTK.557’nin; “*birden çok kişinin aynı zararı tazminle yükümlü olmaları halinde, bunlardan her biri,*

¹ BGE 131 III 306. Federal Mahkeme bu kararında, pay sahiplerinin veya ortaklık alacaklılarının söz konusu izahnamelerden ötürü doğrudan zarar gördükleri iddiasıyla sorumluluk davası açabilmeleri için, doğrudan kendilerini koruyan anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin bir hükmün ihlal edilmiş olması veya güvenden doğan sorumluluk gibi culpa in contrahendonun ya da bir haksız fiil durumunun bulunması gerektiğini ifade etmiştir (**Tekinalp**, Tek Kişi, s.286). Federal Mahkeme’nin bu kararı öğretide tartışmalara neden olmuştur (bkz. **Tekinalp**, Tek Kişi, s.287, dn.27’de anılan yazarlar).

² **Ayoğlu**, İzahname, s.648 vd.

³ **Ayoğlu**, İzahname, s.648.

kusuruna ve durumun gereklerine göre, zarar şahsen kendisine yükletilebildiği ölçüde, bu zarardan diğerleriyle birlikte müteselsilen¹ sorumlu olur” düzenlemesiyle uyum içindedir. Zira SerPK.10’un gerekçesinde de TTK’ya paralel bir uygulama benimsendiği ifade edilmiştir.

Farklılaştırılmış teselsül kavramı, aynı zarardan sorumlu olan kimselerin, dış ilişkide bireysel indirim sebeplerini ileri sürmek suretiyle, zararın kendilerine isnat olunabilecek miktarı kadar sorumlu olmalarını ifade eder. Bu sistem, müteselsil sorumlulukta geriye itilen uygun illiyet bağıını yeniden ön plana çıkarmakta ve bir kimsenin yalnızca sebep olduğu kadar zarardan sorumlu olmasını sağlamaktadır². Böylece hiç kimse, uygun illiyet bağına göre kendisinin sebep olmadığı zararlardan sorumlu tutulmamakta, her sorumluluk dış ilişkideki kişisel kusurun varlığına bağlanmaktadır. Buna göre öncelikle her kişi, dış ilişkide hukuka aykırı olarak verdiği zarardan kişisel olarak sorumludur. Ancak zararın tazminindeki borcu, kusurunun hafif olması veya durumun gereğine göre ya da özel indirim sebeplerinin (TBK.51-52) bulunması nedeniyle mahkemenin tazmin yükümlülüğünde indirime gitmesi halinde, gerçek zarardan düşük olabilecektir³. Bu çerçevede teselsülün, alacaklıyı borçlulardan birinin aczinden koruma amacı sürdürülmekle beraber, her bir borçlunun kusurunun ve diğer şartların dikkate alınmasıyla, aynı zamanda hakkaniyete ve menfaatler dengesine uygun bir çözüme ulaşılmış olmaktadır⁴.

¹ eTK.336 hükmündeki teselsül, mutlak veya tam teselsüldü. Yani yönetim kurulu üyelerinin her biri, kusur derecesine bakılmaksızın zararın tamamından sorumlu tutulabilmekteydi. Ancak yeni kanunda bu hüküm kaldırılmış ve onun yerine “farklılaştırılmış teselsül” ilkesi benimsenmiştir. TTK’nın farklılaştırılmış müteselsil sorumluluğu düzenleyen 557. maddesi İsviçre BK.759 hükmünden aynen alınmıştır (**Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2117; **Tekinalp**, Tek Kişi, s.302). İsviçre anonim şirketler hukukunda müteselsil sorumluluğun yeniden düzenlenmesine ilişkin süreç hakkında detaylı bilgi için bkz. **Karayalçın**, Yaşar, “İsviçre Hukukunda Müteselsil Sorumluluk Konusunda Tartışmalar ve Yasal Gelişmeler”, Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C.II, İstanbul, 2003, s.665 vd.

² **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.254-255; **Güney Akdağ**, Necla, “Bankalar Kanunu’na Göre Yönetim Kurulu Üyelerinin Verdikleri Zararla Sınırlı Şahsi Sorumluluklarının İsviçre Borçlar Kanunu Art. 759’da Yer Alan Farklılaştırılmış Teselsül (Differenzierte Solidarität) Düzenlemesi ile Karşılaştırılması”, Hüseyin Ülgen’e Armağan, C.II, İstanbul, 2007, s.1213.

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2119-2120; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.45-46; **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.260.

⁴ **Göktürk**, Kürşat, Banka Yönetici ve Ortaklarının Hukuki Sorumluluğu Özellikle Şahsi İflas Kapsamında Sorumluluk, 1. B., Ankara, (Ekim) 2013, s.224.

Bu durumda SerPK.10'da düzenlenen izahname sorumluluğu bakımından da aynı esasları geçerli kabul etmemiz gerekir. Dolayısıyla yatırımcının uğradığı zarardan birden fazla kişi sorumlu ise, aralarında yine teselsül ilişkisi doğacak ve davacı yatırımcı, kendi lehine hüküm altına alınan zararın tamamıyla tazmin edilmesine kadar, kural olarak her bir faili (zarar vereni) takip edebilecektir. Ancak her bir zarar verenin takibi, yalnızca kendi kusuruna ve durumun gereklerine göre, zararın şahsen kendisine atfedilebilmesi¹ durumunda mümkün olacaktır. Yani fail tek başına sorumlu olduğunda özel indirim sebeplerinden (TBK.51-52) yararlanacaksa, bu haktan müteselsil borçlu sıfatıyla da yararlanabilir. Ayrıca diğer faillerin bu sebeplerden yararlanma hakkının bulunup bulunmaması da bu noktada önem taşımaz². Bu durumda izahnamenin yanlış, hileli veya yanıltıcı olması nedeniyle zarara uğrayan ve zararını ihraççıdan tazmin edemeyen bir yatırımcı, SerPK.10'da belirtilen pasif dava ehliyetini haiz kişi veya kurumları birlikte dava edebilecek; ancak mahkeme, durumun bütün gereklerini³ dikkate alarak kusur ilkesine göre her davalının sorumlu olacağı oranı tespit edecektir. Dava bazı davalılar bakımından reddedilse bile, davacının talebi kabul edilmişse, davacı dava giderlerine mahkum olma riskinden kurtulacaktır⁴.

Sorumluluğun niteliği hususunda, SerPK.10 hükmü ile izahnameyi de içine alacak şekilde kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğu düzenleyen SerPK.32 hükmü arasında farklılık göze çarpmaktadır. Zira SerPK.10/I'de kademeli bir sorumluluk öngörülmüşken, SerPK.32'de, 10. madde çerçevesinde sorumlu olan kişiler de dahil tüm sorumlular için müteselsil sorumluluk öngörülmüş; birinci ve ikinci derecede sorumluluk ayırımına gidilmemiştir. Ayrıca SerPK.10/I'de ihraççıdan sonra

¹ Kusuruna ve durumun gereklerine göre zararın şahsen kendisine atfedilebilmesi, ibaresiyle belirlenen sorumluluk ölçütü, mutlak teselsül ilkesinin benimsendiği dönemde, uygun illiyet bağına göre meydana geldiği kabul edilemeyen zararın bir kısmı için bile, yönetim kurulu üyelerinin müteselsil sorumlu olacağını kabul eden ve illiyet bağına aşan adaletsiz sorumluluk eğilimlerinin önünü kesmiştir. Bir kimsenin zararın meydana gelmesinde katkısı yoksa veya böyle bir zarara uygun illiyet bağına göre en azından birlikte sebep olmuş değilse, bundan kesinlikle sorumlu değildir (**Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2119-2120; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.46).

² **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2120; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.46; **Güney Akdağ**, Yönetim Kurulu, s.261.

³ Durumun bütün gerekleri ibaresiyle, TBK.51 ve 52 hükümlerinde yer alan, kusurun derecesi dışındaki tazminat tutarından indirim sebepleri kastedilmektedir. Zarar görenin zarara rıza göstermiş olması ya da zararın meydana gelmesinde bizzat kusurlu olması gibi. Zarar görenin kusuru sadece indirime değil, aksine sorumlunun zarar yükümünden kurtulabilmesine de neden olabilir (**Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2122-2123; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.48-49; **Tekinalp**, Tek Kişi, s.306).

⁴ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2122; **Pulaşlı**, Müteselsil Sorumluluk, s.48.

ikinci derecede sorumlu olanlar için farklılaştırılmış teselsüle dayanan bir sorumluluk benimsenmiştir. Buna karşılık SerPK.32’de izahnameyi de içeren tüm kamuyu aydınlatma belgeleri bakımından müteselsil sorumluluk kabul edilmiştir. Kanaatimizce, izahname kamuyu aydınlatma belgelerinin özel bir çeşididir ve bu bağlamda SerPK.10 hükmü, m.32’ye nazaran özel hüküm niteliğindedir¹. SerPK.10 hükmü, lafzından da anlaşılacağı gibi, farklılaştırılmış teselsülü düzenleyen TTK.557’nin neredeyse aynısıdır. Dolayısıyla kanun koyucunun bilinçli bir tercih olarak 10. madde bakımından farklılaştırılmış teselsülü benimsediği söylenebilir. Buna göre ihraççıdan sonra ikinci derece sorumluluk yükletilen kimseler, izahnamede verilen bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından, dış ilişkide kusurları ölçüsünde sorumlu olacaklardır. Buna karşın izahname dışındaki kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan kişiler, bu belgelerde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan zararın tümünden, davacı yatırımcıya karşı 32. madde çerçevesinde, müteselsilen sorumlu olacaklardır².

5. İlliyet Bağı ve Sorumluluktan Kurtuluş Kanıtları

SerPK.32’de, zararın ortaya çıkışı ve zarar ile fiil arasındaki illiyet bağı konusunda bir karineye yer verilmiştir³. Buna göre, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan borçlanma araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine yatırımcıların malvarlıklarında zarar meydana gelmesi halinde, tazminat talepleri açısından kamuyu aydınlatma belgesi (izahname) ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılır (SerPK.32/IV). Ancak kendisine tazminat talebi ileri sürülen kişi, illiyet bağının gerçekleşmediğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir.

Ayrıca SerPK.32/III hükmünde, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişilerin

¹ Memiş/Turan, s.79; Çetin/Töremiş/Cantimur, s.43.

² Memiş/Turan, s.79.

³ Çetin/Töremiş/Cantimur, s.42; Memiş/Turan, s.78.

sorumlu olmayacağı düzenlenmiştir. Yani sorumluluk için kusurun varlığı şart olmakla beraber, hafif kusurlu olmak dahi sorumluluk için yeterli değildir. Kanaatimizce kusur derecesi bakımından bu türlü bir ayrıma gidilmesi isabetli olmamıştır. Ancak kusurun ispatı noktasında hakkaniyete uygun bir yaklaşım sergilenmiş, kusursuzluğunu ya da hafif kusurunu ispatlayan kişilerin sorumlu olmayacağı belirtilmiş; böylece sorumlular bakımından kusurun varlığı karine olarak kabul edilerek yatırımcının işi kolaylaştırılmıştır. Zira yatırımcıların izahnamede yer alan teknik içerikli bilgilerde kusurun bulunduğunu ispat etmelerinin veya bu teknik bilgilere ulaşmalarının güçlüğü dikkate alındığında, ispat yükünün yatırımcıların üzerinden alınmasının taşıdığı önem daha iyi anlaşılacaktır¹.

Ezcümle, SerPK.10 ve 32 hükümleri çerçevesinde etkin ve uygulanabilir bir hukuki sorumluluk rejimi ihdas edilmeye çalışılmıştır. Özellikle yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren bir izahname ile yatırımcının malvarlığında meydana gelen zarar arasında illiyet bağının kurulduğunun varsayılması, ispat yükünün yatırımcıların üzerinden alınması ve sorumluların hangi hallerde sorumluluktan kurtulabileceğinin detaylı olarak düzenlenmesi ile, mahkemelerin yatırımcıların tazminat taleplerini belirli prensipler dahilinde hızlı biçimde sonuçlandırabilmesi için gerekli yasal alt yapı sağlanmıştır².

6. Zamanaşımı ve Sorumsuzluk Anlaşması

SerPK’da izahname sorumluluğu bakımından özel bir zamanaşımı süresi öngörülmüştür. Buna göre borçlanma aracı izahnamesinden doğan tazminat talebi, zararın meydana geldiği tarihten itibaren 6 ay içinde zamanaşımına uğrar (m.32/VI). Ayrıca izahnameden doğan sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmaların, hüküm veya ifadelerin geçersiz olduğunun belirtilmesi (SerPK.32/VII), yatırımcının korunması hususunda izahname sorumluluğunun önemini açıkça vurgulamaktadır.

¹ Çetin/Töremiş/Cantimur, s.41-42; Memiş/Turan, s.79.

² Üçışık/Çelik, s.205.

II. İLAN VE REKLAMLAR

Borçlanma araçlarını halka arz yoluyla satmak isteyen ihraççılar, kamuoyu oluşturarak bu amaçlarını elde etmek için el ve duvar ilanları, gazete-dergi ilanları ve radyo-TV yayınları gibi değişik yöntemlere başvurabilirler. Bu gibi ilan ve reklamlar da piyasa ilgililerinin bilgilendirilmesini sağlayan önemli araçlar niteliğindedir. Ancak ilan ve reklamlar, bilgilendirme fonksiyonunun yanı sıra, aldatıcı ve yanıltıcı unsurlar içerebilirler. Dolayısıyla halka ulaşmak amacıyla kullanılan ilan ve reklamlar, birtakım hususlara dikkat edilerek hazırlanmalıdır. Aksi halde, kamuyu aydınlatma amacı kamuyu aldatma ile sonuçlanabilir¹. Bu durumu dikkate alan kanun koyucu, ilan ve reklamlara ilişkin temel esasları şu şekilde belirlemiştir: “*İhraca ilişkin ilan, reklam ve açıklamalar izahname ile tutarlı olmalı, gerçeğe aykırı, abartılmış ve yanıltıcı bilgiler içermemelidir*” (SerPK.7/III).

Borçlanma araçlarını halka arz eden bir kuruluşun, kendisine veya halkın alımına sunduğu araçlara ilişkin olarak yapacağı ilan ve reklamlar da, genel anlamda yukarıda bahsettiğimiz kanun hükmüne tabidir. Ancak İzahname Tebliği, borçlanma araçlarının halka arzı dolayısıyla yapılacak ilan ve reklam faaliyetleri için özel birtakım esaslar öngörmüştür. Buna göre, halka arz edilecek veya borsada işlem görecekt borçlanma araçlarına ilişkin olarak sözlü beyanlar da dahil olmak üzere yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmamalı, ihraççının ve/veya halka arz edenin içinde bulunduğu duruma, halka arz olunan borçlanma aracına, varsa garantöre ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalı ve izahnamede yer verilen bilgilerle tutarlı olmalıdır². Tanıtım ve reklamlarda halka arz fiyatına yer verilmesi durumunda, satışa sunulacak borçlanma aracına ilişkin halka arz fiyatının belirlenmesinde Kurul’un ya da borsanın herhangi bir takdir yetkisinin ya da onayının bulunmadığı açıkça vurgulanır. Metinler,

¹ **İhtiyar**, s.143.

² Bu ifadeden, ilan ve reklamlara izahnamede yer alan bilgiler dışında hiçbir husus konulamaz, anlamı çıkarılmamalıdır. İlan ve reklam metinlerinde, izahnamede yer almasa bile, ona ters düşmeyecek ve çelişki yaratmayacak bilgilere yer verilmesi mümkündür (**Günel**, Vural, Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar–Kurumlar), 1. B., İstanbul, (Temmuz) 1997, s.26-27; **Ünal**, Oğuz Kürşat, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara, 1999, s.113; **Bahtiyar**, Mehmet, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, 1. B., İstanbul, 1996, s.110).

reklam olduğu kolayca fark edilecek şekilde oluşturulur. Bu madde kapsamında yapılacak tanıtım ve reklamlarda, yatırım kararlarının izahnamenin incelenmesi suretiyle verilmesi gerektiği hususunda bir uyarıya yer verilmesi zorunludur (m.27/I).

İzahnamenin onaylanması için Kurul'a yapılan başvurudan sonra, ancak izahnamenin yayımlanmasından önce yapılan tanıtım ve reklamların, sadece ihraççının faaliyet gösterdiği sektör ve sektördeki konumu ile faaliyet konusu ve ürettiği mal ya da hizmetler hakkında olması gerekir. Bu durumda yapılan tanıtım ve reklamlarda, izahname onaylanmadıysa henüz onaylanmadığı; izahnamenin onaylanmış olması halinde ise nerede ilan edileceği hususlarında bir uyarıya yer verilmesi zorunludur. İzahnamenin onaylanmasından ve yayımlanmasından sonra halka arzla ilgili olarak yapılan tanıtım ve reklamlarda ise, halka arza ilişkin izahnamenin temin edileceği yerler ile KAP da dahil olmak üzere izahnamenin ilan edildiği internet siteleri belirtilir (İzahname Tebliği m.27/II ve III).

Borçlanma araçlarının yalnızca nitelikli yatırımcılara çağrıda bulunmak suretiyle satılacak olması durumunda yapılacak ilanlarda, Kurul düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımına ve satışın yalnızca gerekli koşulları sağlayan nitelikli yatırımcılara yapılacağı hususlarına yer verilmesi zorunludur. Borçlanma aracı ihracına ilişkin ilan, reklam ve açıklamaların izahname ile tutarlı olmadığı, gerçeğe aykırı, abartılmış ve yanıltıcı bilgiler içerdiği tespit olunduğunda, Kurul, söz konusu ilan, reklam ve açıklamaların durdurulmasını ve kaldırılmasını isteyebilir (SerPK.100/II).

III. BORÇLANMA ARAÇLARININ SATIŞI

A. SATIŞ SÜRESİ

SerPK'da sermaye piyasası araçlarının satış süresine dair özel bir düzenleme yer almamakta, ancak II-5.2 syl. Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliđi¹ bu konuyu düzenlemektedir. Dolayısıyla bu düzenlemeler borçlanma araçları hakkında da uygulanacaktır. Öncelikle borçlanma araçlarının halka arzına en erken, izahnamenin ve fiyat tespit raporunun yayımlanmasını takip eden üçüncü gün başlanabilir (m.10/I). Bu çerçevede borçlanma araçlarının halka arz yoluyla satış süresi iki iş gününden az, yirmi

¹ RG: 28.06.2013, S.28691.

iş gününden fazla olmamak üzere ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından serbestçe belirlenir (m.10/VII). Ayrıca Kurul, makul gerekçelerin var olması ve ihraççı veya halka arz edenin talep etmesi halinde bu Tebliğ’de öngörülen satış sürelerinin uzatılmasına veya farklı bir satış süresinin belirlenmesine karar verebilir. Bu sürelerin değiştirilmesi talebinin Kurul’ca olumlu karşılanması durumunda, borçlanma araçlarının halka arz edilmesi suretiyle satışında, ihraççı veya halka arz eden satış süresine ilişkin yeni tarihleri derhal özel durum açıklaması yoluyla ilan eder (m.12).

II-31.1 syl. Borçlanma Araçları Tebliği’nde, tahviller ve bonoların satış süresi hakkında ise özel hüküm bulunmaktadır. Buna göre bankalar tarafından ihraç edilen tahviller ve bonolar, bunların vadeleri boyunca satışa sunulabilecektir (m.14/V; m.31/II)¹. Bu Tebliğ’de yer almayan VİDMK, teminatlı menkul kıymet, kira ve gayrimenkul sertifikalarında ise satış süresine ilişkin özel bir belirleme yapılmadığını, sadece Kurul’ca izin verilen satış süresi içinde ve izahnamenin geçerlilik süresi boyunca halka arz yoluyla satışların yapılabildiği hususlarının belirtildiğini görüyoruz².

Bu hususta kanaatimiz, düzeltme ve güncelleme yükümlülüğüne tabi bir izahnamenin teslimi zorunlu tutulduğu sürece, borçlanma araçlarının belirli bir süre zarfında satışının tamamlanmasına ilişkin bir zorunluluğun bulunmaması yönündedir³. Zira onay sonrası değişiklikler veya yeni durumlar, izahnamenin güncellenmesi ve ihraççının internet sitesinden duyurulmak suretiyle tasarruf sahiplerinin bilgisine sunulmaktadır. Bu nedenle satış süresine ilişkin esnekliğin, borçlanma aracı piyasasının gelişimi için olumlu olduğuna inanıyoruz. Nitekim Kurul’un bankalarca ihraç edilen tahvil ve bonoların vadeleri boyunca her gün satışa sunulabileceğini düzenlemesi de bunun göstergesidir.

¹ II-31.1 syl. Tebliğ öncesinde yürürlükte bulunan II/22 syl.Tebliğ’de de buna paralel bir düzenleme mevcuttu. Söz konusu düzenleme uyarınca halka arz edilecek borçlanma araçlarının satış süresi 2 iş gününden az ve 5 iş gününden fazla olamıyor; ancak halka arz edilecek banka bonoları bu bonoların vadesi boyunca satışa sunulabiliyordu (m.18/1).

² III-58.1/Teb.7/IX; III-59.1/Teb.6/II; III-61.1/Teb.10/III; VII-128.2/Teb.11/II.

³ **Kütükçü**, Sermaye Piyasası, s.490-491.

B. SATIŞ FİYATI

1. Genel Olarak

Satış fiyatına ilişkin olarak da yine II-5.2 syl. Tebliğ hükümlerini dikkate almamız gerekir. Buna göre, borçlanma araçlarının ihracında fiyat, satış ve dağıtım esasları, ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından ya da ihraççının yetkili organ kararı ve/veya halka arz edenin yazılı onayının bulunması halinde, yetkili kuruluş veya varsa konsorsiyum lideri veya eş liderce belirlenecektir (m.5/I). Yani borçlanma araçlarının halka arz yoluyla satış fiyatını tespit konusunda da, tıpkı satış süresinde olduğu gibi ihraççıya bir esneklik ve serbesti sağlanmıştır. II-31.1 syl. Tebliğ'e baktığımızda da, borçlanma araçlarının satış fiyatının tespitine ilişkin genel bir düzenlemenin bulunmadığını, sadece belirli araçlara ilişkin fiyata yönelik birtakım hükümler yer aldığını görürüz. Örneğin tahvillerin iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabileceği düzenlenmiştir (m.14/III). PDT'ler için dönüştürme, DET'ler için de değiştirme fiyatlarından söz edilmiş ve bunların, anılan tahvil sahiplerine bu tahviller karşılığında verilecek paylar için esas alınacak fiyat olduğu; değiştirme/dönüştürme oranlarının da tahvillerin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterdiği belirtilmiştir (m.18/I-II;25/I-II). VIDMK, teminatlı menkul kıymet, kira ve gayrimenkul sertifikaları ile ilgili tebliğler de bu hususta II-5.2 syl. Tebliğ'e açık veya dolaylı biçimde atıfta bulunmak suretiyle bu konuda yine ihraççıyı yetkili kılmışlardır¹.

2. Bono ve Tahviller Bakımından Öngörülen İskontolu Satış Fiyatı

II-31.1 syl. Tebliğ'de, tahvillerin iskontolu olarak satılabileceği (m.14/III), bonoların da ihraççı tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılacağı düzenlenmiştir (m.31/I). Buna göre, bono ve tahviller tasarruf sahiplerine tespit edilen faiz oranı üzerinden indirimli satılır, fakat vade sonunda bono veya tahvilin nominal değeri kendilerine ödenir. Dolayısıyla anılan araçların nominal değeri, anapara ve faizi kapsayan hukuki bir değeri ifade eder². İşte bono ve tahvillerin ihraç edildiği, anapara ile faizi içeren bu değerden (nominal–itibari

¹ III-58.1/Teb.7/VIII; III-59.1/Teb.6/V; III-61.1/Teb.16/I; VII-128.2/Teb.14.

² Karş. Aytaç, Banka Bonoları, s.49.

değer), ihraççı tarafından tespit edilen ve Kurul'ca uygun görülen iskonto oranı nispetinde yapılan belirli bir indirimin ardından oluşan fiyat, satış fiyatını teşkil eder.

C. SATIŞ YÖNTEMLERİ

Borçlanma araçlarının halka arz yoluyla satışında uygulanacak belirli satış yöntemleri söz konusudur. Bu yöntemleri belirleme yetkisi SPK'ya tanınmıştır. Kurul, II-5.2/Teb.'de bu yöntemleri düzenlemiştir. Söz konusu Tebliğ hükümlerine göre belirlenmiş satış yöntemleri şunlardır: i) Talep toplama yöntemi ii) Talep toplanmaksızın satış yöntemi ve iii) Borsada satış yöntemi. Talep toplama yöntemi de, sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alarak talep toplama ve fiyat aralığı ile talep toplama olmak üzere üç türlü olabilmektedir (II-5.2/Teb.14/IV).

1. Talep Toplama Yöntemi

Talep toplama yoluyla satış yöntemi, yatırımcıların halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerinin toplanarak, bu taleplerin önceden belirlenmiş usul ve esaslar çerçevesinde karşılanan kısmına ilişkin satışını ifade eder (II-5.2/Teb.14/I). Borçlanma araçlarının halka arzında bu yöntem tercih edildiği takdirde, yatırımcıların satışa sunulan araçlara ilişkin talepleri, talep formunun düzenlenmesi suretiyle toplanır ve satış işlemi talep toplandıktan sonra izahnamede belirlenen usul ve esaslara göre gerçekleştirilir. Araçların dağıtımı yalnızca talepte bulunanlar arasında yapılır. Yatırımcılar istedikleri takdirde, talep formunda satın almak istedikleri borçlanma aracının miktarına ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Yetkili kuruluşlar talep formunu kabul etmeden önce yatırımcıların kimlik bilgilerini tespit ederler. Satışı planlanan borçlanma araçlarına ilişkin talep toplanmış olması, bu taleplerin mutlaka karşılanacağı anlamına gelmez (II-5.2/Teb.14/II).

a. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanılıyor ise, satışa sunulan borçlanma aracının niteliğine uygun görülen iskonto oranı, kupon faizi oranı gibi sabit kriterler belirlenir (II-5.2/Teb.14/V-b). Bu yöntemin kullanıldığı halka arzlarda, talep formlarını toplayan yetkili kuruluş, talep toplama süresinin sona ermesinden sonra halka arz edilen

borçlanma aracının yatırımcılar arasında dağıtımını yapar. Konsorsiyum oluşturulmuş olması durumunda, talep formlarını toplayan konsorsiyum üyesi her bir yetkili kuruluş, izahnamede ve/veya konsorsiyum sözleşmesinde belirtilen usulde talepte bulunan yatırımcı listesini konsorsiyum liderine iletir. Konsorsiyum lideri, iletilen yatırımcı listelerini konsolide ederek bu madde hükümleri çerçevesinde, talep toplama süresinin sona ermesinden sonra, halka arz edilen borçlanma aracının yatırımcılar arasındaki dağıtımını gerçekleştirir (m.20/I). Taleplerin satışa sunulan borçlanma aracı tutarından az olması halinde bütün talepler karşılanır. Taleplerin satışa sunulan borçlanma aracı tutarından fazla olması durumunda ise, dağıtımda şu esaslar dikkate alınır (m.20/II):

i) Varsa belirli bir yatırımcı grubu için ayrılan kısım hariç olmak üzere, satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır,

ii) Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekildeki dağıtım işlemine satışa sunulan borçlanma aracının tamamı dağıtılıncaya kadar devam olunur,

iii) Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir. Miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtıma tabi tutulur,

iv) Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda, küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında, ihraççı veya halka arz edenin uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminin kullanıldığı halka arzlarda, istenmesi halinde, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam borçlanma aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranının bulunduğu oransal dağıtım yöntemi kullanılabilir. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında karşılanır. Bu yöntemin kullanıldığı halka arzlarda, halka arz tutarı ile sınırlı olmak üzere, talepte bulunan tüm bireysel yatırımcılara asgari olarak dağıtılacak tutar satış öncesinde belirlenebilir. Bu durumda halka arz tutarının tüm

bireysel yatırımcıların asgari talep tutarlarını karşılayamaması durumunda nasıl bir yöntem izleneceği izahnamede belirtilir (m.20/III ve IV).

b. Fiyat Aralığı ile Talep Toplama

Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde, borçlanma aracının niteliğine uygun görülen asgari ve azami iskonto oranı, kupon faizi oranı gibi kriterlerin tespit edilmesi suretiyle belirlenecek taban ve tavan fiyat aralığından yatırımcıların talepleri toplanır. Talep toplama işlemlerinin, fiyat aralığında kalmak kaydıyla farklı oran ya da fiyat adımlarından gerçekleştirilmesi mümkündür. Ayrıca fiyat aralığı ile talep toplama satış yönteminin kullanılması durumunda, tavan fiyat taban fiyatın % 20 fazlasını aşmayacak şekilde belirlenir (II-5.2/Teb.14/V,VI ve VII). Bu yöntemin kullanıldığı borçlanma aracı halka arzlarında, satışa sunulan aracın yatırımcılar arasındaki dağıtımına ilişkin esaslar, yukarıda açıkladığımız sabit fiyatla talep toplama yöntemine ilişkin esaslar ile aynıdır (m.20).

c. Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama

Fiyat teklifi alarak talep toplama yönteminde de, yine borçlanma aracının niteliğine uygun görülen iskonto oranı, kupon faizi oranı gibi kriterler belirlenir ve bu kriterlere dayalı olarak fiyat teklifleri toplanır (II-5.2/Teb.14/VI-b). Bu yöntemin kullanıldığı borçlanma aracı halka arzlarında, talep formlarını toplayan yetkili kuruluş, talep toplama süresinin sonunda sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasında dağıtımını yapar. Öncelikle toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok borçlanma aracının satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Borçlanma aracının dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınır. Satış fiyatı olarak belirlenen bu fiyat düzeyinde talep edilen toplam borçlanma aracı miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır (m.21/I- a ve b).

Satış fiyatı olarak belirlenen fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, bu yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarı ile orantılı olarak yapılır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda

alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir. Ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altına kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar talep miktarı ile orantılı olarak dağıtımına tabi tutulur (m.21/I-c ve ç). Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında ihraççı veya halka arz edenin uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır (m.21/I-d).

2. Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi

Bu yöntem, payları borsada işlem görmeyen ve bu Tebliğ uyarınca talep toplama yöntemini kullanmak zorunda olmayan halka açık ortaklık paylarının, kendileri ya da yetkili kuruluşlar vasıtasıyla, belirli bir fiyattan, izahnamede belirlenecek bir usulle halka arz edilmek suretiyle satışdır (II-5.2/Teb.15/I). Görüldüğü üzere bu yöntem sadece payların halka arzında kullanılabilecek olup, pay dışındaki sermaye piyasası aracı kategorisine giren borçlanma araçlarını kapsamamaktadır. Bu nedenle borçlanma araçlarının halka arzında tercih edilebilecek satış yöntemleri, ya yukarıda açıkladığımız talep toplama yöntemi veya borsada satış yöntemi olacaktır.

3. Borsada Satış Yöntemi

Bu yöntem de, borçlanma araçlarının borsa düzenlemeleri çerçevesinde borsada satışını ifade eder (II-5.2/Teb.16/I). Bu yöntemin esasları borsa tarafından belirlenir. Borsa tarafından birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması durumunda, ihraççı ve/veya halka arz eden tarafından seçilen yöntemle göre satış gerçekleştirilebilir (m.16/II).

Borsada işlem görececek olan borçlanma araçları, borsa yönetim kurulunun teklifi üzerine veya resen Kurul tarafından belirlenir. Ayrıca Kurul, borsa bazında işlem görececek araçları da belirleyebilir (Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik m.27/I)¹. Borçlanma araçlarının borsada halka arz edilebilmesi ve sonrasında işlem görebilmesi, borsaya kaydedilmeleri anlamını taşıyan ve “kotasyon” adı verilen kayıt sürecinden sonra mümkün

¹ RG: 19.07.2013, S.28712. Bu Yönetmelik çalışmamızın bundan sonraki kısmında “Borsa Yönetmeliği” olarak adlandırılacaktır.

olabilmektedir. Borçlanma araçları, ancak SerPK'ya dayanılarak çıkarılan düzenlemelerde yer alan şartların sağlanması halinde borsa kotuna alınabilir veya işlem görmeye kabul edilebilirler (SerPK.68/I; Borsa Yönetmeliği m.28/I). Borsa kotuna alıp almama veya işlem görmeye kabul edip etmeme konusunda yetkili merci, ilgili borsanın yönetim kuruludur (Borsa Yönetmeliği m.28/II). Yönetim kurulu, borçlanma araçlarının borsaya kaydını uygun bulursa, “borsa kotuna alma kararı” verir.

Borsacılık faaliyetlerinde bulunmak üzere Borsa İstanbul Anonim Şirketi unvanıyla bir anonim şirket kurulmuştur (SerPK.138/I). Yukarıda belirttiğimiz şekilde borsa kotuna alınan borçlanma araçlarının Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde işlem göreceği piyasa, “Borçlanma Araçları Piyasası”dır. Bu piyasada, TL ve döviz ödemeli ihraç edilmiş borçlanma araçları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları, kira sertifikaları, TCMB tarafından ihraç edilen likidite senetleri ile borsa yönetim kurulu tarafından işlem görmesine karar verilen diğer sermaye piyasası araçları işlem görebilir¹. Borçlanma araçlarının ilk kez halka arz yoluyla satışının borsada gerçekleştirilmek istenmesi halinde, anılan araçlar, ancak sermaye piyasası mevzuatında “nitelikli yatırımcı”² olarak tanımlanan yatırımcılar tarafından satın alınabilecektir. Borçlanma araçlarının bu piyasada birinci el (ihraç) işlemlerinin gerçekleştirileceği alt piyasa ise, “Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı” adını almaktadır. Bu pazar 17.05.2010 tarihinde kurulmuştur³.

¹ <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-araclari-piyasasi>, Erişim: 26.05.2015.

² Nitelikli yatırımcı, Kurul'un yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil, profesyonel müşterileri ifade etmektedir (II-5.2/Teb.4/m). Profesyonel müşteri, kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriyi ifade eder (III-39.1 syl.Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ, m.31/I), (RG: 17.12.2013, S.28854). Bir müşterinin profesyonel müşteri kabul edilebilmesi için, banka, portföy yönetim şirketi gibi bu Tebliğ'de sayılan kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir. Bu kapsama girmeyen ve genel müşteri olarak tanımlanan müşterilerden belirli niteliklere sahip olanlar, yazılı olarak talep etmeleri ve Tebliğ'de sayılan nitelikleri taşıdıklarını yazılı olarak belgelemeleri halinde, yatırım kuruluşunun sunabileceği hizmet ve faaliyetlerden profesyonel müşteri sıfatıyla yararlanabilirler. Bunlar da talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşterilerdir (III-39.1/Teb.31-32).

³ <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-araclari-piyasasi>, Erişim: 26.05.2015.

IV. BORÇLANMA ARACI BEDELLERİNİN ÖDENMESİ (İTFASI)

Borçlanma araçlarına yatırım yapmak amacıyla, talep ettikleri miktara ilişkin bedelleri nakit olarak veya kıymet blokesi yoluyla (likit fon, döviz, DİBS vb. gibi) ödeyen ve böylece “hak sahibi” sıfatını kazanan yatırımcılara, söz konusu aracın vadesi dolduğunda veya vadeden önceki bir tarihte, ihraççı kuruluşun anapara ile izahnamede öngördüğü oranda faizi veya net dönem kârından yahut elde edilen gelirden belirli oranda payı ödemesi işlemine, borçlanma araçlarının itfası denilir. PDT ve DET’lerde itfa, anılan araçların paya dönüştürülmesi veya payla değiştirilmesi şeklinde yapılmakta; gayrimenkul sertifikalarında ise, gayrimenkul projesindeki bağımsız bölümün teslimi suretiyle gerçekleştirilmektedir.

Borçlanma araçlarının MKK sisteminde kayden gerçekleştirilecek olan itfa işlemine yönelik ödemelerle bağlantılı olarak, nakit işlemlerinde Takasbank’tan¹ muhabir banka hizmeti alınmaktadır². İtfa işlemleri için Takasbank nezdinde MKK adına hesap açılmakta; ihraççı üye tarafından ödeme yapılacak tutar, ödeme gününde Takasbank nezdindeki ilgili hesaba aktarılmaktadır. Ardından MKK sisteminde yatırımcı bazında hesaplanan ödeme tutarları, söz konusu yatırımcıları MKK’da temsile yetkili üyelerin Takasbank nezdindeki hesaplarına topluca aktarılmaktadır. Aktarılan tutarlara ilişkin olarak da, yatırımcı detayında kayıt tutularak üyeye raporlanabilmektedir³.

Aşağıda borçlanma araçlarının niteliğine göre itfa işleminin esaslarını incelemeye çalışacağız.

A. TAHVİL VE BONOLARIN İTFASI

II-31.1 syl. Tebliğ’e göre, tahvillerin anaparası vade tarihinde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir (m.14/IV). İtfaya ilişkin diğer esaslar ise

¹ Takasbank: İstanbul Takas ve Saklama Bankası Anonim Şirketi’ni ifade eder (Kaydileştirme Tebliği m.4/i). Türkiye’de mevcut kaydi sistem çerçevesinde kaydi sermaye piyasası araçları açısından takas hizmeti Takasbank, saklama hizmeti ise MKK tarafından verilmektedir (Ünal, Kaydileştirilme, s.35).

² **MKK**, Merkezi Kaydi Sistem (MKS) İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları, Yayın Tarihi: 14.04.2014, Sürüm No: 5.6, s.7 (<https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/01d070a9-586b-48cd-a756-ab2c07bfebcf/isvebilisim.pdf?MOD=AJPERES>, Erişim: 03.07.2014).

³ **MKK**, MKS İş ve Bilişim, s.68.

şunlardır: Öncelikle halka arz edilecek tahvillerde itfa planının ihraççının internet sitesinde yer alması zorunludur. Halka arz edilen tahviller, ihraççının veya yatırımcının talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir. Tahvillerin ihraççının talebine bağlı olarak erken itfaya konu olması durumunda, itfa tarihinden en az 15 gün önce ihraççı tarafından özel durum açıklaması yapılması ve erken itfaya ilişkin duyurunun ihraççının internet sitesinde yer alması zorunludur. Duyurularda erken itfanın ne zaman başlayacağı ve kaç gün süreceği, itfanın yapılacağı yerler ve ödeme esasları ile itfaya ilişkin diğer hususlar belirtilir (m.15/I, a). Yatırımcıların talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikte ihraç edilen tahviller, ihraççının itfa planında yer alan faiz ödeme tarihlerinden bir veya birkaçında, tahvilin bedelinin izahnamede açıklanan esaslara göre tespit edilecek fiyat üzerinden ödenmesi taahhüdünü taşır. Erken itfa hakkını kullanmak isteyen yatırımcılar, tahvillerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden en erken 60, en geç 30 gün önce ihraççıya bildirimde bulunurlar. Bu bildirimin yetkili kuruluş vasıtasıyla yapılması zorunludur (m.15/1,b). Erken itfaya konu tahvil bedellerinin yatırımcılara, erken itfanın başladığı tarihten itibaren en geç üçüncü iş gününde ödenmesi zorunludur. Erken itfaya ilişkin olarak ihraççı tarafından yapılacak duyurular ayrıca MKK'ya bildirilir (m.15/I,c).

Tahvillerdeki itfa yöntemi, mahiyetine uygun düştüğü ölçüde bonolarda da kıyasen uygulanacaktır (m.33). Yani burada da bir itfa planının ihraççının internet sitesinde yer alması ve erken itfa söz konusu ise gerekli duyuruların yapılması zorunluluğu bulunmaktadır. Yukarıda belirttiğimiz üzere, yatırımcıların talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikte ihraç edilen tahvillerde, ihraççının itfa planında yer alan faiz ödeme tarihlerinden bir veya birkaçında tahvil bedelinin ödenmesi, yani itfası mümkündür (m.15/I,b). Ancak bu hükmün bonolara aynen uyarlanması mümkün değildir¹. Zira bonolar iskontolu menkul kıymet niteliğinde oldukları için, bunlarda

¹ Tebliğ'in bu hükmünün bonolara kıyasen uygulanmasında, bonolar açısından söz konusu olan faiz uygulamasının tahvillerden farklı olduğu ve hükmün bonoların niteliğine uygun biçimde yorumlanması gerektiği unutulmamalıdır. Zira bonoların satışında iskonto esaslı geçerlidir ve bono yatırımcısının elde ettiği faiz geliri, esasında indirimli olarak satın aldığı bono bedeli ile vade sonunda kendisine ödenen ve bononun üzerinde yazılı olan nominal değer arasındaki farktan oluşan; indirimli satış bedeli dolayısıyla bonoyu satın aldığı anda elde ettiği ve bu nedenle peşin faiz olarak da değerlendirilebilecek bir getiri niteliğine sahiptir. Oysa tahvillerde yatırımcılara ödenen faiz, anaparaya ilaveten ödenen bir getiri özelliği göstermektedir. Ayrıca tahvillerin itfasının taksitler halinde yerine getirilmesinin kararlaştırıldığı durumlarda, faiz ödemelerinin de taksitlere bağlanması söz konusu olmaktadır. İşte tahvillerin yatırımcının talebine bağlı olarak erken itfa usulünde de bu

nominal bedelin vade bitiminde ve bir defada ödenmesi esası geçerlidir. Dolayısıyla sözünü ettiğimiz erken itfa yöntemi, bonolar bakımından vade bitiminden önceki bir tarihi ifade eder şekilde anlaşılmalıdır. Bu çerçevede erken itfa hakkını kullanmak isteyen yatırımcılar, bonoların ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihten en erken bir ay önce ihraççıya bildirimde bulunurlar. Bu bildirimin yetkili kuruluş¹ vasıtasıyla yapılması zorunludur ve ihraççı, bildirimin kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri alır (m.15/I, b). Burada düzenlenen “tahvillerin erken itfası”na ilişkin kurallara kıyasen bonoların erken itfasından, bono bedellerinin vade bitiminde ödenmek yerine, ihraççının ya da yatırımcının talebine bağlı olarak yapılmasına göre değişen zaman dilimlerine denk gelen ve bononun vade bitim tarihinden önceki bir zamanda yatırımcılara ödenmesi, anlaşılmalıdır. Ancak Tebliğ’de bonoların kupon ödemeli olarak ihracının mümkün olduğu düzenlendiğinden (m.31/I); alışlagelmiş iskontolu yapısından farklı olarak, tıpkı tahvillerde olduğu gibi dönemsel nitelikte kuponlara bağlı faiz ödemelerinin söz konusu olduğu bir bono ihracı tercih edilirse, bu kupon ödeme tarihlerinden bir veya birkaçında bono bedellerinin itfası mümkün olabilecektir (m.15/I,b).

Kıymetli maden bonolarının itfası çerçevesinde yapılacak ödemeler ise, esasları izahnamede belirtilmek kaydıyla, kıymetli madenin borsasında oluşan ağırlıklı ortalama fiyatı esas alınarak, Türk Lirası veya ödeme tarihinde TCMB tarafından ilan edilen efektif döviz satış kuru kullanılmak suretiyle, döviz cinsinden veya ihraç sırasında fiziki teslim öngörülmüşse kıymetli maden cinsinden yetkili kuruluş vasıtasıyla yapılır (m.32/III).

B. PDT VE DET’LERİN İTFASI

PDT ve DET’lerin itfası, klasik anlamdaki “borçlanma aracı itfası”ndan son derece farklıdır. Zira anılan araçların itfası, bunların paya dönüştürülmesi yahut pay ile

husus göz önünde bulundurulmuş ve erken itfanın bu faiz ödeme tarihlerinden birinde yapılabileceği belirtilmiştir. Fakat bonolarda anaparaya ilaveten ödenen şekilde bir faiz uygulaması söz konusu olmadığından; bu hükmü, yatırımcının talebine bağlı olarak erken itfanın, bono bedelinin ödenmesi için izahnamede öngörülen ve vadeden önceki bir tarihte itfanın gerçekleştirilmesi şeklinde anlamak gerekir.

¹ Yetkili kuruluş, Kurul’ca sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışa aracılık etmek üzere yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarını ifade eder (II-31.1/Teb.3/p).

değiştirilmesi suretiyle gerçekleştirilmektedir. Borçlanma Araçları Tebliği'nde, PDT ve DET'lerin, vade tarihinde veya vadeden önce paylara dönüştürülmek / paylarla değiştirilmek suretiyle itfa edilebileceği düzenlenmiştir (II-31.1/Teb.19, 26).

PDT ve DET'lerin vade tarihinden önce paylara dönüştürülmek/paylarla değiştirilmek suretiyle itfası; i) bir itfa planına bağlı olarak, ii) ortaklığın talebine bağlı olarak, iii) PDT/DET sahibinin talebine bağlı olarak gerçekleştirilebilir (II-31.1/Teb.19/II; m.26). Ayrıca DET'lerde, izahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi, DET sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak sonuçlar doğurmaması ve Kurul'ca da uygun görülmesi kaydıyla, itfa tarihinde bu esaslardan farklı uzlaşma yöntemlerinin kullanılması mümkündür (m.26).

C. VİDMK'LERİN İTFASI

VİDMK'ler de izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde itfa edilir. VİDMK'ler itfa edilmedikçe, fon tarafından Kurul'ca izin verilen süre içerisinde yeni tertip VİDMK ihraç edilemez (III-58.1/Teb.9/V; 7/XI). Fon malvarlığı, ihraç edilen VİDMK'ler itfa edilinceye kadar, kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez. VİDMK'lerin itfası sonunda, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımının, yatırımcılara yapılan toplam ödemeleri ve fondan yapılan diğer harcamaları aşan kısmının kullanım esasları fon kurulu kararı ile belirlenir (III-58.1/Teb.6/II).

D. TEMİNATLI MENKUL KIYMETLERİN İTFASI

Teminatlı menkul kıymetlerin itfa şekli Tebliğ'de düzenlenmemiştir. Ancak VİDMK'lerde olduğu gibi, bunlar da itfa edilinceye kadar, dayanağını oluşturan teminat varlıklar, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil haczedilemez, iflas masasına dahil edilemez ve bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez (III-59.1/Teb.13/II).

E. KİRA SERTİFİKALARININ İTFASI

Kira sertifikalarının itfası, izahnamede veya halka arz edilmeksizin satış yapılması durumunda düzenlenen sözleşmelerde belirlenen esaslar çerçevesinde gerçekleştirilir (III-61.1/Teb.4/V). Bu sertifikalar itfa edilene kadar üçer aylık hesap dönemleri itibariyle, VKŞ yönetim kurulu tarafından, ihraca dayanak varlık ve haklara ilişkin tahakkuk eden gelirler, bu varlık ve haklardan yapılan tahsilatlar ve sertifika sahiplerine yapılan ödemeleri içeren bir yatırımcı raporu düzenlenir (III-61.1/Teb.15).

F. GAYRİMENKUL SERTİFİKALARININ İTFASI

Gayrimenkul sertifikaları asli veya tali edimin yerine getirilmesi ve varsa cezai şartın ödenmesi suretiyle itfa edilir. Banka garantili ihraçlarda ise gayrimenkul sertifikaları, asli veya tali edimin yerine getirilemediği hallerde, itfa bedelinin ve oluşması halinde cezai şartın yatırımcıya ödenmesi suretiyle de itfa edilebilir (VII-128.2/Teb.4/VI).

Gayrimenkul sertifikalarında asli edim, ihraççı tarafından sertifika sahipleri adına gayrimenkul projesi kapsamındaki bağımsız bölüme ilişkin mülkiyetin tesis edilerek bağımsız bölümün teslim edilmesi (VII-128.2/Teb.3/b); tali edim ise, sertifikalara karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılarak bu tutarın payları oranında sertifika yatırımcılarına dağıtılmasını ifade eder (m.3/p). Cezai şart da, edimlerin ifa süreleri ve izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilmemesi halinde ihraççı için öngörülen ek yükümlülüklerden oluşur (m.3/g). Bu hükümlerden de anlayacağımız üzere, gayrimenkul sertifikaları bakımından itfa işlemi, asli edimin yerine getirildiği hallerde, yukarıda borçlanma araçlarının itfasına ilişkin yaptığımız genel tanımın¹ dışında, yani nakden gerçekleşmeyen bir işlem şeklinde karşımıza çıkar. Ayrıca asli veya tali edimlerin yerine getirilmediği banka garantili ihraçlar bakımından da itfa bedeli, sertifika ihraç değerinden aşağı olmamak kaydıyla proje bitiş tarihinde hesaplanan alan birimi satış fiyatına göre belirlenen gayrimenkul sertifikası fiyatı ve oluşması halinde cezai şarttan oluşur (m.3/l, m.4/VI).

¹ bkz. İkinci Bölüm, §6, IV.

§6. BORÇLANMA ARAÇLARININ HUKUKİ İŞLEMLERE KONU OLMASI

I. HUKUKİ İŞLEMLER İÇİN KAYDI SİSTEMDE OLUŞTURULMASI GEREKLİ ALTYAPI

A. İŞLEMLERİ GERÇEKLEŞTİREN ÜYELER VE İŞLEMLER İÇİN TUTULAN KAYITLAR

Kaydi sistemde gerçekleştirilecek işlemler, kural olarak MKK üyeleri vasıtasıyla yerine getirilmektedir. Kaydi borçlanma araçları üzerinde asıl hak sahibi olan yatırımcıların sistemde doğrudan yapabilecekleri işlemler¹ sınırlıdır². Üye kavramı, borçlanma araçlarının saklanması açısından yetkili merkezi saklama kuruluşuna üye olan ve bu kuruluş tarafından yürütülen kaydi sistemdeki çeşitli işlemleri yapma yetkisine sahip kuruluşları ifade eder. Kaydileştirme Tebliği'nde MKK üyesi kuruluşlar; *“TCMB, ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşlar”* (m.4/1); MKK Yönetmeliği'nde ise, *“ihraççılar, Kanun uyarınca faaliyet gösteren yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları”*³ ile MKK tarafından önerilen ve Kurul'ca kabul edilen diğer kuruluşlar” (m.20/I) şeklinde belirlenmiştir. Her iki düzenleme de *“Kurul tarafından belirlenen”* ve *“Kurul'ca kabul*

¹ Yatırımcıların kaydi sistemde doğrudan yapabilecekleri işlemler, yatırımcı blokajı ve genel kurul blokajı işlemleridir. Ayrıca yatırımcılar, MKK'nın bilgilendirme hizmetleri çerçevesinde bilgilendirme amacıyla da kaydi sistemi kullanabilirler (<http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/yatirimci/hizmetler.jsp>, Erişim: 15.06.2014). Yatırımcıların doğrudan yapabileceği bu işlemler hakkında bilgi için bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.237-238.

² Ünal, Kaydileştirilme, s.30.

³ MKK üyeleri açısından “Takasbank” yerine “merkezi takas kuruluşları” ifadesinin tercih edilmesinin sebebi, gerek yabancı gerekse ilerde kurulabilecek yerli takas kuruluşlarının kapsam dışında bırakılmamasıdır. Ancak mevcut durumda Takasbank dışında MKK üyesi başka bir merkezi takas kuruluşu yoktur. Borçlanma araçlarına ilişkin işlemlerin kaydi olarak yapılması MKK'dan önce Takasbank tarafından yerine getiriliyordu (Ünal, Kaydileştirilme, s.29, dn.164). Ancak fiziki sistemden kaydi sisteme dönüşüm aşamasında, fiziki borçlanma araçlarının teslim alınması, saklanması ve imha edilmesi prosedürlerinin, “MKK'nın Kaydi Sistem Acentesi” sıfatıyla Takasbank tarafından yerine getirilmesi öngörülmüştür (MKK, MKS İş ve Bilişim, s.7).

edilen diğer kuruluşlar¹” ifadelerine yer vererek MKK üyelerini sınırlı sayıda düzenlememiştir².

MKK üyelerinin kaydi borçlanma araçlarına ilişkin yapacakları hukuki işlemler, sistemin yapısına uygun olarak elektronik ortamda gerçekleştirilecek kayıtlar yoluyla olacaktır. SerPK’da yer alan, “*kayıtlar MKK tarafından oluşturulan elektronik ortamda, bu kuruluşun üyelerince tutulur*” hükmü (m.13/III, c.2), esasında buraya kadar yaptığımız açıklamaların bir özeti niteliğindedir. Yine SerPK’da düzenlenen “*kaydi sermaye piyasası araçları, nama veya hamiline yazılı olmalarına bakılmaksızın isme açılmış hesaplarda izlenir*” (m.13/II, c.1) hükmü de kayıtların hak sahibi yatırımcılar adına tutulacağını göstermektedir. Kaydileştirme Tebliği’nde, hesaplarda kayıt ve değişiklik yapılması usul ve esaslarının MKK’ca belirlenecek elektronik işlem yöntemleriyle, üyeler tarafından hak sahiplerinin talimatlarına uygun şekilde MKK kayıtlarında değişiklik yapılması suretiyle gerçekleştirileceği düzenlenmiştir (m.5/I). Buna göre kayıtların, gerçek hak sahipliğinin belirlenmesi, yatırım kuruluşlarıyla yatırımcıların malvarlığının karışmasının önlenmesi, üçüncü kişilerin yatırım kuruluşlarına yönelik talep ve takiplerine karşı yatırımcı malvarlığının güvenceye alınması ve suiistimallerin engellenmesi amacıyla, nihai olarak hak sahibini göstermesi gerekir³. Sayısı milyonlarla ifade edilen yatırımcıların, bireysel olarak MKK ile doğrudan bağlantı kurarak işlem yaptırması, hem borsa işlemlerinin mantığıyla çelişecek hem de uygulama olanaksızlıkları doğuracaktır. Ayrıca yine borsa işlemlerinin işleyişi gereği takas işlemlerinin yapılabilmesi, hesaplar arasında virman yapılabilmesi için bir yatırım kuruluşuna yetki verilmelidir. Bu yönüyle de kayıtlar, yatırım kuruluşları itibariyle tutulmalıdır.

Kaydi borçlanma araçlarının hangi ihraççılar tarafından ihraç edildiği kayıtlarda görünmeli, yani bu kayıtlar ihraççı itibariyle de tutulmalıdır⁴. Kayıtlar, takas

¹ Anılan düzenlemelerde MKK üyesi kuruluşlar için sınırlı bir sayım yapılmayıp, ismen yazılı olanlar dışında üye olabilecekleri belirleme yetkisi SPK’ya verilmiştir. Bu doğrultuda Kurul, 2005 yılında aldığı bir kararla portföy yönetim şirketlerinin de MKK üyesi olabileceğini kabul etmiştir (SPK, Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-9, Ankara, (Mart) 2007, s.6 (<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=74&fn=74.pdf>, Erişim: 15.06.2014).

² Ünal, Kaydileştirilme, s.28-29.

³ Manavgat, Kaydi Sistem, s.179-180.

⁴ Manavgat, Kaydi Sistem, s.180.

işlemlerinin yürütülmesi için, merkezi takas kuruluşları itibarıyla de tutulur ve hak sahiplerinin kayıtları, üye hesapları ile bağlantı kurularak izlenir. Üyelerce kayıtların tutulmasında kullanılacak kodlama sistemi MKK tarafından belirlenir. MKK’da tutulan kayıtlar, Kurul’ca aksi kararlaştırılmadıkça, Kaydileştirme Tebliği’nde düzenlenen hususlar dışında hiçbir sınırlama ve şarta tabi tutulamaz (Kaydileştirme Tebliği m.5/III-V).

Farklı hukuk düzenlerinde kaydi sisteme geçirilen kayıtlar, hakkın doğumu ve hukuki işlemin kurulması açısından kurucu ve açıklayıcı olmak üzere iki farklı etkiye sahip olabilmektedir. Kayıtların kurucu etkiye sahip olduğu sistemlere kurucu kayıt sistemi adı verilir. Bu sistemde kaydi borçlanma araçlarına ilişkin haklar kaydi sisteme yapılan kayıtla doğmakta; araçlara ilişkin hukuki işlemler de kaydi sisteme yapılan kayıtla kurulmaktadır¹. Bu sistemde kaydi borçlanma aracına ilişkin mülkiyet hakkı ile rehin ve intifa hakkı gibi sınırlı ayni haklar, kaydi sisteme yapılan kayıtla doğmakta ve sona ermekte, kayıtlar doğrudan hak sahipleri adına yapılmakta, ayrıca haciz ve ihtiyati tedbir gibi işlemler, ancak kaydi sistemde tutulan kayıtlar üzerinden gerçekleştirilebilmektedir. Kayıtların aleniyet ve güven fonksiyonları² bulunmaktadır. Açıkladığımız bu özellikler nedeniyle kurucu kayıt sistemi tapu siciline benzetilmektedir³.

Kaydi sistemdeki kayıtların sadece açıklayıcı etkiye sahip olduğu açıklayıcı kayıt sisteminde ise, kaydi borçlanma araçlarına ilişkin haklar kaydi sisteme kayıt yapılmasından önce doğmakta; araçlara ilişkin hukuki işlemler ise, kaydi sisteme kayıt yapılmasından önce kurulmaktadır. Sisteme yapılan kayıtların fonksiyonu, sadece kazanılmış bir hakkı ve tamamlanmış bir hukuki işlemi saptamak ve üçüncü kişilere duyurmaktan ibarettir. Kayıtlar genel olarak aleniyet ve güven fonksiyonuna sahip

¹ **Manavgat**, Kaydi Sistem, s.161; **Turanboy**, Kaydi Değer, s.50; **Urkan**, Ercan, Kaydileştirilen Halka Açık Anonim Ortaklık Pay Senetleri Üzerinde Ayni Hak Tesisi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, (Kasım) 2005, s.14 (<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=1052&ct=f&action=displayfile>, Erişim: 15.06.2014).

² Aleniyet fonksiyonu çerçevesinde, sadece kaydi sisteme geçirilen kayıtlar herkese karşı ileri sürülebilir hale gelmektedir. Ayrıca kaydi borçlanma araçlarına ilişkin haklar ancak kaydi sisteme yapılan kayıtla kazanılabildiği için, güven fonksiyonu çerçevesinde, kayıtlara iyiniyetle güvenerek hak iktisap etmek mümkün hale gelmektedir (**Urkan**, s.14).

³ **Manavgat**, Kaydi Sistem, s.161.

olmadığından, kayıtlara iyiniyetle güvenerek hak iktisabı da kural olarak mümkün değildir¹.

MKK tarafından yürütülen kaydi sistemdeki kayıtların hukuki etkisi konusunda açık düzenleme olmadığından, Türk doktrininde farklı görüşler ileri sürülmektedir:

Bir görüşe göre, kaydi sistemdeki kayıtlar hakkın doğumu açısından kurucu niteliktedir². Bu görüşü savunanların hukuki dayanağı, eSerPK.10/A'nın 3. fıkrasında (SerPK.13/V) yer alan; *“Kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılan bildirim tarihi esas alınır”* hükmüdür.

Bizim de katıldığımız diğer görüşe göre ise, MKK'ca yürütülen kaydi sistemdeki kayıtlar açıklayıcı etkiye sahiptir³. Ticaret sicil kayıtlarından da hatırlayacağımız üzere, kayıtların işleme ilişkin hukuki etkileri ile üçüncü kişilere ilişkin hukuki etkileri birbirinden farklıdır. Sicile yapılan kayıt işlem yönünden kurucu-açıklayıcı (bildirici), üçüncü kişilere ilişkin olarak olumlu-olumsuz etkileri haizdir. Önceden mevcut bir hukuki ilişkinin ya da sonucun saptanması söz konusu ve maddi hukuki ilişkiyi etkilemeyen bir kayıt söz konusu ise, bu kayıt açıklayıcı etkiye sahiptir. Fakat yapılan kayıtla yeni bir hukuki durumun doğması söz konusu ise, bu kayıt kurucu etkiye sahiptir. Üçüncü kişilerin sicil kayıtlarını bilmediklerine ilişkin iddialarının dinlenmemesi (TTK.36/III) kayıtların olumlu etkisi; tescili gerekirken tescil edilmemiş veya ilanı gerekirken ilan edilmemiş olan hususların, durumu bilen veya bilmesi gerekenler hariç, üçüncü kişilere karşı ileri sürülememesi (TTK.36/IV) ise kayıtların olumsuz etkisidir⁴. Kanaatimizce MKK kayıtlarının işlem yönünden hukuki etkileri ile üçüncü kişiler yönünden hukuki etkileri hususunda yaşanan kafa karışıklığı, kayıtların kurucu etkisi ile SerPK.13/V hükmünün ilişkilendirilmesine neden olmuştur. Hükümdeki MKK'ya yapılan bildirimin esas alınacağına ilişkin ibare, kayıtların üçüncü kişiler yönünden söz konusu olumlu etkisiyle alakalı olup, işlemin veya hakkın doğumu

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.279.

² Turanboy, Kaydi Değer, s.50-51; Vural, s.32; Özkul, s.19.

³ Manavgat, Kaydi Sistem, s.181; Tekinalp, Ünal, “Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s.543; Haselçin, s.98, Urkan, s.14-16.

⁴ Karahan, Sami, Ticari İşletme Hukuku, 26. B., Konya, (Ekim) 2014, s.134-135.

açısından bir etki söz konusu değildir. Zira MKK kayıtlarının kurucu olduğunu kabul etmek, kaydi araçlar üzerindeki hakların ve hukuki işlemlerin de bu kayıtla birlikte doğmasını gerektirir. Yani kayıttan önce araçlara ilişkin bir hakkın veya hukuki işlemin varlığından bahsedilemez. SerPK.13/V'ten böyle bir anlamı çıkarmak mümkün değildir. Bilakis kaydi araçlara ilişkin haklar ve hukuki işlemler, MKK'ya yapılan kayıttan önce taraflar arasında geçerli olarak doğmaktadır. MKK'ya yapılan kayıt hakkın üçüncü kişilere ileri sürülebilmesinde etkilidir. Bu kayıtla birlikte artık üçüncü kişilerin MKK'ya yapılan kayıtla gerçek durumun birbirine uymadığına ilişkin iddiaları dinlenmeyecektir. Bu, ancak MKK kayıtlarının olumlu etkisi olarak adlandırılabilir ve SerPK.13/V'in anlatmak istediği de budur.

Bu durumda, kaydi sistem dışında geçerli bir devir işlemi yapıp MKK'ya bildirilmeden araç üzerinde ikinci bir devir gerçekleştirilmiş ve bu ikinci işlem MKK'ya bildirilmişse, söz konusu birinci devir geçersiz değildir. Sadece üçüncü kişiye karşı ileri sürülemeyecektir. Bu işlem taraflar arasında geçerli olduğu için, borca aykırılık ve buna bağlı sonuçlar ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla SerPK.13/V'ten yola çıkarak, borçlanma araçlarına ilişkin olarak kaydi sistem dışında yapılan işlemlerin geçerli olarak kurulduğu ve bunlara ilişkin MKK bünyesinde yapılan kayıtların, sadece mevcut durumu ortaya koymaya ve açıklığı sağlama amacına hizmet ettiği, tespitini yapabiliriz¹. Bu da bizi kaydi borçlanma araçları hususunda MKK'ya yapılan kayıtların, bu araçlara ilişkin haklar ve hukuki işlemlerle ilgili olarak açıklayıcı veya diğer deyişle bildirici nitelikte bir etkisi bulunduğunu gösterir.

Ayrıca kayıtların kurucu etkiye sahip olabilmesi için kanuni bir dayanak bulunmalıdır². Hukuki düzenlemelerimizde, kaydi sistem kayıtlarının kurucu etkiye sahip olduğuna ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. SerPK m.13'te hakların kayden oluşturulmasından değil, kayden izlenmesinden bahsedilmektedir. Bu nedenle kaydi borçlanma araçlarına ilişkin işlemler nedeniyle kaydi sistem dışında hakların doğması ve sona ermesi mümkündür³. Yinelemek gerekirse, SerPK.13/V'te kaydi sistem dışında yapılan işlemler düzenlenmektedir. Çünkü kaydi sistem dahilinde yapılan işlemler zaten

¹ Karş. **Karahan**, Ticari işletme, s.134.

² **Turanboy**, Varakasız, s.154; **Urkan**, s.14.

³ **Tekinalp**, Nama Yazılı Kaydi Paylar, s.543; **Manavgat**, Kaydi Sistem, s.181-182; **Haselçin**, s.98; **Urkan**, s.16.

otomatik olarak sisteme aktarılmaktadır. Dolayısıyla söz konusu hüküm, sadece kaydi sistem dışında kişiler arasında yapılan ve daha sonra MKK'ya bildirilen işlemlere ilişkindir. Kaydi sistem dışında işlem yapılabileceğinin kabulü ise, doğal olarak kayıtların açıklayıcı etkiye sahip olduğunun kanıtıdır¹.

SerPK.13/V hükmü, açıklayıcı kayıt sisteminden kaynaklanan bir tehlikeyi önlemeye yönelik olarak öngörülmüştür². Zira özellikle kaydi sistem dışında bir kaydi borçlanma aracına ilişkin birden fazla hukuki işlem yapılması, gerçek hak sahibinin belirlenmesi açısından güçlükler yaratabilir. Ancak kaydi sisteme yapılacak ve üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilecek bir kayıt bu güçlükleri ortadan kaldıracaktır³. İşte SerPK.13/V hükmünün amacı, açıklayıcı kayıt sisteminden doğabilecek bu tür olumsuzlukları gidermektir⁴. Böylece kaydi sistem dışında kaydi borçlanma araçlarına ilişkin yapılan işlemlerin, sisteme, yani MKK'ya bildirilmesine hüküm ve sonuç bağlanmakta, MKK'ya bildirim tarihine de öncelik verilmektedir. Örneğin sistemde mevcut bir kayıt varken, sistem dışında devir gerçekleştirilmesine rağmen, bu devir sisteme bildirilmezse, mülkiyet hakkını ileri sürerken, devirleri MKK nezdinde gerçekleştiren ve hak sahibi olarak görünen kişi öncelik kazanacaktır. Aynı şekilde malik, kaydi sistem dışında ard arda devirler gerçekleştirirse, mülkiyet hakkı üçüncü kişilere karşı ileri sürülürken, MKK'ya hangi devir önce bildirilmişse, o işleme göre hak sahibi olan kişi öncelik kazanacaktır. Yine bir kaydi borçlanma aracı üzerinde kaydi sistem dışında Medeni Kanun hükümlerine göre rehin hakkı kurulur ve MKK'ya bildirilmezse, bu arada MKK nezdinde kaydi aracın devri yapılırsa, yeni malike karşı rehin hakkı ileri sürülemeyecektir. Zira MKK nezdinde yapılan mülkiyet devri, bildirim bakımından öncelikli durumdadır⁵.

¹ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.282.

² **Manavgat**, Kaydi Sistem, s.182.

³ Kaydi borçlanma araçlarının kaydi sistem dışında genel hükümlere göre devri, üzerlerinde rehin veya diğer bir aynı hak tesisi mümkün olduğundan, söz konusu araçlara ilişkin bu işlemlerden habersiz olarak MKK'da kayıt sisteminin yürütmesi, işlem güvenliği bakımından sakıncalı sonuçlar doğuracaktır. Bu nedenle olması gereken, kaydi sistem dışında tesis edilen hakların da usulüne uygun biçimde MKK'ya bildirilmesi ve gerçek hak sahipliğinin MKK kayıtlarına yansıtılmasıdır (**Manavgat**, Kaydi Sistem, s.182).

⁴ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.283; **Manavgat**, Kaydi Sistem, s.182; **Urkan**, s.16.

⁵ **Manavgat**, Kaydi Sistem, s.182-183.

Ayrıca böyle bir hükmün varlığı, kaydi sistem dışında işlem yapan kişileri, haklarını kaydi sisteme bildirme konusunda teşvik edecektir. Bu teşvik sayesinde kaydi sistemin kullanımı ve kapsamı artacak, bu da sistemin bilgisinin olmadığı işlemlerin sayısının azalmasını sağlayacaktır. Bu husus, kaydi sistemin getiriliş amaçlarından olan sermaye piyasası işlemlerinde şeffaflık ve sisteme ilişkin suiistimallerin tespiti amacına da uygun olacaktır¹.

B. HESAPLARIN AÇILMASI VE İŞLEMLERİN YAPILMASI

Kaydi borçlanma araçlarına ilişkin kaydi sistem çerçevesinde gerçekleştirilecek hukuki işlemler bakımından, ihraççı ve yatırımcı hesaplarının açılması ve bunlara ilişkin işlemlerin nasıl ve kimler tarafından yapılacağının belirlenmesi son derece önemlidir. İhraççı hesabının açılması için ihraççılar, MKK tarafından belirlenen bilgilerle birlikte başvuruda bulunmakla yükümlüdürler (Kaydileştirme Tebliği m.8/I). Hak sahipleri adına olan yatırımcı hesapları ise, kimlik bilgilerinin MKK'ya bildirilmesi üzerine açılır ve söz konusu hesaplar üzerinde işlem yapmaya yetkili üyeler ile bağlantısı kurulur. TCMB ile merkezi takas kuruluşları (Takasbank), herhangi bir üye ile bağlantı kurmaksızın, doğrudan doğruya MKK'da hesap açtırabilir (Kaydileştirme Tebliği m.6/II ve III). Yatırımcı hesabı, yatırımcıların talepleri üzerine, üye sıfatını haiz yatırım kuruluşları ve merkezi takas kuruluşları tarafından MKK'ya yapılacak başvuru çerçevesinde açılır. Bu hesabın açılabilmesi için öncelikle MKK tarafından belirlenen bilgilerin üyelerce MKK'ya bildirilmesi gerekir. Bu bilgilerin MKK'ya bildirimini takiben hesap kullanıma açılır.

Yukarıda belirttiğimiz şekilde hesapların açılması ile birlikte, artık kaydi borçlanma araçları için elektronik kayıt yoluyla gerçekleştirilecek hukuki işlemlerde, bu kayıtların işleneceği elektronik ortam oluşturulmuş olmaktadır. Borçlanma araçlarına ilişkin kaydi sistemde yapılacak her türlü işlemin, üyeler aracılığıyla² elektronik

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.283.

² Kaydi sistemde esas olan, işlemlerin üyeler aracılığıyla yapılmasıdır. Kural olarak yatırımcılar kaydi sistemde doğrudan işlem yapamaz. Ancak yatırımcılara da kaydi sistemde doğrudan bazı sınırlı işlemleri yapma yetkisi verilmiştir. Bu işlemler hakkında ayrıntılı bilgi için Ünal, Kaydileştirilme, s.237-238.

ortamda, uzaktan erişim yoluyla ve kaydi olarak¹ yapılması esastır. Bu nedenle, üyelere işlemler için basılı belge istenmesi, istisnalar dışında söz konusu değildir. Üyelerin kaydi sistemde işlem yapabilmesi için bunu sisteme bildirmeleri gerekir. Bu bildirim iki farklı şekilde yapılabilir. İlk yöntem, kullanıcı ekranları aracılığıyla yapılan bildirimdir. Bu yöntemde üyeler, kendileri için oluşturulan kullanıcı ekranları ile doğrudan bağlantı kurarak sisteme bildirimde bulunurlar. İkinci yöntemde ise, üyeler web servislerini kullanarak sistem entegrasyonunu sağlamak suretiyle kaydi sisteme bağlanır ve ilgili işleme ilişkin bildirimde bulunurlar². İhraççı dışındaki üyeler söz konusu iki yöntemden birini tercih edebilir. Ancak ihraççıların kullanıcı ekranları aracılığıyla doğrudan bağlantı yöntemini kullanmaları zorunludur³.

Kaydi sistemde işlem yapma yetkisinin kural olarak üyelere verildiğini belirtmiştik. MKK'nın da sistemde işlem yapma yetkisi vardır⁴. Kaydi sistemde işlemler ancak "MKK sertifika hizmetleri" kapsamında sertifika işlemlerini tamamlamış kullanıcılar tarafından akıllı kartlar kullanılarak yapılabilir⁵.

İhraççılar kaydi sistemde sadece kendi ihraç ettiği araçların borsada işlem görmeyen kısımlarına ilişkin işlem yapabilirler⁶. İhraççıların borsada işlem gören kaydi

¹ Nitekim Yargıtay, hisse senetleri ile ilgili olmakla birlikte, 2499 sa. SerPK m.10/A hükmünü esas aldığı bir kararında, bu hüküm çerçevesinde çıkarılan sermaye piyasası araçları üzerinde yapılacak hukuki işlemlerin "kaydi olarak" yapılması gerektiğini vurgulamıştır: "...Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15.12.1999 tarihinde değişen 10/A maddesi gereğince hisse senetlerinin kağıt olarak çıkarılması ve ihracının kaldırılarak, kaydi işlem görmesi hükmünün getirildiği, buna göre aracı kurumların müşterilerine kredi kullandırmaları halinde müşterilerinin bankalardan kredi kullanarak hisse senedi alım-satımı yapmalarında rehin, teminat gibi hakların kaydi olarak kurulduğu ve fiziki olarak tesliminin söz konusu olmadığı...", 11. HD., 20.02.2007, E.2005/12033, K.2007/3194, naklen, **Ünal**, Kaydileştirilme, s.233, dn.430.

² Üyelerin ve MKK çalışanlarının MKS'ye erişimleri, ancak PKI (açık anahtar altyapısı) kapsamında nitelikli elektronik sertifikalar vasıtasıyla mümkündür. MKS'ye üyeler tarafından iletilen tüm bildirimlerin elektronik imza taşıması zorunludur. MKS'de işlemler elektronik imza ile birlikte saklanır ve elektronik imza doğrulaması yapılmadan işleme konulmaz (**MKK**, MKS İş ve Bilişim, s.5).

³ **MKK**, MKS İş ve Bilişim, s.5.

⁴ Her türlü hukuki işlemde MKK'nın üyeye göre önceliği vardır. MKK yapılmış tüm hukuki işlemlere ilişkin kaydi, geçerli bir belge sonucunda kaldırmaya yetkiliyken, üyenin geçerli belgesi olsa bile MKK'nın gerçekleştirdiği bir kaydi doğrudan kaldırması mümkün değildir (**MKK**, MKS İş ve Bilişim, s.6).

⁵ Öncelikle kullanıcılar için oluşturulan elektronik sertifikalar MKS'ye yüklenir. Daha sonra sisteme yüklenen sertifikalar ile üye bağlantıları kurulur. MKS'ye akıllı kart şifresi (PIN kodu) ve MKS şifresiyle⁵ bağlanılmaktadır. Akıllı kart şifresi ESHS (Elektronik Sertifika Hizmet Sağlayıcı) tarafından, MKS şifresi ise doğrudan kaydi sistem tarafından sağlanır (**MKK**, MKS İş ve Bilişim, s.8).

⁶ **MKK**, MKS İş ve Bilişim, s.6.

borçlanma araçlarına ilişkin hukuki işlemleri ise, yatırım kuruluşları yapmaya yetkilidir¹. Yatırımcıların kaydi sistemde işlem yapabilmesi için de, bu işlemin sisteme bildirilmesi gerekir. MKK her yatırımcıya özel bir sicil numarası tahsis etmekte ve aynı yatırımcının farklı kurumlardaki hesaplarına ilişkin bilgilerini bu sicil numarası ile takip etmektedir. MKK nezdinde hesabı bulunan her yatırımcı için sicil numarasına bağlı olarak bir de şifre oluşturulmaktadır. Yatırımcılar kaydi sisteme ancak sicil numaraları ve bu sicil numaralarına bağlı şifreleri ile erişebilmektedir². Yatırımcılar, internet ve mobil iletişim tabanlı interaktif bağlantılar kurarak, hesapları hakkında bilgi alabilir ve yatırımcı blokajı³ koyabilirler⁴.

II. KAYDI BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN HUKUKİ İŞLEMLER

A. DEVİR

1. Devir Şekli ve Araçların İntikali

Kaydi borçlanma araçları ve bunların içerdiği haklar, tıpkı fiziki araçlarda olduğu gibi, devir işlemine konu olabilmektedir. Zira kaydi sistemin kabulünün en önemli nedenlerinden birisi de sermaye piyasası araçlarının devrini kolaylaştırmaktır. Böylece sermaye piyasası araçlarının ve bunların önemli bir grubunu oluşturan borçlanma araçlarının kaydi olarak devredilmesi, sermaye piyasasındaki işlem hacmini yükseltecek, piyasaların derinliğini artıracak ve uluslararası işlemlerin yapılmasını kolaylaştıracaktır⁵.

Kıymetli evrak niteliğinde kabul ettiğimiz kaydi borçlanma araçlarında, üzerine ciro işlemi yapılacak ve zilyetliği karşı tarafa geçirilecek bir senet bulunmadığından ve işlemler kaydi sistemde yapıldığından, bunlara ilişkin hukuki

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.236.

² <http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/tr/yatirimci/hizmetler.jsp>, Erişim: 15.06.2014.

³ Yatırımcı blokajı, yatırımcının kaydi sistemde yapacağı bir işlem ile portföyünde bulunan sermaye piyasası araçları üzerinde işlem yapılmasını engellemesi veya sınırlandırmasıdır. Otomatik blokaj ismi verilen bir sistem daha vardır. Bu da yatırımcı blokajı sisteminin daha etkin kullanımını amaçlamaktadır. Bu sistemde yatırımcılar, günün herhangi bir saatinde gerek mevcut kıymetlerine gerekse hesabında olmamakla birlikte hesabına ilerde ve belirli bir tarih aralığında gelecek kıymetlere yönelik kıymet ve adet bazında bloke altına alma talimatı verebilmektedir (Ünal, Kaydileştirilme, s.238 ve dn.460).

⁴ MKK, MKS İş ve Bilişim, s.6.

⁵ Ünal, Kaydileştirilme, s.314.

işlemler de özellik arz etmektedir¹. Devir işleminde de, karşı tarafa teslim edilecek fiziki bir senet bulunmadığından, zilyetliğin geçirilmesi, ancak dolaylı (teslimsiz) şekilde olabilir. Bu durumda kanaatimizce devrin gerçekleşme biçimine uyan en uygun nitelendirme zilyetlik havalesidir². Kaydi sistem dışında yapılan devirler açısından durumu değerlendirirsek; MKK nezdinde tutulan elektronik ortamdaki hesaplarda saklanan kaydi borçlanma araçlarına ilişkin mülkiyet hakkı, dolayısıyla “asli zilyetlik”³, kaydi borçlanma aracının malikine aittir. Malikin zilyetliği bu bakımdan “vasıtalı zilyetlik”tir⁴. Çünkü kaydi borçlanma araçları kendi ellerinde değil, saklayan sıfatıyla MKK nezdinde tutulan hesaplardadır. Bu bakımdan araçların “feri zilyetliği” ve “vasıtasız zilyetliği” ise MKK’ya aittir. İşte kaydi araçların devrine ilişkin anlaşma ile, sahipleri bu araçlar üzerindeki asli ve vasıtalı zilyetliklerini, MKK’nın ferî ve vasıtasız zilyetliğinde herhangi bir değişiklik yapmaksızın sadece irade beyanıyla nakletmektedirler. Dolayısıyla kaydi borçlanma araçlarının zilyetliği, zilyetliğin havalesi yoluyla teslimsiz şekilde bir başkasına geçirilmekte ve böylece araçlar hukuki olarak devredilmektedir⁵. Zira SerPK.13 hükmünde ve Kaydileştirme Tebliği’nde devrin mutlaka kaydi sistemde yapılacağına ilişkin bir düzenleme mevcut değildir. Netice itibarıyla kaydi borçlanma araçlarının devri, yazılı temlik beyanı ve (zilyetliğin havalesi) şeklindeki zilyetliğin geçirilmesi yoluyla gerçekleştirilir⁶.

Kaydi sistem dışında yapılan devirler bakımından bahsettiğimiz devir şekli, MKK kayıtlarının işlem yönünden söz konusu açıklayıcı etkisi ve kaydi borçlanma araçlarının kıymetli evrak niteliği ile uyum içindedir. Şöyle ki, kıymetli evrakin devri için zilyetliğin devri zorunlu koşuldur ve işlemin tasarruf aşaması ancak bu anda tamamlanır. Bu durumda fiziki olarak senette tecessüm etmeyip MKK kayıtlarında var olan kaydi borçlanma araçları için zilyetliğin devri koşulunun kaydi sistem dışında mı, yoksa kaydi sistem dahilinde hesaplar arası gerçekleştirilecek virman işlemleriyle mi

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.313-314.

² Aynı yönde bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.318-319.

³ TMK.974: “Zilyet, bir sınırlı aynı hak veya bir kişisel bir hakkın kurulmasını ya da kullanılmasını sağlamak için şeyi başkasına teslim ederse, bunların ikisi de zilyet olur. Bir şeyde malik sıfatıyla zilyet olan asli zilyet, diğeri ferî zilyettir”.

⁴ Zilyedin eşya üzerindeki fiili hakimiyetini kullanması başka bir kişi vasıtasıyla mümkün olabiliyorsa, vasıtalı (dolaylı) zilyetlik söz konusudur (Ertaş, Şeref, Eşya Hukuku, 10. B., İzmir, (Kasım) 2012, s.80).

⁵ Ünal, Kaydileştirilme, s.319, Öztan, Kıymetli Evrak (1997), s.337.

⁶ Ünal, Kaydileştirilme, s.322.

gerçekleşmiş sayılacağı sorusu akla gelmektedir. Eğer kaydi sistem dahilindeki virman işlemlerinden önce zilyetliğin devrinin gerçekleşmiş sayılacağını kabul etmezsek, kaydi borçlanma araçlarını kıymetli evrak olarak da nitelendirmememiz gerekir. Bu durumda bunları kendine özgü kaydi bir değer ya da hak olarak kabul etmekten başka çaremiz de kalmaz. Ancak MKK'yı vasıtasız zilyet sayıp, kaydi aracın maliki asli zilyet ile zilyetliğin devredileceği kişi arasında zilyetlik havalesine ilişkin birbirine uygun irade beyanlarının tamamlandığı anda zilyetliğin devredilmiş olacağını kabul etmek, kaydi borçlanma araçlarının kıymetli evrak niteliği ve kayıtların açıklayıcı etkisine ters düşmeyecektir.

Kaydi sistemde yapılacak devirlerde ise, hak sahiplerince yatırım kuruluşlarına verilen al ve sat şeklindeki müşteri emirleri devir beyanı olarak kabul edilir ve bu emirlerin içerdiği birbirine uygun irade beyanlarının ilgili sermaye piyasasında eşleşmesiyle devir sözleşmesi kurulur¹. Kaydi borçlanma araçlarının mülkiyetinin devredenden devralana geçmesi için devrin taahhüt ve tasarruf aşamalarının tamamlanması gerekir. Yukarıda belirttiğimiz üzere kaydi araçlara ilişkin devir sözleşmesi, alıcı ve satıcının yatırım kuruluşlarına verdikleri al ve sat emirlerinin içerdiği birbirine uygun irade beyanlarının ilgili sermaye piyasasında birbiriyle eşleşmesi² ile kurulmaktadır. Böylece devrin taahhüt aşaması tamamlanmaktadır. Ancak araçların içerdikleri hakların intikali için tarafların taahhüt aşamasında borçlandıkları edimleri yerine getirmeleri, yani kısaca hakların intikali için tasarruf aşamasının da gerçekleşmesi gerekmektedir³. Devir sözleşmesinin tasarruf aşamasının tamamlanabilmesi, yatırım kuruluşunun müşterisi adına aldığı borçlanma aracının bedelini ödemesi ve müşterisi adına borçlanma aracı satan yatırım kuruluşunun da borçlanma aracını teslim etmesine bağlıdır. Örneğin borsada yapılacak bir devir sözleşmesi, kaydi borçlanma aracına ilişkin al ve sat emirlerinin sistemde eşleştiği T gününde⁴ kurulmaktadır. Böylece sözleşmenin taahhüt aşaması tamamlanmakta, tarafların sözleşmeden kaynaklanan edimlerini ifa etmeleri ise, iki gün sonra, yani T+2

¹ **Tekinalp**, Nama Yazılı Kaydi Paylar, s.542; **Töremiş**, s.12-13.

² Yatırım kuruluşları tarafından müşteri emirlerinin borsaya iletilmesiyle tarafların (icap ve kabul) beyanları sistem tarafından otomatik olarak eşleştirilmektedir.

³ **Töremiş**, s.12-13.

⁴ T günü, İngilizce “*Transaction Day*” ifadesinin kısaltılmış şekli olup, işlemin yapıldığı günü belirtmek için kullanılmaktadır (**Ünal**, Kaydileştirilme, s.328, dn.510).

gününde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla devir işlemi de tarafların borçlarını ifa ettikleri ve tasarruf aşamasının tamamlandığı bu günde gerçekleşmektedir¹.

Devrin gerçekleştiği T+2 gününde borçlanma araçları önce Takasbank'ın takas havuz hesabından yatırım kuruluşu havuz hesabına aktarılmakta, daha sonra ise yatırım kuruluşu alt hesaplarında yer alan yatırımcı hesaplarına geçirilmektedir. İşte bu süreçte devrin gerçekleşme anı, borçlanma araçlarının takas havuz hesabından yatırım kuruluşu havuz hesabına aktarıldığı andır. Çünkü yatırım kuruluşları borçlanma araçlarının devrinde hem alıcı hem satıcının temsilcisi sıfatıyla onların adına hareket etmektedir. Bu nedenle araçların vekil konumundaki yatırım kuruluşu hesabına geçirilmesiyle, mülkiyet de devralana intikal eder². Kaydileştirme Tebliği'nde devir işlemine ilişkin bu süreç, alım-satım işlemlerinin kaydı başlığı altında düzenlenmiş; tarafların menkul kıymetin mülkiyetini nakletme ile nakit ödeme yükümlülüklerini ifade etmek üzere de “takas” ifadesi kullanılmıştır.

Tebliğe göre takas işlemleri, merkezi takas kuruluşu tarafından ilgili borsanın takas düzenlemelerine uygun olarak MKK nezdindeki takas havuz hesabı ve yatırım kuruluşu havuz hesapları kullanılarak yapılır. Yatırım kuruluşları borsada satışı yapılan borçlanma araçlarını, ilgili yatırımcı hesaplarının alt hesabı şeklinde, MKK tarafından bu işlem için açılmış alt hesaba aktarılır. Takas günü, takas yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacıyla, satışı yapılan kaydi borçlanma araçları yatırım kuruluşları tarafından yatırımcı hesaplarından yatırım kuruluşu havuz hesaplarına aktarılır. Yatırım kuruluşu havuz hesaplarında bulunan borçlanma araçlarının takas havuz hesabına aktarılması ile söz konusu yatırım kuruluşunun takas borçları kapanır. Takas alacakları merkezi takas kuruluşu tarafından takas havuz hesabından ilgili yatırım kuruluşu havuz hesaplarına aktarılır. Söz konusu borçlanma araçlarının yatırımcı hesaplarına dağıtımı yatırım kuruluşları tarafından yapılır (m.17/I-III)³.

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.328; Töremiş, s.13; Manavgat, Kaydi Sistem, s.182.

² Ünal, Kaydileştirilme, s.328-329.

³ Yatırımcıların doğrudan MKK'da işlem yapma yetkisi bulunmadığından, yatırımcı hesaplarına ilişkin işlemler, MKK üyesi yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilmektedir. İşte yatırımcıların borsada yapacağı borçlanma aracının bir başka yatırımcıya satımı ve böylece araca bağlı tüm hakların devrine yönelik işlemler, yatırım kuruluşu hesaplarıyla bağlantılandırılmış olan yatırımcı hesapları üzerinde, söz konusu yatırım kuruluşları tarafından yerine getirilir. İlgili yatırım kuruluşu, kendisinin MKK'da hesabını temsil ettiği yatırımcının borsada gerçekleştirdiği satım işlemi ve buna

Son olarak, devrin üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için MKK'ya bildirilmesi gerekir (SerPK.13/V). Ancak burada MKK'ya yapılan bildirim devrin geçerli olması için değil, geçerli olarak kurulan devrin üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için gereklidir¹. Bu husus, yukarıda da belirttiğimiz üzere², MKK kayıtlarının olumlu etkisinin bir sonucudur.

2. Külli Halefiyet Yoluyla Devir

Kaydi borçlanma araçlarının miras veya şirketlerin bölünmesi gibi nedenlerle, külli halefiyet yoluyla bir kişinin malvarlığından diğer bir kişinin malvarlığına intikali, yani külli halefiyet yoluyla devirleri mümkündür³. Külli halefiyete dayanan devirlerde, hak sahipliğini gösterir belgeye dayanarak ve gerekli yasal yükümlülükler yerine getirilerek, ilgili üye tarafından MKK kayıtlarında gerekli değişiklikler yapılır. Kaydi borçlanma araçları MKK'da izlenen ihraççılar, taraf oldukları birleşme veya devralma gibi külli halefiyet sonucunu doğuran işlemleriyle ilgili olarak, içeriği MKK tarafından belirlenecek bilgileri, yetkili organ kararının alınmasını izleyen iş günü, bu kararın bir kamu otoritesinin onayını gerektirmesi halinde onayı veya reddi kararını, kararın verilmesini izleyen iş günü, bu kararlara ilişkin ortaya çıkan değişiklikleri, söz konusu değişikliğin gerçekleşmesini izleyen iş günü sonuna kadar en seri şekilde MKK'ya bildirmekle yükümlüdür.

Bu işlemler sonucunda infisahın ve yapılan sermaye artırımının ticaret siciline tescili de, tescili izleyen iş günü veya en geç külli halefiyet yoluyla devirlerin kaydı

bağlı olarak yatırım kuruluşuna ilettiği devir talimatı üzerine harekete geçer. Söz konusu devir işleminin elektronik ortamda kaydını, kendi hesabı ile bağlantılı yatırımcı hesabının altında bir başka hesap açmak suretiyle gerçekleştirir. Tebliğ'de ilgili hesap "yatırımcı alt hesabı" olarak ifade edilmiştir. Ancak bu devir işleminin sadece devreden yatırımcı yönünden ilgili olan kısmıdır. Bir de devralan yatırımcı açısından söz konusu işlemin elektronik ortamda kaydı gereklidir. Bunun için öncelikle devreden yatırımcı (alt) hesabında bulunan kaydi araçların, ilgili yatırımcıyı temsil eden yatırım kuruluşu havuz hesabına aktarılması; devrin borsada gerçekleşmesinin bir özelliği olarak da bu hesaptan merkezi takas kuruluşunun, yani Takasbank'ın takas havuz hesabına aktarılması gerekir. Ardından Takasbank tarafından kaydi araçlar, devredildikleri yatırımcı hesaplarına aktarılacak üzere, ilgili yatırımcıların hesaplarını MKK'da temsile yetkili üye yatırımcı kuruluşların havuz hesaplarına aktarılır. Söz konusu kuruluşlar da, devralınan kaydi araç miktarlarını ilgili yatırımcı hesaplarına dağıtırlar ve böylece devir işleminin tamamen MKK kayıtlarına yansımaları sağlanmış olur.

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.330.

² bkz. İkinci Bölüm, §7, I, A.

³ bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.326.

işlemlerine başlamadan bir gün önce ihraççı tarafından MKK'ya bildirilir ve MKK üye hesaplarında gerekli kayıtları oluşturur (Kaydileştirme Tebliği m.25/I ve II).

B. REHİN

1. Rehnin Kurulması ve Kıyasen Uygulanacak Taşınır Rehni Hükümleri

Kaydileştirme Tebliği, “Teminat, rehin ve intifa hakkına ilişkin kayıt” başlıklı 22. maddesinde, “*kaydi sermaye piyasası araçları üzerine teminat, rehin ve intifa hakkı kurulmasına ilişkin olarak.....*” şeklinde başlayan cümlesiyle, kaydi sermaye piyasası araçlarının önemli bir grubu olarak kaydi borçlanma araçları üzerinde rehin hakkı kurulabileceğini açıkça düzenlemiştir.

Kaydi borçlanma araçlarının mahiyeti gereği uygulanması gereken hükümler, teslim bağli taşınır rehni hükümleridir. Teslime bağli taşınır rehni, rehin konusu şeyin zilyetliğinin alacaklıya veya üçüncü bir şahsa devredilmesiyle kurulan iradi bir rehin türüdür. Bu rehnin konusunu maddi varlığa sahip olan taşınır eşyalar (TMK.762) oluşturur¹. Kanundaki belirli istisnalar dışında bir taşınır mal, ancak zilyetliğin devri² suretiyle rehnedilebilir (TMK.939/I). Bu nedenle teslim bağli rehne ilgili hükümler genel nitelikte olup, kanunda aksi öngörülmedikçe, diğer taşınır rehni türlerinde de uygulanır³. Teslime bağli rehin hakkının kurulmasında, biri borçlandırıcı ve diğeri tasarruf işlemi olmak üzere iki aşama söz konusudur. Tasarruf işleminin hukuki sebebini oluşturan borçlandırıcı işlem, kural olarak⁴ malike taşınır rehni kurma borcunu yükleyen bir rehin sözleşmesidir⁵. İkinci aşama ise, zilyetliğin devri sırasında taraf

¹ **Ergüne**, Mehmet Serkan, Hukukumuzda Taşınır Rehninin, Özellikle Teslime Bağli Taşınır Rehninin Kuruluşu, İstanbul, (Ekim) 2002, s.98.

² Kanuni istisnalar dışında taşınır rehninin kurulması için zilyetliğin devrinin şart sayılmasının sebebi, aynı hak olarak vücuda gelen rehin bakımından aleniyetin sağlanmasıdır. Bu alenileşme, üçüncü kişilerin, özellikle de rehin verenin alacaklılarının korunması amacıyla bağlidir. Eğer zilyetliğin devri olmaksızın rehin kurulmasına izin verilse idi, üçüncü kişilerin borçlunun malvarlığı hakkında sağlam bir fikir sahibi olmaları mümkün olmayacaktı (**Aybay**, Aydın/**Hatemi**, Hüseyin, Eşya Hukuku, 3.B., İstanbul, 2012, s.298; **Ergüne**, s.99-100).

³ **Aybay/Hatemi**, s.298; **Ergüne**, s.99; **Ayan**, Mehmet, Eşya Hukuku III Sınırlı Ayni Haklar, 5. B., Konya, (Eylül) 2013, s.247-248; **Oğuzman/ Seliçi/ Oktay-Özdemir**, s.816.

⁴ Teslime bağli taşınır rehninin hukuki sebebini olayların bir çoğunda rehin sözleşmesi oluşturmakta ise de, bazı durumlarda ölüme bağli tasarruf yolu (vasiyetname veya miras sözleşmesi) ile de rehin hakkının kurulması mümkündür (**Ergüne**, s.102; **Ayan**, Sınırlı Ayni Haklar, s.249).

⁵ Taraflar arasında geçerli olarak kurulmuş bir rehin sözleşmesi olmaksızın doğacak olan rehin hakkı, alacaklı bakımından taşınırın maliki aleyhine sebepsiz zenginleşme (TBK.77) teşkil edecektir. Dolayısıyla taşınırın maliki, rehin konusu taşınırın sebepsiz zenginleşme hükümleri çerçevesinde

iradelerinin uyuşmasını ifade eden aynı sözleşmenin¹ ardından, rehin konusu taşınırın zilyetliğinin devredildiği tasarruf aşamasıdır. Bu tasarruf aşamasının, malın aynen teslimi veya aracın teslimi (TMK.977) biçiminde yahut da kısa elden teslim veya zilyetliğin havalesi yoluyla gerçekleşmesi² mümkündür³.

Bu durumda, TMK'nın teslimine bağlı rehni düzenleyen m.939-949 hükümleri kaydi borçlanma araçlarının rehnine uygulanabilir. Rehnin kurulması için öncelikle taraflar arasında yazılı bir rehin sözleşmesi yapılmalıdır. Bu sözleşme kaydi borçlanma araçları üzerinde rehin hakkının kuruluşu bakımından kurucu (ihdasi) bir etkiye sahiptir⁴. SerPK.13/V hükmü gereği MKK'ya yapılması gereken kayıt, hakkın bu kayıtla doğup doğmadığı noktasında değil, üçüncü kişiye karşı ileri sürülmesi bakımından önem arzeder. Kısaca kaydi borçlanma araçları üzerinde kurulan rehin hakkının üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için, bu rehnin MKK nezdinde tutulan elektronik ortamdaki hesaba kaydedilmesi gerekir. Kaydileştirme Tebliği m.22/I hükmü gereğince de, kaydi borçlanma araçları üzerinde rehin hakkı kurulmasına ilişkin olarak, tarafların bu hakkın tesis edildiğine ilişkin belgeleri ilgili üyelere vermeleri üzerine, ilgili üyelerce durumun derhal MKK kayıtlarına yansıtılması gerekmektedir. Gerek SerPK.13/V ve gerekse Kaydileştirme Tebliği'nin bu hükmü, kaydi borçlanma araçlarına ilişkin rehin hakkının kaydi sistem dışında taraflar arasında kurulacağını göstermektedir⁵. Özellikle Kaydileştirme Tebliği'nde yer alan "...hakkın tesis edildiğine ilişkin belgeleri....." ve ".....durum derhal MKK kayıtlarına yansıtılır"

kendisine iade edilmesini rehinli alacaklıdan talep edebilecektir (**Ergüne**, s.102). Rehin sözleşmesinin tarafları, şekli, kuruluşu ve hukuki niteliğine ilişkin daha fazla bilgi için bkz. **Ergüne**, s.103 vd.

¹ Aynı sözleşmeyi, bir borçlandırıcı işlem olan rehin sözleşmesinden ayırmak gerekir. Zira aynı sözleşme, rehin sözleşmesinden farklı olarak bir borçlandırıcı işlem olmadığından, taraflar için herhangi bir borç doğurmaz. Aynı sözleşme sadece tasarruf işleminin hüküm ifade etmesi için zilyetliğin devri anında varlığı aranan çoğu kez örtülü bir irade uyuşmasıdır (**Ergüne**, s.123).

² Teslime bağlı taşınır rehninin kurulmasında, hükmen teslim yoluna başvurulamaz. Zira aynı haklara hakim olan aleniyet ilkesinin bir sonucu olarak TMK.939/III'te, teslimine bağlı taşınır rehninin doğumu için rehin veren malikin zilyetliğinin sona ermesi şart kılınmıştır. Oysa hükmen teslimde taşınırın maliki, özel bir sebeple de olsa, rehin hakkı kurulmak istenen taşınırın dolaysız zilyetliğine sahip olmaya devam etmektedir (**Ergüne**, s.155-156; **Ayan**, Sınırlı Aynı Haklar, s.250).

³ **Ayan**, Sınırlı Aynı Haklar, s.249-250; **Aybay/Hatemi**, s.298. Teslime bağlı taşınır rehninde zilyetliğin devri yollarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Ergüne**, s.134 vd.

⁴ Aynı yönde bkz. **Ergüne**, s.39; **Urkan**, s.21-22. Bu konuda ayrıca bkz. "...rehin hakkının taraflar arasında sözleşme ile kurulduğu, borsada işlem gören hisse senetlerinin rehin edilmesi, alım-satım işlemleri kayden yapılmakta olup, müşteri hesabına geçirildiği.....", Yarg. 11. HD., 20.02.2007, E.2005/12033, K.2007/3194, naklen, **Ünal**, Kaydileştirilme, s.335, dn.553.

⁵ Aynı yönde bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.335; **Urkan**, s.22.

ibareleri, rehin hakkının önce taraflar arasında kurulduğunu, daha sonra ilgili üyeler aracılığıyla bu durumun kaydi sisteme yansıtıldığını açıkça göstermektedir¹.

2. Rehnin Hukuki Sonuçları

Rehne konu olan borçlanma araçları, hakkı tesis edenin mevcut hesabına bağlı bir alt hesap açılmak suretiyle veya rehin alanın hesabında bir alt hesap açılmak suretiyle MKK kayıtlarında izlenir. Rehne konu olan borçlanma aracının rehin alana ait alt hesaba kaydı halinde, bu hakları tesis eden kişiye ilişkin kimlik bilgileri de bu hesaba bağlantılı olarak izlenir (Kaydileştirme Tebliği m.22/VI-VII). Rehin alanın hesabına aktarım halinde, fiziki borçlanma araçlarının rehninde olduğu gibi, işlemin ardından aracın teslim edilmesi gerekliliği, alt hesaba aktarım yoluyla kaydi araçlarda da sağlanmıştır. Bu nedenle söz konusu düzenleme, kaydi borçlanma araçlarının rehnine uygulanacağını belirttiğimiz teslim bağli rehin hükümlerine de uygundur². Ayrıca rehnedilen kaydi borçlanma araçlarının rehin alanın veya verenin özgürce tasarrufta bulunduğu bir hesaba aktarılması yerine, rehin hakkını belirten bir alt hesaba aktarılması, yaşanacak pek çok problemin önüne geçmiştir. Zira aksi halde, yani borçlanma araçlarının rehin hakkı belirtilmeden rehin veren veya alanın hesabına aktarılması, rehin alana malik sıfatıyla ve rehin verene de rehin hakkı sahibinin hakkını zedeleyecek nitelikte tasarrufta bulunma imkanı verecektir³.

Rehnin kurulmasına ilişkin açıklamalarımız sırasında da belirttiğimiz üzere, kaydi borçlanma araçlarının rehnine ilişkin sözleşme MKK kayıtlarına geçirilmedikçe, üçüncü kişilere karşı ileri sürülemeyecektir. Dolayısıyla rehin hakkına sahip olan kişi, rehin bu kayıtlara geçirilene kadar, üçüncü kişilere karşı herhangi bir hukuki korumadan yararlanamayacaktır⁴. Örneğin bir kaydi borçlanma aracı rehnedildikten sonra ve fakat rehin MKK'ya bildirilmeden önce, durumu bilmeyen üçüncü bir kişiye devredilirse,

¹ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.335-336; **Urkan**, s.28.

² Aynı yönde bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.338.

³ Aynı yönde bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.338.

⁴ **Haselçin**, s.152.

üçüncü kişi bu aracı rehinle yüklü olmaksızın devralmış olacaktır. Bu da rehnanın rehin hakkına ve rehinle teminat altına aldığı alacak hakkına zarar verecektir¹.

SerPK.13/V hükmü kaydi borçlanma araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde MKK'ya yapılan bildirim tarihini esas aldığından, kaydi borçlanma aracı üzerinde birden fazla rehin hakkı tesis edilmesi halinde de birtakım problemler ortaya çıkacaktır. Çünkü rehin hakkının ileri sürülmesinde rehin sözleşmesi tarihi değil, MKK'ya yapılan bildirimin tarihi esas alınacaktır. Bu durumda rehlin paraya çevrilmesinden sonra hak sahiplerine yapılacak ödemede dikkate alınan rehin hakkının sırası da MKK'ya yapılan bildirim tarihine göre belirlenecektir². Dolayısıyla yazılı rehin sözleşmesiyle daha önce rehin hakkına sahip olan, ancak başka rehin hakkı sahibinden sonra MKK'ya bildirim yapan kişinin hakları zarar görecektir³. Doktrinde bu problemlerin çözümü için, MKK kayıtlarına aynı etkiler tanıyan bir kurucu kayıt sisteminin kabulü öneri olarak sunulmuştur⁴. Kanaatimizce MKK kayıtlarına kurucu etki tanınmasıyla bahsettiğimiz sakıncaların giderilmesi mümkündür. Ancak açıklayıcı kayıt sisteminde de anılan hukuki problemlerin çözümsüz olmadığını düşünüyoruz. Zira SerPK.13/V'teki düzenleme, rehin hakkının doğup doğmamasında etkili değildir. Dolayısıyla kaydi borçlanma aracı üzerinde TMK hükümleri çerçevesinde usulüne uygun olarak kurulan rehin hakkı, MKK'ya bildirilmese de geçerlidir. Bu durumda araç üzerinde önceki tarihli rehin sözleşmesiyle

¹ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.336. Bu konuda Yargıtay, hisse senetlerine ilişkin olsa da, tüm sermaye piyasası araçları ve bu bağlamda borçlanma araçları bakımından da dikkate alınabilecek nitelikte görebileceğimiz bir kararında, üzerinde rehin hakkı olan sermaye piyasası araçlarının üçüncü kişilere devredilemeyeceğine hükmetmiştir: “.....Davalı Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. vekili, temlik eden Servet Ayrık ile T. Garanti Bankası A.Ş. arasında düzenlenen sözleşmeler ile bankaya rehinli olan sermaye piyasası araçlarının 3 üncü şahıslara temlikinin BK.nun 162 nci maddesi gereğince yasaklandığını, temlik alanın alacaklı sıfatı doğmadığından davacı sıfatının da bulunmadığını, dava konusu hisse senetlerinin dava dışı T. Garanti Bankası A.Ş. ile Servet Ayrık arasında düzenlenen sözleşmelere bağlı olarak, Servet Ayrık'ın T. Garanti Bankası A.Ş.ne olan borçlarına karşılık bu bankaya rehnedildiğini....”, 11. HD., 20.02.2007, E.2005/12033, K.2007/3194, naklen, **Ünal**, Kaydileştirilme, s.336, dn.558.

² **Haselçin**, s.152.

³ Örneğin (M)'ye ait bir kaydi borçlanma aracı üzerinde (A) ve (B) olmak üzere iki kişinin rehin hakkına sahip olduğunu düşünelim. Bunlardan (A)'nın (B)'ye göre daha önce (M) ile yazılı rehin sözleşmesi imzaladığını, ancak (B)'nin (M) ile imzaladığı rehin sözleşmesinin diğer sözleşmeden daha önce MKK'ya bildirildiğini varsayalım. Bu durumda üçüncü kişilere karşı ileri sürülme bakımından (B)'nin rehin hakkı (A)'nın rehin hakkının önündedir. Yani rehin paraya çevrilince önce (B)'nin alacağı ödenecek, bu ödemeden sonra geriye bir şey kalırsa (A)'ya ödeme yapılacaktır (**Ünal**, Kaydileştirilme, s.337).

⁴ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.284; **Tanör**, Devlet İç Borçlanma Senetleri, s.206; **Urkan**, s.28.

hak sahibi olup MKK'ya bildirim yapmayan ile daha önce bildirim yapan devir ya da rehin işlemi alacaklısının menfaatleri çatışır. İşte SerPK.13/V hükmü böyle bir durumda MKK'ya bildirim yapan tarafa üstünlük tanınacağını düzenlemiştir. Bu, ilk rehin hakkı sahibinin hakkını mutlak anlamda üçüncü kişilere ileri sürememesi anlamına gelmez. Hükümde sadece hakların çatışması halinde öncelik hakkının kime ait olacağı düzenlenmiştir. Bu nedenle ilk rehin hakkı sahibi, daha önce bildirim yapan ikinci rehin hakkı sahibine karşı da hakkını ileri sürebilecek, ancak ikinci rehin hakkı sahibi daha önce bildirimde bulunduğu için rehlin paraya çevrilmesi aşamasındaki öncelik hakkını kaybetmiş olacaktır¹. Fakat sorun bu kadar basit değildir. Zira rehin hakkı MKK'ya bildirilmeden önce kaydi borçlanma aracı devredildiğinde, devralan bu aracı rehinsiz olarak kazanır. Yani bildirim tarihi itibarıyla öncelikli hak olan mülkiyet hakkı rehin hakkını sona erdirir. Bu durumda rehin hakkı sahibinin sadece rehin verene karşı bir talep hakkı söz konusu olur². Dolayısıyla başka bir çözüm yoluna ihtiyaç olduğu ortadadır. Burada rehin sözleşmesine hüküm konulmak suretiyle, kaydi aracın devrinin geçerliliği, rehin hakkı sahibinin haberdar edilmesi koşuluna bağlanabilir³. Ayrıca MKK'ya bildirimde bulunmayan rehin hakkı sahibinin elindeki yazılı rehin sözleşmesi, bildirim tarihi itibarıyla öncelikli konumdaki devir ya da rehin alanla arasındaki hukuki uyumsuzlukta delil niteliğinde olacaktır.

C. İNTİFA

1. İntifa Hakkının Kurulması

Kaydileştirme Tebliği'nin, “teminat, rehin ve intifa hakkına ilişkin kayıt” başlıklı 22. maddesinin 1. fıkrasına göre; “*Kaydi sermaye piyasası araçları üzerine teminat, rehin ve intifa hakkı kurulmasına ilişkin olarak, tarafların, bu hakkın tesis edildiğine ilişkin bilgileri, ilgili üyelere vermeleri üzerine, ilgili üyelerce durum derhal MKK kayıtlarına yansıtılır*”. Bu hükümden de anlaşılabacağı üzere, kaydi sermaye piyasası araçları içerisinde önemli bir alanı dolduran kaydi borçlanma araçları üzerinde intifa hakkı tesisi mümkündür.

¹ Aynı yönde bkz. **Urkan**, s.24.

² **Urkan**, s.25.

³ Karş. **Öztan**, Kıymetli Evrak (1997), s.350-351.

TMK.794-822 hükümleri arasında düzenlenmiş olan intifa hakkı, sahibine, konusunu oluşturan şeyi kullanma ve ürünlerinden tam olarak yararlanma yetkisi veren sınırlı bir ayni haktır¹. İntifa hakkının konusu kapsamında düşünüldüğünde, kaydi borçlanma araçlarının taşınır eşya olarak nitelendirilebilmesi karşısında, bunlar üzerinde intifa hakkı kurulmasının genel hükümler bakımından da mümkün olduğunu görürüz².

İntifa hakkı taşınırlarda zilyetliğin devri, alacaklarda alacağın devri, taşınmazlarda da tapu kütüğüne tescille kurulur (TMK.795). Ayrıca üzerinde intifa hakkı kurulacak hakkın veya malvarlığı unsurunun devri için gerekli işlemin de yapılması gerekir³. Kaydi borçlanma araçları taraflar arasında yapılan yazılı bir sözleşme ile devredildiğinden⁴, aracın maliki ile intifa hakkı sahibi arasında, alacağın temliki hükümleri çerçevesinde yapılacak yazılı bir sözleşme ile kaydi borçlanma araçları üzerinde intifa hakkı kurulacaktır⁵. Rehin hakkında olduğu gibi, intifa hakkının üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için MKK'ya bildirilmesi gerekir (SerPK. 13/V). Kaydileştirme Tebliği de, kaydi borçlanma araçları üzerinde intifa hakkı tesisine ilişkin olarak, tarafların bu hakkın tesis edildiğine ilişkin belgeleri üyelere vermesi gereğinden ve ilgili üyelerce durumun derhal⁶ MKK kayıtlarına yansıtılmasından, bahsetmiştir (m.22/I). Söz konusu madde incelendiğinde, kaydi borçlanma araçlarına ilişkin intifa hakkının MKK, yani kaydi sistem dışında kurulacağı, daha sonra üyeler aracılığıyla hakkın MKK kayıtlarına işleneceği anlaşılmaktadır⁷.

2. İntifanın Hukuki Sonuçları

Kaydileştirme Tebliği m.22/V hükmü uyarınca, üzerinde intifa hakkı kurulan kaydi borçlanma araçları, hakkı tesis edenin ve intifa hakkı sahibinin kimlik bilgileri ile

¹ **Ayan**, Sınırlı Ayni Haklar, s.50; **Ertaş**, s.474; **Aybay/Hatemi**, s.263.

² **Ünal**, Kaydileştirilme, s.339; **Urkan**, s.1.

³ **Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir**, s.663 vd.; **Aybay/Hatemi**, s.263.

⁴ bkz. İkinci Bölüm, §7, II, A.

⁵ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.340; **Urkan**, s.34-35. Ulaşılan bu sonuç, MKK kayıtları kurucu niteliği haiz olmadığı için, rehin hakkında olduğu gibi kaydileştirmeden beklenen pratik sonuçları engelleyecek nitelikte yazılı şekil şartının arandığını ortaya koymaktadır. Fakat aynı zamanda bu sonuç, MKK kayıtlarının açıklayıcı nitelikte olması karşısında işlemin hukuki güvenliğini sağlamaktadır. Zira taraflar arasında herhangi bir yazılı belgenin bulunması, ilerde doğabilecek hukuki uyumsuzlukların çözümünde önemli bir delil niteliği kazanacaktır (**Urkan**, s.35).

⁶ Hükümdeki “derhal” ifadesi hukuki anlamda kişileri bağlamayacak ve malikin aynı araç üzerinde aynı gün içerisinde MKK'ya bildirimde bulunmadan birden fazla kez intifa hakkı tesis etmesini engellemeyecektir (Karş. **Urkan**, s.22).

⁷ Aynı yönde bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.341; **Urkan**, s.22.

birlikte izlenecektir. Bu hükümden, üzerinde intifa hakkı kurulan kaydi borçlanma araçlarının kimin hesabında tutulacağına ilişkin açık bir düzenleme getirilmemiştir¹. Dolayısıyla intifa hakkına konu borçlanma araçlarının malikin mi, yoksa intifa hakkı sahibinin mi alt hesabında tutulacağının tespiti gerekmektedir.

Kanaatimizce, işlem güvenliği açısından olması gereken, üzerinde intifa hakkı kurulan kaydi borçlanma araçlarının, intifa hakkı sahibinin mevcut hesabına bağlı bir alt hesapta izlenmesidir². Zira bir fiziki borçlanma aracı söz konusu olsaydı, üzerinde intifa hakkı kurulan bu aracın zilyetliğinin intifa alana devredilmesi gerekirdi (TMK.795/I). Dolayısıyla kaydi borçlanma araçları da intifa alanın hesabına bağlı bir alt hesaba aktarılıp, bunlara ilişkin zilyetlik, zilyetliğin havalesi yoluyla intifa alana geçirilirse, intifa hakkına ilişkin genel hükümlere uygunluk sağlanmış olacağı gibi; hak sahibinin menfaatleri bakımından da doğru hareket edilmiş olacaktır³. Şöyle ki, intifa hakkı ilişkisinde malik sadece çıplak mülkiyeti kendisinde tutmakta, intifa hakkı konusu eşya, hak veya alacağa ilişkin tüm kullanma, yararlanma ve semereleri toplama yetkisi hak sahibine ait olmakta, kısaca hak sahibi tam anlamıyla bir yararlanma yetkisine kavuşmaktadır⁴. Bu durumda bir kaydi borçlanma aracı üzerinde intifa hakkı sahibi olan kişi, söz konusu aracın sağladığı faiz, kâr payı gibi önemli mali hakların da sahibi olacaktır. Mevcut sistemde, üzerinde intifa hakkı bulunan kaydi borçlanma aracı, malikin hesabına bağlı bir alt hesapta izlenecek; intifa hakkı sahibi başkasına ait hesaptaki araca ilişkin doğrudan işlem yapamayacak, mali haklardan yararlanma yetkisini, intifa hakkı tanımına uygun şekilde “tam olarak” kullanamayacaktır. Aracın hangi oranda faiz ya da kâr payı almayı sağladığına, ihraççının bu yükümlülüklerini yerine getirip getirmediğine ilişkin bilgilenme hakkını dahi, ya borçlanma aracı malikin hesabına girmesine izin verilmesi ya da malikten bu konuda kendisine bilgi vermesini isteyerek kullanabilecektir. Bu nedenle üzerinde intifa hakkı bulunan kaydi borçlanma aracının intifa hakkı sahibinin alt hesabında tutulması ve intifa hakkı sahibinin kendi hesabına girerek söz konusu hakları kullanması daha uygundur. Bu

¹ Doktrinde bu belirsizliğin, rehin hakkındaki belirlilik ilkesi intifa hakkında bir kuruluş şartı olmadığından, hukuki bir problem yaratmayacağı ileri sürülmüştür (**Urkan**, s.36).

² Aynı yönde bkz. **Urkan**, s.36.

³ Aynı yönde bkz. **Ünal**, Kaydileştirilme, s.344.

⁴ **Ayan**, Sınırlı Ayni Haklar, s.50; **Aybay/Hatemi**, s.263.

durumda, hakkı tesis eden kişinin (malikin) kimlik bilgilerinin de bu alt hesapla birlikte izlenmesi gerekmektedir¹.

D. HACİZ

1. Haciz Prosedürü

Haciz, kesinleşmiş bir icra takibinin konusu olan belli bir para alacağının ödenmesini sağlamak üzere, bu yolda talepte bulunan alacaklı lehine, söz konusu alacağı karşılayacak miktar ve değerdeki borçluya ait mal ve haklara, icra dairesi tarafından hukuken el konulmasıdır². Devamında ise bu mal ve haklar paraya çevrilerek alacaklı alacağını alabilecektir. Hacizden maksat, borçlunun borca yeter miktar ve değerdeki malvarlığının, borcun ödenmemesi halinde satılarak paraya çevrilmesi ve alacağın para olarak karşılanmasıdır³. Zira icra ve iflas hukukumuzun en önemli kuralı, alacaklının para ile tatmin edilmesidir. Yoksa borçlunun haczedilen malvarlığı unsurları, alacağına karşılık olmak üzere alacaklıya devredilmez⁴. O halde haczin konusu, borçlunun paraya çevrilebilen ya da diğer ifadeyle iktisaden değerlendirilebilen ve devredilebilen tüm malvarlığı unsurlarıdır. Bu bağlamda borçlunun taşınır ve taşınmaz malları, üçüncü kişilerdeki alacakları ve diğer malvarlığı hakları haczedilebilir⁵.

Kural olarak, borçlunun parasal değeri olup devredilebilen tüm mal, alacak ve hakları borç için haczedilebilir. Borçlunun malvarlığına dahil unsurlardan biri olarak kaydi borçlanma araçlarının haczi mümkündür. Zira kaydi borçlanma araçları, haczin konusu olan malvarlığı unsurlarında aranılan paraya çevrilebilme ve devredilebilme özelliklerine sahiptir. Nitekim SerPK'nın, *"kayden izlenen sermaye piyasası araçlarına*

¹ Karş. Ünal, Kaydileştirilme, s.344.

² Kuru, Baki, İcra ve İflas Hukuku, C.I, 3. B., İstanbul, 1988, s.616; Pekcanitez, Hakan/Atalay, Oğuz/Özekes, Muhammet, İcra ve İflas Hukuku Temel Bilgiler, 10. B., Ankara, 2014, s.114; Karşlı, Abdurrahim, İcra ve İflas Hukuku, 3. B., İstanbul, 2014, s.477; Muşul, Timuçin, İcra ve İflas Hukuku, C.I, 5. B., Ankara, (Ocak) 2013, s.472.

³ Karşlı, İcra ve İflas, s.477.

⁴ Kuru, s.616; Karşlı, İcra ve İflas, s.477. Alacaklı ile borçlu kendi aralarında borcun tasfiyesi için böyle bir anlaşma yapabilirler ve bunu engelleyen bir hüküm yoktur. Fakat haczedilen malvarlığının alacaklıya terki suretiyle borç ödenemez (Karşlı, İcra ve İflas, s.477).

⁵ Karşlı, İcra ve İflas, s.477, 479; Kuru, s.635; Pekcanitez/Atalay/Özekes, s.118. Haczin konusunu teşkil eden mal ve hak gruplarına ilişkin haciz prosedürü hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Kuru, s.636 vd.; Muşul, s.501 vd.

ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idari ve adli talepler münhasıran MKK'nın üyeleri tarafından yerine getirilir” (m.13/VII) hükmü ile Kaydileştirme Tebliği'nin aynı yöndeki m.26/I hükmü, kaydi bir sermaye piyasası aracı olarak borçlanma araçlarının haciz işlemine konu olabileceğini açıkça göstermektedir.

Kural olarak bir malın haczedilmiş sayılması için, icra müdürünün o mala fiilen el koyup borçlunun tasarruf sahası dışına çıkarmış olması gerekmez. Ancak İİK m.88/I'deki mal ve haklar, borçlunun tasarruf sahası dışına çıkarılıp icra müdürü tarafından muhafaza altına alınmadıkça haczedilmiş sayılmaz. Buna göre haczin konusu para, hamiline ait senetler, poliçeler ve sair cirosu kabil senetler, altın, gümüş ve diğer kıymetli şeyler ise, haczedilmiş sayılabilmeleri için icra dairesinin bunları borçlunun tasarruf sahası dışına çıkarması, fiilen el koyup muhafaza altına alması gerekir¹. Kaydi borçlanma araçları bu maddede sayılan mal ve hak kategorilerine girmediğinden, bunların haczedilmiş sayılabilmesi için, haciz tanımında da belirttiğimiz üzere, sadece icra dairesi tarafından hukuken el konulma yeterli olacaktır. Fakat burada tespit etmemiz gereken, bu el konulma işleminin hangi hükümler ve usul çerçevesinde yapılacağıdır²: Öncelikle kaydi borçlanma araçları taşınır eşya niteliğinde olduklarından, bunların haczine taşınırın haczine ilişkin hükümler uygulanabilir.

Araçlar MKK nezdinde tutulan elektronik ortamdaki hesaplarda kayıtlı olduklarından, üçüncü kişinin elindeki malların haczine ilişkin hükümler gündeme gelebilir.

Aynı nedenle, bunların resmi sicile kayıtlı mallar gibi haczedilmesi akla gelebilir. İİK.79'da, resmi sicile kayıtlı malların haczinin, takibin yapıldığı icra dairesince, kaydına işletilmek suretiyle doğrudan da yapılabileceği, belirtilmektedir. Bu hükümde belirtilen malların resmi sicile kayıtlı olmasına benzer şekilde, kaydi borçlanma araçları da MKK'da tutulan hesaplarda kayıtlıdır. Fakat bu konuda bizim de katıldığımız görüş, MKK'nın özel hukuk tüzel kişiliğine sahip bir anonim şirket olması

¹ **Muşul**, s.473; **Kuru**, s.636-637.

² **Ünal**, Kaydileştirilme, s.346-347.

nedeniyle, tuttuğu kayıtların resmi sicil kayıtları niteliğinde olamayacağı; dolayısıyla araçların bu hükme göre haczinin mümkün olmadığıdır¹.

Bildiğimiz üzere kaydi borçlanma araçları, yatırımcıların uhdelerinde bulunmayıp, MKK nezdinde tutulan hesaplarda yer almaktadırlar. Yani MKK, alacaklı ve aracın maliki borçlu dışında yer alan bir üçüncü kişi konumundadır. Tüm kaydi borçlanma araçları bakımından aynı esas geçerli olduğuna göre, kanaatimizce araçların haczi, “alacaklar ve üçüncü şahıs elinde haczedilen mallar hakkında”² başlığını taşıyan İİK.89 hükmüne göre yapılabilmelidir³. İİK.89/I hükmüne göre, hamiline ait olmayan veya cirosu kabil bir senetle müstenit bulunmayan alacak veya sair bir talep hakkı veya borçlunun üçüncü şahıs elindeki taşınır bir malı haczedilirse, icra müdürü, borçlu olan gerçek veya tüzel kişiye, bundan böyle borcunu ancak icra dairesine ödeyebileceğini ve takip borçlusuna yapılan ödemenin geçerli olmadığını veya malı elinde bulunduran üçüncü kişiye, bundan böyle taşınır malı ancak icra dairesine teslim edebileceğini, malı takip borçlusuna vermemesini, aksi takdirde malın bedelini icra dairesine ödemek zorunda kalacağını bildirir (haciz ihbarnamesi). Bu hüküm çerçevesinde, taşınır eşya niteliğini kabul ettiğimiz kaydi borçlanma araçları bakımından MKK, borçlunun taşınır eşyasını elinde bulunduran üçüncü kişi konumundadır. Dolayısıyla yetkili icra müdürü, haciz işleminin ardından, bunu İİK.89 hükmü uyarınca üçüncü şahıs konumundaki MKK’ya bildirir. Bu konuda bize göre isabetli olan, haciz bildiriminin MKK dışında MKK üyesi kuruluşlara da yapılmasıdır. Zira Kaydileştirme Tebliği’nde açıkça üyeler, hacizle ilgili olarak MKK kayıtlarında gerekli değişiklikleri yapmakla yetkilendirilmişlerdir (m.26/II)⁴. Her ne kadar İİK.89 gereği haciz bildiriminin yapılacağı üçüncü kişi MKK olsa da, bu hükmü Kaydileştirme Tebliği m.26/II ile birlikte yorumlamamız icap eder. Dolayısıyla hem MKK hem de MKK üyeleri haciz bildiriminin yapılabileceği üçüncü kişi konumundadır.

¹ Ünal, Kaydileştirilme, s.347.

² Borçlunun üçüncü kişi elinde bulunan mal, hak ve alacaklarının haczi hakkında geniş bilgi için bkz. ve inc. Yavaş, Murat, Borçlunun Üçüncü Şahıslardaki Mal, Hak ve Alacaklarının Haczi (İİK.89), İstanbul, 2005.

³ Aynı yönde bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.348. Kaydi sermaye piyasası aracı olarak kaydi anonim şirket paylarının haczinin İİK.89 gereğince yapılacağına ilişkin olarak bkz. Dönmez, R. Murat, Anonim ve Limited Şirketlerde Hisse Haczi ve Paraya Çevrilmesi, 2. B., İstanbul, (Ekim) 2006, s.91; Topuz, Gökçen, Hisse Haczi ve Satışı, Ankara, 2009, s.236.

⁴ Aynı görüşte bkz. Topuz, s.236.

Kaydi borçlanma araçlarının haczi prosedüründe, bildirimden sonraki aşama ise, haciz işleminin MKK üyeleri tarafından kaydi sisteme aktarılmasıdır. Bu aktarımın gerçekleştirilmesinde SerPK.13/VII hükmü ile Kaydileştirme Tebliği m.26/II hükümleri dikkate alınmalıdır. SerPK.13/VII hükmünde, kayden izlenen sermaye piyasası araçlarına ilişkin tedbir, haciz ve benzeri her türlü idari ve adli taleplerin, münhasıran MKK'nın üyeleri tarafından yerine getirileceği belirtilmektedir. Ancak hükümde, ilgili kanunlar uyarınca elektronik ortamda tebligatı yapılan alacakların takip ve tahsiline ilişkin hükümler saklı tutulmuştur¹. Buradan anlaşılması gereken, kaydi borçlanma araçlarının haczi işlemini MKK üyesi kuruluşlar kaydi sistemdeki hesaplara geçirmelidir. Haciz bildirimi kendisine yapılsa dahi, MKK'nın haciz işlemini kayıtlara kendisinin geçirmesi mümkün değildir². Ancak istisnai bazı durumlarda MKK buna yetkilidir³. Kaydileştirme Tebliği de bu hükme paralel biçimde, üyelerin kendilerine

¹ Doktrinde bu nedenle hükümdeki “münhasıran” ifadesinin uygun olmadığı, zira hükmün devamından, istisnai bazı durumlarda MKK'nın da kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin haczi kayıtlara geçirebileceğinin anlaşıldığı ifade edilmekte, yapılması gerekenin “münhasıran” ifadesi yerine “kural olarak” ifadesinin kullanılması ya da “münhasıran” ifadesinin tamamen metinden çıkarılması gerektiği ileri sürülmüştür (bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.355, dn.618).

² 6111 syl. Kanun ile eSerPK.10/A hükmüne eklenen 5. fıkra ile birlikte, haciz işleminin münhasıran MKK üyelerince hesaplara geçirilmesi esası benimsendi. Oysa Seri: IV/28 syl. Kaydileştirme Tebliği; “adli veya idari merciler tarafından, haciz ve tedbir taleplerinin doğrudan MKK'ya da bildirilmesi halinde ise, MKK hesabı hareketsizleştirir ve nihai işlem tesisine esas hak sahipliği durumunu teyit için ilgili üyeye bildirimde bulunur. İlgili üyeden teyit alınmasını müteakip teyit doğrultusunda işlem tesis edebilir. Şu kadar ki, MKK tarafından üyeye iletilen teyit talebinin, izleyen iş günü saat 12:00'ye kadar üye tarafından MKK'ya bildirilmemesi durumunda MKK kendi kayıtlarında görünen kıymetler üzerinde işlem tesis eder” hükmünü içeriyordu (m.22/IV). eSerPK'da yapılan bu değişiklikle birlikte, kanun ve tebliğ hükümleri arasında uyumsuzluk söz konusu oldu ve anılan kanun hükmü tebliğ'in MKK'ya yetki veren ilgili maddesini bertaraf etti. Şu anki SerPK ve Kaydileştirme Tebliği hükümleri bakımından da aynı durum devam etmektedir. Uygulamada ise MKK bu hükmü haciz bildiriminin dahi kendisine yapılamayacağı şeklinde yorumlamaktadır. Oysa SerPK.13/VII hükmünden böyle bir anlam çıkarılamaz (Aynı yönde bkz. Ünal, Kaydileştirilme, s.356, dn.619).

³ MKK bu çerçevede Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından gönderilen e-haciz bildirimlerinin yerine getirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemiştir. Buna göre, Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından, haciz taleplerinin elektronik ortamda MKK'ya bildirilmesi halinde, MKK tarafından borçlu yatırımcı hesabı hareketsizleştirilerek “MKK'da işlem yapamaz” hale getirilir. Hesabın hareketsizleştirildiği anda, ilgili üyeye, MKK'daki kayıtlar ile kendi kayıtları arasında mutabakat sağlayabilmelerini teminen Merkezi Kaydi Sistem (MKS) aracılığıyla bildirimde bulunulur. Üye, en geç kendisine MKK tarafından MKS sistemi aracılığıyla yapılan bildirimi izleyen iş günü saat 12.00' a kadar MKS aracılığıyla MKK' ya mutabık olduğunu veya olmadığını bildirir. Üyenin mutabık olduğunu MKS aracılığıyla bildirmesi veya en geç kendisine MKK tarafından MKS sistemi aracılığıyla yapılan bildirimi izleyen iş günü saat 12.00' a kadar bildirimde bulunmaması hallerinde, borca yeter miktarda kıymet üzerine haciz uygulanır. Üye tarafından mutabık olunmadığı yönündeki bildirim ise, söz konusu hesabın MKK tarafından hareketsizleştirildiğinin bildirildiği günün ertesi günü saat 12:00'dan önce ancak MKS aracılığıyla yapılır.

Mutabık olmadığını MKS aracılığıyla MKK' ya bildiren üye, kendi kayıtları ile MKK kayıtları arasında gerçek hak sahipliğini yansıtacak şekilde güncellemeyi teminen hesabı resen kendisi

gelen her türlü haciz ve tedbir taleplerini karşılamak üzere, öncelikle MKK nezdindeki kayıtlarda gerekli değişiklikleri, MKK’ca belirlenecek elektronik işlem yöntemlerine uygun olarak yapmakla yükümlü olduklarını düzenlemiştir (m.26/II).

Kaydi borçlanma araçlarının haczi işlemini, kayıt değişikliği yapmak suretiyle MKK hesaplarına geçirecek üye kuruluşlar, aracı kurumlar ve bankalardan oluşan yatırım kuruluşlarıdır (SerPK.43). Zira kaydi borçlanma araçlarına ilişkin haciz işlemlerinin geçirileceği hesap, yatırımcı hesabıdır. Kaydi sistemde, yatırım kuruluşu ile merkezi takas kuruluşu, yani Takasbank hesabı altında olmak üzere iki adet yatırımcı hesabı bulunmaktadır. Takasbank hesabı altındaki yatırımcı hesabı ile yatırım kuruluşu hesabı altında yer alan yatırımcı hesabı aynı bilgileri içerir. Ancak Takasbank hesabı altındaki yatırımcı hesabının amacı işlem yapılması değil, hak sahibi adına işlem yapmaya yetkili yatırım kuruluşlarının belirlenmesi ve kayıtların izlenmesidir. Bu nedenle Takasbank, ne haciz bildiriminin yapılacağı ne de haciz işlemini hesaplardaki kayıtlara işleyecek yetkili üyeler arasında yer almaz¹. Bir diğer MKK üyesi kuruluş olarak ihraççıların haciz işlemini kayıtlara geçirme yetkisi de bulunmamaktadır². Zira haciz işleminin kaydi sisteme işlenmesi, yatırımcı hesabı altında söz konusu işlem için bir haciz alt hesabı (HACZ)³ açılması suretiyle olur (Kaydileştirme Tebliği m.13). Fakat ihraççı hesabı altında sadece yatırım fonu katılma payları ve anonim şirket payları için açılmış katılımcı ve ortak hesapları bulunmaktadır (Kaydileştirme Tebliği m.7/II). Dolayısıyla ihraççıların haciz işlemini kayıtlara geçirme yetkisi, sadece kaydi katılma payları ve şirket paylarına ilişkin olup, borçlanma araçları bakımından sadece yatırım kuruluşları yetkili olacaktır⁴.

“normal işlem yapabilir” konumuna getirerek güncelleme işlemini yapar. Güncelleme en geç söz konusu hesabın MKK tarafından hareketsizleştirildiğinin bildirildiği günün ertesi günü saat 14:00’a kadar yapılabilir. Üyenin güncelleme işlemini tamamladığı anda hesap MKS tarafından hareketsiz hale getirilir. Güncelleme işlemi sonrasında hareketsiz hale gelen bu hesapta yeniden güncelleme yapılamaz. Hareketsiz hale getirilen bu hesaba yeni kıymet girişi olması durumunda ise bu kıymetlere ilişkin olarak üye ile bu düzenleme çerçevesinde mutabakat yapılır. Güncelleme işleminin, üye tarafından söz konusu hesabın MKK tarafından hareketsizleştirildiğinin bildirildiği günün ertesi günü saat 14.00’a kadar yapılmaması halinde MKK tarafından mevcut kayıtlar esas alınarak işlem yapılır (MKK, MKS İş ve Bilişim, s.89-90).

¹ Karş. Ünal, Kaydileştirilme, s.352-353.

² Topuz, s.238.

³ bkz. MKK, MKS İş ve Bilişim, s.14.

⁴ Karş. Ünal, Kaydileştirilme, s.352-354.

2. Haczin Hukuki Sonuçları

İcra müdürünün, haczedilen kaydi borçlanma araçlarının miktarı, haczin hangi gün ve saatte yapıldığı, araçların türü ve araçlar için takdir edilen kıymetlerin de yer aldığı bir haciz tutanağı düzenlemesi ve imzalaması ile haciz işlemi tamamlanmış olur (İİK.102). Yukarıda anlattığımız prosedür, gerçekleşen haciz işleminin MKK üyelerince kaydi sistemdeki hesaplara aktarılmasına ilişkindir. Zira SerPK.13/V hükmü uyarınca, kayden izlenen borçlanma araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi için MKK'ya bildirim yapılması esas olup, hakların sırası bakımından da MKK'ya yapılan bildirim tarihi dikkate alınır. Bu nedenle icra müdürü kaydi araçlara ilişkin haciz tutanağı düzenlemiş olsa da, eğer bu işlem MKK kayıtlarına geçirilmemişse üçüncü kişilere karşı etkili olmaz. Bunun anlamı, söz konusu işlemde haberdar olmayan iyiniyetli üçüncü kişilerin, araçlara ilişkin kaydi sistemde devir, rehin ya da intifa hakkı tesisi suretiyle edinecekleri haklar geçerli olacak ve alacaklı bu hak sahiplerine karşı haciz iddiasında bulunamayacaktır.

Haczin konulmuş olması icra takibini ilerletir ve alacaklıya satış isteme yetkisi gelir (İİK.106/I). Ancak haciz işlemi kaydi borçlanma araçlarını hak sahibi (malik) yatırımcıların malvarlığından çıkarmış olmaz. Yatırımcıların sadece haczedilen araçlar üzerinde tasarruf yetkileri sınırlanmış olur. Buna göre haciz borçlusu yatırımcılar, alacaklının onayı ve icra müdürünün izni olmaksızın hacizli kaydi araçlar üzerinde tasarrufta bulunamazlar¹. Alacaklı, hacizden sonra haczedilen araçların satılmasını isteyebilir (İİK.106) ve bu satış sonucu elde edilen paradan alacağını alır (İİK.138/II)². Buna göre haczedilen kaydi borçlanma araçları, takibin yapıldığı icra müdürlüğünün talebi üzerine borsada resmi müzayede ile satılır. Satışı söz konusu olan araçlar MKK tarafından haciz alt hesabından çıkarılarak satışı yapan üyenin hesabına aktarılır³.

¹ **Muşul**, s.484; **Kuru**, s.644-645.

² **Pekcanıtez/Atalay/Özekes**, s.129.

³ **Ünal**, Kaydileştirilme, s.360; **Topuz**, s.260-261.

E. TEMİNAT SÖZLEŞMESİ

1. Sözleşmenin Düzenlenme Amacı ve Görünüm Biçimleri

Hukukumuzda göre kredi verenin kredi alacağının korunması, bir borcun zamanında ve yerinde ödenmesi ve/veya bir işin gereği gibi ya da mevzuatta öngörüldüğü şekilde yapılmasını temine yarayan hukuki işlemlere “teminat” denilmektedir. Sermaye piyasası uygulamasında kredi işlemlerine güvence sağlamak için teminat tesis edilmeye çalışılan tüm durumlarda, taraflar teminatın TMK’nın taşınır rehni hükümleri uyarınca tüm üçüncü kişilere ve olası hukuki risklere karşı doğrudan koruma sağladığına ilişkin bir inanca sahip olmakta; ancak çoğu zaman taşınır rehni hükümlerinin getirdiği sıkı şartlar nedeniyle, tesis edilen teminat işlemi bir niza söz konusu olduğunda hukuki açıdan tartışmalara neden olmaktadır¹.

Bir sermaye piyasası aracı olarak borçlanma araçlarının teminat sözleşmelerine konu edilmesi uygulamada sıkça karşılaşılan bir durum olmasına rağmen, buna ilişkin özel bir düzenleme bulunmaması nedeniyle, genel hükümler ve özellikle TMK’nın taşınır rehni hükümleri uygulanmaktaydı. Ancak bu hükümler sermaye piyasalarının aradığı esneklik ve hıza cevap veremiyor, rehnin paraya çevrilmesi ise meşakkatli ve uzun bir süreci gerektiriyordu. İşte düzenleme ihtiyacının acil ve açık bir şekilde hissedildiği bu alanda, yeni SerPK ile detaylı hükümler getirilmiştir².

Finansal araçların teminat sözleşmelerine konu edilmesine ilişkin olarak, Özel Hukukun Birleştirilmesi Uluslararası Enstitüsü (International Institute for the Unification of Private Law/UNIDROIT) tarafından belirlenen bazı prensipler³ olduğu gibi, AB’de de konuya ilişkin bir Direktif bulunmaktadır⁴. Yeni SerPK’nın “sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmeleri” başlıklı 47. maddesi, büyük ölçüde söz konusu prensip ve düzenlemelerden yararlanılarak hazırlanmıştır. Bu bağlamda borçlanma araçlarının konu edildiği teminat sözleşmeleri de bu hükme tabidir.

¹ **Yayla**, Ümit, “Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Kaydi Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, Bankacılar Dergisi, S.71, 2009, s.108.

² **Çetin/Töremiş/Cantimur**, s.161.

³ bkz. UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Geneva, 9 October 2009, <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>, Erişim: 17.02.2015.

⁴ bkz. Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements, 27.06.2002 tarihli ve L 168/43 sayılı AB Resmi Gazetesi.

Anılan hüküm uyarınca, MKK nezdinde kayden izlenen borçlanma araçlarını konu olan teminat sözleşmeleri yazılı şekilde yapılır. Buradaki yazılı şekil bir geçerlilik şekli olarak kabul edilmelidir¹.

Kanunda teminat sözleşmelerinin iki türü düzenlenmiş olup, buna göre teminat sözleşmelerine konu borçlanma araçlarının mülkiyeti, sözleşmeye bağlı olarak teminat alana kanuni usullere göre devredilebileceği gibi, teminat verende de kalabilir. Sözleşmede bu konuda hüküm bulunmaması halinde ise, teminat konusu borçlanma araçlarının mülkiyeti teminat alana geçmemiş sayılır (SerPK.47/I). Mülkiyetin teminat alana devredildiği teminat sözleşmelerinde; teminat alan, teminat sözleşmesinin kurulduğu anda teminat konusu borçlanma araçlarının mülkiyet hakkına, kanuni usullere uyarak devri sonucu sahip olur. Teminat sözleşmesinin sona ermesi ile teminat alan, teminat konusu borçlanma araçlarının veya eş değerinin mülkiyetini teminat verene iade eder (SerPK.47/II). Bu tür teminat sözleşmelerinde teminat alan, teminat konusu borçlanma araçlarının mülkiyetine sahip olacağı için, mülkiyet hakkı çerçevesinde söz konusu araçları dilediği gibi kullanabilecektir².

Mülkiyetin teminat verende kaldığı teminat sözleşmelerinde; teminat konusu borçlanma aracının satışı da dahil olmak üzere ne kapsamda kullanılabileceği hususunda taraflar aralarında anlaşırlar. Teminat sözleşmesinin sona ermesi ile teminat alan, teminat konusu borçlanma araçlarını veya bu araçları kullanmış ise eş değerini teminat verene iade eder (SerPK.47/III). Aksine sözleşme hükmü yoksa, teminat alan teminat konusu borçlanma araçları üzerinde tasarruf yetkisine sahip değildir.

2. Sözleşmenin Hukuki Sonuçları

SerPK’da kaydi borçlanma araçlarının konusunu oluşturabileceği teminat sözleşmesinin hukuki sonuçları, yine AB müktesebatı uyum projesi (EU twinning project) çerçevesinde SerPK.47/IV ve V hükümlerinde düzenlenmiştir. Bu hükümlerde, kaydi aracın maliki ve teminat sözleşmesi borçlusunun temerrüdü halinde, teminat alacaklısının önceden karşılaştığı hukuki sıkıntıları bertaraf edecek nitelikte yeni ilkeler benimsenmiştir.

¹ Çetin/Töremiş/Cantimur, s.162.

² Çetin/Töremiş/Cantimur, s.162.

Buna göre, temerrüt halinde ya da kanun veya sözleşme hükümlerinde öngörülen sebeplerle, teminattan alacağın karşılanması söz konusu olduğunda; herhangi bir ihbar veya ihtarda bulunma, süre verme, adli veya idari merciden izin ya da onay alma, teminatın açık artırma ya da başka bir yol ile nakde çevrilmesi gibi herhangi bir ön şartı yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın; mülkiyetin teminat alana devredildiği sözleşmelerde, teminat alan, teminat konusu borçlanma araçlarını, sözleşmede aksinin öngörülmemesi kaydıyla, bunlar borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda kote ise bu piyasalardaki değerlerinden aşağı olmamak üzere, satarak satım bedelinden alacağını karşılama veya bu araçların değerini borçlunun yükümlülüklerinden mahsup etme hakkına sahiptir (SerPK.47/IV, a).

Mülkiyetin teminat verende kaldığı teminat sözleşmelerinde, teminat alan, teminat konusu borçlanma araçlarını, bunlar borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda kote ise bu piyasalardaki değerlerinden aşağı olmamak üzere, satarak satım bedelinden alacağını karşılama veya bu araçları mülkiyetine geçirerek değerini borçlunun yükümlülüklerinden mahsup etme hakkına sahiptir. Teminat alanın bu şekilde teminat konusu borçlanma araçlarını mülkiyetine geçirebilmesi için, taraflar arasındaki teminat sözleşmesinde, bu hakkın kullanılabileceğinin ve borçlanma aracı borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda kote değil ise değerlemenin ne şekilde yapılacağına açıkça öngörülmüş olması gerekmektedir (SerPK.47/IV, b).

Her iki durumda da, temerrüt halinde doğan hakların kullanılmasında, borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalara kote olan teminat konusu borçlanma araçları bakımından, vade tarihindeki en yüksek değer esas alınır. Teminat alanın haklarını kullanması ile alacağını karşıladıktan sonra arta kalan değer teminat verene iade edilir (SerPK.47/IV, c).

Kanunda teminat konusunun, teminat alanın veya verenin malvarlığına yönelik işlemlerden etkilenmemesi amacıyla da önemli bir düzenleme getirilerek, teminata ilişkin bir güvence oluşturulmuştur¹. Buna göre, teminat alan ya da veren hakkında, adli veya idari makamlarca malvarlığının yeniden yapılandırılması veya benzer mahiyette bir karar ya da tasfiye kararı verilmesi halinde, teminat olarak verilen borçlanma

¹ Çetin/Töremiş/Cantimur, s.164.

araçları ile teminat alan ve verenin hakları, bu karardan etkilenmez ve ilgili yeniden yapılandırma veya tasfiye makamına karşı da geçerli olur. Bu hüküm, anılan nitelikteki kararların verilmesinden sonra aynı gün gerçekleşen işlemler bakımından da teminatın söz konusu karardan önce verilmiş ve teminat alanın iyiniyetli olması kaydıyla geçerlidir (SerPK.47/V).

Yukarıda aktarmaya çalıştığımız ve kaydi borçlanma araçlarının konusunu oluşturabileceği teminat sözleşmelerinde alacaklı yararına benimsenen yeni prensiplerin, bu araçların maliki borçlanma aracı yatırımcılarının menfaati açısından etkisi olmadığı düşünülebilir. Zira esasında anılan düzenlemeler, yatırımcıların boçlusu olduğu kredi sözleşmesi alacaklılarının mağduriyetini gidermeye yöneliktir. Şöyle ki, SerPK.47 hükmü öncesinde, kredi sözleşmesi için kaydi borçlanma aracını teminat olarak gösteren yatırımcıdan alacaklı olan üçüncü kişiler/kurumlar, İİK ve 6183 syl. Kanun hükümleri uyarınca teminata konu aracı haczedebiliyordu. Bu durumda teminatı elinde bulunduran açısından çeşitli hukuki sıkıntılar gündeme geliyordu. Zira araçlar üzerinde ancak icra/tahsil dairelerince tasarruf edilebiliyor ve teminatı elinde bulunduran kredi veren açısından bu teminatı nakde çevirmek uzun ve yorucu bir hukuki prosedürü gerektiriyordu. Teminat sahibi ancak İİK.145-153 hükümleri uyarınca rehnin paraya çevrilmesi yoluyla takip yapmak suretiyle kıymeti nakde çevirebiliyordu. Kredi işlemlerinin sıklığı ve hukuki prosedürün karışıklığı dikkate alındığında, bu durum kredi verenler açısından olumsuz bir etki yaratıyordu¹.

Bunun yanında, teminat veren kaydi borçlanma aracı yatırımcısının iflası halinde, teminata konu araçlar İİK.184-186 uyarınca iflas masasına dahil oluyordu. Teminat alan iflas sırasına öncelikli alacaklı olarak kaydedilmekle birlikte, iflas tasfiyesinin uzun yıllar sürmesi, teminat alanın alacağını gecikmeksizin almasına engel oluyordu². İşte SerPK.47 ile benimsenen mülkiyeti geçiren teminat sözleşmesi sistemi ile tüm bu sorunların aşılması hedeflenmektedir. Böylece teminat konusu kaydi aracın mülkiyeti teminat alana geçeceğinden, haciz, tedbir, iflas, tedrici tasfiye kararlarından

¹ **Yayla**, s.109.

² **Yayla**, s.110.

kaynaklanan ve rehlin paraya çevrilmesine ilişkin yasal takip sürecinin uzunluğundan kaynaklanan sorunlar artık yaşanmayacaktır¹.

Bu sorunların yaşanmayacak olması, kaydi borçlanma araçlarının teminat konusu edildiği kredi sözleşmeleri bakımından, kredi kurumlarının eskiden olduğu gibi isteksiz ve çekimser bir tutum takınmalarını önleyecektir, kanaatindeyiz. Dolayısıyla kaydi bir borçlanma aracına sahip olmak, özellikle kurumsal yatırımcılar bakımından daha büyük yatırımları finanse edebilmek için alacağı krediler için pürüz yaşamadan teminat gösterebileceği önemli bir kıymet olarak görülecektir. Böyle bir döngü, borçlanma aracı piyasasının büyümesine, ekonomik gelişmeye ve nihayetinde ülke kalkınmasına hizmet edecektir.

¹ **Yayla**, s.111.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISI İLE İHRAÇÇI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİ, BU İLİŞKİDEN DOĞAN HAK VE BORÇLAR

§7. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISI İLE İHRAÇÇI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİ

I. BONO VE TAHVİL YATIRIMCISI İLE İHRAÇÇI ARASINDAKİ TEMEL HUKUKİ İLİŞKİNİN NİTELİĞİ

Borçlanma araçları, dışardan sermaye, diğer bir ifadeyle fon temini amacıyla ihraç edilmektedir. Örneğin en yaygın ve bilinen borçlanma aracı türü olan tahvillere baktığımızda, Türkiye’deki uygulamaya göre anonim ortaklıklar, ortak sayılarını ve sermayelerini artırmadan piyasaya başvurarak borçlanmakta ve karşılığında piyasada dolaşım yeteneği olan tahvil ihraç etmektedirler. Dolayısıyla bir tahvile yatırım yapıldığında, esasında ödünç para verilmektedir. Karşılığında ise, anapara ve belirli bir oranda getiri (faiz) elde edilmektedir. Tahvil hamilinin şirkete kullandırdığı sermaye yabancı sermayedir ve tahvil hamili tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Bu bakış açısıyla tahvil bir tür finansman aracıdır¹.

Halka arz edilen tahvillerin tasarruf sahiplerince ihraç fiyatları üzerinden alınması işlemi, doktrinde *Tunçomağ*² tarafından satım sözleşmesi, diğer bazı yazarlar³ tarafından ise ödünç sözleşmesi olarak nitelendirilmektedir. Satım görüşünü savunanlara göre burada bir kıymetli evrak alım satımı, ödünç sözleşmesi görüşünü savunanlara göre ise, kıymetli evrakta bulunan bir ödünç alacağına sahip olmak durumu söz konusudur. Bu konuda bizim de katıldığımız görüşe göre⁴, tahvillerin halka arzının iki yönü bulunduğu kabul edilmelidir. Zira bir yandan SerPK’da “sermaye piyasası araçlarının satışı” kenar başlığını taşıyan m.12’de açıkça ifade edildiği üzere, bir

¹ **Babuşcu/Hazar**, s.31-32. Aynı yönde bkz. **Samuncu**, s.31-32.

² **Tunçomağ**, Kenan, Türk Borçlar Hukuku, C.II, Özel Borç İlişkileri, 3. B., İstanbul, 1977, s.308.

³ **Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar, 2010, s.628-629, N.1256a, 1261; **Feyzioğlu**, Feyzi Necmeddin, Borçlar Hukuku, İkinci Kısım, Akdin Muhtelif Nevileri (Özel Borç İlişkileri), C.I, 4. B., İstanbul, 1980, s.565; **Bilge**, Necip, Borçlar Hukuku Özel Borç Münasebetleri, Ankara, 1971, s.168.

⁴ **Tandoğan**, Haluk, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C.I/2, 4. B., İstanbul, 2008, s.341.

menkul kıymet satışı karşısında bulunmaktadır; diğer yandan satışa çıkarılan menkul kıymetlerde kendisini gösteren hak, ödünç vermeden doğan bir alacak hakkıdır.

Bonolar tahvillere oranla daha kısa vadeli borçlanma araçları olmakla birlikte, yukarıda tahvillere ilişkin söylediğimiz hususlar bonolar için de geçerlidir. Dolayısıyla banka bonoları, finansman bonoları ve kıymetli maden bonolarının halka arzı işlemi bir yandan menkul kıymet satışı niteliğinde olmakla birlikte, esasında bonolara yatırım yapan tasarruf sahibi açısından bir ödünç alacağı hakkı doğurmaktadır. Bu bağlamda bono yatırımcısı ile ihraççı arasındaki temel hukuki ilişkinin, bir tüketim öduncü sözleşmesine dayandığı kabul edilmelidir (TBK.386).

Söz konusu finansal aracın adı veya ticari ödünçten farklı hükümlere bağlanması, ödünç sözleşmesinin birçok noktada anılan menkul kıymetlere uymaması veya hukuk dogmatüğinden bazen değışik olumsuz sonuçlar çıkabileceğı düşüncesi bu temeli değıştirmez. Anılan menkul kıymetlere yatırım yapan hak sahipleri, ödünç veren ve dolayısıyla alacaklı, ihraççılar ise ödünç alan ve dolayısıyla borçlu sıfatına sahiptir. Bir adet tahvil ya da bono, bütünlük gösteren bir tertibe ait ihraç borcunun bir parçasını oluşturur¹. Her bir yatırımcı da bedelini ödeyip anılan menkul kıymeti satın alınca, ihraççı kuruluşa, yani anonim ortaklık, banka ya da (kıymetli maden) aracı kurumuna ödünç vermekte ve söz konusu kuruluşların alacaklısı olmaktadır. Dolayısıyla bu anlamda bono ve tahviller, bir açıdan borçlanma aracı, başka bir açıdan ise para alacağı hakkı içeren bir yatırım aracıdır. Ayrıca anılan menkul kıymetler vasıtasıyla ihraç borcunun parçalara bölünmesi, büyük rakamlara ulaşabilen ödünç miktarlarının kolayca bulunmasını mümkün kılar².

Yukarıdaki açıklamalarımız, bir bono ya da tahvil yatırımcısı ile ihraççı kuruluş arasındaki hukuki ilişkinin temelının bir tüketim öduncü sözleşmesine dayandığını tereddütsüz olarak ortaya koymaktadır. Bilindiğı üzere tüketim öduncü sözleşmesi, TBK.386 hükmüne göre; ödünç verenin bir miktar parayı ya da tüketilebilen

¹ Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, s.629, N.1259.

² Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, s.629, N.1259.

bir şeyi ödünç alana devretmeyi üstlendiği bir sözleşmedir¹. Bono ya da tahvil yatırımı işleminin temelinde de bir tüketim öduncü sözleşmesi vardır ve ödünç konusunu bir miktar para oluşturmaktadır. Ödünç alan konumundaki ihraççı kuruluş ödünç konusunu tüketme yetkisine sahip bulunduğundan, mülkiyet veya hak sahipliğinin devri ile birlikte, aslında burada bir değer kullanımının ödünç alana bırakılması söz konusudur². Ayrıca anılan yatırım işlemlerinin hukuki temelini oluşturan tüketim öduncü sözleşmesi, ticari nitelikte bir sözleşmedir. Zira buradaki tüketim öduncü sözleşmesinin ödünç alan tarafını oluşturan, bir anonim ortaklık, banka, aracı kurum ya da yatırım ortaklığı, yani bir tüzel kişi tacirdir ve söz konusu ihraçları da geçici fon talebini karşılamak amacıyla gerçekleştirmektedir. Gerek TTK.3'teki bir ticari işletmeyi ilgilendirme şeklinde ifade edebileceğimiz ticari iş kriteri ve gerekse TTK.19'daki ticari iş karinesinden hareketle söyleyebileceğimiz, bir tüzel kişi tacirin adi iş sahasının olamaması; ayrıca bireysel yatırımcı için ticari nitelikte sayılmasa dahi, arada sözleşme bulunması nedeniyle onun için de –yayma kriteri dolayısıyla– ticari iş sayılması gerekliliği karşısında (TTK.19/II), bono ya da tahvil yatırımı işlemi ve nihayetinde bu işlemin temelini oluşturan tüketim öduncü sözleşmesi, ticari bir tüketim öduncü sözleşmesidir. Bu sözleşme, tüketim öduncü sözleşmelerinin kural olarak eksik iki taraflı olma³ niteliğinin aksine, tam iki tarafa borç yükleyen ivazlı bir sözleşmedir⁴. Zira TBK.387/II hükmü uyarınca, ticari tüketim öduncü sözleşmesinde, taraflarca kararlaştırılmamış olsa bile faiz istenebilir. Burada kanun hükmü gereği ödünç verilen para için faiz ödenmesi zorunlu olduğundan, ticari tüketim öduncü sözleşmesi ve dolayısıyla tahvil yahut bono yatırımı işlemi daima ivazlı bir işlemdir.

¹ **Gümüş**, Mustafa Alper, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C.I, 3. B., İstanbul, (Eylül) 2013, s.365; **Yavuz**, Cevdet, Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 9. B., İstanbul, (Ocak) 2014, s.334; **Akıntürk**, Turgut/ **Karaman**, Derya Ateş, Borçlar Hukuku, 19. B., İstanbul, (Eylül) 2012, s.283.

² Bu yönüyle tüketim öduncü sözleşmesi bir kredi işlemine benzer. Buna göre ödünç veren, bir misli mal veya paranın değerinin kullanımının ödünç alana bırakılması ile gerçekleşen bir kredi verme ya da diğer bir ifadeyle, belirli bir satın alma gücünün kullanımının belirli bir süreyle ödünç alana bırakılması faaliyetinde bulunmaktadır (**Gümüş**, C.I, s.366).

³ Tüketim öduncü sözleşmeleri kural olarak eksik iki tarafa borç yükleyen sözleşmelerdendir. Çünkü bu sözleşmeyle ödünç veren, sözleşmenin kurulmasıyla birlikte ödünç konusunun mülkiyetini geçirme ve teslim borcu altındadır. Buna karşılık ödünç alanın ödünç konusunu geri verme borcu, ödünç konusunu teslim alıp mülkiyetini kazandıktan sonra ortaya çıkar. Böylece tüketim öduncü sözleşmesinde tarafların borçları bir karşılıklılık içinde olmamaktadır (**Yavuz**, Özel Hükümler, s.335).

⁴ Doktrindeki genel kabule göre, ivazlı tüketim öduncü sözleşmesi tam iki tarafa borç yükleyen sözleşme, ivazsız tüketim öduncü sözleşmesi ise eksik iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliğindedir (**Gümüş**, s.366, dn.1602'de anılan yazarlar).

Burada belirtmemiz gereken bir husus da şudur: Eğer ödünç veren tarafında yer alan bir kurumsal yatırımcı değil de bir gerçek kişi (bireysel) yatırımcı ve yasal danışmanlık altında ise, tahvil ya da bono yatırımı işlemini gerçekleştirebilmesi ve dolayısıyla ihraççı kuruluşa ödünç verebilmesi için yasal danışmanın rızası şarttır (TMK.429/I, b.5). Aynı şekilde söz konusu bireysel yatırımcı gerçek kişi vesayet altında bulunan bir kısıtlı ise, bu durumda da anılan yatırım işlemi ve temelini oluşturan tüketim ödünç sözleşmesinin geçerliliği, vasinin rızası ve buna ilaveten vesayet makamının iznine bağlıdır (TMK.462, b.4).

II. PDT VE DET YATIRIMCISI İLE İHRAÇCI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİNİN NİTELİĞİ

Yukarıda değindiğimiz üzere¹ PDT ve DET'ler, tahvil sahibine, faiz ve anaparanın geri alınması hakkına ilaveten, anaparanın geri alınması yerine tahvilini paya dönüştürebileceğine dair bir değiştirme (opsiyon) hakkı tanımaktadır. Değiştirme hakkının hukuki niteliği konusunda doktrinde seçimlik borç², alacaklının yedek edim yetkisi³ ve yenilik doğurucu hak¹ görüşleri ileri sürülmüştür. PDT ve DET sahipleri, pay

¹ bkz. Birinci Bölüm, §2, II ve III.

² Borcun konusunu birden fazla edim oluştuyorsa ve borçlu bu edimler arasında yapılacak seçim sonucunda, bunlardan yalnız birini yerine getirmekle yükümlü olacaksa seçimlik borçtan söz edilir (**Tekinay**, Selahattin Sulhi/ **Akman**, Sermet/ **Burcuoğlu**, Haluk/ **Altop**, Atilla, **Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7. B., İstanbul, 1993, s.811; **Oğuzman**, M. Kemal/ **Öz**, M.Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.I, 12. B., İstanbul, (Eylül) 2014, s.291; **Eren**, Fikret, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 15. B., Ankara, 2013, s.112-113; 962; **Antalya**, Gökhan, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.I, 2. B., İstanbul, (Nisan), 2013, s.43). ERDEM'e göre değiştirme hakkının hukuki niteliğine seçimlik borç görüşü uygun düşmektedir. Değiştirme anında tahvil sahibi seçim hakkını kullanabilir. Eğer bu anda pay alma yönünde bir tercihte bulunursa şirkete ortak olacaktır. Fakat değiştirme zamanında bu hakkını kullanmazsa zımnen seçim hakkını kullanmış olacak ve vadede ana para ile faizleri talep edebilecektir (**Erdem**, **Değiştirilebilir Tahviller**, s.709). **TEKİNALP**'e göre ise seçimlik borç görüşü değiştirme hakkının özelliklerine uygun değildir. Çünkü seçimlik borçta, edimlerden biri başlangıçta borçlanılmamıştır. Oysa PDT ve DET'lerde edimlerden biri başlangıçta belirlenmiş, hatta borçlanılmıştır (**Tekinalp**, **Esaslar**, s.64-65).

³ Yedek edim yetkisi, borçlunun asıl edimin yerine başka bir edimi ifa ederek borçtan kurtulma yetkisini ifade eder. Fakat bu husus birden fazla edimin borçlanılmış olmasını kapsamamaktadır. Yedek edim yetkisinin bulunması halinde alacaklı borçluyu seçime zorlayamaz. Alacaklının istemi asıl edime ilişkindir ve seçimlik nitelikte değildir (**Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop**, s.817-818; **Oğuzman/Öz**, s.292). Doktrinde bir görüş, değiştirilebilir (PDT ve DET) tahvil sahiplerinin değiştirme yoluyla ortaklığın paylarını edinme imkanını, hukuken alacaklının ikame yetkisi olarak değerlendirmektedir (**Tekinalp**, **Esaslar**, s.65, dn.45). Bu görüş yedek edim yetkisini alacaklıya vermektedir. Oysa yedek edim yetkisi kural olarak borçluya aittir. Asıl borcun imkansızlıkla sona ermesi halinde, seçimlik borçta ifa yükümü, halen mümkün olan diğer edime geçer. Yedek edim yetkisi görüşüne göre ise, bu halde diğer edim de ortadan kalkacaktır. Bu nedenle bu görüş, anılan tahvillerdeki değiştirme hakkına uygun değildir (**Erdem**, **Değiştirilebilir Tahviller**, s.709).

elde etmeye ilişkin beklentinin hamili olmaları ve ayrıca tek taraflı irade açıklamalarıyla borçlu konumundaki ihraççının ödeme yükümlülüğünde değişiklik meydana getirmeleri sebebiyle; kanaatimizce, değiştirme hakkının hukuki niteliğine en çok uygun düşen, yenilik doğurucu hak görüşüdür. Fakat bu görüşün tek başına yeterli olduğunu düşünmüyor, burada aynı zamanda söz konusu hakkın bir takas hakkı niteliğinde olduğunun da göz ardı edilmemesi gerektiğine inanıyoruz². Zira anılan nitelikteki tahvillerin paya dönüştürülmesi veya payla değiştirilmesi, şirketin sermaye payının ödenmesini talep hakkı ile tahvil sahiplerinin alacakları arasında takas yapılması sonucunu doğurur. Tahvil sahiplerinin iradelerini açıklamalarıyla anonim ortaklığın pay tahsis etme yükümü doğmakta, değiştirme/dönüştürme isteğinde bulunan şahıs da sermaye payını ödeme yükümü altına girmektedir. Anonim ortaklıklarda şartlı sermaye artırımına ilişkin TTK.463/II hükmünde sermaye borcunun takas suretiyle yerine getirilebileceğinin belirtilmesi de bu görüşü destekler niteliktedir³.

Yukarıda söylediklerimizden hareketle, PDT ve DET hamilleri ile ihraççılar arasındaki temel hukuki ilişkinin, başlangıçta tıpkı tahvil ve bono hamilleri ile ihraççılar arasında olduğu gibi bir tüketim öduncü sözleşmesi ve fakat tahvil hamillerinin değiştirme haklarını kullanmaları halinde, ödünç ve trampa sözleşmesi unsurlarını barındıran isimsiz (atipik)⁴ bir karma sözleşme¹ olduğunu ifade edebiliriz. Trampa

¹ Yenilik doğurucu hak görüşüne göre, değiştirme hakkı, ödeme yükümlülüğünün değiştirilmesi şeklinde tezahür eden yenilik doğurucu bir hak içermektedir. Zira değiştirilebilir (PDT veya DET) nitelikte bir tahvil iktisap eden kişi, bir tahvile sahip olmanın yanında, önceden belirlenmiş olan bir tarihte kullanabileceği değiştirici yenilik doğurucu bir hakka da sahip olmaktadır. Dolayısıyla değiştirme hakkı, tek taraflı ve varması gerekli bir irade beyanıyla kullanılan beklemeye ve yenilik doğurucu nitelikte bir haktır (**Kaya**, Mustafa İsmail, Şartlı Sermaye Artırımı, Ankara, 2009, s.46; **Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2005, s.727, N.1283; **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.58).

² Aynı yönde bkz. **Biçer**, Levent, Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 2010, s.166.

³ **Biçer**, s.166. Bilindiği üzere genel kurul, tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara, esas sözleşmede değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinme hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilir (TTK.463/I). PDT ve DET sahiplerinin de bu bağlamda tahvil hamili sıfatıyla şirket alacaklılarına dahil bir kesimi oluşturdukları ve yine hükümde sözü edilen değiştirme hakkına sahip oldukları kuşkusuzdur.

⁴ Hukukumuzda, yürürlükteki genel veya özel kanunlarla düzenlenmemiş sözleşmeler isimsiz ya da atipik sözleşmeler olarak adlandırılmaktadır. Borçlar hukukunun dayandığı temel ilkelerden biri olan sözleşme özgürlüğü ilkesi gereğince, hukuk düzeninin sınırları içinde kalmak şartıyla, taraflar diledikleri tip ve içerikte sözleşme yapma serbestisine sahiptirler. İşte bu serbesti dolayısıyla isimsiz sözleşmeler ortaya çıkmaktadır. İsimli sözleşmeler, kanunda düzenlenmiş çeşitli sözleşmelere ait unsur ve koşullar bir araya getirilerek oluşturulabileceği gibi, kanunda düzenlenmiş olan

sözleşmesi TBK.282’de mal değişim sözleşmesi olarak adlandırılmıştır². Bu sözleşme kanundaki düzenleme biçimi bakımından satımın bir çeşidi sayılmaktadır. Ancak burada mal para ile değil, başka bir mal ile değiştirilmektedir. Bu bağlamda DET ve PDT hamillerinin, değiştirme haklarını kullanmak istediklerine yönelik tek taraflı irade beyanlarının ihraççıya ulaşmasıyla, tahviller ile payların değişimine yönelik bir sözleşme ilişkisi ortaya çıkmakta, ancak tahvil hamillerinin değiştirme hakkını kullanmayarak anapara ve faiz talep etme hakları her daim baki olduğundan, ödünç ve mal değişim (trampa) sözleşmesi unsurlarının bir arada bulunduğu karma bir sözleşmeden bahsetmek gerekecektir.

III. VIDMK VE TEMİNATLI MENKUL KIYMET YATIRIMCILARI İLE İHRAÇÇILAR ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİNİN NİTELİĞİ

VIDMK’ler ve teminatlı menkul kıymetler, ihraç eden kuruluşun belirli sürelerde belli anapara ve faiz ödeme borcu yükümlendiği borçlanma araçları olduğundan, tahvil ve bono yatırımcıları ile ihraççıları arasındaki tüketim ödöncü ilişkisi, anılan menkul kıymet yatırımcıları ile ihraççıları arasında da söz konusudur. Dolayısıyla anılan borçlanma araçları ile ihraççılar arasındaki hukuki ilişki bakımından, yukarıda tüketim ödöncü sözleşmesine ilişkin açıklamalarımıza³ atıf yapmakla yetiniyoruz.

sözleşmelerin unsur ve koşullarına tamamen yabancı, yani kendine özgü unsur ve koşullardan oluşan sözleşmeler şeklinde de karşımıza çıkabilir. Bu çerçevede isimsiz sözleşmeler; kendisine özgü yapısı olan (*sui generis*), karma ve bileşik sözleşmeler olmak üzere üç gruba ayrılır (**Ruhi**, Ahmet Cemal, Sözleşmeler Hukuku, 2. B., Ankara, (Ağustos) 2013, s.82-83; **Gümüş**, C.I, s.5 vd.; **Zevkliler**, Aydın/**Ertaş**, Şeref/**Havutçu**, Ayşe/**Aydoğdu**, Murat/**Cumaloğlu**, Emine, Borçlar Hukuku Genel Hükümler ve Özel Borç İlişkileri Ana İlkeler, İzmir, 2. B., (Kasım) 2013, s.406.

¹ Karma sözleşmeler, kanunlarda düzenlenmiş çeşitli sözleşme tiplerine ait unsurların, kanunda öngörölmeyen biçimde bir araya getirilmesiyle oluşturulan sözleşmelerdir. Bu türdeki sözleşmeler, değişik sözleşme tiplerine özgü öğeleri içermekteyse de, kendileri, öğelerini taşıdıkları sözleşme tiplerinden bağımsız bir sözleşme niteliğini taşırlar (**Tandoğan**, Özel Borç, C. I/1, s.69; **Ruhi**, s.83; **Gümüş**, C.I, s.6-7; **Zevkliler/Ertaş/Havutçu/Aydoğdu/Cumaloğlu**, s.407).

² Mal değişim sözleşmesi, taraflardan birinin diğer tarafa bir veya birden çok şeyin zilyetlik ve mülkiyetini, diğer tarafın da karşı edim olarak başka bir veya birden çok şeyin zilyetlik ve mülkiyetini devretmeyi üstlendiği sözleşmedir (TBK.282).

³ bkz. Üçüncü Bölüm, §8, I.

IV. GAYRİMENKUL SERTİFİKASI YATIRIMCILARI İLE İHRAÇÇILARI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİNİN NİTELİĞİ

Gayrimenkul sertifikası ihracına dayanak olan temel ilişki, şüphesiz ihraççı ile sertifika satın alan kişi arasında akdedilen bir sözleşme ilişkisidir. Ancak gayrimenkul sertifikasında şart, cezai şart gibi müesseselerin kullanımı ve farklı sözleşme türlerine ait edimlerin seçimlik yetki ve seçimlik hak gibi değişik şekillerde birleştirilmesi sonucu karmaşık bir hukuki yapı oluşturulmuştur¹. Herşeyden önce gayrimenkul sertifikası temel ilişkisinin, rızai ve tam iki tarafa borç yükleyen ivazlı bir sözleşme olduğu nitelendirmesini yapmamız mümkündür. Sertifika temel ilişkisinde, borçlar hukukunun özel kısmında veya diğer özel kanunlarda düzenlenmiş olan tipik sözleşmelerden herhangi birinin unsurlarının tek başına bulunduğunu söylemek mümkün değildir. Dolayısıyla sertifikaların temelini oluşturan sözleşme, esaslı unsur haline getirilmiş birden fazla sözleşme tipine ait edimler ve bunların birbirleriyle ilişkileri bakımından karmaşık bir yapı gösterir².

Tebliğde gayrimenkul sertifikası ilişkisinde asli edim olarak gayrimenkul mülkiyetinin devredilmesi, tali edim olarak ise izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde gayrimenkulün satılarak satış tutarının sertifika sahiplerine paylarıyla orantılı olarak dağıtılması öngörülmüştür (VII-128.2/Teb.3/b ve p). Görüldüğü üzere sertifika ilişkisinde tali edim olarak belirlenen edim, asli edimin dahil olduğu devir ve ferağ borcu doğuran sözleşmelerden tamamen farklı bir sözleşme türüne aittir. Gayrimenkulün satılarak sertifika başına düşen gelirin paylaşılması, iş görme sözleşmelerinin kapsamına giren bir edimdir³. Tali edim olarak farklı bir sözleşme türüne ait edimin eklenmesi, borçlar hukukunda geçerli olan sözleşme özgürlüğü ilkesi nedeniyle mümkündür. Sertifika ilişkisinde ise tali edim taraf iradeleriyle değil, tebliğ hükmü gereği zorunlu olarak sözleşmeye dahil olmuştur. Bu şekilde birden çok akdin, belli bir şartın gerçekleşmesiyle, bunlardan sadece birinin

¹ Özcan, s.67-68.

² Özcan, s.74-76.

³ Özcan, s.75.

meydana gelebilecek şekilde sözleşmenin içeriğini oluşturması halinde, seçimlik bileşim sözleşmelerinin varlığından söz edilmek gerekir¹.

Sertifikadaki edimlerin teminat altına alınması amacıyla eklenen cezai şart² ve garanti yükümlülüğü³ de sözleşmenin niteliğini değiştirmez. Cezai şart, temel sözleşme ilişkisinin yanında ferî nitelikte bir yükümlülük olarak hukuki varlığını sürdürür. Garanti yükümlülüğü ise temel ilişkinin dışında, tarafları tamamen farklı olan bağımsız bir sözleşmedir. Sertifikanın vadesi dolup hamilin yenilik doğurucu hakkını kullanma anına kadar, gayrimenkul mülkiyetini devir vaadi ve belli bir projeyi⁴ gerçekleştirmeye yönelik bir sözleşme söz konusudur. Bu süre içinde ihraççının edimini tam olarak yerine getirmesi gerekir. Yerine getirmezse cezai şart olarak belirlenen edimler asıl edimin yerine geçer⁵.

V. KİRA SERTİFİKASI (SUKUK) YATIRIMCILARI VE İHRAÇÇILARI ARASINDAKİ HUKUKİ İLİŞKİNİN NİTELİĞİ

Kira sertifikaları, sadece nakit akışı hakkı içeren tahvillerden farklı bir yapıya sahip borçlanma araçlarıdır. Zira tahviller faiz içeren menkul kıymetler iken; sertifikalar, yatırımcısına faiz yerine finanse edildiği varlıktan elde edilen gelirden pay sağlamaktadır⁶. Bu nedenle kira sertifikası ihracının temelini, geleneksel borçlanma aracı türleri olan tahviller ve bonolarda olduğu gibi ödünç ilişkisi olarak nitelendirmemize olanak yoktur. Zira burada tahvil ve bono ihracında olduğu üzere,

¹ **Kuntalp**, Erden, Karışık Muhtevalı Akit, 2. B., Ankara, 2013, s.172; **Tunçomağ**, s.9. Seçimlik bileşim sözleşmelerinde, ilk başta taraflar arasındaki ilişkinin hangi sözleşme tipine ilişkin olduğu belli değildir. Hangi sözleşme türünün geçerli olacağı, belli bir olayın meydana gelip gelmemesine bağlanmıştır. Söz konusu olayın gerçekleşmesi bu türü kesin olarak belirleyecektir. Bu nedenle bu olay bir sözleşme için bozucu, diğeri için ise geciktirici şart niteliğindedir (**Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s.173).

² Cezai şart, edimlerin ilgili ifa süreleri içerisinde ve izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilememesi durumunda, ihraççı için edimlere ek olarak öngörülen yükümlülükleri ifade eder (VII-128.2/Teb.3/g).

³ İhraççı tarafından edimlerin izahnamede ve ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilmemesi halinde itfa bedelinin ve oluşabilecek cezai şartın yatırımcılara ödenmesinin bir banka tarafından garanti altına alınması zorunludur (VII-128.2/Teb.4/4-b).

⁴ Tebliğde gayrimenkul sertifikası ihracı ile finansmanı planlanan konut veya ticari alan projesi gayrimenkul projesi olarak ifade edilmiştir (VII-128.2/Teb.3/ı).

⁵ **Özcan**, s.77.

⁶ **Tok**, Ahmet, İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, (Haziran) 2009, s.13.

sadece finansman temini amacıyla tasarruf sahiplerinden bir süreliğine fon ödünç alınması ve karşılığında yatırımcılara ödünç alınan fonun faiziyle birlikte geri verilmesi şeklinde bir hukuki yapı bulunmamaktadır. Bunun nedeni yalnız sertifika yatırımcılarına faiz yerine gelirden pay verilmesi de değildir. Aynı zamanda kira sertifikalarının tüketim ödünçü ilişkisine dayalı borçlanma araçlarından farklı olarak, sadece ihraççının borcunu değil, dayanağını oluşturan varlıklar üzerinde doğrudan hak sahipliğini temsil eden sertifikalar olmasından da kaynaklanmaktadır¹.

Yukarıda bahsettiğimiz nedenlerden ötürü kira sertifikası yatırımcıları ile ihraççılar arasındaki hukuki ilişkide tek bir sözleşmeye ilişkin unsurlar bulunmaz. Zira sertifika yatırımcıları, bunların dayanağı olan varlıklar üzerinde tam tasarruf hakkına sahip olmakta ve bu varlıkların satılmasından oluşacak hasılatın yanında, bu varlıklardan elde edilen gelirlerden de pay alma hakkına sahip olmaktadır². İşte sertifika yatırımlarında, temeli tüketim ödünçü sözleşmesine dayalı diğer borçlanma araçlarından farklı olarak, yatırımcılara faiz yerine kira geliri veya kârdan pay verilmesi, burada sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinin³ bir unsuru bulunduğunu göstermektedir. Zira sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinin temel tipik unsuru, ödünç verenin, ödünç alanın bu parayla gerçekleştireceği ekonomik faaliyetten elde edeceği kârdan pay almasıdır. Kâr sağlanamaması halinde ise herhangi bir ödeme söz konusu olmaz⁴. Bu durum kira sertifikası yatırımı işlemini aynı zamanda koşula bağlı bir sözleşme temeline dayandırmamıza da vesile olur. Zira genellikle faiz vaadi içeren ve tüketim ödünçü temeline dayanan borçlanma araçlarında, ihraççının faiz ödeme borcu, girişimin kâr veya zarar etmesi gibi bir olaya bağlı değildir. Bunun anlamı ise, ödünç alan tarafın

¹ Aynı yönde bkz. **Tok**, s.13.

² **Tok**, s.14.

³ Sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi; ödünç verenin bir miktar paranın belirli amaçla kullanılmak üzere mülkiyetini ödünç alana devretmeyi, ödünç alanın da bu kullanımdan elde edeceği kârdan ödünç verene belli bir pay vermeyi ve sözleşmenin süresi sonunda aynı miktar parayı iade etmeyi yükümlendiği sözleşme, şeklinde tanımlanmıştır. Bu sözleşme esasında ödünç sözleşmesinin bir türü olmakla birlikte, anılan sözleşmeye kendine özgü tipini kazandıran unsur, ödünç alanın faiz yerine kârdan pay vermeyi ivaz olarak yükümlenmesidir (**Kuntalp**, Erden, Sonuca Katılmalı Ödünç Sözleşmesi, Ankara, 1980, s.8). Geleneksel yapıdaki borçlanma aracı yatırımcıları, yatırım yaptıkları araçtan elde edilen finansmanın ne için kullanılacağına çok dikkat etmezken, sukuk yatırımcıları yatırımlarının ne için kullanılacağını bilmek istemektedirler (**Tok**, s.14). Az evvel sonuca katılmalı ödünç sözleşmesini tanımlarken, ödünç verenin bir miktar paranın kullanımını “belirli amaçla” devrettiği hususuna vurgu yapmıştık. İşte sukuk yatırımı işlemindeki bu özellik de bizi sonuca katılmalı ödünç sözleşmesine götürmektedir. Sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinin amaç unsuru hakkında daha fazla bilgi için bkz. **Kuntalp**, Ödünç, s.8-9.

⁴ **Kuntalp**, Ödünç, s.9.

sözleşmede kararlaştırılan faizi, koşullar ne olursa olsun mutlaka ödemesi gerekeceğidir. Oysa sonuca katılmalı ödünç özelliğini gördüğümüz kira sertifikası ilişkisinde durum farklıdır. Çünkü ödünç veren konumundaki yatırımcının ödünç alan ihraççıya karşı bir talepte bulunabilmesi, herşeyden evvel girişimin kâr etmesi olgusuna bağlıdır. Bu durumda bu olgu gerçekleşmediği müddetçe ödünç veren yatırımcının da herhangi bir talebi söz konusu olamayacaktır. Bu bağlamda kısmen sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi temeline dayalı sertifika ihracı işlemi, koşula bağlı bir ilişki olarak ortaya çıkmaktadır. Burada sözleşmenin bizzat kendisinin değil, bundan doğan bir borcun koşula bağlandığını görmekteyiz¹.

Yukarıda sertifika ihracının temelinde yatan hukuki ilişkinin, kısmen sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi olduğunu ifade ettik. Zira anılan sözleşme, sertifika yatırımcıları ile ihraççıları arasındaki hukuki ilişkiyi açıklamaya tek başına yetmez. Çünkü nihayetinde bu sözleşme ödünç sözleşmesinin bir türüdür ve ödünç verenin kâr yanında zarara katlanması bu sözleşmeye yabancı bir unsurdur². Oysa kira sertifikası yatırımcıları, yani ihraççılara ödünç fon temininde bulunanlar bakımından zarara katılma söz konusu olmaktadır³. Bu yönüyle değerlendirdiğimizde, sertifika ihracının temelinde yatan hukuki ilişkide adi ortaklığa ilişkin bir unsura rastlamaktayız. Zira bilindiği üzere adi ortaklıkta ortaklar, aksi sözleşmede kararlaştırılmamışsa, ortaklığın zararına eşit olarak katılmakla yükümlüdürler (TBK.623/I)⁴. Sertifika yatırımcıları bakımından zarara katılma, dayanak varlıklar üzerinde sahip oldukları pay oranında gerçekleşmektedir⁵. Ayrıca bilindiği üzere adi ortaklığın tüzel kişiliği olmadığından, şirkete ortaklarca getirilen mallar, haklar ve alacaklar ortaklığın malı olmayıp tüm ortaklara aittir. Buna elbirliği mülkiyet veya eski deyimle iştirak halinde mülkiyet adı verilmektedir. Buna göre ortaklardan her biri, şirkete getirilen sermayenin tamamı

¹ Karş. **Kuntalp**, Ödünç, s.12.

² Azınlıkta kalan bir görüş, ödünç verenin istisnaen muhtemel zarara belli bir oranda katılabileceğini ileri sürmektedir (**Kuntalp**, Ödünç, s.15, dn.37).

³ **Aslan**, s.56.

⁴ Adi ortaklıkta ortaklar, ortaklığın yapmış olduğu işlemlerden meydana gelen zararları paylaşmak zorundadırlar. Ortakların zarara katılmaları adi ortaklıkta emredici bir kuraldır (**Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.48). Şirket sözleşmesinde ortaklardan yalnızca biri veya birkaçının kâra katılmasına, diğerlerinin ise kârdan hiçbir pay alamayacağına ilişkin bir hüküm yer alırsa, bu geçersizdir. Bu geçersizlik sebebiyle her bir ortak kendiliğinden kâra ve zarara eşit miktarda katılır (**Bilgili**, Fatih/ **Demirkapı**, Ertan, Şirketler Hukuku, 9. B., Bursa, 2013, s.34).

⁵ **Aslan**, s.56.

üzerinde hak sahibidir¹. Kira sertifikası ilişkisinde ise, yatırımcılar dayanak varlık olan mal, hizmet veya menfaat üzerinde müşterek mülkiyet payına sahiptirler². Sertifikalar oransal mülkiyeti temsil etmekte ve sertifika sahibi belli bir süre için belli bir varlıktan elde edilecek nakit akımından doğacak risk ve getiriye sahip olmaktadır³. Buradan anlayacağımız üzere, sertifika yatırımcıları da adi şirket ilişkisinde olduğu gibi zarara katılmakta ve fakat bu durum ihraççılar ile aralarındaki temel hukuki ilişkinin adi şirket olarak nitelendirilmesine yetmemektedir. Zira adi şirketten bahsedebilmek için öncelikle, iki veya daha fazla kişinin belirli ve ortak ekonomik bir amaçta birleşmelerini temel alan bir sözleşmenin bulunması gerekir⁴. Buna ilave olarak da ortakların bu müşterek amaç doğrultusunda birlikte çaba göstermeleri gerekir. Bu unsur Latince *affectio societatis* olarak ifade edilmektedir. Bu ilke ve unsur gereği, her ortak müşterek amacın gerçekleşmesi için birlikte çaba ve özen göstermelidir⁵.

Sertifika yatırımcılarını, yukarıda bahsettiğimiz anlamda, müşterek bir amaç için bir araya gelip bunun gerçekleşmesi için birlikte çaba harcayan adi şirket ortakları konumunda değerlendirmek mümkün değildir. Yatırımcılar da kuşkusuz adi şirket ortakları gibi ihraççının kâr elde etmesini istemekte ve beklemektedirler. Ancak burada adi şirkette olduğu gibi müşterek bir gayeye ulaşma hedefinden söz edilemez. Sertifika ihracının temelini oluşturan sözleşmede ihraççıların amacı fon temin etmek, yatırımcıların amacı ise paralarını faydalı biçimde işletmektir. Kâr elde edilmesi noktasında her iki taraf için bir menfaat birliğinden söz etmek mümkünse de, bu müşterek bir amacın varlığı anlamına gelmez. Ayrıca adi şirkette geçerli iştirak halinde mülkiyet rejimine karşın, sertifika yatırımcıları bakımından müşterek mülkiyetin geçerli olması da bu ilişkiyi adi şirket nitelendirmesi dışına çıkarır.

¹ **Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.64; **Bilgili/ Demirkapı**, s.28. Adi şirketin malvarlığı üzerindeki mülkiyet rejimi TBK.638/1 hükmünde: “Ortaklık için edinilen veya ortaklığa devredilen şeyler, alacaklar ve aynı haklar, ortaklık sözleşmesi çerçevesinde elbirliği halinde bütün ortaklara ait olur” şeklinde düzenlenmiştir. Elbirliği mülkiyeti şirketin kurulmasıyla ortaya çıkar ve bir defa oluştuktan sonra o topluluk tarafından daha sonra edinilen tüm malvarlığı değerleri bu rejime tabi olur. En az iki ortak bulunduğu müddetçe de, devam eden elbirliği mülkiyetinin giderilmesini ortakların talep etme hakkı yoktur. Ortadan kalkması ise şirketin sona ermesiyle değil, tasfiyesiyle birlikte söz konusu olacaktır (**Karahan/Akın**, Şirketler, s.62).

² **Aslan**, s.56.

³ **Tok**, s.14.

⁴ **Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.2; **Şener**, Oruç Hami, Adi Ortaklık, Ankara, 2008, s.8.

⁵ **Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.31; **Bilgili/Demirkapı**, s.25; **Barlas**, Nami, Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul, 2012, s.38 vd.; **Karahan/Akın**, Şirketler, s.41.

Zarara katılma unsuru nedeniyle adi şirket ve ödünç alınan fon karşılığında faiz yerine kâr payı verilmesi neticesinde sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi unsurlarını kısmen bünyesinde barındıran kira sertifikası ilişkisini, kendine özgü (*sui generis*) bir sözleşme temeline dayandırmak gerekir. Zira atipik (isimsiz) bir sözleşme temeline dayandığında tereddüt bulunmayan bu işlem, atipik sözleşmelerin tabi tutulduğu “karışık muhtevalı” ve “kendine özgü (*sui generis*)” sözleşme ikili ayrımında¹, kendine özgü (*sui generis*) sözleşmeye yakın durmaktadır². Ancak doktrinde, özellikle bir sözleşmenin içerdiği unsurların kısmen kanunda düzenlenmiş kısmen de düzenlenmemiş sözleşmelere ait olması halinde, bu sözleşmenin hem karışık muhtevalı hem de kendine özgü sözleşme gruplarına sokulabileceği de ifade edilmektedir³. Bizim de katıldığımız görüş uyarınca, kendine özgü sözleşme ve karışık muhtevalı sözleşme ayrımı bir kapsam belirleme sorunudur. Ancak karışık muhtevalı sözleşmenin en belirgin özelliği, unsurlarının kanunun öngördüğü sözleşmelere ait olmasıdır. Dolayısıyla “düzenlenmiş unsur” olarak adlandırabileceğimiz bu özellik bir sözleşmeyi karışık muhtevalı sözleşmelere, “düzenlenmemiş unsur”ların varlığı da kendine özgü (*sui generis*) sözleşmelere yakınlıştırır⁴. Sertifika ihracının hukuki temelinde bulunan sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi, esasında tüketim ödünç sözleşmesinin bir türü olmakla birlikte, kanunda düzenlenmiş tipik bir sözleşme değildir. Ayrıca adi şirkete ilişkin asli unsurlara da sertifika ihracının temelinde rastlayamamaktayız. Zarara katılma dışında, gerek mülkiyet rejimi ve gerekse ortak amaç unsurları bakımından bu sözleşme ile de örtüşmeyen sertifika ilişkisini, bu nedenle daha çok kanunda

¹ Atipik (isimsiz) sözleşmelerin içerdikleri unsurların kanunen düzenlenmiş tipik sözleşmelere ait olup olmamasına göre tabi tutuldukları “karışık muhtevalı” ve “kendine özgü (*sui generis*)” sözleşme ikili ayrımı hakkında daha fazla bilgi için bkz. **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s.13 vd.

² *Sui generis* sözleşmeler, kanunen düzenlenmiş sözleşmeler ile karışık muhtevalı sözleşmeler dışında kalan isimsiz sözleşmeler olup, özgün bir düzenlemeden yoksun bulunmaktadır. Bunlar, kendisi gibi isimsiz bir sözleşme grubu olan karışık muhtevalı sözleşmelere büyük ölçüde benzerler. Aralarındaki en önemli farklılık, karışık muhtevalı sözleşmelerin kanuni sözleşme tipleriyle olan bağlantısının, *sui generis* sözleşmelerde söz konusu olmamasıdır. Ancak bu sözleşmelerin de kanuni sözleşme tiplerine benzerlik göstermeleri, anılan sözleşme tipleri arasındaki sınırın kesin olmaması ve dolayısıyla değişik yoğunlukta tipler arası geçişlerin mümkün olması nedeniyle, imkan dahilindedir. Nitekim bu sözleşmelerin de kanuni sözleşme tiplerinden birine benzemesi söz konusu olabilmektedir. Bu da bu tiplere ilişkin kanun hükümlerinin *sui generis* sözleşmelere kıyasen uygulanabilmesi sonucuna yol açmakta, böylece karışık muhtevalı sözleşmede benimsenmiş olan kıyasen uygulama yöntemi *sui generis* sözleşmede de gündeme gelmekte, dolayısıyla her iki grup arasındaki farklılık da bu noktada ortadan kalkmaktadır (**Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s.291-292).

³ **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s.17, dn.75’te anılan yazarlar.

⁴ **Kuntalp**, Karışık Muhtevalı Akit, s.21.

düzenlenmemiş unsurların ağırlıkta olduğu kendine özgü (*sui generis*) bir sözleşme olarak nitelendirmeyi uygun buluyoruz.

§8. TARAFLARIN BORÇLARI

I. YATIRIMCININ BORÇLARI

A. MÜLKİYETİ NAKİL BORCU

Bir tüketim ödünçü sözleşmesinde ödünç verenin ilk asli yükümü (borcu), ödünç konusunun mülkiyetini ödünç alana devretmektir¹. Borçlanma aracı yatırımı işleminin temelinde, her zaman tahvil ve bonolarda olduğu gibi saf şekilde karşımıza çıkmasa da, (ticari) bir tüketim ödünçü sözleşmesi bulunmaktadır. Bu bağlamda ödünç veren taraf olarak yatırımcının amacı, ödünç alan ihraççı kuruluşa kullanabileceği bir sermaye sağlamaktır ve bu amaç ancak mülkiyetin ödünç alana geçmesiyle sağlanabilir. Ayrıca gerek yatırımcının ödünç olarak borçlandığı şeyin bir miktar para olması ve gerekse ödünç alan kuruluşun aynen geri verme yükümünün bulunmaması da mülkiyetin ödünç alana geçmesini gerektirir².

Bilindiği üzere, borçlanma aracı ihraç ve halka arz eden kuruluşun, buna ilişkin olarak izahname düzenleme, yayımlama ve ayrıca internet sitesinde de potansiyel yatırımcılara duyurma yükümlülükleri söz konusudur. Bu şekilde halka arz edilen araçları edinmek isteyen tüm yatırımcıların, izahnamede duyurulmuş olan halka arz

¹ Her ne kadar TBK.386'daki tanımında yer alan “parayı ya da tüketilebilen bir şeyi ödünç alana devretmeyi” ifadesi, sanki sadece zilyetliğin devrinin ödünç veren tarafından borçlanıldığı yönünde bir anlam taşısa da, burada borçlanılan gerçekte mülkiyetin veya hak sahipliğinin devridir. Nitekim eBK.306 hükmü açıkça ödünç verenin “mülkiyetin naklini” borçlandığını ifade etmekteydi (**Gümüş**, C.I, s.370).

² **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.299; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.336. Doktrinde tüketim ödünçü sözleşmelerinde mülkiyetin ödünç alana geçmesinin, sözleşmeye konu olan şeyin niteliğinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Zira tüketim ödünçünün konusu para veya diğer misli şeylerdir ki, bunların kullanılmaları ancak tüketilmeleriyle mümkün olabilir. Dolayısıyla ödünç alan bunları tüketecek, sözleşme sona erdiğinde de aynen değil, miktar ve cins itibarıyla eşit olmak üzere mislen geri verecektir. Ödünç alanın ödünç konusunu oluşturan şeyi tüketebilmesi ise, ancak onun bu şeyin mülkiyetine sahip olması halinde mümkündür. Bu nedenle tüketim ödünçü sözleşmelerinde ödünç verilen şeyin mülkiyeti ödünç alana, tabir caizse zorunlu olarak geçmektedir (**Akıntürk/Karaman**, s.288). Tüketim ödünçü sözleşmesinin yasal tanımında da “tüketilebilen bir şey” den bahsedilmesi yukarıdaki yorum tarzını haklı gösterse de, bizim kanaatimiz, tüketim ödünçü sözleşmesinin ödünç alana değer ya da sermaye kullanımı sağlama amacının mülkiyet ya da hak sahipliğinin devrini gerektirmesi ve fakat ödünç konusunun tüketilebilir olup olmamasının önem taşımadığı yolundadır. Bu nedenle TBK.386'daki tanımında yer alan “tüketilen bir şey” kavramı, –ister tüketilebilir ister tüketilemez olsun– “misli bir şey” olarak algılanmalıdır (**Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.298; **Gümüş**, C.I, s.365).

süresi içinde, belirtilen başvuru yerlerine müracaat ederek “talep formu” doldurmaları ve araçların bedellerini yatırımları gerekmektedir (II-5.2/Teb.5/V). Yatırımcıların ödünç konusu paraya ilişkin mülkiyeti devir borcunu, teslim ya da diğer zilyetliğin devri yollarından biriyle gerçekleştirmeleri mümkündür. Nitekim II-5.2 syl. Tebliğ uyarınca yatırımcılar, borçlanma aracı bedelini, nakit ödeme dışında, para piyasası fonları, kısa vadeli tahvil ve bono fonları, kamu borçlanma araçları, döviz, mevduat, yüksek likiditesi olan Kurul’ca uygun görülecek benzer varlıkların blokajı yoluyla da ödeyebilirler (m.5/VI). Dolayısıyla yatırımcı bu durumda teslim dışında diğer bir zilyetliğin devri (zilyetlik havalesi)¹ yoluyla bu borcunu yerine getirmiş olmaktadır. Ödünç veren yatırımcı, ödünç konusunu (parayı) teslim borcunu, yukarıda belirttiğimiz ödeme şekillerinden biriyle yerine getirmez ve ödünç alan ihraççı zarara uğrarsa, bu yüzden uğradığı zararlarının tazminini, uygun illiyet bağı bulunmak koşuluyla yatırımcıdan talep edebilir². Para ödünç verecek olan yatırımcı teslim borcunu zamanında³ yerine getirmediği takdirde ise, temerrüt faizi ödemek zorunda kalacaktır. Örneğin bir banka bonosu ihracında, bono yatırımı işleminin temelini oluşturan tüketim ödünç sözleşmesi, TTK.3 ve 19/II hükümlerinin birlikte yorumlanması neticesinde, banka ve yatırımcı bakımından ticari nitelikte bir işlemdir. Dolayısıyla yatırımcının ödemesi gerekli temerrüt faizi oranı, TTK.9’un yaptığı yollama ile 3095 syl. Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanun m.2/II’de düzenlenen ticari işlerdeki temerrüt faizi oranı olacaktır. Buna göre temerrüde düşen bono yatırımcısı, TCMB’nin önceki yılın 31 Aralık günü kısa vadeli avanslar için uyguladığı faiz oranı, 3095 syl. Kanun m.1/2 hükmünün verdiği yetkiye dayanarak Bakanlar Kurulu’nun belirlediği ve şu an için % 9 olan yasal anapara faizi oranından fazla ise, bu oran üzerinden bankaya temerrüt faizi ödemek durumundadır. Ayrıca söz konusu avans faiz oranı, 30 Haziran günü önceki yılın 31 Aralık günü uygulanan avans faiz oranından beş puan veya daha

¹ Bir kimsenin bir eşya üzerinde sahip olduğu vasıtalı zilyetliği, sözleşmeyle başkasına nakletmesine, zilyetlik havalesi denir.

² bkz. **Gümüş**, C.I, s.370-371.

³ Son dönemde uygulamada yoğun biçimde halka arz edilen tahvil ve bonolarda, yurt içi bireysel yatırımcıların talep anında yerine getirmeleri gereken teslim borcunu, yurt içi ve yurt dışı kurumsal yatırımcıların vade başlangıç tarihinde yerine getirmeleri gerekmektedir. Ancak ihraççılar bu tarihte bedellerin ödenmemesi ile ilgili riski üstlenirken, dağıtım listelerinin onaylanmasından sonra yatırımcıların almak istedikleri bono ve/veya tahvil bedellerini ödemekten imtina edemeyeceklerini belirtmektedirler ([http:// www.isbank.com.tr/ TR/bireysel/ yatirim-urunleri/](http://www.isbank.com.tr/TR/bireysel/yatirim-urunleri/) duyurular/ Documents/ ekim 2014/ SPAN.pdf; [http:// www.garanti.com.tr /tr/ garanti_hakkinda/garantiden_haberler/ 2014/ agustos/ tahvil_bono_halka_arzi_agustos_2014.page](http://www.garanti.com.tr/tr/garanti_hakkinda/garantiden_haberler/2014/agustos/tahvil_bono_halka_arzi_agustos_2014.page), Erişim: 14.10.2014).

çok farklı ise, yılın ikinci yarısında da bu oran geçerli olur. Bu durumda temerrüde düşen yatırımcı, TCMB'nin yürürlük tarihini 14.12.2014 olarak belirlediği avans faizi oranı olan % 10,50¹ üzerinden temerrüt faizi ödemek durumundadır.

Uygulamada bireysel yatırımcılar için talep anında borçlanma aracı bedellerinin ödenmesi esası benimsenmiştir. Ancak yurt içi ve yurt dışı kurumsal yatırımcıların ödünç konusu paranın mülkiyetini nakil borçları ise vade başlangıç tarihinde doğmaktadır. Hatta ihraççı, yayımladığı sermaye piyasası aracı notuna özel bir kloz koyarak, bu tarihte söz konusu olacak ödenmeme riskini de üstlenmekte ve dağıtım listelerinin onaylanmasından sonra yatırımcıların bu bedelin ödenmemesinden sorumlu olacağını belirtmektedir². Dolayısıyla yatırımcıların teslim borcunu yerine getirmemeleri veya zamanında yerine getirmemeleri durumunda söz konusu tazminat ve temerrüt faizi ödeme yükümlülükleri, uygulamada daha çok kurumsal yatırımcılar bakımından ortaya çıkabilecek bir olasılıktır.

Yatırımcının teslim borcu karşısında, ödünç alan kuruluşun ödünç konusunun (paranın) teslimini, yani ödenmesini istemeye yönelik alacak hakkı bulunur. Bu konudaki alacak hakkı, yatırımcının ödünç konusu para borcunu ifade temerrüde düştüğü tarihten itibaren altı ay içerisinde zamanaşımına uğrar (TBK.389)³. Ancak eğer ödünç veren yatırımcı bu borcunu ifade temerrüde düşmezse, söz konusu borcu ve dolayısıyla ihraççı kuruluşun ödünç konusunun tediyesine yönelik talep hakkı on yılda genel zamanaşımına uğrar⁴. Bu noktada belirtmemiz gereken bir diğer husus da, borçlanma aracı yatırımcısının ödünç konusunu teslim borcundan kaçınabileceği durumdur. Buna göre yatırımcının talep formunu doldurup imzaladığı ve fakat henüz araç bedelini izahnamede belirtilen nakit ödeme, kıymet blokesi, döviz blokajı ya da vadeli mevduat blokesi yöntemlerinden biriyle ödememiş olduğu bir durumda iken,

¹ <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/reeskont+ve+avans+faiz+oranlari>, 01.03.2015.

² bkz. <http://www.isbank.com.tr/TR/bireysel-yatirim-urunleri/> duyurular/ Documents/ ekim 2014/ SPAN.pdf; http://www.garanti.com.tr/tr/garanti-hakkinda/garantiden-haberler/2014/agustos/tahvil_bono_halka_arzi_agustos_2014.page, Erişim: 14.10.2014.

³ Zamanaşımını ödünç verenin borçlu temerrüdüne düştüğü tarihten başlatan bu kural, zamanaşımının alacak hakkının muaccel olduğu tarihten itibaren başlayacağına ilişkin genel kuralın (TBK.149/I) bir istisnası niteliğindedir. Bu istisnai hüküm, tüketim ödünç sözleşmesine özgü olarak vaz edilmiştir (Gümüş, C.I, s.371; Akıntürk/ Karaman, s.287-288).

⁴ Yavuz, Özel Hükümler, s.347.

ihraççı ödeme güçsüzlüğüne düşerse, yatırımcı borçlanma aracı bedelini ödemekten kaçınabilir (TBK.390/I). Hatta yatırımcı, ihraççının sözleşmenin kurulmasından önce ödeme güçsüzlüğüne düştüğünü daha sonra öğrenmiş olsa bile aynı hakka sahiptir (TBK.390/II)¹.

Yatırımcının bu hakkı kullanabilmesi için ihraççının borç ödemekten aciz halinde olduğunu kanıtlaması yeterlidir. Ayrıca anaparaya ilişkin iade alacağının veya faiz alacağının tehlikeye düştüğünü kanıtlamasına –TBK.98’e kıyasen– gerek yoktur. Bunun dışında anılan hakkın kullanımına ilişkin koşullar gerçekleştiğinde, yatırımcı kesin olarak ifadan kaçınıp sözleşmeden dönebilir². Yani bu durumda ödünç alan ihraççıdan uygun bir süre içinde teminat vermesini talep etmesine ve sözleşmeyi feshedebilmek için bu sürenin geçmesini beklemesine –TBK.98’e kıyasen– gerek yoktur. Ancak eğer yatırımcı ifade bulunmuşsa, artık sözleşmeden dönemez³. Borçlanma aracı ihracına ilişkin olarak ihraççının ödeme güçsüzlüğüne düşmesi ya da diğer ifadeyle borç ödemekten aczi, özellikle iflas etmesi veya aleyhindeki haczin sonuçsuz kalması halinde kendini gösterir. Ancak ödeme güçsüzlüğünün kabulü için, mutlaka ihraççı kuruluşun iflası ya da hakkında kesin bir aciz belgesinin alınmış olması gerekmez⁴. Halin gereğine göre, örneğin ihraççının konkordato istemiş olması ya da

¹ Bu hüküm gereği de borçlanma aracı yatırımcısı teslim borcunu yerine getirmekten kaçınıp sözleşmeden dönebilir. Eğer bu hüküm konulmasa idi, ödünç veren yatırımcının hatası saikte hata sayılıp dikkate alınmayacaktı. Oysa burada bir sözleşmeden dönme söz konusu olup, bu dönme hata dolayısıyla akdin ödünç vereni (yatırımcıyı) bağlamadığı iddiasının ileri sürülmesi niteliğinde görülmemeli ve TBK.39’un uygulanması cihetine gidilmemelidir (**Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.352).

² TBK.98’e nazaran “*lex specialis*” niteliğindeki TBK.390/I hükmündeki “....tesliminden kaçınabilir” ifadesi, burada sanki teslimden kaçınmaya yönelik bir defa hakkı tanındığı yönünde yanlış bir izlenime neden olsa da, esasında ödünç verene bir dönme hakkı tanınmaktadır. Bu nedenle ödünç veren tarafından dönme hakkı niteliğindeki kaçınma hakkının kullanılmasıyla, tüketim ödünçü sözleşmesi geçmişe etkili olarak ortadan kalkar. Anılan dönme hakkı ödünç konusunun ödünç alana tamamen veya kısmen teslimine kadar kullanılabilir (**Gümüş**, C.I, s.371-372).

³ **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.350-351.

⁴ Özellikle 5411 syl. K.71 hükmü uyarınca; denetlemeler sonucunda bir bankayla ilgili olarak, a) tedbir alınmaması yüzünden ya da alınmış olmasına rağmen mali bünyesinin güçlendirilmesine imkan bulunmadığının tespiti, b) faaliyetine devamının mevduat ve katılım fonu sahiplerinin hakları ve mali sistemin güven ve istikrarı bakımından tehlike arz ettiğinin ortaya çıkması, c) yükümlülüklerini vadesinde yerine getiremediğinin tespit edilmesi, d) yükümlülüklerinin toplam değerinin varlıklarının toplam değerini aşması, e) hakim ortaklarının veya yöneticilerinin, banka kaynaklarını bankanın emin bir şekilde çalışmasını tehlikeye düşürecek biçimde doğrudan ya da dolaylı veya dolanlı olarak kendi lehlerine kullanması veya dolanlı olarak kaynak kullandırması ve bankayı bu suretle zarara uğratması, hallerinden bir veya birkaçının varlığı durumunda Kurul (BDDK)’un bankanın faaliyet iznini kaldırması ya da yönetim ve denetimini Fon (TMSF)’a

aktiflerini nakde çevirme zorluğu içinde bulunması da onun ödeme güçsüzlüğünün ispatı bakımından yeterli sayılabilir¹. Buna karşılık ihraççının mali durumunun eskiye oranla bozulmuş olması, tek başına yatırımcının teslim borcunu ifadan kaçınabilmesi için yeterli değildir².

B. SERMAYE DEĞERİNİN KULLANIMINI SAĞLAMA BORCU

Borçlanma aracı yatırımcısının bir diğer borcu ise, ihraççı ile aralarında söz konusu olan tüketim ödünç sözleşmesinin süresi boyunca, ödünç konusunun sermaye değerinin ihraççı tarafından kullanımının sağlanmasıdır. Zira tüketim ödünç sözleşmelerinde, kira sözleşmelerinden farklı olarak bir malın kullanılması amacı değil, bir sermaye değerinin kullanılması amacı güdülmektedir³.

C. ZAPTA VE AYIBA KARŞI TEKEFFÜL BORCU

Ödünç konusunun misli eşya veya parasal karşılığı olan altın ya da kıymetli evrak olduğu (doğal) tüketim ödünç sözleşmelerinde, ödünç verenin satış sözleşmesi hükümlerine kıyasen zapta ve ayıba karşı tekeffül borcu olduğu doktrinde genellikle kabul edilmektedir⁴. Tüketim ödünç sözleşmesinin konusu bir miktar paraya ilişkin olduğundan, ödünç veren yatırımcının bu bağlamda ayıba ve zapta karşı tekeffül borcundan bahsedilemeyecektir.

II. İHRAÇÇI KURULUŞUN BORÇLARI

A. TESLİM ALMA BORCU

Borçlanma aracı yatırımı işleminin temelini, bazı araçlar bakımından bir karma sözleşme içerisinde karşımıza çıksa da, borçlanma aracı ihdas edilmesinde güdülen temel amaç (=ödünç fon temini) ve ihraççıların (banka, anonim şirket gibi) tüzel kişi

devretmesi durumlarının gerçekleşmesi halinde, bankanın ödeme güçsüzlüğüne düştüğünün evleviyetle kabul edilmesi gerekir.

¹ **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.351; **Gümüş**, C.I, s.371.

² Sözleşmenin yapılmasından sonra ihraççının ödeme güçsüzlüğüne düştüğü ya da aczi sabit olmaksızın, sadece mali durumunun eskiye oranla bozulması, yatırımcıya TMK.2'ye ve umulmazlık (emprevizyon) teorisine dayanarak hakimden sözleşmenin ve dolayısıyla yatırım işleminin feshini isteme hakkını vermez (**Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.351 ve dn.205).

³ **Gümüş**, C.I, s.372.

⁴ **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.352; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.347; **Gümüş**, C.I, s.372.

tacir nitelikleri göz önüne alındığında, ticari bir tüketim ödöncü sözleşmesi oluşturur. Bizim de katıldığımız doktrinadaki çoğunluğun görüşü, ticari tüketim ödöncü sözleşmelerinde ödöncü konusunu teslim almayı ya da farklı söyleyişle kabul ya da teslim etmeyi, ödöncü alan için bir hak olduğu kadar aynı zamanda bir borç olarak değerlendirmektedir¹. Bunun nedeni ticari tüketim ödöncü sözleşmelerinde faizin zorunlu bir unsur olmasından kaynaklanmaktadır. Faiz zorunlu bir unsur olmasaydı, ödöncü veren olarak yatırımcının ihraççıyı ödöncü konusunu kabule zorlamakta hukuken korunmaya değer bir menfaati bulunmayacaktı². TBK.389 hükmünde de “ödöncü verenin şeyin teslim alınmasına ilişkin istemi”nden söz edilmek suretiyle, bu hususun ödöncü alan için bir borç olduğu açıkça kabul edilmektedir. Dolayısıyla ödöncü alan ihraççının ödöncü konusu parayı kabul borcunda temerrüde düşmesi, ödöncü veren yatırımcıya, borçlunun temerrüdü halinde TBK.125’te alacaklıya tanınan seçimlik hakları kullanmayı sağlar. Buna göre yatırımcı anılan hükümlere göre ihraççıdan temerrüt faizi ve gecikme tazminatı isteyebilir ya da sözleşmeden dönebilir. Ayrıca TBK.389 hükmü uyarınca ihraççının ödöncü konusunu teslim almaya ilişkin bu borcu, teslim almada temerrüde düştüğü tarihten itibaren altı ayın geçmesiyle zamanaşımına uğrar. Bu durumda, ihraççının ödöncü konusu parayı teslim almada temerrüde düşmesinden itibaren altı ay geçmişse, ödöncü veren yatırımcının da paranın teslim alınmasına ilişkin alacağı ve ilaveten faiz alacağının (TBK.152) zamanaşımına uğradığını kabul etmek gerekir³.

B. MİSLEN GERİ VERME BORCU

Ödöncü alan sıfatıyla ihraççının borçlanma aracı yatırımcısına karşı olan bir diğer borcu ise, ödöncü konusunu aynı nitelik ve miktarda, yani mislen geri vermektir (TBK m.386). Borçlanma aracı ihracı işleminin temelini oluşturan ticari tüketim ödöncü

¹ **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.353; **Feyzioğlu**, s.789; **Tunçomağ**, s.800; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.347. Bu konudaki diğer bir görüşün savunucuları ise, ödöncü konusunu kabulü (teslim almayı) ödöncü alan için borç olarak değil, bir külfet olarak görür. Bu külfeti yerine getirmeyen, yani sözleşmeye uygun olarak ifası teklif edilen ödöncü konusunu haklı bir sebep olmaksızın teslim almayan ödöncü alan, alacaklı temerrüdüne düşer ve bu nedenle de kendisine borçlu temerrüdüne ilişkin hükümler değil, alacaklı temerrüdüne ilişkin hükümler uygulanır (**Gümüş**, C.I, s.373, dn.1643’te anılan yazarlar). Bu görüş taraftarlarına göre, ödöncü alanın kabul yükümü istisnaen sadece kâra katılmalı tüketim ödöncü sözleşmelerinde kabul edilebilir (**Gümüş**, C.I, s.373, dn.1644).

² **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.353.

³ **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.360, dn.248.

sözleşmesinde de, konusu para olan diğer ödünç sözleşmelerinde genellikle kabul edilen itibari (nominal) değer kuramına göre, ödünç alan ihraççı kuruluş, alma zamanı ile geri verme zamanı arasında paranın değerindeki artış ya da azalışlardan etkilenmeksizin, aldığı aynı miktar parayı geri vermekle borcundan kurtulur¹. İhraççının geri verme borcu sözleşmenin kurulduğu anda, yani yatırımcı tarafından talep formunun doldurulduğu anda değil, ilan edilen borçlanma aracı ihracına ilişkin asgari talep miktarını içeren tutarın, yine önceden duyurulan ödeme yöntemlerinden biriyle yatırımcı tarafından ihraççıya ödendiği andan itibaren doğmuş olur². İhraççının geri verme borcu, kendisi tarafından belirlenen ve ilan edilen vade tarihinde muaccel olur. Örneğin tahvil ve bonoların vade belirlenmeksizin ihracı mümkün olmadığından, tüm tahvil ve bono ihracı işlemlerinin temelindeki tüketim ödünç sözleşmeleri, belirli süreli sözleşme niteliğindedir. Dolayısıyla ihraççı, yatırımcılar bakımından anapara alacağı niteliğindeki ödünç aldığı paraya ilişkin geri verme borcunu, belirlenen bu sürenin bitiminde yerine getirmekle yükümlü olacaktır.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi ihraççının geri verme borcu, yatırımcılardan aldığı aynı miktar paranın vade sonunda iade edilmesi biçiminde yerine getirilmekte ve para değerindeki değişiklikler iade borcunun kapsamını etkilememektedir. Paranın değerindeki değişikliğin enflasyon veya deflasyon gibi fiili ve ekonomik nedenlerden ya da devalüasyon veya rövalorizasyon gibi kanuna dayanan müdahalelerden kaynaklanmış olması da durumu değiştirmez. TBK.386'daki "aynı nitelik ve miktarda" ibaresindeki *nitelik* (eBK.306'daki "*vasıf*") sözcüğüne dayanılarak, değeri düşmüş olan paranın nitelik itibariyle daha önce ödünç verilmiş olana eşit olmadığı ve bu nedenle değerinde eşit paranın iade edilmesi gerektiği ileri sürülemez³. Özellikle uygulamada bankalar tarafından gerçekleştirilen bono halka arz işlemlerini incelediğimizde, bunların genellikle 84, 94, 175 gün gibi kısa vadelerle ihraç edildiğini görmekteyiz⁴. Dolayısıyla

¹ Tandoğan, Özel Borç, C. I/2, s.355.

² Tandoğan, Özel Borç, C. I/2, s.353; Akıntürk/Karaman, s.288-289.

³ Tandoğan, Özel Borç, C. I/2, s.355-356.

⁴ Türkiye Vakıflar Bankası A.Ş.'nin 29.01.2015 tarihinde Kurul'ca onaylanan sermaye piyasası aracı notu: ".....Ortaklığımızın.....TL nominal değerli 175 gün vadeli.....bonolara ilişkin sermaye piyasası aracı notudur", [http:// www.vakifbank.com.tr/documents/ duyurular/ span_ 091011_02_2015.pdf](http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf); Türkiye Vakıflar Bankası A.Ş.'nin 10.09.2014 tarihinde Kurul'ca onaylanan sermaye piyasası aracı notu: ".....Ortaklığımızın.....TL nominal değerli 84 gün vadeli,.....nominal değerli ve 175 gün vadeli bonolara.....", [http:// /www.vakifbank.com.tr/ documents/duyurular/ SPAN_ eyl_2014.pdf](http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/SPAN_eyl_2014.pdf); Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin 01.08.2014 tarihinde Kurul'ca onaylanan

bu anlamda bonolar, her ne kadar kısa vadeli borçlanma aracı niteliğine sahip olsalar da, ülkemizin içinde bulunduğu ekonomik konjonktür, anılan kısa sürelerde dahi çok fazla dalgalanmalar yaşayabilecek bir yapı arz etmektedir. Bu nedenle yatırımcıların bono alırken ödedikleri paranın değeri ile bankanın vade sonunda iade edeceği paranın değeri arasında ciddi farklılıklar bulunabilir. Fakat bu konuda bizim de haklı olduğuna inandığımız görüş, doktrinde bunun aksini savunanlar¹ olmakla birlikte, ödünç veren yatırımcıların umulmazlık (*emprevizyon*) kuramına göre para değerindeki düşüslere karşı korunabilmesi, para değerinin önemli olmayan oranlarda kendiliğinden düşmesi ya da devlet eliyle düşürülmesi hallerinde değil, ancak para sisteminin tamamen çökmesi ve paranın değerini tamamen veya çok önemli oranda kaybetmesi halinde uygulanmalıdır. Zira bunun dışındaki değer değişiklikleri günümüzde artık beklenebilir olaylar olarak görülmelidir². Ancak ödünç alan ihraççının geri verme borcunda temerrüde düşmesi halinde, yatırımcıların para değerinin düşmesi nedeniyle tazminat ya da vade ile fiili ödeme tarihindeki farka eşit bir ek ödeme isteyebilmeleri, hakkaniyetin gerektirdiği durumlarda kabul edilebilir kanaatindeyiz³.

C. FAİZ ÖDEME BORCU

1. Borcun Niteliğine İlişkin Özellikler

Borçlanma aracı yatırımcısı ile ihraççı arasındaki temel hukuki ilişkinin ivazlı ve ticari nitelikte bir tüketim ödünçü sözleşmesine dayanıyor olması, bu ilişkideki ödünç alan taraf olarak ihraççının ödünç veren yatırımcıya faiz ödeme borcunu da gündeme getirir⁴. Zira ticari nitelikte olmayan (adi) tüketim ödünçü sözleşmesinin bulunduğu hallerde, ödünç alanın faiz ödemesi zorunlu değildir ve faiz ancak

sermaye piyasası aracı notu: “.....Ortaklığımızın.....TL nominal değerli 94 gün vadeli bono,.....nominal değerli 175 gün vadeli bono.....”, [http:// assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/span_agustos.pdf](http://assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/span_agustos.pdf), Erişim: 12.01.2015.

¹ Türk doktrinindeki bazı yazarlar, para değerine devlet eliyle yapılan müdahaleler ve özellikle devalüasyon dolayısıyla umulmazlık kuramına dayanılarak ödünç verenlerin korunabileceği düşüncesindedirler (**Oğuzman**, Kemal, Effets de la dépréciation monétaire sur les rapports juridiques contractuels en droit civil et en droit du travail, Annales de la Faculté de droit d’Istanbul XXI no.37, 1971, s.161, naklen, **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.356, dn.229; **Feyzioğlu**, s.793).

² **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.357.

³ bkz. **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.359-360 ve dn.245.

⁴ **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.299; **Aydoğdu**, Murat/**Kahveci**, Nalan, Türk Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri (Sözleşmeler Hukuku), 2. B., Ankara, (Ekim) 2014, s.638; **Zevkliler**, Aydın/**Gökyayla**, K. Emre, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 13. B., Ankara, (Eylül) 2013, s.380; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.380.

sözleşmede kararlaştırılmışsa istenebilir (TBK.387/I). Ticari nitelikteki tüketim ödöncü sözleşmelerinde ise, taraflarca kararlaştırılmamış olsa bile faiz istenebilir (TBK.387/II). Zira bu husus, fon fazlası olan ve bunu verimli bir şekilde değerlendirmek isteyen müstakbel borçlanma aracı yatırımcı kitlesini oluşturan tasarruf sahiplerinin, bir menkul kıymet edinme ve dolayısıyla parasını sermaye piyasasına aktarma amacı ile de uyum içindedir. Nitekim tüm sermaye piyasası yatırımcıları gibi borçlanma aracı yatırımcılarının da nihai hedefi, ihraççılara belirli bir süreliğine aktardıkları fazla fonlar karşılığında bir getiri elde etmektir. Özellikle hukuki temelinde diğer sözleşme türlerine ilişkin unsurların yer almayıp, sadece ticari tüketim ödöncü sözleşmesi bulunan borçlanma araçları (tahvil ve bonolar gibi) bakımından bu getirinin faiz şeklinde karşımıza çıkması da kaçınılmazdır. Bu itibarla söz konusu borçlanma araçlarının hukuki temelini oluşturan tüketim ödöncü sözleşmesi, tam iki tarafa borç yükleyen sözleşmeler sınıfına dahildir¹.

Hukuki temeli ticari tüketim ödöncü sözleşmesine dayanan borçlanma araçlarında ihraççının ödemesi gereken (TBK.387/II) faiz, para alacaklısının bu paradan belirli süre mahrum kalması nedeniyle kendisine ödenen bir karşılıktır². Borçlanma aracı ihracında söz konusu alacaklı yatırımcıdır ve yatırımcı açısından alacak hakkı olarak ortaya çıkan faiz, ihraççı için bir ödeme yükümü teşkil eder. İhraççının faiz ödeme yükümlülüğünün söz konusu olabilmesi, onun parayı kullanmış veya paradan bir yarar sağlamış olmasına bağlı değildir³. Bilindiği üzere her para borcu için mutlaka faiz ödemek gerekmiyip, ancak bir hukuki işlem veya kanun hükmü gerektiriyorsa, para borçlusu faiz ödemekle yükümlüdür. Hukuki işlemle faiz borcunun doğması da, genellikle sözleşmede tarafların faiz ödenmesini kararlaştırmaları tarzında olur. Eğer faiz borcu hukuki işlem ve özellikle sözleşmeden doğuyorsa iradi (sözleşmesel-akdi)

¹ Faiz ödenmesi gerekmeyen adi tüketim ödöncü sözleşmeleri ise, eksik iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliğindedir (**Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.301-302).

² **Eren**, s.978; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.312; **Erdoğan**, İhsan, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara, (Kasım) 2013, s.127; **Nomer**, Haluk N., Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 13. B., İstanbul, (Ağustos) 2013, s.233; **Aydoğdu**, Murat/**Ayan**, Serkan, Türk Borçlar ve Türk Ticaret Hukuku'nda Yer Alan Faiz İle İlgili Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, 2. B., Ankara, (Mart) 2014, s.2; **Aydoğdu**, Murat, "6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununda Faiz İle İlgili Düzenlemeler", DEÜHFD, C.XII, S.1, 2010, s.86; Sonsuzoğlu, Elif, Türk Vergi Hukukunda Fer'i Borç ve Alacak Olarak Faiz ve Zam, 2. B., İstanbul, 2013, s.7.

³ **Barlas**, Nami, Para Borçlarının İfasında Borçlunun Temerrüdü ve Bu Temerrüt Açısından Düzenlenen Genel Sonuçlar, İstanbul, 1992, s.124-125.

faizden, kanundan doğuyorsa da kanuni (yasal) faizden söz edilir¹. Temelinde ticari tüketim ödöncü sözleşmesi bulunduğunu ifade ettiğimiz borçlanma araçları, ihraççı tarafından belirlenen ve önceden ilan edilen faiz oranları ile ihraç edilmekte ve araçlara ilişkin koşulları uygun bulan tasarruf sahipleri de belirli miktar parayı ihraççıya bir süreliğine ödöncü vermektedirler. Dolayısıyla sözü edilen araçlara olan talebi yaratmanın önkoşulu, faiz oranının belirliliğidir. Bu bakımdan burada miktarı sözleşme ile tespit edilen, iradi (akdi/sözleşmesel) bir faiz söz konusudur².

İhraççının faiz ödeme borcu, asıl borca bağı ve asıl borcun genişlemesini sağlayan, fakat ondan ayrılabilen fer'i bir borç niteliğindedir³. Bu nedenle faiz borcu, asıl borca bağı olarak doğar ve asıl borcun sona ermesi halinde de onunla birlikte sona erer (TBK.131/I). Yatırımcının, asıl alacağı sona erdiğinde faiz alacağını isteyebilmesi için, bu hakkını saklı tutması gerekir. Doğmuş faiz alacağının, asıl alacağın sona ermesiyle birlikte sona ermemesi, saklı tutulmasına ya da durumun özelliğinden saklı tutulduğunun⁴ anlaşılmasına bağıdır (TBK.131/II)⁵. Ancak asıl borcun tahsili sırasında borçlu ihraççı kötünietli davranarak faizi daha sonra ödeyeceğini bildirip asıl borcu böyle bir vaatle öderse, yatırımcının iradesi, alacağın tahsili sırasında örtölü şekilde faizden vazgeçme doğrultusunda yorumlanmamalıdır (TMK.2)⁶. Ayrıca iskontolu olarak ihraç edilen tahvil ve bonoların özelliğı gereğı faiz, vade bitiminde bir defada ve

¹ **Oğuzman/Öz**, C.I, s.312; **Eren**, s.979; **Barlas**, Temerrüt, s.125; **Nomer**, Genel Hükümler, s.233; **Erdoğan**, Genel Hükümler, s.128; **Helvacı**, Mehmet, Borçlar ve Ticaret Kanunu Bakımından Para Borçlarında Faiz Kavramı, 1. B., İstanbul, (Şubat) 2000, s.96-97; **Karahan**, Ticari İşletme, s.52; **Arkan**, Sabih, Ticari İşletme Hukuku, 18. B., Ankara, 2013, s.72; **Tekil**, Fahiman, Ticari İşletme Hukuku, 3. B., İstanbul, 1997, s.63.

² **Arkan**, Ticari İşletme, s.72; **Karahan**, Ticari İşletme, s.52.

³ **Helvacı**, Faiz, s.51; **Eren**, s.978; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.313; **Erdoğan**, Genel Hükümler, s.127; **Nomer**, Genel Hükümler, s.233; **Barlas**, Temerrüt, s.125. Yargıtay da bu konuda; “...faiz hukuki niteliğı itibariyle asıl alacağı genişleten fer'i bir haktır. Asıl alacak hakkı doğmamışsa faiz borcu da doğmaz. Asıl alacak sona ererse faiz de sona erer. Önceden saklı tutulduğu takdirde, asıl alacağın sona ermesinden sonra da faiz istenebilir....” şeklinde bir karar vermiştir. bkz. HGK, 12.02.1992, E.11-615, K.57 (İBD, S.7-8-9, 1992, s.821-829).

⁴ İfade bulunanın, ifa sırasında alacaklının faizin saklı tutulduğunu düşündüğünü anlaması kendisinden bekleniyorsa, faiz durumun özelliğı gereğı saklı tutulmuş demektir (**Oğuzman/Öz**, C.I, s.313, dn.190). Örneğın yatırımcı faiz konusundaki talep hakkını, anapara alacağına ilişkin ödmeden önce başkasına devrederse, faiz alacağını saklı tutmuş sayılır. Durumun özelliğinin ortaya koyduğu sonuç budur (**Karayalçın**, Ticari Senetler, s.23; Yarg. HGK, 31.01.1973, 582-28, İKİD, 1973, s.1927, **Tekil**, Ticari İşletme, s.59, dn.102).

⁵ Nitekim Yargıtay, borçlanma araçlarından biri olan tahvillere ilişkin verdiği bir kararında; “...tahvillere ilişkin anapara alınırken, faiz hakkı saklı tutulmamışsa artık bu tahvillere ilişkin faiz istenemez” sonucuna varmıştır (11. HD., 10.10.1985, E.5036, K.5209), **Helvacı**, Faiz, s.51, dn.134.

⁶ Yarg. 3. HD., 28.12.1971, 58-19-4650, İBD, S.3-4, 1972, s.350 (**Tekil**, Ticari İşletme, s.59, dn.103).

anaparayla birlikte ödendiğinden, faize ilişkin alacağın kuponlara bağlanmak suretiyle belirli dönemlerde ödenmesi söz konusu olmamakla birlikte; özellikle vadesi 1 yıldan az olamayan tahviller bakımından faiz ödemelerinin kuponlara bağlanarak ödenmesi mümkündür (II-31.1/Teb.3/m;14/III). Bu durumda hamile yazılı senet niteliğinde kabul edeceğimiz faiz kuponları bağımsız olarak devredilebileceği gibi, borçlu ihraççının hamile yazılı faiz kupanlarından doğan alacağa karşı, anaparanın itfa edildiğine ilişkin bir def'i ileri sürmesi de söz konusu olamayacaktır (TTK.660/I).

İhraççının faiz ödeme borcunun fer'i niteliğinin sonucu olarak, asıl borcu zamanaşımına uğradığında faiz borcu da uğramış olur (TBK.152)¹ ve yatırımcı için fer'i bir hak olan faiz, asıl alacağın devriyle birlikte devredilmiş sayılır (TBK.189/I ve II). Ancak faiz, asıl alacağın, yani anapara alacağının bir parçası ya da unsuru olmayıp, ondan ayrı bir alacaktır². Bu itibarla yatırımcı, faiz alacağını asıl alacaktan bağımsız olarak talep ve dava edebilir, takip konusu yapabilir ya da bu alacağını tek başına üçüncü bir kişiye temlik edebilir³. Aynı gerekçeden ötürü, borçlu ihraççının yaptığı faiz ödemesi kısmi ödeme değildir ve yatırımcı, anapara ödenmeden kendisine faiz ödemesi yapılmak istenirse, bunu reddedemez⁴.

İhraççının yatırımcıdan ödünç aldığı para karşılığında ödemesi gerekli olan faiz, işletim süresi bakımından anapara (sermaye/kapital) faizi ve temerrüt (gecikme) faizi şeklinde karşımıza çıkar. Esasında yukarıda verdiğimiz genel faiz tanımında bahsedilen faiz, anapara faizidir. Yani ihraççının, ödünç temelinde yatırımcıdan aldığı belirli miktardaki para için vadeye kadar işletilen ve yatırımcının söz konusu para alacağından belirli bir süre mahrum kalması karşılığında işletilen faiz, anapara faizini ifade eder⁵. Temerrüt faizi ise, aralarındaki tüketim ödünç ilişkisinde yatırımcıya karşı

¹ Fakat faiz borcunun daha önce zamanaşımına uğraması mümkündür (TBK m.147, b.1).

² **Barlas**, Temerrüt, s.125; **Eren**, s.979; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.313; **Helvacı**, Faiz, s.51; **Nomer**, Genel Hükümler, s.233.

³ **Eren**, s.979; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.313; **Nomer**, Genel Hükümler, s.233; **Erdoğan**, Genel Hükümler, s.128

⁴ **Oğuzman/Öz**, C.I, s.313. Ayrıca TBK.100/I hükmü, faizler ödenmedikçe, anaparayı ödemek isteyen borçlunun ifasını alacaklının reddedebileceğini belirtmektedir. Yani bu hüküm borçluya kısmi ödeme yetkisi vermemekte; hükmün karşıt anlamı, yapılmış bir kısmi ödemenin rolünü bize göstermektedir (**Oğuzman/Öz**, C.I, s.286). Dolayısıyla yatırımcının da bu hüküm çerçevesinde faiz alacağının korunması mümkündür, kanaatindeyiz.

⁵ **Karahan**, Ticari İşletme, s.51; **Arkan**, Ticari İşletme, s.71; **Helvacı**, Faiz, s.102; **Tekil**, Ticari İşletme, s.61; **Yasaman**, Hamdi, "Ticari İşlerde Akdi Faiz ve Temerrüt Faizi", Bankacılar Dergisi,

olan para borcunu zamanında ödemeyerek temerrüde düşen ihraççının, vadeden itibaren geçen süre için ödemesi gereken faizi ifade eder¹. Bir faizli tüketim ödöncü sözleşmesine dayanan borçlanma aracı ihracı işlemi ile ödöncü alan ihraççının anapara faizi niteliğindeki faiz ödeme borcu, yatırımcının ödöncü konusu parayı nakit ya da ilan edilen ödeme yöntemlerinden biriyle ödediğı ve dolayısıyla ödöncü konusunu teslim ettiğı yahut da ödöncü alanın teslim almaya ilişkin borcunda temerrüde düştüğü tarihten itibaren işlemeye başlar; borçlanma aracı vadesinin dolmasına, diğeri bir deyişle taraflar arasındaki sözleşme süresinin sona ermesine kadar devam eder². Erken itfa imkanı mümkün olmakla birlikte, ödöncü alan ihraççının ödemekle yükümlü olduğı faizin işletim süresinde herhangi bir değışiklik olmamak gerekir. Yani yatırımcı erken itfa edilen borçlanma aracı bedeli veya diğeri bir ifadeyle anaparadan elde etme olanağına sahip olduğı faiz kazancını, anapara (tüketim ödöncü) alacağına mahsup etmek zorunda değildir. Zira faiz ödeme ödöncü alan ihraççı açısından bir tazmin borcu niteliğinde olmayıp, sözleşmesel olarak yükömlenilen bir borçtur³. Ayrıca tıpkı bonolarda olduğı üzere iskontolu satış özelliğine sahip borçlanma araçları bakımından anapara faizi, indirimli satış fiyatı ile vade sonunda yatırımcıya ödenen nominal değıer arasındaki farkı ifade eder. Bu nedenle söz konusu borçlanma araçlarının gerek vadeleri dolduğunda itfa edilmelerinde ve gerekse erken itfaları halinde yatırımcıya ödenen faiz, her iki durumda da borçlanma aracı nominal değıerine dahil olan bir değıeri ifade etmektedir. Nitekim uygulamada gerçekleştirilen bono halka arzlarına ilişkin ilarlarda da, “iskontolu olarak ihraç edilecek bonoların faizi bir defada ve vade sonunda anapara ile birlikte ödenecektir” ibaresi ile sözünü ettiğimiz husus vurgulanmış olmaktadır⁴.

S.76, 2011, s.61; **Kılıçoğılu**, Ahmet M., Borçlar Hukuku Genel Hükömler, 18. B., Ankara, 2014, s.622.

¹ **Karahan**, Ticari İşletme, s.51; **Arkan**, Ticari İşletme, s.71; **Tekil**, Ticari İşletme, s.61; **Barlas**, Temerrüt, s.126; **Kaya**, Arslan, “Adi ve Ticari İşlerde Faiz”, İÜHFM, C.LIV, S.1-4, Y.1991-1994, s.352; **Yasaman**, Faiz, s.61; **Sonsuzoğılu**, Elif, Türk Vergi Hukukunda Fer’i Borç ve Alacak Olarak Faiz ve Zam, 2.B., İstanbul, 2013, s.18.

² bkz. **Gümüş**, C.I, s.375-376.

³ **Gümüş**, C.I, s.376.

⁴ bkz. Türkiye Vakıflar Bankası A.Ş.’nin 29.01.2015 tarihinde Kurul’ca onaylanan “Sermaye Piyasası Aracı Notu”, http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf, 21.02.2015. Garanti Bankası A.Ş.’nin 25.12.2014 tarihinde Kurul’ca onaylanan sermaye piyasası aracı notunda ise, sadece bonolar için değıil, tahviller bakımından da iskontolu satış esasının benimsendiğini ve söz konusu borçlanma araçlarında yatırımcının anaparasını ve faizini vade bitiminde bir defada temin edeceğinin belirtildiğı, görölmektedir ([http:// assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/araci_notu_050115.pdf](http://assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/araci_notu_050115.pdf), 21.02.2015).

2. Ödenecek Faiz Oranı ve Hesaplanma Şekli

İhraççının yatırımcıya ödemesi gereken anapara faiz oranı hususuna gelince; temeli tüketim ödöncü sözleşmesine dayalı borçlanma aracı ihracı işlemi, TTK.3 ve 19/II hükümleri gereği ticari iş niteliğinde olacağından, burada uygulanacak faiz de ticari faiz olacaktır¹. Ticari işlerde uygulanacak faiz oranı hususunda sözleşme serbestisi prensibi esas alınmıştır (TTK.8/I). Özellikle temelindeki hukuki ilişkinin sadece tüketim ödöncü olduğu tahvil ve bono gibi borçlanma araçlarına ilişkin Kurul Tebliği hükümleri de, ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esasların, ihraca ilişkin belgelerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılar tarafından belirleneceğini düzenlemektedir (II-31.1/Teb.14;33). Tasarruf sahipleri de söz konusu oranlar üzerinden anılan araçlara yatırım yapmayı tercih ettiklerinde, bu oranı kabul etmiş olacaklardır. Yani burada ticari faiz oranı hususunda genel hükümlerde geçerli sözleşme serbestisi prensibine uygun bir tablo karşımıza çıkmaktadır (TTK.8/I; 3095 syl. K.1/I). Borçlanma araçlarına ödenecek anapara faizi ve oranı hususunda bu genel özellikler bulunmakla birlikte, söz konusu araçlara yatırım yapılmasıyla oluşan tüketim ödöncü ilişkisi bir sermaye piyasası işlemi olarak karşımıza çıktığından, anapara faizi oranının uygulamada nasıl ve hangi kıstaslara göre hesaplanıp belirlendiğini de bu noktada aktarmamız gerekir. Getirisi faiz olan araçlar içinde uygulamada en çok ihraç edilen tahvil ve bonolara ilişkin yayımlanan izahname ve sermaye piyasası aracı notu gibi kamuyu aydınlatma belgelerinde bu husus detaylı olarak açıklanmaktadır. Örneğin Türkiye Vakıflar Bankası A.Ş.’nin 500.000.000 TL nominal değerli 175 gün vadeli ve 100.000.000 TL nominal değerli 238 gün vadeli bonolarına ilişkin olup, 29.01.2015’te Kurul’ca onaylanan sermaye piyasası aracı notunun, “nominal faiz oranı ve ödenecek faize ilişkin esaslar”

¹ Borçlanma aracı ihraççıları çoğunlukla bankalar ve anonim şirket şeklinde kurulmuş diğer tüzel kişi tacirlerdir. Yatırımcı tarafında, yine tüzel kişi tacir niteliğindeki kurumsal yatırımcılar bulunduğu, adi iş sahası bulunmayan tüzel kişi tacirlere uygulanacak faiz de kuşkusuz ticari faiz olacaktır. Yargıtay da, “.....anonim şirket niteliğinde olan alacaklı.....tacir ve yaptığı her türlü işlem de ticaridir. Diğer yandan borçlu.....A.Ş. de anonim şirket olup tacir statüsünde olduğu tartışmasızdır. Ticari işte ticari faiz uygulanır” şeklindeki kararıyla bahsettiğimiz hususu vurgulamıştır (12. HD., 22.03.2007, E.2848, K.5325, www.kazanci.com, 21.02.2015). Ayrıca ihraççı ile yatırımcı arasındaki tüketim ödöncü sözleşmesinin ticari sayılması için, bir taraf (ihraççı) için ticari iş niteliğinde olması (TTK.19/II) yeterlidir (**Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.299). Dolayısıyla bankalar ve anonim şirketler gibi tüzel kişi tacir niteliğindeki borçlanma aracı ihraççıların ödöncü fon temini için borçlanma aracı ihraç etmeleri durumunda, tacir olmayan bireysel bir yatırımcı ile anılan ihraççılar arasındaki tüketim ödöncü, arada bir sözleşme ilişkisi bulunduğundan (TTK.19/II), ticari sayılacaktır.

başlıklı kısmında, talep toplamanın son günü olan 11.02.2015'ten sonraki iş günü olan 12.02.2015 tarihinde ihracın faiz oranlarının onaylanarak ilan edileceği, iskontolu olarak ihraç edilecek sabit faizli bonoların faizinin bir defada ve vade sonunda anapara ile birlikte ödeneceği belirtildikten sonra; bono faiz oranlarının nasıl hesaplanacağı ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Öncelikle bono faiz oranlarının hesaplanmasında bir ölçütten yararlanılmakta ve buna “gösterge faiz oranı” adı verilmektedir. Gösterge faiz oranlarının hesaplanmasında, T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilmiş DİBS'lerin faiz oranları esas alınmaktadır. İncelediğimiz bu sermaye piyasası aracı notunda 175 gün ve 238 gün vadeli her iki bonoya ödenecek faiz oranlarının belirlenmesine dayanak olacak dörder tane DİBS¹ belirlenmiştir.

Yatırımcıların anılan bonolara yatırım yaptıklarında elde edecekleri getiri oranı hakkında bir fikir edinmelerini sağlamak üzere, bono faiz oranının belirlenmesinde gösterge faizi oranı olarak esas alınacak DİBS'lerin geçmiş piyasa performanslarının BİAŞ'a ait internet sitesinden (<http://borsaistanbul.com/yatirimcilar/gunluk-bulten>) takip edilebileceği duyurulmuştur. Ancak bu gösterge faiz oranının gelecek performansını takip etmeye yönelik bir veri sağlayıcının bulunmadığı ifade edilmiş ve ayrıca DİBS'lerin faizlerinin; büyüme, sanayi üretimi, enflasyon gibi ekonomik verilerin yanı sıra, T.C. Hazine Müsteşarlığı ve T.C. Merkez Bankası'nın politikalarından doğrudan etkilendiği belirtilmiştir. Ayrıca gösterge faizi olumsuz etkileyebilecek olağanüstü unsurların ortaya çıkması halinde, faiz oranının düzeltilip yeniden belirlenmesi için nasıl bir yöntem uygulanacağı açıklanmıştır. Buna göre hesaplamanın yapıldığı tarih itibariyle gösterge faiz hesaplanmasına konu olan DİBS veya DİBS'lerin işlem gördüğü BİAŞ Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı'nda resmi tatil ve/veya genel olarak piyasayı etkileyebilecek olağan ve olağanüstü koşullar nedeniyle (resmi tatil, deprem, olağanüstü hal vb.) piyasa kapanması ve aksaklıklar yaşanması durumlarında geriye dönük olarak BİAŞ Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı'nda ilgili DİBS'lerin işlem

¹ Örneğin 238 gün vadeli bononun faiz oranının belirlenmesinde baz alınacak DİBS'ler: 1) 19.08.2015 itfa tarihli TRT190815T12 tanımlı 2) 07.10.2015 itfa tarihli TRT071015T12 tanımlı 3) 18.11.2015 itfa tarihli TRT181115T18 tanımlı ve 4) 16.12.2015 itfa tarihli TRT161215T19 tanımlı menkul kıymetlerdir, şeklinde açıkça gösterilmiştir (http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf, 22.02.2015).

gördüğü en son 3 iş gününde oluşan aynı gün valörlü¹ işlem hacmi² ağırlıklı ortalama³ yıllık bileşik faizler kullanılarak yapılacak faiz oranı hesaplamasının Vakıfbank tarafından gerçekleştirileceği belirtilmiştir. Ayrıca faiz oranının belirlenmesinde esas alınan ve tek tek tanımlanmak suretiyle ilan edilen DİBS'lerden herhangi birinin ortadan kalkması durumunda, diğerlerinin kullanılacağı ifade edilmiştir⁴.

Anılan sermaye piyasası aracı notunda, faiz oranı hesaplamasının nasıl yapıldığı da detaylı olarak açıklanmıştır. Buna göre, talep toplamanın ilk günü olan 09.02.2015 tarihinden önce söz konusu DİBS'lerin, 04.02.2015 ila 06.02.2015 tarihleri arasında, ki bu üç günlük süreç “gözlem periyodu” olarak adlandırılmıştır, BİAŞ Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarında oluşan işlem hacmi ağırlıklı ortalama bileşik faizleri ve günlük işlem hacimleri dikkate alınarak, 06.02.2015'te aynı gün valörlü işlem saati bitimini takiben hesaplamalar yapılacaktır. Bonoların ihraç tarihi ile vadesi arasındaki gün sayısı olan 175 ve 238 güne denk gelen gösterge bileşik faiz oranları, her iki bono için seçilen ikişer DİBS'nin gözlem periyodu süresince gerçekleşen işlem hacmi ağırlıklı ortalama bileşik faizleri ve her iki bononun vade başlangıç tarihi olan 13.02.2015 tarihi itibarıyla vadeye kalan gün sayıları veri olarak kullanılarak, yapılacak doğrusal yakınsama (enterpolasyon)⁵ yöntemiyle belirlenecektir.

¹ Valör (*value date*); işlem sonucu oluşan yükümlülüklerin yerine getirildiği, diğer bir deyimle, menkul kıymet ve nakdin el değiştirdiği (takas) tarihtir (**İMKB**, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul, (Ekim) 2011, s.587). Bankacılık alanında valör, faiz hesaplamasına başlangıç oluşturan tarihi ifade eder (<http://tr.wikipedia.org/wiki/Val%C3%B6r>, 22.02.2015).

² İşlem hacmi (*traded value*), tüm pay (senetleri) için gerçekleşen işlemlerdeki her emrin içerdiği pay (senedi) sayısı ile işlem fiyatının çarpılması sonucu elde edilen yekünlerin toplanmasıdır (**İMKB**, s.575).

³ İstatistik bilim dalında ağırlıklı ortalama, bir veri dizisini özetlemek için kullanılan merkezsiz bir konum ölçüsüdür (http://tr.wikipedia.org/wiki/A%C4%9F%C4%B1rl%C4%B1_ortalama, 22.02.2015). Borsacılık alanında bu kavram, özellikle pay (senetlerinin) fiyatları için kullanılan bir terimdir. Buna göre ağırlıklı ortalama fiyat (*weighted average price*); bir sonraki seansa ait baz fiyatın hesaplanmasına esas teşkil eden pay (senedinin) miktar ağırlıklı ve küsüratsız fiyatıdır (**İMKB**, s.568). Bir pay (senedinin) ağırlıklı ortalama fiyatı, seans içinde o pay (senedinin) gerçekleşen her emrin içerdiği fiyat ve pay (senedi) çarpımlarının toplamının, o pay (senedinin) toplam işlem adedine bölünmesiyle hesaplanır. Bir seansta oluşan ağırlıklı ortalama fiyat, bir sonraki seansa ait baz fiyatın hesaplanmasında esas teşkil eder (<http://www.hissesenetleri.net/agirlikli-ortalama-fiyat-nedir>, 22.02.2015).

⁴ http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf, 22.02.2015.

⁵ Enterpolasyon; verilen bir aralıktaki bilinen değerlerden faydalanmak suretiyle, bu aralıktaki bilinmeyen değerleri hesaplamak, demektir. Bu şekilde hesaplama, gözlem ve deneylerle elde edilen veriler kullanılarak, hesaplanması mümkün olmayan veya zor olan değerler bulunabilmektedir. Doğrusal (*linear*) enterpolasyon, en çok kullanılan enterpolasyon yöntemlerinden biridir. Bu yöntemde, bilinen iki nokta arasındaki doğru denklemi elde edilerek ara değer hesaplanmaktadır (**Vatansever**, Fahri/ **Doğalı**, Gamze, “Klasik Enterpolasyon Yöntemleri ve Yapay Sinir Ağı

Talep toplamaya baz teşkil edecek gösterge bileşik faiz oranları, ihracın başlangıç tarihinden bir önceki iş günü (06.02.2015) yapılan hesaplamaların ardından, www.kap.gov.tr ve www.vakifbank.com.tr adreslerinde ilan edilecektir. Talep toplamının son günü, yapılan ilk hesaplamada referans alınan iki DİBS'nin talep toplama sürecinde (09-10-11 Şubat 2015) BİAŞ Borçlanma Araçları Piyasası'nda oluşan işlem hacmi ağırlıklı ortalama bileşik faizleri ve günlük işlem hacimleri dikkate alınarak 11.02.2015'te aynı gün valörlü işlem saati bitimini takiben ikinci bir hesaplama yapılacaktır. Bu ikinci hesaplama göre bulunan yeni ağırlıklı ortalama bileşik faizin, gözlem periyodu verileri kullanılarak yapılan, 06.02.2015'te duyurulan ve ihraca baz teşkil eden ortalama bileşik faiz oranının üzerinde olması durumunda, söz konusu faiz oranı esas alınacaktır. Tüm bu hesaplamaların ardından belirlenen bono nihai faiz oranı, halka arzın bitimini takip eden iş günü (12.02.2015), yukarıda belirtilen web adreslerinde ilan edilecektir¹. Vakıfbank anılan tarihte gerçekleştirdiği ilanda, 175 gün vadeli bono için nihai faiz oranını, % 9,1656 (Basit) ve % 9,3845 (Bileşik); 238 gün vadeli bono için de % 9,1524 (Basit) ve % 9,2968 (Bileşik) olarak duyurmuştur². Ayrıca sermaye piyasası aracı notunda, söz konusu nihai faiz oranlarının hesaplanmasına ilişkin formülleri içeren tablolara da yer verilmiştir. Enterpolasyon yöntemi uyarınca, iki ortalama yıllık bileşik faizin arasından geçen doğrunun, bononun vade gününe karşılık gelen noktası olarak belirlenen gösterge yıllık bileşik faiz oranı hesaplanır³:

Bono Vade Gün Sayısı	BV
Vadesi daha kısa olan DİBS'nin ortalama yıllık bileşik faizi	r1
Vadesi daha uzun olan DİBS'nin ortalama yıllık bileşik faizi	r2

Yaklaşımlarının Karşılaştırılması", 6Th International Advanced Technologies Symposium (IATS'11), 16-18 May 2011, Elazığ, s.51, <http://web.firat.edu.tr/iats/cd/subjects/Computer/CSC-12.pdf>, 22.02.2015).

¹ http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf, 22.02.2015.

² http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/091011_subat_satis_sonucdari.pdf, 27.02.2015.

³ http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf, 27.02.2015.

Vadesi daha kısa olan DİBS'nin vadeye kalan gün sayısı	VK1
Vadesi daha uzun olan DİBS'nin vadeye kalan gün sayısı	VK2

Gösterge Yıllık Bileşik Faiz = $r1 + ((r2-r1)/(VK2-VK1))*(BV-VK1)$

Gösterge Faiz Oranı'na ek getiri oranı eklenerek bonoların faiz oranı belirlenir.

Gösterge Faiz Oranı (Bileşik)	GFO
Vakıfbank Ek Getiri Oranı	S
Bono Faiz Oranı (Bileşik)	BBO

$BBO = GFO + S$

Yukarıda incelediğimiz örnek bono ihracına ilişkin sermaye piyasası aracı notunda, faiz başlığı altında yer alan açıklamalarda dikkatimizi çeken husus, bonolar için vaat edilen faizin gösterge bileşik faiz olarak anılmasıdır. Bilindiği üzere işletim yahut hesaplanma şekli bakımından basit ve bileşik faiz ayrımı söz konusudur. Basit faiz, sadece anaparaya faiz işletilmesini ifade etmektedir. Bileşik (mürekkep) faiz ise, işlemiş faizlerin belirli dönemlerde anaparaya eklenmesi ve elde edilen meblağa yeniden faiz işletilmesidir. Kısaca faize faiz yürütülmesi şeklinde de tanımlanabilir¹. Bileşik faiz uygulaması hukukumuzda yasaklanmıştır (TBK.388/III; 3095 syl. K.3/I). Ancak bu yasak mutlak olmayıp, istisnaları söz konusudur. Buna göre, cari hesap sözleşmeleri ile her iki taraf bakımından ticari iş niteliğindeki ödünç sözleşmelerinde bileşik faiz işletilmesi mümkündür (TTK.8/II; UK.9/I). Nitekim 3095 syl. K.'da da TTK hükümlerinin saklı olduğu belirtilerek bu husus vurgulanmıştır (m.3/II). Ancak bunun için sözleşmenin her iki tarafının da tacir olması ve üzerine tekrar faiz yürütülecek olan işlemiş faizin, en az üç aylık bir döneme ilişkin olması şarttır. Kanun koyucu ayrıca

¹ **Karahan**, Ticari işletme, s.51; **Helvacı**, Faiz, s.99; **Kaya**, Faiz, s.352; **Yasaman**, Faiz, s.61; **Türk**, Hikmet Sami, "Temerrüt Faizi, Bileşik Faiz Yöntemiyle Hesaplanabilir Mi?", Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, Bildiriler-Tartışmalar, C.X, Ankara, 1993, s.164-165; **Arkan**, Ticari İşletme, s.76; **Aydoğdu/Ayan**, s.239.

tüketicinin korunmasına ilişkin hükümleri de saklı tutmuş (m.8/III) ve gerek anılan hükümlere gerekse tarafların tacir olması koşuluna aykırı olarak işletilen bileşik faizin yok hükmünde sayılacağını belirtmiştir (m.8/IV).

Bileşik faize ilişkin bu kısa açıklamalarımızın ardından, bono ya da tahvil ihraçlarına ilişkin ilanlarda yer alan “gösterge bileşik faiz” ibaresinin, faize faiz yürütülmesi olarak tanımladığımız gerçek anlamda bir bileşik faizi ifade etmediğini görürüz. Zira burada belirli bir hesap devresi itibariyle işlemiş olan faizin anaparaya eklenmesi ve bulunan bu meblağa tekrar faiz yürütülmesi söz konusu değildir. Dolayısıyla bu ibare faizin hesaplanma şekline ilişkin olarak kullanılan teknik bir terimdir ve anılan ihraçlarda bileşik faiz uygulaması söz konusu değildir. Nitekim bunu, hesaplama ile ilişkin formüllerin yer aldığı tabloda, bonoya ödenecek (nihai) faiz oranının, bu oran belirlenmesinde baz alınan iki DİBS’nin ağırlıklı ortalama bileşik faiz oranları ile bononun vadesine kalan gün sayısından hareketle belirlenen gösterge bileşik faiz oranı ile bankanın uygulayacağı ek getiri oranının toplanması sonucu bulunacağını belirtilmesinden, anlıyoruz¹. Yani burada bahsedilen gösterge bileşik faiz, ihraççı bankanın buna ilaveten sunduğu getiri oranı ile toplanacak bir meblağ olup, anaparaya eklenmek suretiyle elde edilmiş bir rakamı yansıtmamaktadır. Ancak burada şöyle bir soru aklımıza gelebilir. Temeli tüketim ödünç sözleşmesine dayanan borçlanma aracı ihraçlarını ticari iş olarak değerlendirdiğimize göre, bu ihraçlarda gerçek anlamda bileşik faiz uygulanması mümkün olabilir mi? Zira az önce de ifade ettiğimiz üzere, bileşik faiz hukukumuzda yasak olmasına rağmen, buna ilişkin TTK hükümleri saklı tutulmuştur (3095 syl. Kanun 3/II). TTK.8/II’de de bileşik faiz işletilebilecek istisnai hallerin neler olduğu açıklanmıştır. Fakat bileşik faizin geçerli olabileceği durumlar, TTK’da eTK’ya göre daha dar bir çerçeveye oturtulmuştur. eTK’ya göre bileşik faiz, yalnız cari hesaplarla borçlu bakımından ticari iş niteliğinde olan ödünç (tüketim ödünç) sözleşmelerinde geçerli kabul ediliyor ve her iki halde de üç aydan aşağı olmayan devreler itibariyle bileşik faiz uygulamasına izin veriliyordu (m.8/II). Oysa TTK.8/II hükmü bileşik faizin geçerliliğini sözleşenlerin tacir olması koşuluna bağlamış ve eskiden olduğu gibi, sadece borçlu bakımından ticari iş niteliğindeki ödünçlerde bileşik faizin geçerli olması durumunu ortadan kaldırmıştır.

¹ http://www.vakifbank.com.tr/documents/duyurular/span_091011_02_2015.pdf, 27.02.2015.

eTK döneminde bir tacire tacir olmayan bir vatandaşın para vermesi durumunda bileşik faiz uygulanabiliyor iken, TTK ile bu mümkün olamayacaktır. Zira her iki taraf da tacir olmak zorundadır¹. Bu durumda eTK döneminde, temeli ödünce dayalı borçlanma aracı ihraççıların yatırımcılara bileşik faiz ödemesinin önünde herhangi bir hukuki engel bulunmuyordu. Zira ödünç sözleşmesinin yalnız borçlu bakımından ticari iş niteliği taşıması yeterliydi. Sözleşmenin borçlu bakımından ticari iş niteliği taşıması ise, onun tacir olmasına ve ödünç aldığı parayı da ticari işletmesi için almasına bağlıydı. Dolayısıyla tüzel kişi tacir (banka ve anonim şirket) sıfatına sahip ihraççıların yatırımcılara gerçek anlamda bir bileşik faiz taahhüdünde bulunması hukuken mümkündü. Fakat TTK.8 hükmü karşısında, acaba temeli tüketim ödünce sözleşmesine dayalı borçlanma araçlarında bileşik faiz taahhüdü mümkün müdür? Bu soruya, yatırımcının niteliğine göre cevap vermemiz gerekir. Eğer yatırım fonları, ortaklıkları ya da sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar söz konusu ise, ihraççı ile ilgili kurumsal yatırımcı arasındaki ödünç sözleşmesinin her iki tarafının tüzel kişi tacir sıfatı dolayısıyla, TTK.8/II hükmünün bileşik faiz için aradığı, sözleşmenin iki taraf için de ticari iş niteliğinde olması koşulu gerçekleşeceğinden, ilan edilen bileşik faiz geçerli kabul edilecektir. Ancak bireysel ve tacir sıfatı taşımayan, örneğin gerçek kişi bir yatırımcının tasarrufunu bu tür bir borçlanma aracına yöneltmesi halinde, bu işlem onun açısından ticari nitelikte değildir. Dolayısıyla TTK.8/II hükmü gereği her iki tarafı tacir olmayan bu borçlanma aracı ihracının temelindeki tüketim ödünce sözleşmesi, bileşik faiz için aranılan koşulları taşımamaktadır. TTK.8/IV hükmü, 2. fıkraya aykırı olarak işletilen faizin yok hükmünde sayılacağını belirtmiş; ayrıca eTK döneminde olduğu gibi bankalarla ilgili özel hükümleri saklı tutan bir düzenlemeye de yer vermemiştir (eTK8/III). Kanaatimizce, ihraççıların hukuken uygulayabilecekleri bileşik faiz alternatifi, özellikle yatırımcıların borçlanma aracı piyasasına olan ilgisini artırmada bir yöntem olarak tercih edilebilir. Fakat TTK.8'in tacir olmayan yatırımcılar için bunu imkansız kılan yeni düzenlemesi karşısında, böyle bir alternatif, kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında, tacir sıfatı bulunmayan küçük yatırımcılar aleyhine bir eşitsizliğe yol açacaktır. Sadece borçlanma aracı yatırımcısı bakımından değil, bir tacire ödünç para veren tacir olmayan alacaklının korunması noktasında da, onu zayıf konumda

¹ **Öncü**, Ekrem, “Yeni TTK ve Borçlar Kanunu ile Birlikte Ticari İşlerde Faiz Uygulaması Nasıl Olacaktır?”, <http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/ekremoncu/033/>, Erişim: 05.02.2015.

bırakan bu düzenleme, eskiden olduğu gibi sadece borçlu için ticari sayılan öduncün bileşik faiz için yeterli kabul edileceği bir biçime dönüştürülmelidir, görüşünderiz.

3. Temerrüt Durumunda Söz Konusu Faiz Borcu

Muaccel bir borcun borç ilişkisine uygun olarak zamanında yerine getirilmemesi halinde borçlu temerrüde düşer. Yani borçlunun temerrüdü, ifası mümkün olan bir borcun¹ ifasındaki gecikmeyi ifade eder². Borçlanma aracı ihraçlarında, ihraççının yatırımcılara karşı söz konusu olan anapara ve faize ilişkin borcunu, ilan edilen vade tarihinde yerine getirmemesi, onu temerrüde düşürür. Normalde muaccel bir borcun borçlusu alacaklının ihtarıyla temerrüde düşerken, burada belirli bir vadede yerine getirilmesi gereken bir borç söz konusudur ve bu vadede ifade bulunmayan ihraççı, ihtar gerektirmeden kendiliğinden temerrüde düşer (TBK.117/I ve II)³. İhraççı geciktirdiği edimi sonradan yerine getirdiğinde borç ifa edilmiş ve sona ermiş olur; fakat ifade gecikme olgusu ortadan kaybolmaz. Dolayısıyla ihraççının temerrüdü borca aykırı bir davranış teşkil eder⁴. İhraççının temerrüde düşmesi hem asli edimi olan anapara borcunu hem de yan edimi olan faiz (anapara faizi) borcunu ifade gecikmesinden kaynaklanabilir⁵. Temerrüt için ihraççının kusurlu olmasına da gerek yoktur⁶. İşte şartlarını kısaca açıkladığımız temerrüdün vukuu durumunda, ihraççı borca aykırı davranışının sonuçlarına katlanmak zorundadır. Burada bir para borcu söz konusu olduğundan, temerrüt faizi ödemekle yükümlü olacaktır. Temerrüt faizi, para borçları nedeniyle, zararın doğup doğmadığına ve borçlunun kusurlu olup olmadığına

¹ Temerrüt için borcun ifası mümkün olmalıdır. Zira imkansızlık ile temerrüt bir arada olamaz. Edim muaccel olmadan önce imkansız hale gelirse temerrüt hiç oluşmaz. Fakat temerrütten sonra ifa imkansız hale gelirse, imkansızlığın ortaya çıktığı ana kadar temerrüt, bu andan itibaren ise imkansızlık hükümleri uygulanır. Para borçları bakımından ise borcun ifasının mümkün olması koşulu bir anlam taşımaz. Çünkü para borçlusu alacaklıya karşı parayla ifade edilen belirli miktar soyut mali gücü sağlamak durumundadır. Bu ise her daim ifa edilebilen bir edim teşkil eder (**Barlas**, Temerrüt, s.16-18).

² **Kılıçoğlu**, s.688; **Buz**, Vedat, Borçlunun Temerrüdünde Sözleşmeden Dönme, Ankara, 1998, s.100; **Karahasan**, Mustafa Reşit, Türk Borçlar Hukuku Genel Hükümler (Öğreti, Yargıtay Kararları, İlgili Mevzuat), C.II, İstanbul, (Şubat) 2003, s.887; **Eren**, s.1089; **Nomer**, Genel Hükümler, s.276; **Oğuzman/Öz**, s.470; **Barlas**, Temerrüt, s.15.

³ **Eren**, s.1095; **Oğuzman/Öz**, s.476; **Barlas**, Temerrüt, s.54-55; **Kılıçoğlu**, s.692; **Nomer**, Genel Hükümler, s.277.

⁴ **Barlas**, Temerrüt, s.15.

⁵ **Eren**, s.1091.

⁶ **Kılıçoğlu**, s.695; **Oğuzman/Öz**, s.481; **Eren**, s.1098; **Nomer**, Genel Hükümler, s.281; **Barlas**, Temerrüt, s.17.

bakılmaksızın¹ ödenmek zorunda olunan faizdir². Ancak ihraççının bu faizi ödemesi, alacaklı taraf olarak yatırımcının asıl alacağıyla birlikte veya asıl alacağı sona ermemiş olmak kaydıyla, bağımsız olarak talep etmesine bağlıdır. Yatırımcının talebi yoksa hakim re'sen buna hükmedemez³.

İhraççı açısından temerrüt faizini, yatırımcıya ödemekle yükümlü olduğu para borcunu ifada geciken ihraççının, gecikme müddeti için yatırımcıya ödemesi gereken faiz olarak ifade edebiliriz. Temerrüt faizi prensip olarak ihraççının temerrüde düştüğü günü takip eden tarihten itibaren işlemeye başlar ve temerrüdün sona erdiği, yani borcun ödendiği tarihe kadar devam eder⁴. İhraççının temerrüdü, kendi internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanan kamuyu aydınlatma belgelerinde yatırımcılara duyurulan vade tarihinde ödeme yapılmaması halinde gerçekleşir. Dolayısıyla temerrüt faizinin bunu takip eden günden itibaren işlemeye başlaması gerekir⁵. Ancak borçlanma aracı ihracı işlemi, ihraççının tüzel kişi tacir sıfatı ve arada bir sözleşme ilişkisinin varlığı nedeniyle, her iki taraf bakımından da ticari bir iş sayılır (TTK.19/II)⁶. Dolayısıyla burada ticari bir temerrüt faizi söz konusudur ve bu takdirde temerrüt faizinin başlangıç tarihinin taraflar arasında sözleşme ile kararlaştırılması mümkündür (TTK.10). Ancak daha önce belirttiğimiz üzere, borçlanma aracı ihracı ilişkisinde taraflar arasında söz

¹ Diğer borçlarda borçlu, temerrüde düşmede kusurlu olmadığını ispat ederek gecikme tazminatı ödemekten kurtulabilirken, aynı imkan temerrüt faizinde söz konusu değildir. Borçlu temerrüde düşmede kusuru olmasa da para borcu için temerrüt faizi ödemekle yükümlüdür. Temerrüt faizi talep eden alacaklının da zarar gördüğünü ispatlaması gerekmez. Zira temerrüt faizi, alacaklının kanunen varsayılan zararını tazmin için kanunun kabul ettiği, aksinin ispatına izin verilmeyen zarar karinesine dayalı, götürü bir tazminat niteliğindedir (**Oğuzman/Öz**, s.502-503; **Eren**, s.1100; **Nomer**, Genel Hükümler, s.286; **Barlas**, Temerrüt, s.135; **Yasaman**, Faiz, s.61).

² **Helvacı**, Faiz, s.102. Yargıtay temerrüt faizini; “...Temerrüt faizi, borçlunun para borcunu zamanında ödememesi ve temerrüde düşmesi üzerine, yasa gereği olarak kendiliğinden, temerrüdü takip eden günden itibaren başlayan ve temerrüt devam ettikçe varlığını sürdüren, hüküm altına alınabilmesi için alacaklının açık bir talebinin varlığı zorunlu olan bir karşılıktır...” şeklinde tanımlamaktadır (HGK, 26.05.2004, 2004/12-318-310, **Arslan**, Çetin/**Kırmızı**, Mustafa, Türk Hukukunda Faiz ve Munzam Zarar, 1. B., Ankara, (Kasım) 2004, s.56).

³ **Eren**, s.1102.

⁴ **Oğuzman/Öz**, s.509; **Nomer**, Genel Hükümler, s.286; **Kılıçoğlu**, s.706; **Eren**, s.1101; **Barlas**, Temerrüt, s.172; **Kaya**, Faiz, s.363; Yarg. 11. HD., 15.06.1989, E.6016, K.3643, İKİD, C.29, S.346, s.6756. Şayet borçlu aciz halinde ise, aciz vesikasında yazılı alacak miktarı için artık faiz işlemez (İİK.143/IV).

⁵ **Barlas**, Temerrüt, s.172; **Kaya**, Faiz, s.363.

⁶ TTK.19/II hükmünün bir ticari iş yayma kriteri getirdiği, taraflardan biri için söz konusu olan ticari iş niteliğinin diğer tarafa da yayıldığı ifade edilebilir. Ancak hükümle mutlak bir kural getirilmemiştir. Aksine, yaymanın söz konusu olabilmesi için taraflar arasında mutlaka bir sözleşmenin bulunması ve aksi yönde bir kanun hükmü bulunmaması gerektiği ifade edilerek hükmün nispi karakteri ortaya konulmuştur (**Karahan**, Ticari İşletme, s.49).

konusu olan sözleşme şartları, ihraççı tarafından tip sözleşme biçiminde tek taraflı olarak hazırlanmaktadır. Bu durumda ihraççı, temerrüt faizinin vadeden daha ileriki bir tarihten itibaren işlemeye başlayacağına ilişkin bir klozu ihraç koşulları arasında belirtebilecek midir? Böyle bir belirleme yapılması ve yatırımcının bunu farketmeyip söz konusu borçlanma aracına yatırım yapması halinde, TTK.10 çerçevesinde ihraççı kendi lehine olarak daha az temerrüt faizi ödeyecek ve yatırımcı zarara uğrayacaktır. Özellikle tacir sıfatına sahip bir yatırımcı söz konusu ise, basiretli davranmakla yükümlüdür (TTK.18/II) ve bu durum onu ihraççı karşısında savunmasız bırakır. Dolayısıyla burada kamuyu aydınlatma yatırımcının korunmasında ne kadar önemliyse, açıklanan bilgileri bilinçli ve doğru olarak algılayıp değerlendirmenin de o denli önemli olduğu bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

Uygulamada gerçekleşen borçlanma aracı ihraçlarında yayımlanan kamuyu aydınlatma belgelerini incelediğimizde, ihraççının yatırımcılara karşı olan anapara ve faize ilişkin borcunu ifade temerrüde düşmesi ve bu halde ödeyeceği temerrüt faizine ilişkin herhangi bir bilgi bulunmamaktadır. Bu durumda anapara borcu için borçlanma aracı vadesinin dolduğu günü takip eden tarihten itibaren temerrüt faizi işlemeye başlayacaktır (TBK.117/II). Anapara faizi olarak nitelendirdiğimiz ve borçlanma aracına ilişkin yayımlanan izahnamenin eki niteliğindeki sermaye piyasası aracı notunda belirtilen oranda ödenecek faiz borcunu ifade temerrüt halinde ise, TTK'da buna ilişkin özel bir düzenleme bulunmadığından, yine TBK'daki genel hüküm uygulanacak ve bu halde temerrüt faizi, yatırımcının söz konusu alacağı için icra takibine girdiği veya dava açtığı günden itibaren işlemeye başlayacaktır (m.121/I). Ancak yineleyelim ki, yatırımcı temerrüt faizi talep etmedikçe, hakim re'sen ihraççıyı temerrüt faizi ödemeye mahkum edemez veya icra takibi temerrüt faizini kapsamaz¹.

Bu noktada ele almamız gereken bir diğer husus da, temerrüt faizini ifade temerrüde düşen ihraççı hakkında tekrar temerrüt faizi işletilebilecek midir? Bu konuda TBK.121/III hükmü, emredici biçimde temerrüt faizine temerrüt faizi yürütülemeyeceğini düzenlemiştir. 3095 syl. Kanun 3/I hükmü de temerrüt faizi

¹ Oğuzman/Öz, s.510; Barlas, Temerrüt, s.181.

hususunda bileşik faiz yürütülmesini yasaklamıştır. Doktrinin büyük çoğunluğu¹ ve Yargıtay² da, temerrüt faizine, mahkemeye veya icraya başvurma tarihinden itibaren dahi temerrüt faizi yürütülemeyeceği görüşündedir. Ancak bir görüşe göre, tarafların sözleşmede, işlemiş temerrüt faizlerini anapara alacağına dönüştürmelerine ve bu yeni anapara tutarı üzerinden temerrüt faizi işletilmesini kabul etmelerine bir engel yoktur³. Bizim de kanaatimiz, işlemiş temerrüt faizinin kapitalize edilmesiyle ortaya çıkan yeni borcun ödenmesinde temerrüde düşülmesi durumunda temerrüt faizi istenmesinin, TBK.121/III ile 3095 syl. Kanun 3/I'deki bileşik faiz yasağı kapsamına girmeyeceği yönündedir⁴. Zira bir anlaşmaya istinaden temerrüt faizi alacağı anapara alacağı haline geldiğinde, borçlu borç tutarı hakkında bilgi sahibi olacaktır ve kanun koyucunun TBK.121/III ile güttüğü amaç olan borçlunun korunmasına gerek kalmayacaktır⁵. Acaba bu görüşü kabul etmesek de, borçlanma aracı ihraççısının ödeyeceği temerrüt faizinin ticari nitelikte olmasından bahisle ve buradaki ilişkinin 3095 syl. Kanun 3/II'de saklı tutulan TTK.8/II hükmü uyarınca bileşik faiz yasağının istisnası niteliğindeki ticari bir ödünç ilişkisi olmasından hareketle, temerrüt faizine doğrudan temerrüt faizi ödeneceğine ilişkin bir belirlemenin de mümkün olacağı öne sürülebilir mi? Kanımızca bu soruya olumsuz yanıt vermemiz gerekir. Zira TBK.121/III ve 3095 syl. Kanun 3/I hükümlerinde temerrüt faizi için düzenlenen bileşik faiz yasağı emredici nitelikte olup, bunun aksini içeren sözleşmeler kesin hükümsüzdür⁶. Ayrıca TTK.8 hükmünde bileşik faizin uygulama alanının daraltılması, sadece her iki tarafı tacir olan ödünç

¹ **Oğuzman/Öz**, s.509; **Eren**, s.1102; **Kaya**, Faiz, s.365; **Nomer**, Genel Hükümler, s.288-289; **Kılıçoğlu**, s.636; **Barlas**, Temerrüt, s.179; **Türk**, Bileşik Faiz, s.169.; 179; **Aydoğdu/Ayan**, s.240-241.

² HGK, 09.10.2002, E.12-709, K.781 (YKD, 2003/4, s.509); 13. HD., 23.09.2002, E.6849, K.9351 (YKD, 2003/1, s.63); 19.HD., 05.04.2001, E.8790, K.2517 (YKD, 2003/5, s.756); 7.HD., 16.03.2006, E.733, K.728 (YKD, 2006/7, s.1074); 7.HD., 05.05.2009, E.3956, K.1613 (YKD, 2009/11, s.2072); HGK, 31.03.2004, E.2004/12-162, K.183 (İBD, S.1, 2005, s.145).

³ **Arkan**, Ticari İşletme, s.86; **Türk**, Bileşik Faiz, s.183 ve dn.147'de anılan yazarlar; **Eren**, s.1102, dn.302'de anılan yazarlar; **Helvacı**, Faiz, s.127. Ayrıca Yargıtay da, “.....Geçmiş günler faizi müddeabih haline gelip harcı verilerek bir dava konusu olursa dava gününden başlayarak faiz istemeye engel yoktur....”, 2. HD., 14.04.1976, E.3008, K.3292, YKD, 1977, s.475 vd.; “.....Faiz niteliğinden çıkıp, anapara niteliğine kavuşan alacağa faiz istenebilir....”, 27.04.1989, E.3466, K.2141, YKD, 1989, s.1157 vd., şeklinde verdiği bazı kararlarında bu görüşü desteklemiştir (**Helvacı**, Faiz, s.126, dn.369).

⁴ bkz. **Türk**, Bileşik Faiz, s.183; **Arkan**, Ticari İşletme, s.86.

⁵ **Arkan**, Ticari İşletme, s.86. Doktrinde, borcunu ödememekte direnen borçlunun faiz borcu sorumluluğunun, borcunu vadesinde ödeyen borçluya göre hafifletilmesinin mantıklı bir temeli bulunmadığı da öne sürülmektedir (**Zevkililer/Ertas/Havutçu/Aydoğdu/Cumaloğlu**, s.28).

⁶ bkz. **Barlas**, Temerrüt, s.180-181.

sözleşmelerinde geçerli kabul edilmesi de karşımıza çıkacak bir diğer handikap olur. Zira bu durumda da sadece tacir sıfatı bulunan yatırımcıların bundan yararlanması gibi kabul edilemez bir sonuçla karşı karşıya kalırız. Dolayısıyla burada ancak temerrüt faizi alacağının anapara alacağına dönüşmesine ilişkin bir anlaşma bu sorunu çözecek gibi durmaktadır.

Teorik olarak mümkün olan ve yatırımcının kendisine geç ifade bulunan ihraççıya karşı korunması bakımından önemli bir imkan sunan bu bileşik faiz uygulamasının, borçlanma aracı yatırımcıları bakımından hayata geçebilmesi, ancak ihraççıların yayımladıkları sermaye piyasası aracı notunda buna dair bir kloz bulunması halinde söz konusu olacaktır. İhraççıların bunu iradi olarak öngörmeleri arzu edilse de, bu hususta sermaye ve para piyasası düzenleyici otoritelerinin (SPK, BDDK gibi) ve TSPB, YTM gibi piyasanın kendi aktörlerinin, bu ve benzeri koruyucu klozların izahnamelerde yer alması için çaba göstermeleri gerekmektedir. Bu kloz, vadede anapara alacağının ödenmesinde temerrüt halinde işleyecek faizin yatırımcının anapara alacağına dönüşeceğine ve söz konusu alacağın ödenmesinde temerrüt halinde temerrüt faizi işleyeceği biçiminde olabileceği gibi; bileşik faiz yasağıyla ilgili hukuki bir sorun yaşamamayı baştan bertaraf edecek şekilde, anapara faizi oranından daha yüksek bir temerrüt faizi oranı belirlenmesi biçiminde de olabilir. Sözü edilen korumanın sağlanmaması halinde yatırımcının başvurabileceği yol, temerrüt faizini aşan aşkın zararı bulunduğu iddiasıyla ihraççıdan tazmin talebinde bulunmaktır (TBK.122). Fakat bunun yatırımcı için ek bir külfet yaratacağı şüphesizdir. Ayrıca burada ihraççının anapara faizine ilişkin borcunda temerrüt halinde temerrüt faizi işletilebileceğini tekrar belirtelim. Zira TBK.121/I buna açıkça izin vermektedir¹. Fakat burada ancak dava veya icra takibi tarihinden itibaren temerrüt faizi istenebilmesine ilişkin düzenleme, yatırımcının aleyhinedir. Dolayısıyla yatırımcının korunması, temerrüdün oluştuğu

¹ Doktrinde, işlemiş anapara faizlerinin anapara (asıl alacak) sayılması dolayısıyla, anapara faizine temerrüt faizi işletilmesinin (TBK.121/I) mümkün olduğu, ileri sürülmüştür (Aydoğdu/Ayan, s.240). Biz bu görüşe, ne hükmün lafzından ne de gerekçesinden böyle bir anlam çıkarılamayacağı için katılmıyoruz.

tarihten itibaren yatırımcıya faiz ödeneceğine ilişkin aksi yönde bir belirleme yapılmasını gerektirir. Zira anılan hüküm emredici değildir¹.

Yukarıda belirttiğimiz üzere, uygulamada ihraççıların yayımladıkları kamuyu aydınlatma belgelerinde temerrüt faizinden bahsedilmemektedir. Bu durumda yatırımcının talebi halinde ihraççının ödeyeceği temerrüt faizi oranı 3095 syl. Kanun 2 hükmüne göre belirlenecektir. Buna göre ihraççının ödeyeceği temerrüt faizi oranı kural olarak yıllık % 9 üzerinden hesaplanacaktır (3095 syl. Kanun 2/I)². Ancak burada ticari nitelikte bir temerrüt faizi söz konusudur. Dolayısıyla yatırımcı, T.C. Merkez Bankası’nın önceki yılın 31 Aralık günü kısa vadeli avanslar için uyguladığı faiz oranı³, yukarıda belirttiğimiz % 9’luk orandan fazla ise, bu oran üzerinden temerrüt faizi talep edebilir. Söz konusu avans faiz oranı, 30 Haziran günü önceki yılın 31 Aralık günü uygulanan avans faiz oranından beş puan veya daha çok farklı ise, yılın ikinci yarısında bu oran geçerli olur (3095 syl. Kanun 2/II). Bu oranın uygulanabilmesi için yatırımcının özel olarak talep etmesi gerekir. Bu anlamda “ticari faiz” talep edildiğinin bildirilmesi de yeterlidir⁴. Fakat sadece “temerrüt faizi” istenmişse, hakim re’sen ticari temerrüt

¹ bkz. **Barlas**, Temerrüt, s.176-178; **Helvacı**, Faiz, s.124; **Oğuzman/Öz**, s.509; **Kılıçoğlu**, s.636; **Eren**, s.1101.

² Burada uygulanacak oran için 3095 syl. K.1 hükmüne atıf yapılmaktadır. Bu hüküm uyarınca; “*Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanununa göre faiz ödenmesi gereken hâllerde, miktarı sözleşme ile tespit edilmemişse, bu ödeme yıllık yüzde oniki oranı üzerinden yapılır*” (f.1). “*Bakanlar Kurulu, bu oranı aylık olarak belirlemeye, yüzde onuna kadar indirmeye ve bir katına kadar artırmaya yetkilidir*” (f.2). Nitekim 19.12.2005 tarih ve 2005/9831 syl. Bakanlar Kurulu kararı ile (RG: 30.12.2005, S.26039) bu oran yıllık % 9 olarak belirlenmiştir ve 01.01.2006 tarihinden itibaren bu oran geçerlidir.

³ Halen avans işlemlerinde uygulanan faiz oranı yıllık % 10,50 olarak belirlenmiştir (T.C. Merkez Bankası’ndan yürürlük tarihi 14.12.2014 olarak duyurulan orandır. bkz. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/nmain+menu/para+politikasi/reeskont+ve+avans+faiz+oranlari>, Erişim: 07.3.2015).

⁴ **Oğuzman/Öz**, s.505. Doktrinde anılan talep şartının gerçekleşmiş sayılması için sadece “kanuni faiz” ya da “ticari faiz” istenilmesinin yeterli olmayacağı; talepte kısa vadeli avans faizi ibaresi kullanılmasa da, o anda geçerli olan avans faizi oranına yer verilmesi veya 3095 syl. K.2/II’ye açıkça atıf yapılarak burada öngörülen oran üzerinden faiz istendiğinin belirtilmesi gerektiği ileri sürülmüştür (bkz. **Barlas**, Temerrüt, s.155-156; **Arkan**, Ticari İşletme, s.78). Yargıtay da dava dilekçesinde “ticari temerrüt faizi”, “yasal ticari temerrüt faizi”, “reeskont faizi” gibi ibarelerin bulunması durumunda, avans faizi üzerinden faize karar verilmesini doğru bulmamakta ve yasal faiz olan % 9 üzerinden hesaplama yapılması gerektiğini ifade etmektedir. 2013 yılındaki yayınlanmamış bir kararında; “.....Davacı yan dava ve islah dilekçelerinde talep edilen alacağa temerrüt tarihinden itibaren ticari faiz uygulanmasına karar verilmesini talep etmiş, uygulanacak faiz türleri arasında ticari faiz türü olmadığından bu talebin yasal faize karşılık geldiği gözetilerek bir hüküm kurulması gerekirken mahkemece, 6100 sayılı HMK 26. maddesinde belirtilen taleple bağlılık ilkesine aykırı olarak hüküm altına alınan alacağa değişen oranlarda avans faizi yürütülmesine hükmedilmesi doğru değil ise de,.....“değişen oranlarda avans faizi” ibaresinin hükümden çıkarılarak yerine “yasal faiz” ibaresinin yazılmasına ve hükmün düzeltilen bu şekliyle

faizi (avans faizi) oranına hükmedemez. Bu hallerde temerrüt faizi yıllık % 9 oranı üzerinden hesaplanır¹. Ayrıca sermaye piyasası aracı notunda ilan edilen anapara faizi oranı, % 9 ya da avans faiz oranından daha yüksekse, bu durumda ihraççının ödeyeceği temerrüt faizi oranı bu oran üzerinden hesaplanır (3095 syl. Kanun 2/III; TBK.120/III).

§9. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ HAKLARI

I. ANAPARA VE FAİZ ALACAĞI HAKKI

A. GENEL OLARAK

Borçlanma araçları, bazı türlerde karma bir sözleşme içerisinde karşımıza çıksa da, esasında ihdas edilmelerinin gayesi (=ödünç fon temini) ile de uyum içinde olmak üzere, bir ödünç ilişkisinin temellendirdiği sermaye piyasası araçlarıdır. Bu ödünçün konusunu, kısa süreli fon ihtiyacı olan bankanın, anonim şirketin ya da diğer ihraççı kuruluşun, ihraç ettiği araçlar karşılığında tasarruf sahiplerinden belirli bir süreliğine topladığı paralar oluşturur. Dolayısıyla ödünç sözleşmesinin borçlu tarafını, tasarruf sahiplerinin ellerindeki parayı bir süreliğine kullanım hakkı² elde eden ihraççı kuruluş; alacaklı tarafını ise, nakit fonlarını borçlanma aracına yatırım yaparak değerlendiren yatırımcılar oluşturur.

Yatırımcılar ile ihraççı kuruluşlar arasında söz konusu olan bu ödünç ilişkisi, her ödünç sözleşmesi temeline dayalı ilişkide olduğu gibi, taraflarına birtakım haklar ve borçlar yükler. Buradaki ödünç ilişkisinin alacaklısı, KAP'ta ve ihraççının internet sitesinde, söz konusu ihraca ilişkin bilgiler arasında yer alan borçlanma aracı bedelini ödeyerek ihraççı kuruluşa ödünç veren yatırımcıdır. Ödünç alan kuruluş, her bir yatırımcıya vade sonunda borçlanma aracının anaparasını ve bazı durumlarda vade bitiminde anapara ile birlikte, kimi zaman da vade süresi içinde periyodik olarak faiz

ONANMASINA.....” şeklinde içtihatla bulunmuştur (19.HD., 23.10.2013, E.317, K.16447, **Aydoğdu/Ayan**, s.230-231, dn.450). Fakat kanaatimizce diğer borç ilişkilerinde alacaklının korunması ve bizim konumuz itibarıyla yatırımcının korunması prensibi gereği, “ticari temerrüt faizi” ibaresinin kullanımını yeterli görerek, bunu 3095 syl. Kanun 2/II'ye yapılan bir atıf saymak daha isabetli bir tutum olacaktır.

¹ **Arkan**, Ticari İşletme, s.78; **Oğuzman/Öz**, s.505.

² Ödünce konu teşkil eden şeylerin, ariyetten ve kiradan farklı olarak yalnız kullanma hakkı değil, mülkiyeti de devredilir. Zira ödünçün gayesi, ödünç alana kullanacağı bir sermaye sağlamaktır ve bu gaye ancak mülkiyetin ödünç alana geçmesiyle gerçekleştirilebilir. Ödünçün konusunun para veya misli eşya olması ve ödünç alanın aynen iade yükümlülüğü bulunmaması da mülkiyetin ödünç alana geçmesini gerektirir (**Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.298-299).

ödemekle yükümlüdür. İşte yatırımcının alacak hakkı, söz konusu anapara ve faiz alacaklarından oluşmaktadır.

Yatırımcıların sahip olduğu bu para alacağı hakkı, bazı borçlanma araçlarının iskonto esasına göre ihraç edilmelerine bağlı olarak, daha farklı bir yapı arz etmektedir. Söz konusu borçlanma aracı yatırımcıların para alacağı hakkının bir parçası olan faiz, ödünç temeline dayanan ve fakat iskonto esasına tabi olmayan araçlarda olduğu gibi nominal değer dışında değildir. Oysa iskontoya tabi olmayan araçlarda nominal değer, borçlanma aracı yatırımcısının vadede elde edeceği anaparayı ifade eder. Faiz alacağı da, bu değer dışında ve dönemsel aralıklarla kendisine ödenen bir meblağı karşılamaktadır. İskontolu borçlanma araçlarında ise yatırımcının anapara alacağı, iskontolu, yani indirimli borçlanma aracı bedeli tutarına eşit olmakta; faiz alacağı ise, ihraççı tarafından ilan edilen oran üzerinden hesaplanan ve vadede ödeneceği taahhüt edilen nominal değer elde edilmesi için gereken para tutarını ifade etmektedir.

Borçlanma aracı ihracının hukuki temelinde bir ödünç sözleşmesinin bulunduğu görüşünde¹ olduğumuza göre; ödünç alan ihraççı kuruluş, miktar ve nitelikte aldığına eşit aynı türden şeyleri geri verme borcu altındadır. Buna kısaca mislen geri verme borcu denir². İhraççının mislen geri vermekle borçlandığı şey ise, ihraç edilen ve yatırımcıların bedelini ödeyerek satın aldığı borçlanma aracı tutarı kadar olan paradır. Yani burada konusu para olan bir ödünç sözleşmesi söz konusudur. İhraççının mislen geri verme borcunu oluşturan toplam para tutarı ise, tüm yatırımcıların ihraççı kuruluşa karşı olan toplam ödünç alacağını oluşturur. Bireysel bazda her bir yatırımcı, aldığı borçlanma aracı miktarı oranında bu toplam ödünç alacağında bir paya sahip olmuş olur.

Burada bir hususa değinmemizde fayda vardır. Ödünç alan ihraççı kuruluşun mislen geri verme borcu, dolayısıyla yatırımcıların alacak hakkının doğumu, ödünç veren yatırımcıların teslim borcunu yerine getirmelerine bağlıdır³. İhraççı ile

¹ Özellikle tahviller ve bonolar gibi sıkça ihraç konusu olan borçlanma araçlarının temelinde ödünç sözleşmesi bulunduğu yönünde bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.628-629, N.1256a, 1261; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.403-404; s.411.

² **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.353; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.209; **Gümüş**, C.I, s.374; **Zevkliler/Gökyayla**, s.374.

³ **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.353; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.209.

yatırımcılar arasındaki bu para ödöncü ilişkisinde yatırımcıların teslim borcu ise, borçlanma aracı bedellerini nakit olarak veya kıymet blokesi yoluyla ödemektir. Yani borçlanma aracı ihracı işleminde taraflar arasındaki ödöncü sözleşmesinin hükümleri izahname ile saptanmakta ve çeşitli mecralarda (ihraçcının internet sitesi, KAP ve Türkiye çapında yayım yapan gazeteler) ilan edilmektedir. Yatırımcılar ile ihraççı arasındaki bu sözleşme bir tip sözleşmedir ve aynı tertipte çıkarılmış her borçlanma aracı, sahibine eşit haklar verir ve eşit borçlar yükler. Bu nedenle ihraççı ile herhangi bir borçlanma aracı sahibi arasında bu sözleşmeden başkaca özel hükümler kabul edilemez. Aksi halde ihraççı yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu söz konusu olur¹. Dolayısıyla borçlanma aracı ihracının bir para ödöncü sözleşmesi temeline dayanması ve bu tür sözleşmelerde genellikle kabul edilen itibari değer kuramının, yani para değerindeki değişmelerin ödöncü alanın geri verme borcunu etkilemeyeceğine ilişkin genel kuralın, sadece bazı yatırımcılar bakımından altın kaydı, yabancı para değer kaydı, değişen değer ölçeği² gibi sözleşme kayıtları³ ile değiştirilmesi mümkün değildir⁴. Ancak ihraçcının tüm bir tertibe ilişkin olarak bu tür değer düşmelerini önleyici klozlar öngörmesi ve bunu izahname ile ilan etmesi mümkün olabilir. Böylece borçlanma aracı yatırımcıları, banka garantisi dışında, enflasyona karşı alacak hakkının değerinin erimesini önleyici bir tedbir ile de korunmuş olurlar.

B. BORÇLANMA ARACI TÜRLERİNDE FAİZİN DÜZENLENME BİÇİMİ

Borçlanma Araçları Tebliği, ihraca ilişkin genel esaslara yer verdiği m.4 hükmünde; faiz, vade veya tür gibi ihraç koşullarının değiştirilerek araçların satışa

¹ Karş. **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.411. Her borçlanma aracı sahibi ile ihraççı arasında müstakil bir ödöncü sözleşmesi yapılmış olmakla beraber, borçlanma araçlarının satın alınması ile bütün araç hamilleri arasında belirli bir hukuki ilişki doğar. Borçlanma aracı hamili, ihraççı ile kendisi arasındaki sözleşmenin hükümlerini, tek başına ihraççı ile anlaşarak değiştiremez (Karş. **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.411-412).

² Değişen değer ölçeği kayıtları gereğince para borcu; ücret, geçim veya belli mal fiyatları endekslerine göre ayarlamalara tabi tutulur (**Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.357, dn.234).

³ Ödöncü veren, para değerindeki değişikliklere karşı korunmak için sözleşmeye altın kaydı, yabancı para değer kaydı, değişen değer ölçeği gibi kayıtlar koyabilir. Bu gibi kayıtların geçerli olup olmayacağı tartışmalı olmakla beraber, Yargıtay bir içtihadı birleştirme kararında altın değer kayıtlarının geçerli olduğunu belirtmiştir (19.02.1947, E.15-1/K.7, RG: 11.07.1947, S.6655). Doktrinin çoğunluğu da, altın veya yabancı para değer kayıtlarını geçerli saymaktadır. Keza değişen değer ölçeği kaydı da, esas kabul edilen endeksin sözleşme konusuyla ilgili bulunması ve spekülasyon amaçlar gütmemesi şartıyla geçerli sayılmaktadır (**Tandoğan**, Özel Borç, C. I/2, s.357-359, dn.239, 241 ve 242’de anılan yazarlar).

⁴ **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.355; 357 vd.

sunulmak istenmesi halinde, ihraç öncesinde izahnamenin onaylanması amacıyla Kurul'a başvurulması gerektiğini düzenlemiştir (f.3/b). Ayrıca tahvillerde faiz belirleme yöntemine ilişkin olup bonolarda da kıyasen uygulanacağı belirtilen (m.33) hükümde de, ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esasların, izahnamede açıkça belirtmek koşuluyla ihraççılarca belirleneceği ifade edilmiştir (m.14/II). Aynı şekilde PDT'lere ilişkin olarak da, izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilmesi kaydıyla PDT'nin dönüştürme tarihinde ödenecek olan faiz tutarının, nominal değere eklenerek dönüştürme işlemine tabi tutulabileceği belirtilmiştir (m.17/III). Bu Tebliğ'de yer almayan diğer borçlanma araçları arasında bulunan VİDMK'lere ilişkin III-58.1/Teb., VİDMK izahnamesi veya ihraç belgesinin onaylanması için ihraççılar tarafından Kurul'a sunulması gerekli bilgi ve belgeleri düzenlediği 3 No'lu Ek'inde, fon portföyü hakkında verilecek bilgiler arasında faiz oranına da yer vermiştir (m.2-3). Teminatlı menkul kıymetlere ilişkin olarak III-59.1/Teb.'in 1 No'lu Ek'inde de, teminatlı menkul kıymetin faiz oranının nasıl belirlendiğine veya belirleneceğine ilişkin açıklama, söz konusu borçlanma aracı izahnamesinin onayı için gereken belgeler arasında sayılmıştır (m.12). Gayrimenkul ve kira sertifikaları ise, yatırımcıların ödünç verdiği fonlar karşılığında faiz alacağı elde ettiği genel borçlanma aracı yatırımcısı profiline dahil olmadığı, gayrimenkul mülkiyeti ve gelirden payı oranında alma hakkı sağlayan borçlanma araçlarıdır. Bu nedenle ilgili Kurul Tebliğleri'nde faize ilişkin hükümler yer almamaktadır (III-61.1 ve VII-128.2/Teb.).

Görüleceği üzere, Kurul, gerek ihraca ilişkin genel esasları düzenlediği hükmünde, gerek tahviller –PDT ve DET'ler dahil– bonolar, VİDMK'ler ve teminatlı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelerinde, ödenecek faiz oranını tamamen ihraççının iradesine bırakmıştır. Yukarıda çoğu borçlanma aracı yatırımcısı ile ihraççı kuruluş arasında bulunduğunu belirttiğimiz ödünç ilişkisinin, koşulları izahname ile tespit edilmiş bir tip sözleşme olduğunu da ifade ettiğimize göre, buradaki faizin iradi veya sözleşmesel nitelikte olduğunu söylememiz mümkündür. Ancak ihraççı ile aynı tertibe ilişkin borçlanma aracı ihracının karşı tarafını oluşturan yatırımcılar arasında, koşulları tek taraflı olarak ihraççı tarafından belirlenen ve her bir yatırımcıya eşit hak ve borçlar yükleyen bir sözleşmesel bağ olduğu unutulmamalıdır. Dolayısıyla faiz oranı da bu bağlamda ihraççının tek taraflı iradesi ile belirlenen bir nitelik arz etmektedir.

Ayrıca daha önce belirttiğimiz üzere, örneğin bonolar gibi iskontolu araçların taşıdığı nominal değer, hukuki nitelikleri gereği, yani bunların iskonto esasına tabi menkul kıymet olmalarının sonucu olarak anapara ve faizi kapsamaktadır. Bu durumda, iskontolu bir borçlanma aracı olarak bonolar, tasarruf sahiplerine tespit edilen faiz oranı üzerinden indirimli satılacak, fakat vade sonunda bono nominal değeri kendilerine ödenecektir. Dolayısıyla bonolarda faiz tutarı, iskonto oranının kalan vade süresine uygulanması sonucu peşin faiz şeklinde hesaplanıp, satış sırasında anaparadan düşülmek suretiyle dolaylı olarak nakden ödenmiş olmaktadır¹.

C. ANAPARA VE FAİZ ALACAĞINA İLİŞKİN ZAMANAŞIMI

Bilindiği üzere TBK.146'ya göre, kanunda aksine bir hüküm bulunmadıkça, her alacak on yıllık zamanaşımına tabidir. Tahviller ve bonolarda olduğu gibi temeli tüketim ödücü sözleşmesine dayanan borçlanma aracı ihraçlarında, yatırımcıların ödünç konusu paraya ve bunun karşılığında taahhüt edilen faize ilişkin alacak haklarının zamanaşımı hususunda, banka niteliğindeki ihraççılar bakımından 5411 syl. Bankacılık Kanunu m.62, BDDK Kurul kararıyla yürürlüğe konulan Mevduat ve Katılım Fonunun Kabulüne, Çekilmesine ve Zamanaşımına Uğrayan Mevduat, Katılım Fonu, Emanet ve

¹ **Aytaç**, Banka Bonoları, s.49-50. Bu durum özellikle bankalarca ihraç edilen bonolar bakımından ve ülkemizdeki bankacılık mevzuatının tarihsel süreci bakımından özellik arz eder. Şöyle ki, 5411 syl. Bankacılık Kanunu ile bu Kanun öncesinde geçerli 4389 syl. Bankalar Kanunu'nun henüz yürürlüğe girmedeği dönemde bankaların tabi olduğu 3182 syl. Kanun, bankaların mevduata peşin faiz vermelerini yasaklamıştı (m.37/II). 4389 syl. Kanun'un yürürlüğü ile birlikte "mevduata peşin faiz vermeye ilişkin yasak" son bulmuştur. 5411 syl. Bankacılık Kanunu'nda da, bankaların mevduat kabulünde uygulanacak azami faiz oranlarını belirleme yetkisi Bakanlar Kurulu'na verilmiş ve peşin faiz yasağından söz edilmemiştir (m.144). Ancak söz konusu yasağın sürdüğü dönem itibarıyla, banka bonosu ihracına sadece kalkınma ve yatırım bankaları yetkiliydi ve bu bankalar bakımından bono ihracı ile toplanan fonlar zaten mevduat sayılmıyordu (m.13/IV). Bugün yürürlükte olan Kurul Tebliği uyarınca, tüm banka niteliğindeki kuruluşlar herhangi bir ayrıma gidilmeksizin bono ihracına yetkili kılınmıştır. Ancak mevduat toplama yetkisine haiz bulunan bankalar bakımından da bono ihracı işleminin hukuki niteliği mevduat olarak görülemez. Dolayısıyla peşin faiz yasağı 5411 syl. Bankacılık Kanunu'nda devam etmiş olsaydı dahi, bankaların iskontolu satış nedeniyle bono yatırımcılarına bir anlamda peşin faiz ödemesi hali, kanuna aykırılık teşkil etmeyecekti. 4389 syl. Kanun ile mevduata peşin faiz vermeyi yasaklayan 3182 syl. Kanun hükmünün kaldırılmış olmasını bu yasağın devam etmeyeceği olarak yorumlamayan; zira kanunun faiz oranlarını ve esaslarını belirleme yetkisini Bakanlar Kurulu'na verdiği ve Kurul'un bu yönde alacağı bir kararın da kanuna aykırı olmayacağını ileri süren görüş için bkz. Özgen, Eralp, "4389 Sayılı Bankalar Kanunu'nun Getirdiği Yeni Düzenlemeler, Açıklamalar, Değerlendirmeler", s.20 (http://www.tbb.org.tr/dosyalar/konferans_sunumlari/4389.pdf, Erişim: 09.03.2015).

Alacaklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik¹ m.8 hükmü ve 2308 syl. Kanun² hükümleri belirleyici olmaktadır.

5411 syl. Kanun 62’de; “*Bankalar nezdindeki mevduat, katılım fonu, emanet ve alacaklardan hak sahibinin en son talebi, işlemi, herhangi bir yazılı talimatı tarihinden başlayarak on yıl içinde aranmayanlar zamanaşımına tabidir. Zamanaşımına uğrayan her türlü mevduat, katılım fonu, emanet ve alacaklar banka tarafından hak sahibine ulaşılamaması halinde, yapılacak ilanı müteakiben Fona gelir kaydedilir*” ifadesi yer almaktadır. Yukarıda zikrettiğimiz yönetmeliğin 8. maddesi de; “(1) *Bankaların emanetinde bulunan hisse senedi ve tahviller, yatırım fonu katılma belgeleri, çek karnesi teslim edilmemiş dahi olsa çek karnesi verdikleri müşterileri adına açılan mevduat hesaplarında bulunan tutarlar, havale bedelleri, mevduat, alacak ve emanetlerin zamanaşımı süresi sonuna kadar işleyecek faizleri ile katılma hesabına ilişkin kâr payları da dahil olmak üzere her türlü mevduat, katılım fonu, emanet ve alacaklardan hak sahibinin en son talebi, işlemi, herhangi bir yazılı talimatı tarihinden başlayarak on yıl içinde aranmayanlar zamanaşımına uğrar.* (3) *İlan edilen zamanaşımına uğramış her türlü mevduat, katılım fonu, emanet ve alacaklardan Haziran ayının onbeşinci gününe kadar hak sahibi veya mirasçıları tarafından aranmayanlar, faiz ve kâr payları ile birlikte Haziran ayı sonuna kadar Fonun Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasındaki veya Fon Kurulu tarafından belirlenecek bankalar nezdindeki hesaplarına devredilir.....* (4) *Söz konusu mevduat, katılım fonu, emanet ve alacaklar, faiz ve kâr payları ile birlikte devir tarihi itibarıyla Fon tarafından gelir kaydedilir*”, hükümlerini havidir. 2308 syl. Kanun da, tahvillerin kanuni mazeret bulunmaksızın 5 yıllık zamanaşımına uğramış faiz ödemeleri ile 10 yıllık zamanaşımına uğramış tahvil bedellerinin, söz konusu süreler içinde tahsil edilmediği takdirde devlete intikal edeceğini düzenlemektedir (m.1/I).

Yukarıdaki hükümlerin birlikte değerlendirilmesinden çıkardığımız sonuç, bankalarca ihraç edilen, tahviller ve bonolar gibi temeli tüketim ödücü ilişkisine dayalı borçlanma araçlarında, yatırımcıların anapara alacağına ilişkin zamanaşımı süresi 10 yıl, faiz alacağında ise 5 yıldır. Anapara alacağı bakımından bu sürenin başlangıcı

¹ RG: 01.11.2006, S.26333.

² Şirketlerin Müruru Zamana Uğrayan Kupon Tahvilât ve Hisse Senedi Bedellerinin Hazineye İntikali Hakkında Kanun, RG: 26.06.1933, S.2437.

borçlanma aracı vadesinin dolduğu tarihtir (TBK.149/I). Sürenin hesaplanmasında zamanaşımının başladığı gün nazara alınmaz ve zamanaşımı ancak sürenin son günü kullanılmaksızın geçtiği takdirde gerçekleşir (TBK.151/I). Faiz alacağı bakımından zamanaşımı süresinin 5 yıl olduğunu ifade ettik. Bu husus TBK.147’de, 10 yıllık olağan zamanaşımı süresinin istisnası olarak düzenlenen, kira bedeli, anapara faizi ve ücret gibi dönemsel edimlerin 5 yılda zamanaşımına uğrayacağını düzenleyen genel kuralın tekrarı niteliğindedir. Dolayısıyla faiz ödemesi dönemsel ve kuponlara bağlı olarak gerçekleştirilen borçlanma araçlarında, yatırımcıların anapara faizi alacağı 5 yıllık zamanaşımına tabi olup, bu sürenin başlangıcı faiz ödeme tarihidir. Fakat bu durumda yatırımcının kök alacak olarak faiz alacağı, ödenmemiş olarak kalan ilk münferit faiz alacağının muaccel olduğu tarihten itibaren 10 yılda zamanaşımına uğrar (TBK.150/I;146)¹. Ayrıca faizin kuponlara bağlı olarak değil de anaparaya eklenerek ödendiği durumlarda da, dönemsel alacak söz konusu olmadığından 10 yıllık zamanaşımı süresi geçerlidir².

Bankalar dışındaki anonim şirket niteliği taşıyan diğer kuruluşlarca ihraç edilen borçlanma aracı yatırımcılarının anapara ve faiz alacakları bakımından, 2308 syl. K. hükümleri gereği, 10 yıllık ve 5 yıllık zamanaşımı süreleri geçerli olacaktır. Ancak faiz alacağına ilişkin 5 yıllık zamanaşımı süresinin sadece anapara faizine ilişkin olduğunu unutmamak gerekir. Eğer yatırımcının temerrüt faizi alacağı doğmuşsa, bu alacak 10 yıllık genel zamanaşımı süresine (TBK.146) tabi olacaktır. Ayrıca yatırımcının anapara alacağı zamanaşımına uğradığında, ona bağlı fer’i alacak niteliğindeki faiz alacağı da zamanaşımına uğrar (TBK.152). Dolayısıyla yatırımcının henüz faiz alacağına ilişkin zamanaşımı süresi dolmamış olsa dahi, anapara alacağı zamanaşımına uğradığında, faiz alacağı da zamanaşımına uğrayacaktır³.

¹ bkz. **Gümüş**, C.I, s.376.

² bkz. **Eren**, s.1289.

³ bkz. **Nomer**, Genel Hükümler, s.329-330.

II. DEĞİŞTİRME VEYA ALIM HAKKI

A. HAKKIN KAYNAĞI: ŞARTLI SERMAYE ARTIRIMI

Değiştirme veya alım hakkı, hukukumuza TTK'nın getirdiği bir yenilik olan şartlı sermaye artırımında, tahviller ve benzeri borçlanma araçları sahiplerine tanınmış olan yeni ihraç edilen payları edinmeye yönelik bir haktır. TTK.463 uyarınca, genel kurul, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara, esas sözleşmede değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinme hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilir (f.1). Burada yeni payları edinme hakkı verilecek kişiler arasında şirket çalışanları da zikredilmiştir. Konumuz kapsamında yer almadığından, biz sadece tahviller ve borçlanma aracı sahipleri bakımından söz konusu hakkı irdelleyeceğiz. Şu hususu belirtmek gerekir ki, borçlanma aracı sahipleri bakımından bu hakkın anlamını ve önemini kavrayabilmek, şartlı sermaye artırımını hakkında belirli bir ön bilgiye sahip olmamızı zorunlu kılar.

Şartlı sermaye artırımını, masraflı ve ağır işleyen genel kurul prosedüründen kurtulup hızlı olarak sermayeyi artırabilme ihtiyacını karşılayabilmek, değiştirilebilir tahvil uygulamasını mümkün ve sorunsuz kılmak için Alman doktrini tarafından geliştirilmiş bir çözüm yöntemidir. Bu yöntem derhal sermaye artışı sağlayan bir araç olmayıp, değiştirme/alım haklarının kullanılması halinde yeni payların ihracına imkan tanıyan bir uygulamadır¹. Genel kurulun aldığı kararla esas sözleşmede oluşturduğu dayanağa bağlı olarak ve değiştirme/alım haklarının kullanılması için tanınmış olan süre boyunca geçerli olup, değiştirme/alım hakları kullanıldıktan sonra esas sözleşmeden şartlı sermaye artırımının dayanağı olan hüküm çıkarılmaktadır. Yani şartlı sermaye artırımını, ancak esas sözleşmedeki dayanak yürürlükte olduğu sürece uygulanabilen geçici bir sermaye artırım yöntemidir².

Bu yöntemde değiştirme/alım hakkı sahipleri, esas sözleşme hükmü uyarınca, piyasa şartlarını uygun gördükleri anda, genel kurulun ve yönetim kurulunun onayı ya

¹ **Saraç**, Tahir, Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, 1. B., Ankara, (Nisan) 2009, s.28-29.

² **Saraç**, s.29, dn.83.

da kararına bağı olmaksızın haklarını kullanarak ortaklığın sermayesini yavaş yavaş ve sürekli biçimde yükseltmektedir¹. TTK'nın getirdiği önemli bir yenilik olan şartlı² sermaye artırımı, şirketlere hem farklı bir yoldan sermaye sağlama olanağı sunmakta, hem de sermaye teminine esneklik kazandırmaktadır. Borç para bulmak için değiştirme hakkı veren tahvil ihraç eden şirket, daha sonra tahvil sahiplerine nakit para ödemek yerine pay vererek yabancı sermayeyi özsermayesine dönüştürmektedir. Anılan nitelikte tahvil ihracının yaygınlaşması için, değiştirme hakkının kullanılması karşılığında verilecek paylar konusunda herhangi bir sorun yaşanmaması gerekir. İşte şartlı sermaye artırımı sayesinde, tahvil ve benzeri borçlanma araçları sahiplerine verilecek payların kolayca temin edilmesi mümkün olabilmektedir³. Şartlı sermaye artırımı sisteminde, sermaye uzunca bir süre içinde, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin bu haklarını kullanmalarıyla birlikte damla damla artmaktadır⁴. Bu sistem sayesinde hem yeni menkul kıymetler yaratılmakta, hem de şirketin finansmanında etkili yeni bir araca yer verilmiş olmaktadır. Şartlı sermaye artırımı, ihtiyaç doğrultusunda pay ihracını mümkün kıldığından, şirketler değiştirme/alım hakları kullanıldığında verilmek üzere, sürekli olarak pay hazır bulundurma yükümlülüğünden kurtulmuş olmaktadır. Ayrıca bu sistem sadece şirketin değil, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin menfaatine de hizmet etmektedir. İlgili hak sahipleri kendileri için en uygun zamanı bekleme ve haklarını kullanacakları zamanı bizzat belirleme şansına sahip olmaktadır⁵.

¹ **Biçer**, s.48.

² TTK.463'te bu sermaye artırımı türü için neden "şartlı" kavramının kullanıldığı konusunda herhangi bir açıklama yapılmamıştır. Ancak bu türün "şartlı" olarak nitelendirilmesinin nedeni, sermayenin ne kadar veya ne zaman artacağına önceden tahmin edilememesi ve başkalarının bu yönde irade beyanında bulunmalarının gerekli olmasıdır. Yani burada şarta bağlanan unsur, esas sermayenin artırılması için değiştirme veya alım hakkına sahip kişilerin bu haklarını kullanmalarıdır. Buna karşın sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararı şartlı değildir. Genel kurul herhangi bir şarta bağı olmaksızın sermayenin artırılabilmesi miktarı gösterir. Daha sonra sermaye, değiştirme veya alım haklarının kullanıldığı anda ve ölçüde artar. Yani şartlı sermayenin yükseltilmesinde yönetim kurulunun da genel kurulun da bir etkisi yoktur (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.32; **Biçer**, s.50). Şartlı sermaye artırımında "şarta" bağı olan husus genel kurulun artırımı kararı veya değiştirme/alım haklarının kullanımı olmayıp, yalnızca sermaye artırımının (yönetim kurulunca) uygulanması, yani yeni payların çıkarılmasıdır (**Moroğlu**, Erdoğan, Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, 2. B., İstanbul, (Şubat) 2003, s.33; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s.30). Başka bir deyişle bu yöntemde yeni payların ihracıyla nihai olarak sermayenin artırılması, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz bir davranışa (şart), yani değiştirme/alım haklarının kullanımına bağlanmıştır (**Saraç**, s.30).

³ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.19.

⁴ Gereke, TTK.463.

⁵ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.28-31.

Değiştirme/alım hakkı sahiplerinin yeni paylardan alma hakları, en erken genel kurul kararının ticaret siciline tesciliyle doğar¹. İktisap edecekleri yeni paylar ise, pay bedellerini ödedikleri anda doğmaktadır (TTK.468/III). Pay bedellerinin nakit olarak ödenmesi halinde, banka tarafından ödemenin kontrolü ve onayından sonra; pay bedellerinin takas (mahsuplaşma) yoluyla ödenmesi halinde ise takas beyanında bulunulduğu tarihte esas sermaye kesin biçimde artmış ve pay sahipliği hakları doğmuş olur. Değiştirme/alım hakkının kullanılması ve pay bedellerinin ödenmesi sonucunda², hak sahibi olan kişi kesinlikle pay sahibi olur³. Genel kurulun artırım kararının ticaret siciline tescilinden sonra, artık genel kurul bu karara aykırı hiçbir karar alamaz. Böylece değiştirme/alım hakkı sahiplerinin yeni payları alma hakları, daha bu hakların kendilerine tanındığı anda teminat altına alınmış olmaktadır⁴. Şartlı sermayenin belirli bir süreyle sınırlı olmayıp geniş bir zamana yayılması da korumanın etkisini artırmaktadır⁵. Dolayısıyla ihraççı kuruluşu finanse eden borçlanma aracı yatırımcılarına tanınan değiştirme/alım hakkının, yatırımcının korunmasını hedef alan mevzuatımızda güvenli ve etkin kullanımı son derece önemlidir. Güvenli ve etkin kullanımın adresi ise, yatırımcıların iradesine bırakılmış ve böylece kendi menfaatlerine uygun olan piyasa koşullarında ve uygun bir zamanda yeni payları edinme hakkını

¹ Sicile tescil, değiştirme/alım haklarının her kullanılışında değil, ancak daha sonra belirli bir günde toplu olarak yapılır. Bununla beraber sermaye, değiştirme/alım haklarının kullanıldığı ve sermaye borcunun takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda ve ölçüde kendiliğinden artmış olur (TTK.463/II). Bu nedenle sicildeki kayıt belirli bir süre için gerçek durumu yansıtmaz. Yani sicilde tescil edilmiş sermaye miktarı ile şirketin mevcut sermayesinin tutarı, değiştirme/alım haklarının kullanılmasından dolayı farklı olabilir. Ancak bu husus şartlı sermayenin bir özelliğidir. Değiştirme/alım hakları kullanılabilirdiği sürece sermaye katı değil, değişkendir (**Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1796-1797).

² Pay bedellerinin ödenmesi doğrudan şirket sermayesinde bir fazlalık yaratacağından, ödenmiş sermaye ile ticaret siciline tescil edilmiş olan sermaye ve hatta şartlı sermaye artırım kararı arasında da bir farklılık oluşur. Bu yüzden fiili durumla tescil edilmiş hukuki durumu uyumlu hale getirmek ve üçüncü kişilerin yanılgısını önlemek amacıyla, yılda en az bir kez, şirket esas sözleşmesindeki esas sermaye ile ilgili hükümler, yönetim kurulu tarafından tescil edilmek üzere ticaret siciline bildirilir (TTK.470-471). Dolayısıyla çıkarılan payların sicile bildirilmesi açıklayıcı niteliktedir (**Saraç**, s.35).

³ **Saraç**, s.35.

⁴ **Moroğlu**, Esas Sermaye, s.33-34. Şartlı sermaye sistemini karakterize eden temel özelliklerden birinin değiştirme hakkının teminat altına alınması ve bu hakkın güvenle kullanılabilmesi olduğu görüşü için bkz. **Biçer**, s.49.

⁵ **Biçer**, s.50. Şirket, değiştirme veya alım hakkı sürelerini uzun tutmak suretiyle sermayenin artırılması sürecini oldukça geniş bir zamana yayabilir. Bu durum hak sahiplerine haklarını kullanmak için uygun anı bekleme ve piyasalarda oluşabilecek kısa süreli dalgalanmalara karşı korunma imkanı sağlar (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.35-36).

sağlayan ve genel kurula bunun aksine hareket imkanı tanımayan şartlı sermaye artırım sistemidir.

B. DEĞİŞTİRME HAKKI

Değiştirme hakkı, tahviller ve benzeri borçlanma araçlarına bağlanmış, sahibinin tek taraflı iradesiyle bu borçlanma aracını şirket payı ile değiştirmesini sağlayan bir haktır. Bu hak yenilik doğurucudur. Tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının alacaklısı, sadece bu araçların sağladığı anaparanın ve faizin değil, şirketin payını elde etmeye ilişkin beklentinin de hamilidir. Yenilik doğurucu hakkın kullanımı sonucu alacak ile pay bedeli takas edilmiş olur. Hukukumuz bu hakkı tüm tahvil sahipleri için değil, sadece değiştirilebilir tahviller için öngörmüştür¹. Değiştirme hakkına sahip olan kişi, tahvil bedelinin ödenmesi veya tahvillerinin yerine pay verilmesi hususunda tercih yapabilmektedir. Değiştirme hakkını kullanıncaya kadar şirket alacaklısı durumunda iken, hakkını kullandıktan sonra bu sıfatını kaybeder ve pay sahibi olur². Değiştirme hakkı ekonomik ve hukuki yönü bulunan bir haktır. Değiştirme hakkının kullanılması ekonomik bakımdan, tahvil ihracı sayesinde sağlanan yabancı sermayenin öz sermayeye dönüşmesini sağlar. Hakkın hukuki yönü ise, hem hukuk düzenince tanınıp korunması, hem de hakkın kullanımının anonim şirketin esas sermayesinin artmasını sağlamasıdır. Şirket sermayesi kullanılan değiştirme hakkı oranında ve o anda artmış olur. Yani şirket sermayesini artırma yetkisi değiştirme hakkı sahibinin iradesine bağlıdır. Artık şirketin sermaye artırımına etkisi mevzu bahis olmaz.

¹ Gerekçe, TTK.463/I. SPK'nın II-31.1 syl. Borçlanma Araçları Tebliği'nde değiştirilebilir tahvil (DET) ve paya dönüştürülebilir tahvil (PDT) şeklinde bir ayırım yapılmıştır (m.3/d ve l). DET, bir başka şirketin paylarını iktisap hakkı verdiğinden, bu tahvilin içerdiği hak değiştirme hakkı olarak nitelendirilirken; PDT ise, ihraç eden şirketin kendi paylarını iktisap hakkı tanınması bakımından, bu tahvilin içerdiği hak dönüştürme hakkı olarak nitelendirilmiştir. Ancak bizim de haklı bulduğumuz görüş uyarınca, Tebliğ'de her ne kadar iki farklı nitelendirme söz konusu olsa da, özü itibarıyla aynı nitelikte bir hakkın var olduğu kabul edilmelidir. Çünkü değiştirme veya dönüştürme olsun, her iki hakkın kullanımı da payların iktisabı ile sonuçlanmaktadır. Yani gerek DET'de gerekse PDT'de, başka nitelikteki bir menkul kıymetin (tahvil), tamamen farklı nitelikte haklar sağlayan bir başka menkul kıymetle (pay) yer değiştirmesi söz konusudur (**Saraç**, s.40-41, dn.143). Dolayısıyla değiştirme hakkı kavramı, hem pay ile değiştirme hem de paya dönüştürmeyi kapsayacak şekilde anlaşılmalıdır (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.44-45).

² **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.44.

Böylece normalde genel kurula ait olan sermayeyi artırma yetkisi, değiştirme hakkı sahiplerine geçmiş olur¹.

Değiştirme hakkının kullanımı, tek taraflı ve varması gerekli bir irade beyanıyla mümkündür². Değiştirme hakkı aynı zamanda takas beyanını da kapsar. Zira tahvil sahibinin elde ettiği yeni payların bedelleri, değiştirilebilir tahvillerden doğan alacak hakkıyla ödenmektedir. Ancak değiştirme hakkının kullanımıyla birlikte, değiştirilebilir tahvil sahibinin alacağıyla ilgili talepleri ve bununla bağlantılı ikincil (feri) hakları –örneğin faiz– da düşer. Değiştirme hakkı yenilik doğurucu nitelikte olduğundan, talebin gerçekleşmesi anonim şirketin onayına bağlı değildir³.

C. ALIM HAKKI

Alım hakkı, yalnızca şartlı sermaye artırım sonucunda oluşacak paylar üzerinde kullanılabilen, hak sahibine yeni çıkarılacak paylar üzerinde katılma taahhüdünde bulunma hakkı tanıyan bir ön sözleşmeden doğan ve şirketi tek taraflı yükümlülük altına sokan, payları belli bir süre içinde ve belli bir fiyata aslen iktisap etme hakkı şeklinde tanımlanabilir⁴.

Değiştirme hakkında, hak sahibi para alacağının geri ödenmesi yerine, ihraç şartlarında belirlenmiş değiştirme oranına uygun olarak yeni payların ihracını talep yetkisine sahiptir. Yani tahvil alacaklısı konumunda olan değiştirme hakkı hamili, esas itibarıyla anapara ve faizini almaya veya bunun yerine şirketin payını almaya yönelik beklentinin hamilidir⁵. Buna karşılık alım hakkı bulunan tahvillerde ise (opsiyonlu tahvil), hak sahibinin tahvil alacağının geri ödenmesi talebi yanında, belirlenen şartlarda yeni payları alma hakkı vardır. Başka bir deyişle, değiştirme hakkı sahibi ya anapara+faiz veya pay alma olanağına sahipken, alım hakkı sahibi hem anapara+faiz hem de kararlaştırılan bedeli ödeyerek pay alma olanağına sahiptir. Ayrıca alım hakkı opsiyon senedine bağlanıp tahvilden bağımsız olarak borsada işlem görebilir. Oysa

¹ **Saraç**, s.41-42.

² İrade beyanının varması gerekli karşı taraf bir bankadır. Zira değiştirme hakkının kullanılması halinde söz konusu olacak taahhüdün ifası, para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla gerçekleştirilir (TTK.468/II).

³ **Saraç**, s.42.

⁴ **Saraç**, s.38-39.

⁵ Gerekçe, TTK.463/I.

değiştirme hakkı tahvilden ayrılamaz ve ayrı bir menkul kıymet olarak düzenlenemeyeceğinden borsada işlem görmesi mümkün değildir. Son olarak, değiştirme hakkının kullanımıyla alacaklı sıfatı sona erip pay sahipliği kazanılırken, alım hakkı bağımsız bir menkul kıymet şeklinde tedavül edebileceğinden, alacaklı sıfatı olmayan biri de bu hakkı kullanarak pay sahibi sıfatını kazanabilir¹.

D. DEĞİŞTİRME VEYA ALIM HAKKININ HUKUKİ NİTELİĞİ

Değiştirme veya alım hakkı yenilik doğurucu nitelikte bir haktır². Buna bağlı olarak da sermaye, değiştirme/alım haklarının kullanıldığı ve sermaye borcunun takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda ve ölçüde kendiliğinden artmış olur (TTK.463/II).

Değiştirme/alım hakkının kullanılması ve pay bedelinin ödenmesi sayesinde, şirketin esas sermayesi yetkili üçüncü kişinin tek taraflı iradesiyle yükselmektedir. Değiştirme/alım hakkı sahipleri haklarını kullanıncaya kadar şirket alacaklısı sıfatına sahipken, haklarını kullanmalarıyla birlikte pay sahibi sıfatını kazanmaktadırlar. Yani anılan hakların kullanımı yeni bir hukuki statü yarattığından, kanımızca bu hakların kurucu yenilik doğurucu olarak nitelendirilmesi doğru bir yaklaşım olmuştur³. Öte yandan doktrinde değiştirme hakkının hukuki niteliğine ilişkin değişik görüşler ortaya atılmıştır. Değiştirme hakkı sahibinin, anapara ve faizi almak ile elindeki tahvili payla değiştirme konusunda bir tercih yapma hakkı olduğundan yola çıkan bir görüş, seçimlik borç⁴ nitelendirmesinde bulunmaktadır⁵. Seçimlik borçta, yetkili kişi seçim hakkını kullanmakla borcun konusunu oluşturan birden fazla edimden hangisinin ifa edileceğini belirlemiş olur. Bu durumda diğer edimler ortadan kalkar. Seçim hakkı kural olarak

¹ **Saraç**, s.48-49.

² Gerekçe, TTK.463/I.

³ **Saraç**, s.43.

⁴ TBK.87'ye göre, birden çok edimi içermekle birlikte, hukuki ilişkiden ve işin özelliğinden aksi anlaşılmadıkça, borçlunun bunlar arasından seçeceği bir tek edimi yerine getirmekle yükümlü olduğu borca seçimlik borç denir (**Eren**, s.962; **Kılıçoğlu**, s.599; **Antalya**, s.43). Seçimlik borçta borcun konusu olacak edim sözleşmenin yapıldığı sırada belirli olmayıp, sadece belirlenebilir durumdadır (**Hatemi**, Hüseyin/ **Gökyayla**, Emre, Borçlar Hukuku Genel Bölüm, 2. B., İstanbul, 2012, s.210).

⁵ Bu görüş uyarınca hak sahibi değiştirme anında bir seçim hakkına sahiptir. Bu anda pay alma yönünde bir tercihte bulunursa şirkete ortak olacaktır. Eğer değiştirme zamanında değiştirme hakkını kullanmazsa, zımnen seçim hakkını kullanmış olacak ve vadede anaparayı ve faizleri talep edebilecektir (**Erdem**, Değiştirilebilir Tahviller, s.709).

borçluya ait olmakla birlikte, alacaklıya ya da üçüncü bir kişiye de tanınabilir¹. Seçimlik borcun bu özelliğinden dolayı değiştirme hakkını bu nitelikte kabule imkan yoktur. Zira edimlerden birinin baştan belli olması, anaparanın borçlanılmış ve faizlerin ödeniyor olması, değiştirme hakkının seçimlik borç olarak nitelendirilmesine engeldir². Bir diğer görüş ise değiştirme hakkının hukuki niteliğini yedek edim yetkisi (*facultas alternativa*) ile açıklamaya çalışmaktadır. Burada esasında bir tek esas edim borçlanılmıştır. Bununla beraber alacaklı ya da borçlu, bu esas edim yerine geçmek üzere diğer bir edimi teklif ve talep etme yetkisine sahiptir. İşte bu görüş, tahvilin payla değiştirilmesini esas edim olarak kabul eder ve tahvil sahibi bu hakkını kullanmak istemezse, bu esas edim yerine geçmek üzere anapara ve faizleri talep edebilir³.

Bu iki görüşten birinin tercihi, önemini imkansızlık halinde göstermektedir. Seçimlik borçta edimlerden birisinin borcun doğumundan sonra, fakat seçim hakkının kullanılmasından önce imkansızlaşması halinde, tarafların kusuru yoksa borcun konusu diğer edim olur. Yedek edim yetkisinde ise, asıl edimin ifası borçlunun kusuru olmaksızın imkansız hale gelirse, onun yerine yedek edim geçmez. Aksine borç ilişkisi sona erer ve alacaklı yedek edimin ifasını isteyemez⁴. Tüm bu açıklamaların ardından, değiştirme hakkını yenilik doğurucu⁵ ve beklemece hak olarak niteleyen görüşler, kanımızca bu hakkın hukuki niteliğini en iyi biçimde ortaya koymaktadır. Değiştirme hakkı sağlayan bir tahvil sahibi, şirketin paylarını elde etmeye yönelik beklentinin hamilidir⁶. Değiştirme hakkı sahibi, tek taraflı olarak iradesini açıklayarak borçlu

¹ **Eren**, s.962; 964.

² **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.51; **Tekinalp**, Esaslar, s.65.

³ **Tekinalp**, Esaslar, s. 65; **Erdem**, Değiştirilebilir Tahviller, s.708.

⁴ **Erdem**, Değiştirilebilir Tahviller, s.708.

⁵ Doktrinde yenilik doğurucu hak görüşünü savunanlar arasında da farklılık olduğu göze çarpmaktadır. **Kubilay**, değiştirme hakkının değiştirici yenilik doğurucu bir hak olduğu görüşündedir. Yazara göre değiştirme hakkına sahip olan kişi, bir tahvile sahip olmanın yanında, önceden belirlenmiş bir tarihte kullanabileceği değiştirici yenilik doğuran bir hakka da sahip olmaktadır (**Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.54). **Saraç** ise bu hakkın sermayeyi değiştirici özelliğinden ziyade, hak sahiplerini pay sahibi haline getirmesi daha büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla değiştirme hakkının kullanımı yeni bir hukuki statü (pay sahipliği) yaratmaktadır. Bu nedenle anılan hakkı kurucu yenilik doğurucu olarak nitelenmek daha doğru bir yaklaşımdır (**Saraç**, s.43). Kanımızca, önemli olan değiştirme hakkının yenilik doğurucu bir hak olarak nitelenmesi ve bunun sonucu olarak hak sahibinin tek taraflı iradesiyle alacaklı konumunda iken pay sahibi sıfatını kazanmasıdır. Aynı zamanda bu hakkın kullanıldığı anda ve ölçüde, şirket sermayesinin kendiliğinden artması sonucunun doğmasıdır. Bu hususların tespitiyle birlikte yenilik doğurucu niteliğin kabulü yeterli olup, değiştirici ya da kurucu yenilik doğurucu ayrımına ilişkin tartışmanın, hakkın niteliğine ilişkin son tahlilde bir farklılık oluşturmayacağı düşüncesindeyiz.

⁶ **Tekinalp**, Esaslar, s.63; **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.54; Gerekçe, TTK.463/1.

şirketin ödeme yükümlülüğünde değişiklik yapar. İrade açıklanıncaya dek şirketin borcu ödünç paranın geri ödenmesi iken, irade açıklandıktan sonra pay vermeye dönüşür¹.

E. DEĞİŞTİRME VEYA ALIM HAKKININ KULLANIMI, MUHATABI VE KONUSU

1. Hakkın Kullanımı

Değiştirme/alım hakkının nasıl kullanılacağı hususundan önce, kimlerin bu hakka sahip olduğunun tespiti gerekir. TTK.465/I-c’de, şartlı sermaye artımına ilişkin genel kurul kararının dayanağını oluşturan esas sözleşmede, değiştirme veya alım hakkından yararlanabilecek grupların² belirtilmesi gereğinden söz edilmiştir. Ancak grupların belirlenmesi, bu gruplarda yer alan hak sahiplerinin tek tek açıklanmasını gerektirmez. Hak sahibi kategorilerinin açıklanması yeterlidir. Ayrıca bu hakkın tanınacağı tahvil ve diğer borçlanma araçlarına seri numarası verilmesi yerinde olacaktır. Bunun dışında borçlanma araçlarının itibari değeri, vadesi, değiştirme hakkı ve değiştirme süresi gibi gerekli nitelikleri de açıklanmalıdır. Ancak bunların faiz fiyatının, ihraç tarihinin ve diğer durumlarının açıklanmasına lüzum yoktur³. Değiştirme/alım hakkından yararlanacak gruplara verilecek payların maksimum sayısı da tespit edilmelidir⁴.

Değiştirme/alım hakkı sahiplerinin yeni çıkarılan paylardan iktisap edebilmeleri, pay sahiplerinin rüçhan (yeni pay alma) haklarının⁵ kaldırılmasını zorunlu

¹ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.46.

² Gruptan kastedilen, şartlı sermayeden yararlanabilecek kişi topluluklarıdır. Yani tahviller ve benzeri borçlanma aracı alacaklılarıdır. Bu konuda bir esas sözleşme hükmü örneği de şu şekilde verilebilir: Şirketin veya şirketin bağlı şirketi olan X’in.....yılında çıkaracağı değiştirilebilir tahvillerin sahipleri, gibi. Bu haklardan yararlanacak olanların isim isim belirtilmesi pratik olmadığı gibi, genel kurul kararının verildiği anda bu kişilerin tek tek gösterilmesi de imkansızdır (**Biçer**, s.85-86; **Saraç**, s.237).

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1802; **Biçer**, s.86.

⁴ **Biçer**, s.86.

⁵ Esas sermaye sisteminde esas sermayenin, kayıtlı sermaye sisteminde başlangıç sermayesi veya çıkarılmış sermayenin artırılması, yeni payların ihdası yoluyla olur. Bu durumda her pay sahibinin, yeni çıkarılan payları mevcut paylarının sermayeye oranına göre alma hakkı söz konusudur (TTK.461/I). İşte rüçhan hakkı, çıkarılan payları pay sahibi olmayanlara göre öncelikli olarak alabilme hakkıdır (**Karahan/Bozgeyik**, Şirketler, s.650). Rüçhan hakkı konusunda detaylı bilgi için bkz. **Yıldız**, Şükrü, Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul, 1996, s.77 vd.

kılar¹. Ancak rüçhan hakkının tamamen kaldırılması pay sahipleri için zararlı sonuçlar doğurabileceğinden², kanun koyucu pay sahiplerini korumak amacıyla, şartlı sermaye artırımında ihraç edilen değiştirme/alım hakkı içeren tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının, öncelikle mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilmesi gereğini düzenlemiş, yani pay sahiplerine önerilmeye muhatap olma hakkı tanımıştır (TTK.466/I)³. Bu hak, şartlı sermaye artırımı sisteminde mevcut pay sahiplerini korumak için ihdas edilmiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır ve şirketin öneride bulunma zorunluluğundan doğar. Bu hak sayesinde pay sahibi yeni pay alma hakkını dolaylı bir şekilde korumuş olur⁴. Ancak önerilmeye muhatap olma hakkı, haklı sebeplerin varlığında kaldırılabilir veya sınırlandırılabilir (TTK.466/II). İşte bu durumda önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılmasına karar vermeye yetkili olan genel kurul, bu hakları belirli kişilere tahsise de yetkilidir. Dolayısıyla genel kurul bu kararıyla aynı zamanda değiştirme/alım hakkı sahiplerinin çevresini de belirlemiş olmaktadır⁵.

Değiştirme/alım hakkının kullanım şekline ilişkin olarak hem TTK'da hem de Borçlanma Araçları Tebliği'nde hükümler bulunmaktadır. Öncelikle söz konusu hak, tek taraflı, karşı tarafa (bankaya)⁶ ulaşması gerekli bir irade beyanı ile kullanılır⁷. Değiştirme ve alım hakları, esas sözleşmenin şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükmüne gönderme yapan yazılı bir beyanla⁸ kullanılır¹. Mevzuat, ihraç izahnamesinin

¹ TTK.461/I ve II'de düzenlenen rüçhan hakkının, kanunun sistematigi ve lafzı incelendiğinde, sadece olağan ve kayıtlı sermaye artırımında geçerli olduğu, dolayısıyla şartlı sermaye artırımında bu hakkın mevcut olmadığı anlaşılmaktadır. Bunun böyle olması doğaldır. Zira bu sermaye artırımında pay alabilecek kişiler sınırlı sayıda belirlendiğinden, mevcut pay sahiplerine çıkarılacak yeni payları öncelikle alma hakkı tanınması, sistemin temel yapısına ters düşerdi (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.37).

² Şartlı sermaye yöntemi ile sermaye artırımında pay sahipleri zarara uğrarlar. Çünkü pay sahiplerinin rüçhan hakları kaldırılır. Pay sahipleri yeni payları alamadıklarından şirketteki katılma oranları düşer, teknik terimle sulanır (Gerekçe, TTK.466/I).

³ Önerilmeye muhatap olma hakkına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Saraç**, s.174 vd.; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.139 vd.; **Biçer**, s.231 vd.; **Pulaşlı**, Hasan, "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Batider, C.XXIII, S.4, 2006, s.45 vd.

⁴ Gerekçe, TTK.466/I.

⁵ **Saraç**, s.236-237.

⁶ Değiştirme/alım hakkının kullanılması halinde söz konusu olacak taahhüdün ifası, para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla gerçekleştirilir (TTK.468/II).

⁷ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.64; **Saraç**, s.277.

⁸ Hakkın yazılı beyanla kullanımı koşulunu klasik anlamda yazılı şekil olarak aramak, günümüzün ilerleyen bilgi teknolojileri nedeniyle uygun değildir. Burada kanun koyucunun amacı, hak sahibinin işin bilincinde olarak hakkını kullanması, beyanın muhatapları açısından da hakkın kullanılıp kullanılmadığının ispatlanmasıdır. Kanun koyucunun bu amacı, günümüz teknolojilerinde mobil

yayımlanmasını gerekli gördüğü takdirde, buna da göndermede bulunulur (TTK.468/I). Hakkın kullanımına ilişkin beyan tek taraflı olduğundan, bu beyanın şirketçe kabul edilmesi gerekmez. Yenilik doğurucu haklar bir kez kullanılmakla sona erdikleri için, değiştirme veya alım beyanında bulunulduktan sonra, bu beyandan dönülemeyeceği gibi, beyan şarta da bağlanamaz².

Değiştirme/alım hakkı içeren tahviller veya benzeri borçlanma araçları öncelikle pay sahiplerine önerilmiyorsa, yani önerilmeye muhatap olma hakkı kaldırılmış ise, esas sözleşme değiştirme/alım hakkının kullanım şartlarını göstermelidir (TTK.465/II). Söz konusu şartlardan en önemlisi, hakkın kullanım süresidir³. Sürenin belirlenmiş olması, hak sahibinin şirket alacaklısı sıfatını hangi ana kadar pay sahipliğine dönüştürebileceğini, şirketin de hangi süreden sonra yapılmış değiştirme bildirimlerini kabul etmeme hakkına⁴ sahip olduğunu belirlemek açısından önemlidir¹.

imza, elektronik imza, e-posta, e-mail, kısa mesaj, telefon vb. iletişim araçlarının da bankalarca kayıtlarının tutulması nedeniyle, sesli ve görüntülü pek çok iletişim aracı yoluyla karşılanabilir. Bu nedenle kanundaki yazılı terimini, ispat fonksiyonunu yerine getirecek her türlü yöntemi içine alacak şekilde geniş yorumlamak gerekir (**Saraç**, s.279; **Biçer**, s.175, dn.598).

¹ Gönderme ile kastedilen, sadece esas sözleşme hükmüne ilişkin madde numarasının belirtilmesi değildir. Somut olaya uygun olarak kullanılan hak, değiştirilecek veya alınacak payın cinsi, sayısı, itibari değeri, varsa grubu, çıkarma bedeli vs. hakkında beyanda bulunulmasıdır. Yazılı beyan geçerlilik şartıdır, esas sözleşme hükmüne yapılan göndermenin içeriği ise, kullanılan hakkın şirketçe belirlenebilmesine yardımcı olan bir unsurdur. Yollamalardaki eksikliklere rağmen kullanılan hak belirlenebiliyorsa beyan geçersiz olmaz, aksi halde hukuki sonuç doğurmaz. Başka bir deyişle eksiklik ve aksaklıklar esas noktalarda olmamalıdır (Gerekçe, TTK.468/I).

² **Saraç**, s.277; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1796.

³ Değiştirme hakkının kullanılabilmesi zaman aralığının belirlenmesinde, ihraççı şirket ile hak sahibinin menfaatleri çoğunlukla örtüşmez. Tahvil sahibi hakkını yerine getireceği en doğru zamanı seçme konusunda geniş bir serbestiye sahip olmak ister. Bu kişi açısından tahvilini payla değiştirebileceği sürenin uzun olması, değiştirme tarihine kadar faiz getirisinden yararlandığı düşünüldüğünde, onun menfaatinde. Buna karşılık sürenin uzun tutulması, şirket sermayesi bakımından belirsizliğe yol açar. Ayrıca sermaye piyasasındaki dalgalanmalar veya şirketin ekonomik durumunun kötüleşmesi, payların borsada değer kaybetmesi ve hakkın hiç kullanılamaması sonucunu doğurabilir. Dolayısıyla ulaşılmak istenen amaca göre hakkın kullanım süresi uzun veya kısa tutulabilir. Örneğin bir an önce sermaye sağlamak isteyen şirketler, kısa bir kullanım süresi belirlemek isterler (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.65).

⁴ Tahvilin payla değiştirilmesi yönündeki irade, ihraççı şirketçe belirlenmiş olan sürede beyan edilmezse, şirketin gecikmiş irade beyanlarını reddetme hakkı vardır. Ancak İsviçre’de şirketlerin değiştirme hakkı için tanıdıkları süreleri tek taraflı uzatarak, gecikmiş değiştirme taleplerini kabul ettikleri görülmektedir. Bu durumda, belirlenen sürenin dolmasından sonra değiştirme hakkını kullanmak isteyen tahvil sahiplerine karşı eşit işlemden bulunulması hususu son derece önem arzeder. Dolayısıyla şirketin değiştirme taleplerinin bir kısmını kabul edip, bir kısmını sürenin dolması nedeniyle reddetmesi mümkün değildir. Ayrıca değiştirme hakkını zamanında kullanan tahvil sahipleri, süre geçtikten sonra haklarını kullananlara göre dezavantajlı duruma sokulmamalıdır. Aksine bir uygulama hakkaniyete aykırıdır (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.66). Kanaatimizce, şirketin menfaati söz konusu olduğunda yönetim kurulu hakkın kullanım süresini uzatabilmeli ve bu

Borçlanma Araçları Tebliği uyarınca PDT ve DET'lerin içerdiği değiştirme/dönüştürme hakları, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra kullanılabilir (m.17/II; m.24/II). Görüldüğü üzere, 365 günlük süreye uymak şartıyla ihraççı şirkete kullanım zamanını tespitle takdir yetkisi tanınmıştır. Ancak PDT sahiplerinin 10 iş gününü geçmeyecek şekilde, belirlenen dönüştürme süresi içinde ihraççı şirkete dönüştürme talebinde bulunmaları gerekir. Ayrıca hakkın kullanılabilmesi için talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 gün önce ihraççı tarafından KAP'ta özel durum açıklaması yapılmalıdır (m.20/II,a; m.21/II). Değiştirme hakkının kullanımında da bu açıklama aynı sürede yapılmalı (m.28/II); ayrıca değiştirme hakkını kullanmak isteyen DET sahipleri, izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce ihraççıya bildirimde bulunmalıdırlar (m.29/II).

2. Hakkın Yöneltileceği Muhatap

TTK'da değiştirme ve alım hakkına ilişkin beyanın kime yöneltileceği, başka bir deyişle hakkın muhatabının kim olacağı belirtilmemiştir. Ancak anılan hakkın sahibi olan tahvil ve benzeri borçlanma aracı hamilleri ile ihraççı şirket arasında bir sözleşme ilişkisi bulunduğu², hakkın muhatabı tabiatıyla şirkettir. Nitekim TTK.468/I hükmü gerekçesi, bu hususta açıklık olmasa da beyanın şirkete yöneltilmesinin doğru olacağını belirtmektedir. Ancak mevzuatımızda hakkın kullanımının, yani tahvil ya da diğer bir borçlanma aracının payla değiştirilmesi işleminin bir aracı kuruluş tarafından yerine getirilmesi esası kabul edilmektedir. TTK.468/II hükmü uyarınca, taahhüdün ifası para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla³ gerçekleştirilir⁴. Borçlanma Araçları Tebliği uyarınca da PDT ve DET'lere ilişkin

değişiklik hak sahiplerine yöneltilmiş yeni bir icap niteliğinde kabul edilmelidir. Ancak yönetim kurulu sürenin uzatılması sonrasında keyfi davranmamalı, aynı durumdaki hak sahiplerine eşit davranmalı ve süre sınırlı tutulmalıdır. Sürenin sınırlı tutulmaması, hatta süre bittikten sonra yönetim kurulunun talepleri kabul etmesi birtakım spekülatif hareketlere neden olabilir ve değiştirme hakkını süresinde kullananlar ile şirketin menfaatlerini zedeleyebilir. Bu nedenle yönetim kurulu ancak sınırlı şekilde süreyi uzatabilmeli ve süre geçtikten sonra yapılan talepleri kabul etmemelidir (bkz. **Biçer**, s.167-168).

¹ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.64.

² bkz. Üçüncü Bölüm, §8, I.

³ Nakit ödemelerin doğrudan şirkete yapılması mümkün değildir. Aksi halde yapılan ödemeler geçersiz olur. Aynı şekilde takas için de doğrudan şirkete başvurulamaz (**Pulaşlı**, Sermaye Artırımı, s.86).

⁴ Hakkın kullanımında değiştirme/alım beyanının şirkete yöneltilmesi, fakat sermaye borcunun ifasının banka aracılığıyla yapılması birtakım karışıklıklara yol açabilir. Bu karışıklık, hakkın

olarak yapılacak talep toplama ve bildirim işlemlerinin yetkili kuruluş¹ vasıtasıyla yapılması zorunludur (m.20/III; m.27/III).

Kanun burada değiştirme/alım hakkının kullanımı neticesinde elde edilecek pay bedelinin ödenmesine ilişkin koşullara uygunluğun incelenmesi görevini bankaya bırakmıştır. Banka, bir alımı veya değiştirmeyi gerçekleştiren temsilci² konumundadır. İnceleme sonucunda, ifanın somut olayda gerçekleşmiş olduğu kararını şirket değil banka verdiği için, ifa konusu payın oluşumunda bankanın işlevi son derece önemlidir³. Bankanın taahhüdün ifasını kabul edebilmesi için esas sözleşme hükmünü, hak sahibinin beyanını incelemesi ve yeni payların verilmesine ilişkin koşulların gerçekleşip gerçekleşmediğine karar vermesi gerekir. Yani bu konuda bankaya sorumluluk yükleyen özel bir inceleme yükümü öngörülmüştür. Banka olumlu sonuca varınca, beyanda belirtilen payları değiştirme ve/veya alım hakkı sahibinin tasarrufuna hazır hale getirirken bedeli de şirkete alacak yazar. Kendisini alacaklandırmışsa, esas sermaye sistemindeki sermaye artırımının aksine para bloke edilmez ve şirketin kullanımına hazır hale gelir⁴. Bankanın inceleme yükümlülüğünün dışında kalan konularda takdir yetkisi yoktur. İncelemenin ardından banka tarafından onayın açıklandığı anda⁵ paylar oluşur. Sermaye borcu takas yoluyla yerine getiriliyorsa, takas beyanının alındığı anda sermaye yükselmiş olur⁶. İhraççı şirketin temsilcisi olan banka, aynı zamanda ödemenin kontrolünü yapan tek mercidir ve sermaye de ancak ödemediği sonra doğrudan

kullanımına ilişkin beyanın da bankaya yapılması suretiyle giderilebilir ve böylece süreç basitleştirilmiş olur (**Biçer**, s.176; **Saraç**, s.278). Zira TTK'da beyanın yapılacağı yere ilişkin emredici bir hüküm öngörülmemiştir (bkz. Gerekçe, TTK.468/I).

¹ Yetkili kuruluş, Kurul'ca SerPK.37 hükmü uyarınca bu Tebliğ'de sayılan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere yetkilendirilmiş yatırım kuruluşlarını ifade eder (Borçlanma Araçları Tebliği m.3/p). SerPK.37'de sayılan yatırım hizmetleri arasında, sermaye piyasası araçlarının halka arzında gerçekleştirilen satışa aracılık faaliyetleri de bulunmakta ve yatırım kuruluşları bu kanunda aracı kurumlar ve bankalar da dahil yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunan kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır (m.3/v).

² Bankanın konumu hakkında farklı nitelendirmeler bulunmaktadır. İsviçre Hukukunda, banka ile şirket arasında vekalet ilişkisinin bulunduğu ve dolayısıyla bankanın vekil konumunda olduğu; Alman Hukukunda ise daha ziyade bankanın temsilci konumunda olduğu kabul edilmektedir. Bankanın tahvilleri veya opsiyonları şirket adına ve hesabına piyasaya sunması ve bu işlemde bir komisyon alması doğrudan temsildir. Ancak bankanın kesin olarak şirketten devaldıktan sonra piyasaya sunması halinde banka dolaylı temsilci konumundadır. Zira banka kendi adına bu işlemi yapıyor görünmektedir. Ancak elde ettiği bedeli şirkete aktaracaktır (**Saraç**, s.278, dn.246).

³ Gerekçe, TTK.468/II.

⁴ Gerekçe, TTK.468/II.

⁵ Bankanın taahhüdün ifasını kabul etmesiyle ilgili paylar sahibinin tasarrufuna bırakılırken, pay sahipliği hakları da kullanılabilir hale gelir (Gerekçe, TTK.468/III).

⁶ **Biçer**, s.221.

artmaktadır. Bu çerçevede banka, özellikle beyanın esaslı noktalarda bir eksiklik içerip içermediği, hak sahipleri tarafından beyanda bulunulup bulunulmadığı, ödemenin bu kimselerce veya bunların adına yapılıp yapılmadığı, ödemenin eksiksiz olup olmadığı ve ödemenin kullanılan değiştirme/alım hakkının karşılığını oluşturup oluşturmadığı hususlarını denetleme yükümlülüğü altındadır. Banka yürüttüğü bu işlemlere ilişkin bir rapor tutar ve tedavüle çıkarılan yeni payların, kendisine verilen talimat doğrultusunda, hak sahiplerinin uhdesine geçmesini sağlar. Kendisine ulaşan yazılı değiştirme/alım beyanlarını da şirkete teslim etme yükümlülüğü altındadır¹.

Gerekçede bankanın hatasının çıkarılan payların geçerliliğini etkilemediği, böyle bir hatanın ayrıntılı ve kapsamlı sonuçlarının içtihadı ve öğretiyeye ait olduğu belirtilmiştir². Biz de bu konuda doktrinde haklı olarak ileri sürüldüğü gibi, bankanın, şartlar oluşmadığı için reddedilmesi gereken bir değiştirme/alım beyanını kabul etmesinin, ilgili hak sahiplerinin pay sahibi olmasına engel olamayacağı kanaatindeyiz. Şartlara aykırı olduğu halde banka talebi kabul eder ve değiştirme/alım hakkı sahibi de pay sahibi olursa, şirketin uğradığı zararlardan dolayı bankanın genel hükümler uyarınca sorumluluğu söz konusu olur. Bu sorumluluğun dayanağı ise şirketle banka arasında yapılmış olan sözleşmedir³.

Son olarak değiştirme/alım hakkı sahiplerinin karşısında topluluk şirketleri bulunması halinde ne olacağı meselesi üzerinde de durmamız gerekir. Borçlanma Araçları Tebliği'nde değiştirme/dönüştürme hakkının topluluk şirketlerine karşı kullanılıp kullanılamayacağı düzenlenmemiştir. Ancak Tebliğ'de PDT'ler ihraççı şirketin paylarına dönüştürme hakkı veren, DET'ler ise payları borsalarda işlem gören diğer şirketlerin paylarıyla değiştirme hakkı veren borçlanma araçları şeklinde tanımlanmıştır (m.3/d ve l). Ancak başka şirketlerin paylarının nasıl elde edileceğine ve bu şirketlerin ihraççı şirketle topluluk şirketi ilişkisinin bulunup bulunamayacağına ilişkin herhangi bir düzenlemeye Tebliğ'de rastlanmaz.

¹ **Saraç**, s.301-302.

² Gerekçe, TTK.468/II.

³ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.69 ve dn.130; **Saraç**, s.302; **Biçer**, s.221.

TTK.463'te ise, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden¹ alacaklı olanlara yeni paylardan edinme hakkının verilebileceği açıkça kabul edilmiştir. Buna göre topluluk şirketlerinden biri tarafından ihraç edilen DET'leri elinde bulunduranlara, şirketlerden herhangi biri tarafından şartlı sermaye artırımını çerçevesinde çıkarılacak paylardan verilebilir. Bu durumda hakim şirketçe ihraç edilen tahvili elinde bulunduran alacaklı, bağlı şirketin paylarını alabileceği gibi; bağlı şirketin tahvilini elinde bulunduran da hakim şirketin paylarını bu yolla iktisap edebilecektir².

3. Hakkın Konusu

a. Önceki Tahvil ve Borçlanma Araçları

TTK.463/I'de, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanların değiştirme veya alım hakkına sahip oldukları belirtilmiştir. Hükmün lafzından, sadece şartlı sermaye artırımını çerçevesinde ihraç edilen tahviller ve benzeri borçlanma araçlarının değiştirme/alım hakkının konusunu oluşturacağı anlamı çıkmaktadır. Ancak hükmün gerekçesinde, eskiden çıkarılmış, yani halen dolaşımda bulunan tahvil ve diğer borçlanma araçları sahiplerine değiştirme/alım hakkının tanınıp tanınmayacağı, öğreti ile yargı kararlarına bırakılmış ve bu hususun İsviçre'de tartışmalı olduğu belirtilmiştir³.

İsviçre'de çoğunluğun görüşü, şartlı sermaye artırımını kararından önce çıkarılmış tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının da değiştirme/alım hakkının konusunu oluşturacağı yönündedir⁴. Bu görüşün savunucularının iddiasına göre, “yeni”

¹ Değişik ülkelerde konzern, grup/topluluk, bağlı şirketler/bağlı topluluk gibi farklı terimlerle ifade edilse de, kanun koyucumuz “şirketler topluluğu” terimini tercih etmiştir. Bir şirket diğer bir şirketi veya şirketleri, oy çoğunluğu veya diğer hakimiyet araçları ile kontrol ediyorsa, şirketler topluluğundan söz edilir (Gerekçe, TTK.195 ila 209. maddelerle ilgili genel açıklamalar). Şirketler topluluğu hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Okutan Nilsson**, Gül, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul, 2009, s.67 vd.; **Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.295 vd.; **Karahan/Giray**, Şirketler, s.127 vd.

² **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.67; **Biçer**, s.178; **Saraç**, s.120-121.

³ Gerekçe, TTK.463/I.

⁴ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.69, dn.133'te anılan yazarlar. Aksi görüşte olan *Kendigelen*'e göre ise, TTK.463/I'in “yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları” şeklindeki lafzı böyle bir ihtimali ortadan kaldırdığı gibi, TTK.465/III hükmünde de şartlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme hükmünün tescilinden önce tanınan değiştirme/alım haklarının batıl sayılacağına belirtilmesi, eski tahviller ve benzeri borçlanma araçları sahiplerine değiştirme/alım hakkı

terimi tesadüfen kanuna girmiştir ve olağan durumu açıklamaktadır. Dolayısıyla halihazırdaki tahvil veya benzeri borçlanma araçları için sonradan değiştirme/alım hakkı tanınmamasını haklı gösterecek bir gerekçe bulunmamaktadır¹. Hukukumuzda *Pulaşlı* da, mevcut tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının hakkın kapsamına alınmasının, yeni çıkarılan tahvil ve benzeri borçlanma aracı alacaklılarının opsiyon ve değiştirme haklarının ihlali anlamına gelmediğini; bu nedenle sermaye artırım kararından önce ihraç edilmiş borçlanma araçlarının da yeni çıkarılan paylarla değiştirilebileceğini ileri sürmüştür².

Bu hususta bizim düşüncemiz, eski tahvil ve borçlanma araçlarını da hakkın konusu kapsamında kabul etmenin, şarta bağlı sermaye artırım sisteminin amacına daha uygun olduğu yönündedir. Çünkü bu yöntem şirketlere sermaye temin etmede esneklik sağlamak amacıyla kabul edilmiştir. Eski tahvil ve benzeri borçlanma araçlarına nakit olarak eldeki parayı ödemek yerine, değiştirme/alım hakkı tanıyarak şirketin borcunu (yabancı sermayeyi) özsermayeye dönüştürmek şirket için daha avantajlıdır. Bu nedenle eski ve yeni alacaklılar arasında fark yaratmak anlamsız olacaktır³. Ancak daha önceki tahvil ve borçlanma aracı sahiplerinin değiştirme/alım haklarını sınırsız olarak kullanabilecekleri düşünülmemelidir. Daha önce çıkarılan tahvil ve borçlanma araçları ile şartlı sermaye sisteminin kabulüyle ihraç edilen tahvil ve borçlanma aracı tutarı toplamının, şartlı sermaye miktarının yarısını geçmemesi gereklidir (TTK.464/I)⁴.

b. Benzeri Borçlanma Araçları

TTK'da şartlı sermaye artırımından yararlanacak alacaklılar arasında sadece tahvil sahipleri sayılmamış, tahvil benzeri borçlanma araçlarından doğan alacaklıların da değiştirme/alım hakkının konusu olabileceği, başka bir deyişle anılan alacaklılara da değiştirme/alım hakkı tanımak suretiyle şartlı sermaye artırımına gidilebileceği düzenlenmiştir (m.463/I). Ancak kanunda “benzeri borçlanma araçları” kavramından ne

tanınmasına engeldir (**Kendigelen**, Abuzer, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. B., İstanbul, 2012, s.373).

¹ **Saraç**, s.122, dn.106; **Biçer**, s.147.

² **Pulaşlı**, Sermaye Artırımı, s.46.

³ **Saraç**, s.122, **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.70.

⁴ Zira sermayenin bir organ kararıyla artırılabilmesi temel kuralının istisnası, bir sınıra bağlanmak zorundadır. Şirketin sermayesi üçüncü kişiler (değiştirme/alım hakkı sahipleri) tarafından sınırsız olarak artırılamaz (Gerekçe, TTK.464/I).

anlaşılması gerektiğine ilişkin bir düzenleme bulunmadığı gibi, gerekçede de buna dair herhangi bir açıklama yapılmamıştır.

Herşeyden önce bu ifadenin, şirketin her türlü alacaklısının şartlı sermaye artırımını çerçevesinde alacağını payla değiştirmesinin mümkün olduğu anlamını çıkarmak doğru değildir. Ancak belli özellikleri taşıyan borçlanma araçlarının değiştirme/alım hakkının konusunu oluşturacağı kabul edilmelidir¹. Kanımızca hükümde geçen “tahviller veya benzeri borçlanma araçları” ibaresi bize yol gösterici olacaktır. Burada öncelikle tahvilin menkul kıymet niteliği, halka arzının ve ikincil piyasalarda işlem görmesinin mümkün olduğu gibi özellikler dikkate alınmalı, değiştirme/alım hakkı tanınacak “benzeri borçlanma aracı”nın da anılan özelliklere sahip olması aranmalıdır. Dolayısıyla bu bağlamda şirketin bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde söz konusu olan her türlü borçlanmasının değiştirme/alım hakkının konusunu oluşturamayacağı düşüncesindeyiz². Zira aksinin kabulü halinde değiştirme/alım hakkının kapsamı son derece genişletilmiş olacak ve şirketten adi nitelikte bir alacağı olan kişiler dahi bu hak sayesinde pay sahibi olabileceklerdir. Böyle bir durumun ise şirket ve pay sahiplerinin menfaatini zedeleyeceği aşikardır. Kanun koyucunun şartlı sermaye sistemini benimsemesindeki amaç, sadece şirkete esnek bir sermaye sağlama alternatifi sunmak olup, şirketin ve pay sahiplerinin menfaatine aykırı durumların bu amaç içinde düşünülemeyeceği ortadadır.

Yukarıda belirttiğimiz menkul kıymet niteliğine bağlı özellikler dışında, değiştirme/alım hakkının konusunu oluşturacak “benzeri borçlanma araçları”nın taşınması gerekli birtakım temel unsurlar söz konusudur. Herşeyden önce bu aracın içerdiği alacağın kolayca tespit edilebilmesi gerekir. Ancak bunun için, mevzuatımızda menkul kıymet ve borçlanma araçları için kaydileştirmenin esas olduğu düşünüldüğünde, kıymetli evrak niteliğinde yazılı bir senedin varlığı aranmaz. Öte yandan bu alacağın para alacağı olması gerekir. Zira değiştirilebilir tahviller nedeniyle halka arz veya tahsisli satış söz konusu olduğunda, tam ve nakden ödeme ilkesi

¹ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.74.

² Bu konuda aksini savunan görüş, benzeri borçlanma araçlarının tahvillerle ortak özelliklere sahip olması koşulunu aramamakta, şirketin bir banka veya kredi kurumundan orta vadeli borçlanması durumunda da bir borçlanma aracının varlığının söz konusu olabileceğini belirtmektedir (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.75).

geçerlidir (TTK.504/I; SerPK.12/I). Bu nedenle benzeri borçlanma aracına ilişkin borcun da aynı bir unsurla ödenmesi mümkün değildir. İkinci olarak benzeri borçlanma aracına tanınan değiştirme/alım hakkının esas sözleşmede düzenlenmesi gerekir. Üçüncü ve son unsur ise, bu aracın içerdiği alacağın takas edilebilmesidir¹. TTK’da ise borçlanma aracı kavramı tanımlanmamış, sadece tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler ile diğer borçlanma senetleri denilmek suretiyle sınırlı bir sayım yapmaktan haklı olarak kaçınılmıştır². SerPK’da sadece menkul kıymetin bir türü olarak yer verilen borçlanma araçları (SerPK.3/o-2), Kurul’ca yayımlanan Tebliğ’de; ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahviller, PDT ve DET’ler, bonolar, kıymetli maden bonoları ve niteliği itibariyle borçlanma aracı olduğu Kurul’ca kabul edilecek sermaye piyasası araçları, şeklinde ifade edilmiş ve yine kavramın tanımlanmasından kaçınılmıştır (Borçlanma Araçları Tebliği m.3/c).

Tebliğ’de örnek kabilinden sayılan bonoları ve kıymetli maden bonolarını, “benzeri borçlanma araçları” kapsamında değerlendirmemiz gerekir. Bono ve kıymetli maden bonoları, nominal değerinin vadesinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, kısa vadeli menkul kıymetlerdir (Borçlanma Araçları Tebliği m.3/b ve ı). Bir alacağın söz konusu olması, menkul kıymet niteliğinde olmaları, halka arz edilerek veya edilmeksizin satılabilmeleri, genel kurul kararıyla çıkarılabilmeleri ve ikincil piyasada işlem görebilmeleri gibi özellikleri dikkate alındığında, bono ve kıymetli maden bonoları ile tahviller arasında benzerlik olduğu açıkça görülebilmektedir. Ancak

¹ **Biçer**, s.181-182. Takastan söz edilebilmesi için karşılıklı bir alacaklılık durumu mevcut olmalıdır. Oysa tahvil şirket için borç, tahvil sahibi açısından alacak yaratır. Yani burada tek yönlü bir alacak söz konusudur. Takasın olabilmesi için şirketin de alacaklı olması gerekir. Bunu sağlamanın yolu ise değiştirme/alım hakkının tahvil sahibine tanınması ve hakkın kullanılmasıdır. Böylece tahvil sahibinin şirketin paylarından alması ve dolayısıyla şirkete ortak olması söz konusu olur. Bunun doğal sonucu olarak ortağın almış olduğu pay bedellerini ödeme borcu doğar ki, bu şirket açısından bir alacaktır. Böylece şirket ile tahvil sahibi arasında karşılıklı alacaklılık şartı gerçekleştiğinden, takastan bahsedilebilir. Dolayısıyla değiştirme/alım hakkı tanınan benzeri borçlanma araçlarına ilişkin ödeme de, hak sahiplerinin alacağıyla takas edilme yoluyla gerçekleşmektedir (**Saraç**, s.127-128).

² Kanaatimizce kavramın yasa ile tanımlanmaması yerinde olmuştur. Zira borçlanma araçlarının çoğunlukla işlem gördüğü piyasa sermaye piyasasıdır. Bu piyasa ise oldukça dinamik ve değişken bir yapıya sahiptir. Bu nedenle bu piyasada kullanılabilecek araçların, piyasanın değişen yapısı ve ihtiyaçları doğrultusunda SPK tarafından her zaman düzenlenebilmesi mümkün kılınmış (SerPK.3/ş; Borçlanma Araçları Tebliği m.34) ve böylece kavramın yasada tanımlanması halinde kapsamla ilgili yapılabilecek haklı eleştirilerin önüne geçilmiştir (bkz. **Saraç**, s.124).

tahvillere nazaran bonolar daha kısa vadeli ve iskonto esasına tabi¹ araçlardır (Borçlanma Araçları Tebliği m.31/I).

Bizim de katıldığımız görüş² uyarınca, TTK.463'teki "benzeri" terimiyle ifade edilmek istenen, benzeri araçlarla borçlanmanın tahvil şeklindeki borçlanmanın temel özelliklerini taşıması gerektiğidir. Dolayısıyla benzeri borçlanma terimi dar yorumlanmamalı ve birebir tahvilin tüm özelliklerini taşıması şartı aranmamalıdır. Zira bu durum sermaye artırım uygulamalarının dar bir çerçeveye sıkışmasına neden olur. Bu nedenle klasik tahvillerin tüm özellikleri değil, şartlı sermaye artırımının amacı ve pay sahiplerinin korunması bakımından önem taşıyan özellikleri dikkate alınarak "benzeri borçlanma aracı" kavramının kapsamı çizilmelidir. Dolayısıyla menkul kıymet niteliği taşımayan adi borç senetleri, kambiyo senetleri veya borç sözleşmeleriyle sağlanan borçlanmalar için şartlı sermaye artırımını yapılmamalı, değiştirme/alım hakkı söz konusu borçlanmalar için tanınmamalıdır. Yukarıda açıkladığımız nedenlere ek olarak, pay sahiplerinin ve şirketin korunması da bunu gerektirir. Çünkü menkul kıymetler genel kurul kararıyla çıkarılabildiklerinden, bu tür borçlanma araçları üzerinde genel kurulun bir denetim ve kontrol yetkisi vardır. Oysa diğer borçlanmaların ve kredilerin yönetim kurulu kararıyla gerçekleştirilmesi mümkündür. Bu nedenle menkul kıymet niteliği bulunmayan diğer borçlanmaları değiştirme/alım hakkının kapsamına dahil etmek, genel kurulun denetim yetkisini ortadan kaldırmak anlamına gelir.

III. BAĞIMSIZ BÖLÜM MÜLKİYETİNİ, SATIŞ TUTARINI TALEP VE GELİRDEN PAY ALMA HAKLARI

Bu başlık altında ele alacağımız haklar, borçlanma aracı yatırımcılarından bir grubu temsil eden gayrimenkul sertifikası hamillerinin sahip olduğu haklardır.

¹ TTK.504'te iskonto esasına dayanan senetler de tahviller ile birlikte düzenlenmiştir. Dolayısıyla iskonto esasına dayanan bonoları, nitelikçe tahvillerle "benzer" kabul edebilmek mümkündür.

² **Saraç**, s.126-127.

A. BAĞIMSIZ BÖLÜM MÜLKİYETİNİ TALEP ETME HAKKI

1. Hakkın Genel Çerçevesi, Kullanım Şekli ve Korunması

Bilindiği üzere gayrimenkul sertifikaları; bir gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini¹ veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden menkul kıymetlerdir (VII-128.2/Teb.3/i). Tebliğ’de sertifika ihraççıları yerine getirmekle yükümlü olduğu asli ve tali edimlerden bahsedilmiştir (VII-128.2/Teb.3/b ve p). Asli edim, ifa süresi içinde izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde, ihraççı tarafından sertifika sahipleri adına mülkiyetin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesidir (m.3/b). Anılan Tebliğ hükmünde ihraççı yükümlülüğü olarak belirlenen bu husus, sertifika sahipleri açısından bir hak olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bakımdan yatırımcıların söz konusu hakkını asli edimi talep hakkı olarak da ifade etmek mümkündür.

Yatırımcılar, sertifika ilişkisinde belirlenen vadenin dolmasıyla ve yeterli sayıda sertifikaya sahip olmak koşuluyla, gayrimenkul projesindeki bağımsız bölümlerden birinin mülkiyetini talep etme hakkına sahip olurlar². Sertifika sahiplerinin hakları şahsi nitelikte bir haktır. Sistemin temel amacı ise, sertifika sahiplerinin sahip oldukları sertifika değerlerinin karşıladığı bağımsız bölümlere malik olmalarını sağlamaktır. Bu husus, kendilerine, seçecekleri bağımsız bölümün bedeli sertifika ile ödenmek üzere satın alma hakkının tanınmasını gerektirmektedir³.

Sertifika sahibi yatırımcılar, asli edim talebi olarak da ifade ettiğimiz bu haklarını, asli edim kullanım süresi⁴ içinde ihraççıya veya yetkili kuruluşa iletirler. Yatırımcılar, asli edim ifa süresi⁵ içerisinde almak istedikleri bağımsız bölümlerin

¹ Bağımsız bölüm; 23/6/1965 tarihli ve 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu’nda tanımlanan ana gayrimenkulün ayrı ayrı ve başlı başına kullanılmaya elverişli ve Kat Mülkiyeti Kanunu hükümlerine göre bağımsız mülkiyete konu olan bölümlerini, ifade eder (VII-128.2/Teb.3/d).

² **Özcan**, s. 241-242.

³ **Erten**, Ali, “Gayrimenkul Sertifikaları”, SPK 15. Yıl Sempozyumu, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1998, s.225.

⁴ Asli edim kullanım süresi, ilk günü gayrimenkul sertifikasının borsada işlem görme tarihinden önce olmamak üzere asgari olarak proje bitiş tarihinden önceki 10 iş günü olarak ihraççı tarafından belirlenir. İhraççı ayrıca, proje bitiş tarihinden önce belirleyeceği diğer tarihleri de izahname veya ihraç belgesinde açıklamak suretiyle, asli edim kullanım süresine dahil edebilir (VII-128.2/Teb.7/I).

⁵ Asli edim ifa süresi, asli edim kullanım süresinin bitimini izleyen 10 iş gününü aşmayacak şekilde belirlenir. İhraççının asli edim kullanım süresine dahil ettiği proje bitiş tarihinden önceki kullanım

gerektirdiği sayıda¹ gayrimenkul sertifikasını ihraççının hesaplarına aktarmak² ve gerekli olması durumunda şerefiyeyi³ ödemek; ihraççı ise izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde yatırımcı adına bağımsız bölümlerin mülkiyetinin devrine ilişkin hukuki işlemleri tamamlamak zorundadır. İhraççı, birden fazla yatırımcının aynı bağımsız bölümü talep etmesi durumunda hangi yatırımcıya öncelik verileceğini izahname veya ihraç belgesinde belirler. Böyle bir belirlemenin yapılmamış olması durumunda zaman önceliği esas alınır. Ayrıca birden fazla yatırımcı, paylı mülkiyet esasları çerçevesinde bağımsız bölümün mülkiyetini talep edebilir (VII-128.2/Teb.7/II ve III).

Bağımsız bölüm mülkiyetini talep hakkının, izahname veya ihraç belgesinde belirlenen asli edim ifa süresi çerçevesinde proje bitiş tarihinden önce talep edilmesi durumunda, bağımsız bölümün tapuda devir işlemi yapılır veya ihraççı ile yatırımcılar arasında asli edimin yerine getirilmesi amacıyla gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi imzalanır ve bu sözleşmeden doğan hak tapu kütüğüne şerh edilir⁴ (VII-128.2/Teb.7/VI-a). Tebliğ ile böyle bir düzenleme kabul edilmezden evvel, doktrinde *Oğuzman*⁵ tarafından da sertifika sahiplerine bağımsız bölümler için iştirâ (alım) hakkı tanınması ve bunun tapuya şerh verilmesi hususu dile getirilmişti. Yazar, sertifika sahiplerine tanınacak böyle bir hakkın, tek taraflı beyanla onları bağımsız bölümün alıcısı durumuna getireceğini ve tapu siciline şerh verilerek de üçüncü kişilere karşı etkili kılınabileceğini ifade etmişti (TMK.736). Bu hak sertifika sahiplerine üçüncü kişi yararına sözleşme (TBK.129) kurumundan yararlanılarak tanınmalıydı. Böylece inşaat

süreleri için izahname veya ihraç belgesinde açıklanmak koşuluyla farklı ifa süreleri belirlenebilir (VII-128.2/Teb.7/V).

¹ İhraççı, elinde yeterli sayıda gayrimenkul sertifikası bulunmamasına rağmen asli edimi kullanmak isteyen yatırımcılar için, izahname veya ihraç belgesinde açıklanmak koşuluyla kredi kullanım veya nakit ödeme imkanı sağlayabilir (VII-128.2/Teb.7/X).

² Asli edimin yerine getirilebilmesi için ihraççı hesaplarına aktarılan gayrimenkul sertifikaları üzerinde herhangi bir haciz, rehin hakkı veya benzeri kısıtlayıcı hakların bulunmaması gerekir (VII-128.2/Teb.7/IV).

³ Gayrimenkul projesinin bağımsız bölümlerine ilişkin belirli bir alan birimini temsilen gerçekleştirilecek ihraçlarda, ihraççı tarafından asli edimin yerine getirilmesi sırasında aynı alan birimine sahip bağımsız bölümler arasında blok, kat, cephe ve malzeme farklılıkları gibi nedenlerle şerefiye talep edilebilir (VII-128.2/Teb.4/I-b).

⁴ Ancak TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıklarının ihraççı olması durumunda ve TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi ve bunların bağlı ortaklıklarının ihraççı olmadığı, ancak tamamen veya kısmen sahip olduğu arsa ve arazilerin gayrimenkul projesine konu edildiği ihraçlarda tapu kütüğüne şerh zorunluluğu aranmaz (VII-128.2/Teb.5/III ve IV, m.7/VI-a).

⁵ **Oğuzman**, Gayrimenkul Sertifikası, s.307-308.

bitip de kat mülkiyeti kurulurken, ayrı gayrimenkul niteliği kazanacak her bağımsız bölüm için ihraççı, belirlenen değerde sertifikayla başvurarak satın alma beyanında bulunan, yani iştirak hakkını kullanan sertifika sahibi kişiye, sertifikalarının değeri ile bedeli karşılanan bağımsız bölümün mülkiyetini devretme borcu altına girecekti. Sertifika sahiplerinin bağımsız bölüm mülkiyetini edinmeye ilişkin haklarının güçlendirilmesi için *Oğuzman* tarafından yıllar önce önerilen bu çözüm, Tebliğ ile satış vaadi kurumu çerçevesinde hukuki zemine taşınmış oldu. Kanaatimizce hak sahiplerini korumaya yönelik bu düzenleme yerinde olmuştur.

Bu bağlamda satış vaadi kurumu bakımından söz konusu hukuki korumanın nasıl gerçekleşeceğini ortaya koymamız gerekir. Ancak bundan önce şunu belirtmemiz gerekir ki, ihraççının yukarıda değindiğimiz Tebliğ hükmü (m.7/VI-a) çerçevesinde, yatırımcıların bağımsız bölüm mülkiyetine ilişkin talepleri karşısında, satış vaadi sözleşmesi ile üstlendiği devir borcunu tapuda iradi olarak yerine getirmesi mümkündür. Bu durumda sertifika sahipleri tapu siciline yapılan tescil işlemiyle birlikte gayrimenkulün mülkiyetini kazanırlar (TMK.705/I). Gayrimenkul sertifikaları Kat Mülkiyeti Kanunu'na (KMK) tabi bağımsız bölümler¹ üzerinde hak sahibi olmayı sağladığından, bu Kanun uyarınca da kat mülkiyeti tapu siciline tescille doğar (KMK.10/I). Sertifika sahiplerinin talebi halinde de kendi bağımsız bölümlerine ait olan kısmın tasdikli örneği kendilerine verilir (KMK.13/V). İhraççının bu şekilde tapuda iradi olarak mülkiyeti devir işlemini gerçekleştirmesi, ihraççı ile sertifika sahipleri arasındaki sözleşmenin ifası anlamına gelir ve sertifika ilişkisinin de sona ermesini sağlar.

İşte satış vaadi sözleşmesiyle yatırımcılara sağlanan koruma, ihraççının devir yükümlülüğünü iradi olarak yerine getirmekten kaçınması sonucunda devreye girer. Gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi, bir tarafa ya da iki tarafa, ileride belirli bir gayrimenkule ilişkin satış sözleşmesi yapılmasını isteme hakkı veren bir ön

¹ KMK uyarınca bağımsız bölüm; ana gayrimenkulün ayrı ayrı ve başlı başına kullanılmaya elverişli olup, bu Kanun hükümlerine göre bağımsız mülkiyete konu olan bölümlerine denir (m.2/a). Kat mülkiyeti kütüğüne tescil edilen her bağımsız bölüm ayrı bir gayrimenkul niteliği kazanır ve kütükte o bölümün tasdikli planındaki numarayı alır (m.13/IV).

sözleşmedir¹. Satış vaadi ile yukarıda *Oğuzman* tarafından önerilen alım hakkı aynı şeyi ifade etmezler. Alım hakkı, hak sahibine tek taraflı beyanla satış ilişkisini kurma yetkisi verirken, satış vaadi sadece satış sözleşmesinin yapılması için karşı tarafı borç altına sokma yetkisi verir². Fakat sertifika sahiplerinin her iki durumda da mülkiyeti devirden kaçınan ihraççıya karşı dava açması ve gayrimenkul mülkiyetini kazanması mümkündür. Şöyle ki, alım hakkı sahibi tek taraflı irade beyanıyla hakkını kullandığında, muhatap ile alım hakkı sahibi arasında bir satış ilişkisi meydana gelmekte ve malik gayrimenkulün mülkiyetini alım hakkı sahibine geçirme borcu altına girmektedir. Sertifika sahibi yatırımcıların alım hakkına sahip olması ihtimalinde, malik bu devir borcunu ifa etmezse yatırımcıların TMK.716/I uyarınca açacakları dava ile mülkiyet hakkını edinmeleri mümkündür. Hakimin vereceği kararın kesinleşmesiyle mülkiyet hak sahiplerine geçecektir³. Mahkemenin kararı yenilik doğurucu, sonrasında yapılacak tescil ise açıklayıcı nitelikte olup, yeni malik sıfatıyla sertifika sahipleri bunu talep edebilecektir⁴. Tebliğ’de düzenlenen satış vaadi sözleşmesinin yapılması ve bunun tapuya şerhi (TMK.1009 ve Tapu Kanunu m.26)⁵ ihtimalinde ise, öncelikle alacaklı konumundaki sertifika sahiplerinin şahsi hakları güçlendirilmiş olacak ve gayrimenkul üzerinde sonradan mülkiyet veya sınırlı ayni hak iktisap edenlere karşı da bu haklarını ileri sürebileceklerdir⁶. Ayrıca ihraççı, sertifika sahiplerinin satış vaadinden doğan haklarını kullanmasıyla ortaya çıkan satış sözleşmesi yapma borcunu yerine getirmekten kaçınırsa, sertifika sahiplerinin dava açma hakları vardır. Doktrinde bu dava sonucunda verilecek hükmün niteliği konusunda farklı görüşler⁷ olsa da, uygulama¹ ve yazarların

¹ **Erten**, s.226; **Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir**, s.311; **Ertas**, s.302; **Ayan**, Mehmet, Eşya Hukuku II Mülkiyet, 5. B., Konya, (Eylül) 2013, s.141. Gayrimenkul satış vaadi sözleşmesine ilişkin geniş bilgi için bkz. **Kalyon**, Muharrem, Taşınmaz Satış Vaadi Sözleşmesi, Ankara, 2004, s.21 vd.

² **Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir**, s.313; **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/1, s.249; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.125; **Ayan**, Mülkiyet, s.373.

³ Yarg. 16. HD., 07.12.1999, E.3892, K.4854, YKD, S.2000/7, s.1084.

⁴ **Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir**, s.421, s.322; **Ayan**, Mülkiyet, s.376; **Yavuz**, Özel Hükümler, s.127.

⁵ Şerhin etkisi 5 yıldır. Şerhin yapılmasından itibaren 5 yıl içinde gayrimenkule ilişkin satış sözleşmesi yapılmazsa, tapu memuru şerhi resen terkin eder (Tapu Kanunu m.26/VI).

⁶ **Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir**, s.314; **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/1, s.252-253; **Zevkililer/Gökyayla**, s.65; **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop**, s.698.

⁷ Bir görüşe göre mahkemenin kararı satış vaadi borçlusunun iradesi yerine geçer. Alıcı mahkeme kararını vererek tapu memurundan satış sözleşmesi düzenlemesini isteyebilir. Ancak tapu memurunca tescil işleminin yapılabilmesi için satıcı tarafından yapılacak bir tescil talebine gerek vardır. Satıcı talepte bulunmaktan kaçınırsa, alıcı TMK.716’ya dayanan dava açmalıdır. Mahkemenin bu davada vereceği karar tescil talebi yerine geçer (**Oğuzman/Seliçi/Oktay-Özdemir**, s.315). Bir diğer görüşe göre ise, mahkemenin kararı satış sözleşmesi yerine geçer. Tescil için yine

çoğunluğu², satış vaadinin ifası davasında mahkemenin irade beyanında bulunmaya mahkum eden ilamının, resmi satış sözleşmesinin yerini tuttuğunu ifade etmektedir³. Bu durumda mahkemece verilen karar hem satış sözleşmesi hem de tescil talebi yerine geçer. Yani mahkeme, satış vaadi sözleşmesi dolayısıyla açılan dava sonucunda doğrudan doğruya mülkiyetin sertifika sahiplerine ait olduğu yönünde karar verecektir (TMK.716). Kararın kesinleşmesiyle birlikte de mülkiyet yatırımcılara intikal edecektir. Sertifika sahiplerinin iki ayrı dava açmak zorunda bırakılmaması ve usul ekonomisine uygunluğu dikkate alındığında, biz de doktrinin çoğunluğu ve Yargıtay kararlarında benimsenen bu yolun tercihini isabetli buluyoruz⁴.

2. Hakkın Yerine Getirilmesinin Gecikmesi veya İmkansızlaşması

Öncelikle gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinde, mülkiyet devrinin gecikmesi veya gerçekleştirilememesi durumlarına ilişkin olarak cezai şartlara⁵ yer verilmesi zorunludur (VII-128.2/Teb.7/IX). Buna göre cezai şart, sertifikaya konu olan projenin tamamlanmasının gecikmesi ya da projenin hiç gerçekleştirilememesi olasılığına karşı ihraççı tarafından taahhüt edilen yükümlülükleri ifade etmektedir⁶.

Sertifika sahiplerinin asli edim, yani bağımsız bölüm mülkiyetine ilişkin talep haklarının, izahname veya ihraç belgesinde belirtilen ifa süresinde yerine

satıcının tescil talebi gerekir. Satıcı talepten kaçınırsa, alıcı yine TMK.716'ya göre dava açmalıdır. Bu dava sonunda verilen karar tescil talebi yerine geçer (**Akıpek**, Jale G., Türk Eşya Hukuku, C.II, 2. B., Ankara, 1973, s.115).

¹ Yarg.İBK, 25.10.1971,1/2: "Satış vaadi sözleşmesine dayanan ve Medeni Kanunun 642. (TMK.716) maddesi hükmü gereğince açılan tescile zorlama davası...", RG.12.03.1971, S.14040; Yarg.HGK, 06.07.1977, 6-535/701: "...Satış vaadi senedi geçerlidir ve yapıldığı tarihten itibaren mülkiyeti geçirme yükümlülüğünü yükler", YKD, S.1979/10, s.1396; Yarg.HGK, 14.02.1996, 14-963/69, YKD, S.1997/1, s.5; Yarg.HGK, 08.12.2004, 14-610/656, İBD, S.2005/5, s.1680.

² **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop**, s.695; **Tandoğan**, Özel Borç, C. I/1, s.249; **Ertaş**, s.302.

³ ERTAŞ'a göre bu durumda tapu memurunca yapılan bir satış sözleşmesi olmaksızın noterce yapılan bir satış vaadi sözleşmesine dayanılarak gerçekleştirilen tescil işlemini de geçerli saymak gerekir (**Ertaş**, s.302).

⁴ Karş. **Ertaş**, s.302; **Ayan**, Mülkiyet, s.145.

⁵ eBK'da "cezai şart" kavramı (m.158-161) kullanılmış olmasına rağmen, TBK'da bunun yerine "ceza koşulu" (m.179-182) kavramı tercih edilmiştir. Biz çalışmamızda VII-128.2/Teb.'de kullanılan cezai şart kavramını tercih etmeyi uygun bulduk.

⁶ **Çınar**, s.316. Borçlar hukuku anlamında cezai şart veya TBK'nın ifadesiyle ceza koşulu, sözleşmenin hiç veya gereği gibi ifa edilmemesi halinde, borçlunun alacaklıya karşı ödemeyi üstlendiği para ya da ekonomik değeri olan bir edimdir (TBK.179/I). Ceza koşulu zararı tazmin amacı değil, sözleşmeden doğan borcun ifasını sağlama amacı güder. Ceza koşulunun hukuki niteliği, asıl borca bağlı bir yan borç olmasıdır. Asıl borcu içeren hukuki işlem ilke olarak bir sözleşme olduğu için, ceza koşuluna sözleşme cezası da denilmektedir (**Eren**, s.1181-1182; **Kılıçoğlu**, s.780-783; **Hatemi/Gökyayla**, s.345-346).

getirilemeyeceğinin anlaşılması durumu, Tebliğ’de projenin gecikmesi şeklinde ifade edilmiştir. Bu durumun anlaşıldığı tarihten itibaren ihraççının 15 iş günü içerisinde bir fizibilite raporu¹ hazırlattırıp, bu raporda projenin tamamlanması için gerekli olduğu belirtilen süre için Kurul’a ek süre talebiyle başvurması gerekir. Kurul’ca verilecek bu ek süre genel zorlayıcı sebepler haricinde hiçbir şekilde proje bitiş tarihini izleyen 180 günü aşamaz. Projenin geciktiği bilgisi, fizibilite raporunun sonuç bölümü, Kurul’ca verilen ek süre, bu kapsamda yeniden belirlenen edim kullanım ve ifa süreleri ile yatırımcılara bu süre boyunca ödenecek cezai şarta ilişkin esaslar, izahname veya ihraç belgesi ile duyurulur. İhraççı, Kurul’ca verilen ek süre çerçevesinde yeniden belirlenen ifa süresi içinde bağımsız bölüm mülkiyetini devre ilişkin asli edimini yerine getirir ve varsa cezai şartı öder (VII-128.2/Teb.9/I). Verilen ek süre veya asli edim ifa süresi sonunda asli edimin yerine getirilememesi durumunda ise, ek süre veya asli edim ifa süresinin bitimini takip eden 10 iş günü içerisinde varsa cezai şart ile birlikte itfa bedeli ödenir (VII-128.2/Teb.7/VIII-a).

Verilen ek süre sonunda veya ek süre talebinde bulunulmaması halinde vade sonunda asli edimin yerine getirilememesi veya getirilemeyeceğinin anlaşılması, bağımsız bölüm mülkiyetine ilişkin hakkın ifasının imkansızlaşması demektir. Tebliğ’de bu durum projenin gerçekleşmemesi şeklinde ifade edilmiştir. Bu durumda en geç 5 iş günü içerisinde Kurul’a bilgi verilir ve projenin gerçekleşmediği, yatırımcıların hakları ve cezai şart dahil yatırımcılara yapılacak ödemelere ilişkin esaslar izahname veya ihraç belgesi ile duyurulur (VII-128.2/Teb.9/II). Projenin gerçekleşmemesi veya başka bir ifadeyle imkansızlaşması halleri, ihraççının kusuru olmaksızın oluşan kaza veya mücbir sebepler değil, ihraççının kusuru sonucunda ortaya çıkan imkansızlıklardır. Çünkü borçlu olarak ihraççı anonim şirketin kusuru dışında meydana gelen imkansızlık hallerinde cezai şartın istenemeyeceği kabul edilir². İhraççının asli ediminin onun

¹ Bu raporda asgari olarak, projenin mevcut tamamlanma düzeyi ile bitirilmesi için gerekli olan süre ve tahmini maliyet hakkında bilgi verilir (VII-128.2/Teb.6/II).

² Cezai şart, borçlunun borca aykırı davranışının taraflarca öngörülen özel bir yaptırımıdır. Cezai şartın muaccel olabilmesi için borca aykırı davranışın gerçekleşmesi gerekir. Ancak cezai şart alacağının doğumu için borçlunun borca aykırı davranışta bulunması yeterli olmayıp, bunun borçlunun kusurlu bir eyleminin sonucu olması gerekir. Zira sözleşmeye aykırılık hallerinde sorumluluğun şartlarından biri de, borçlunun kusurlu olmasıdır (TBK.112). Cezai şart bakımından bu genel ilkeden ayrılmayı gerektirecek haklı bir sebep yoktur. Doktrinde de hakim görüş, cezai şartın ancak borçlunun kusuru halinde talep edilebileceği yönündedir (Eren, s.1187; Kılıçoğlu, s.791; Hatemi/Gökyayla, s.351-352; Oğuzman/Öz, C.II, s.909).

kusuru dışında imkansızlaşması ve dolayısıyla yatırımcıların bağımsız bölüm mülkiyetini edinmemeleri halinde cezai şartın ödenebilmesi, ancak sözleşmede kararlaştırılmışsa mümkün olabilir (TBK.182/II)¹.

VII-128.2/Teb.'de, bağımsız bölüm mülkiyetine ilişkin haklarının ifası imkansızlaşan sertifika yatırımcılarına ödenmesi gereken cezai şartın miktarı konusunda bir düzenleme yoktur. Ancak kanaatimizce bu isabetli olmamıştır. eSerPK döneminde gayrimenkul sertifikalarını düzenleyen Tebliğ'de², bu halde ödenecek cezai şartın asgari sınırı tespit edilmişti. Buna göre tüm sertifika sahiplerine ödenmesi gereken cezai şartın tutarı, her bir sertifika için gerçekleşmeme durumunun ortaya çıktığı tarih itibarıyla gayrimenkul projesinin ekspertiz şirketlerince belirlenen ve Kurul'ca onaylanan toplam rayiç bedeline göre hesaplanan sertifikanın rayiç bedelinden az olamıyordu (m.16/II). Bize göre şu an yürürlükte bulunan Tebliğ'de de böyle bir asgari sınırın tespit edilerek bu hususun tamamen ihraççının iradesine terkedilmesi önlenmeli ve sertifika yatırımcılarının söz konusu menkul kıymete ilişkin en önemli haklarını elde edememeleri durumunda yeterince korunmaları sağlanmalıydı.

B. SATIŞ TUTARINI TALEP ETME HAKKI

1. Hakkın Genel Çerçevesi ve Niteliği

Yukarıda sertifika yatırımcılarının haklarından biri olan bağımsız bölüm mülkiyetini talep hakkının, VII-128.2/Teb.'de ihraççı açısından asli edim yükümü olarak düzenlendiğini ifade etmiştik (m.3/b). Buna paralel olarak satış tutarını talep hakkı da Tebliğ'de ihraççılar açısından tali edim yükümü olarak düzenlenmiştir (m.3/p).

Tebliğ uyarınca tali edim; tali edim ifa süresi³ içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve satış tutarının sertifika sahiplerine paylarıyla orantılı olarak dağıtılmasını, ifade eder (m.3/p). Tebliğ'de gayrimenkul sertifikalarının asli veya

¹ Bu hüküm uyarınca, asıl borç, sonradan borçlunun sorumlu tutulamayacağı bir sebeple imkansız hale gelmişse ve aksi kararlaştırılmamışsa cezai şartın ifası istenemez.

² III/19 syl. Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına Dair Esaslar Tebliği, RG.20.07.1995, S.22349.

³ Tali edim ifa süresi, izahname veya ihraç belgesinde tali edimin yerine getirilmesi için öngörülen süredir (VII-128.2/Teb.3/r).

tali edimin yerine getirilmesi ve varsa cezai şartın ödenmesi suretiyle itfa edileceği belirtilmiş (m.4/VI); ardından asli edim kullanım süresi içerisinde asli edim talebiyle başvurmayan veya başvurmasına rağmen izahname veya ihraç belgesinde asli edimin yerine getirilmesi için öngörülen şartları yerine getirmeyen yatırımcıların, proje bitiş tarihi itibarıyla tali edimi talep ettiklerinin kabul edileceği düzenlenmiştir (m.8/I). Bu hükümleri birlikte değerlendirdiğimizde, bir seçimlik yetkinin varlığı ve yatırımcıların bağımsız bölüm mülkiyetini talep hakkına ilişkin süreye ya da şartlara uymaması halinde de bu yetkinin kullanılmış sayılacağı, dolayısıyla asli edimi talep hakkının yerine tali (ikame/yedek) edimi talep hakkının geçeceği, yorumunu yapmamız mümkündür. Ayrıca Tebliğ’de yatırımcıların asli edim taleplerini bildirmeleri için öngörülen “asli edim kullanım süresi” (m.3/ç) düzenlendiği halde, tali edime ilişkin olarak sadece “tali edim ifa süresi”nin (m.3/r) düzenlenmesi de bu yorumumuzu desteklemektedir. Burada ihraççının asli veya tali edimden hangisini yerine getireceği başlangıçta belli olmayıp yatırımcıların tercihinin bırakılmış olsaydı, bir seçimlik borçtan söz edebilirdik. Bu durumda borcun konusunu hangi edimin oluşturacağı, ancak seçim hakkının kullanımı sonucunda belli olurdu¹. Ancak Tebliğ hükümlerini incelediğimizde, sertifika ilişkisinde esasında tek bir edimin söz konusu olduğu görülmektedir. O da bağımsız bölüm mülkiyetini devir ve teslim ilişkisi olan asli edimdir. Tali/yedek/ikame edim, ancak asli edimi süresinde talep etmeme ya da gerekli koşulları yerine getirmeme halinde devreye girmektedir.

Bu durumda sertifika yatırımcılarının tali edimi talep hakkını bir seçim hakkı olarak nitelendirmemiz mümkün değildir. Zira seçim hakkı, seçimlik borçlarda alacaklı, borçlu veya üçüncü bir kişiye ait olan, tek taraflı ve ulaşması gerekli bir irade beyanı ile kullanılan yenilik doğurucu bir haktır. İrade beyanı karşı tarafa varmakla kendiliğinden sonuçlarını doğurur ve seçimlik borcun kapsadığı birden fazla edimden hangisinin borcun konusunu oluşturacağı kesin olarak belli olur. Bu bakımdan seçim hakkı

¹ bkz. **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Alttop**, s.811 vd.; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.292 vd.; **Eren**, s.962 vd.; **Hatemi/Gökyayla**, s.209 vd.; **Şengül**, Mehmet, “Seçimlik Borçlara İlişkin Temel Özellikler ve Seçimlik Borçların İfası”, <http://www.erzincan.edu.tr/birim/HukukDergi/makale/2011-2.9.pdf>, s.209 vd., Erişim: 03.01.2015.

değiştirici yenilik doğuran haklar grubuna girer¹. Sertifika ilişkisinde yatırımcılara, ihraççının başlangıçta belirli olmayan borcunun konusunu yenilik doğurucu bir hakla belirleme imkanının verilmesi söz konusu değildir. Bu nedenle de yatırımcıların bağımsız bölüm satış tutarını talebe ilişkin hakları, seçimlik yetki ya da diğer bir deyişle edimi değiştirme/yedek edim yetkisi niteliğindedir. Zira seçimlik yetkide borçlunun bir tek asli edim borcu vardır. Ancak borçluya bu asli edim yerine başka bir edimi ifa etme ya da alacaklıya bu asli edim yerine diğerini seçme yetkisi tanınmıştır. Yani seçimlik yetkide bir seçimlik hak söz konusu değildir. Borçlu kural olarak asli edimini ifa ile yükümlüdür. Sadece borçluya ya da alacaklıya, dilerse bunun yerine diğer bir edimin ifa edilmesini sağlama yetkisi tanınmıştır. Asli edim yerine geçecek diğer edime yedek veya ikame edim adı verilir². Yatırımcıların söz konusu hakkını seçimlik yetki olarak belirlememiz, edimin imkansızlaşması halinde önem taşır. Zira seçimlik borçlarda edimlerden birinin imkansızlaşmasıyla borç ilişkisi sona ermez, borcun konusu diğer edim olur. Oysa seçimlik yetkide önemli olan asıl edimdir. Asıl edimin ifası borçlunun kusuru olmaksızın imkansız hale gelirse³, onun yerine yedek edim geçmez. Aksine borç ilişkisi sona erer ve alacaklı yedek edimi isteyemez⁴. Ancak Tebliğ’de sertifika yatırımcıları bu duruma karşı korunmuş ve her iki edimin imkansızlaşması aynı hükümlere bağlanmıştır. Dolayısıyla asli edimin imkansızlaşması halinde yatırımcıların hakları ve cezai şart dahil yatırımcılara yapılacak ödemelere ilişkin esasların izahname veya ihraç belgesi ile duyurulması gerekmektedir (VII-128.2/Teb.9/II).

Her ne kadar imkansızlaşma haline karşı yatırımcılar korunmuş olsa da, asıl edim olan gayrimenkul mülkiyetini devir borcunun imkansızlaşması halinde bunun yerini tali edimin alacağına ilişkin bir düzenleme Tebliğ’de yer almaz. Bu durumda kanaatimizce, gayrimenkul mülkiyetini devir borcunun imkansızlaşması halinde, tali

¹ **Eren**, s.964-966; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.292-293; **Hatemi/Gökyayla**, s.210; **Kılıçoğlu**, s.599-600. Doktrinde *Antalya* seçim hakkını kurucu yenilik doğurucu hak olarak nitelendirmektedir (**Antalya**, s.46).

² **Kılıçoğlu**, s.600; **Oğuzman/Öz**, C.I, s.292; **Hatemi/Gökyayla**, s.210; **Eren**, s.969.

³ Doktrinde *Hatemi/Gökyayla*, kusurlu imkansızlık halinde asıl edim imkansızlaşmış olsa bile, kural olarak borçludan yedek edimin talep edilemeyeceğini ve sadece sözleşmesel zararın istenebileceğini belirtmekle birlikte; somut olay adaletinin gerektirdiği hallerde, TBK.114/II’nin TBK.51/I’e yaptığı gönderme dolayısıyla, alacaklının yedek edimin ifasını talep edebileceğini savunmaktadır (**Hatemi/Gökyayla**, s.211).

⁴ **Oğuzman/Öz**, C.I, s.292; **Hatemi/Gökyayla**, s.211; **Eren**, s.969-970; **Şengül**, Seçimlik Borçlar, s.217.

edimin ifası, yani gayrimenkulün açık artırma yoluyla satışı mümkün olamasa da, sertifika itfa bedelinin, yani proje bitiş tarihine göre hesaplanacak sertifika fiyatının (VII-128.2/Teb.3/1) yatırımcılara ödenebilmesi gerekir¹. Tebliğ'in yukarıda zikrettiğimiz hükmünde (m.9/II) bu hususun açıkça belirtilmemesi, sanki bu durumda sadece cezai şartın istenebileceği şüphesine yol açmaktadır. Ancak bu halde itfa bedelinin istenebilmesi gerekir. Zira Tebliğ'in m.7/VIII-b hükmünde; önceden asli edim talebinde bulunmuş olan yatırımcıların, izahname veya ihraç belgesinde belirlenen süre içerisinde asli edim yerine itfa bedelinin ödenmesini talep edebileceği ve bu durumda söz konusu yatırımcılara asli edim ifa süresinin bitimini takip eden 10 iş günü içerisinde varsa cezai şart ile birlikte itfa bedelinin ödeneceği düzenlenmiştir. Dolayısıyla asli edim ile itfa bedeli arasında, asli-tali edim ilişkisinde söz konusu seçimlik yetki değil, seçimlik bir borç ilişkisi olduğunu kabul etmek gerekir. Zira bu halde yatırımcılar, asli edimi veya başlangıçtan beri belirlenmiş olan itfa bedelini talep etme konusunda bir seçim hakkına sahiptirler.

2. Hakkın Yerine Getirilmesine İlişkin Esaslar

Yatırımcıların satış tutarını talep hakkının, ihraççılar açısından tali edim yükümü olarak düzenlendiğini belirtmiştik. Bu çerçevede öncelikle belirtmek gerekir ki, hakkın yerine getirileceği tali edim ifa süresinin, izahname veya ihraç belgesinde belirtilen proje bitiş tarihini izleyen 120 günü aşmayacak şekilde belirlenmesi zorunludur. Tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satışından elde edilen satış tutarı, tali edim ifa süresi boyunca tali edime konu bağımsız bölümlerin tamamı satılincaya kadar vekilin özen borcu çerçevesinde yetkili kuruluş tarafından devlet tahvili, hazine bonosu, Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen kira sertifikaları, mevduat veya katılım hesabı olarak veya Kurul'ca uygun görülecek diğer sermaye piyasası araçlarına yatırılmak suretiyle yatırımcılar adına değerlendirilir ve bağımsız bölümlerin tümünün satışının tamamlanmasını takip eden 2 iş günü içerisinde yatırımcıların hesaplarına payları oranında aktarılır (VII-128.2/Teb.8/III-a ve c).

¹ bkz. Özcan, s.82.

Hakkın yerine getirilmesi amacıyla satılacak olan bağımsız bölümlerin tali edim ifa süresi içerisinde nakde çevrilmesinde, satışlar en çok 3 kez açık artırma suretiyle yapılır¹. Üçüncü ihaleden elde edilen satış geliri bu ihalede satışa sunulan bağımsız bölümlere konu gayrimenkul sertifikalarının ihraç değerinden düşük ise veya hiç satış geliri elde edilememiş ise, aradaki fark ihraççı tarafından 2 iş günü içerisinde ödenir. Halka arz yoluyla satılan gayrimenkul sertifikası ihraçlarında ihale ilanı, her bir ihale tarihinden en az 15 gün önce, ihraççının internet sitesinde ve KAP'ta yayınlanır. Ayrıca ihale ilanı ve ilgili dokümanların nerede yayınlandığı bilgisi Türkiye çapında yayın yapan ve en yüksek tirajlı beş gazeteden ikisinde ilan edilir. Halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılan gayrimenkul sertifikası ihraçlarında da ihale ilanı ve ilgili dokümanların nerede yayınlandığı yatırımcılara duyurulur. Yapılan ihalelere ihraççı ve ihraççının ilişkili tarafları katılamaz (VII-128.2/Teb.8).

Tebliğ'de düzenlenen hakkın yerine getirilmesine ilişkin esasları belirleyen tüm bu hükümleri incelediğimizde, yatırımcıların sertifika ilişkisinden doğan söz konusu haklarını güvenceye almak ve onları korumak için birtakım tedbirler öngörüldüğü tespitini yapabiliriz. Ancak bu koruma sadece onların bilgilendirilmesi ve aydınlatılması çerçevesinde kalmamış, hukuki korumanın dışında, hakkın ekonomik değerinden yatırımcıların maksimum yararlanması da hedeflenmiştir. Böylece sermaye piyasası yatırımcılarının yatırım kararlarını etkileyen en önemli iki unsura, yani sertifikaların hem güvenli hem de yüksek gelir getiren bir yatırım alternatifi olmasına gayret edilmiştir. Sertifikaların yatırımcıların dikkatini daha çok çeken cazip yatırım araçları haline gelmesi bakımından bu düzenlemeler son derece yerinde olmuştur.

¹ Tebliğ bu açık artırmalarda uygulanacak esasları şu şekilde belirlemiştir (m.8/III-ç):

- i) En geç proje bitiş tarihini izleyen 30 gün içerisinde yapılacak olan birinci ihalede, Tebliğ'in 6. maddesi çerçevesinde hazırlanacak değerlendirme raporunda tespit edilen bağımsız bölüm satış bedelleri, ihalede verilecek teklifler için asgari tutar olarak belirlenir. Bu asgari tutar, bağımsız bölümlere konu gayrimenkul sertifikalarının ihraç değerinden az olamaz.
- ii) Birinci ihalede satışa sunulan bağımsız bölümlere yeterli talep gelmemesi halinde, Tebliğ'in 6. maddesi çerçevesinde yeni değerlendirme raporu hazırlatılarak ikinci kez ihaleye çıkılır. İkinci ihale, birinci ihalenin usul ve şartlarına göre yapılır.
- iii) İkinci ihalede bağımsız bölümlerin tamamının satılamaması halinde, kalan bağımsız bölümlerin satışı için üçüncü ihale düzenlenir. Üçüncü ihalede satışa sunulacak bağımsız bölümler için asgari bedel tespit edilmez. İhalede bağımsız bölümler en yüksek teklifi verene satılır.

C. İŞLETİM GELİRİNİ TALEP HAKKI

Bu başlık altında ele alacağımız sertifika yatırımcısı hakkı, esasında Tebliğ'de yer almayan ve fakat doktrinde savunulduğu¹ gibi, bizim de yatırımcıların sahip olması gerektiğine inandığımız bir haktır. Ancak bu hakkın mevcut Tebliğ'de de bulunmaması, önceki mevzuat döneminde haklı olarak ileri sürülen eleştirilerin devam etmesine neden olacaktır.

Bilindiği üzere gayrimenkul sertifikası ihracında sistemin temelini, büyük inşaaata elverişli araziye sahip olup, inşaat için yeterli sermayesi bulunmayan bir kişi veya kuruluşun (arazi maliki), arazisini, gayrimenkul sertifikası satarak toplanacak parayı inşaaata tahsis edecek, inşaat tamamlanınca bir bağımsız bölüm değerini karşılayacak sertifika getirenlere istedikleri bağımsız bölüm mülkiyetini devredecek bir kuruluşa (ihraççıya) temlik etmesi, söz konusu kuruluşun bu arazide inşa edilecek binadaki bağımsız bölümlerin toplam değerine eşit değerde sertifika satışa çıkarması ve topladığı fonla arazinin değerini karşılayıp binayı inşa ettirmesi, binadaki bağımsız bölümleri de sertifika sahiplerine dağıtması oluşturmaktadır². Ancak sistemin kurgusu bu haliyle eksiktir. Zira bazen yatırımcıların ellerindeki sertifika miktarı bir bağımsız bölümü satın almaya yetmediği ya da yeterli sertifika miktarı olmasına rağmen talep edilmediği için bazı bağımsız bölümler satılamayabilir. Dolayısıyla sistemin tam olarak işleyebilmesi, ancak mevcut mevzuatta satılmayan bağımsız bölümlere ilişkin bir düzenleme yapılmasına bağlıdır. Bu düzenlemenin de yatırımcı menfaatine uygun nitelikte olması, sermaye piyasası mevzuatımızın amacına ve ruhuna uygun olacaktır.

Bu bağlamda, doktrinde fikir birliğine varılmış çözüm yöntemini benimsiyor ve ihraççının satılmayan bağımsız bölümlerle bir gayrimenkul yatırım fonu oluşturması ve bu fonun işletilmesinden elde edilecek gelirden sertifika yatırımcılarına pay vermesi gerektiğini düşünüyoruz. Hatta sertifika sahiplerine bağımsız bölüm mülkiyeti sağlama amacı olmaksızın, sadece değerlendirilen gayrimenkulün gelirinden pay vermek üzere sertifika ihracı da mümkün olabilmelidir. Bu durumda ihraççı, yapılacak inşaaatta sertifika sahiplerine bağımsız bölüm mülkiyeti tesis etme yükümlülüğüne tabi

¹ **Oğuzman**, Gayrimenkul Sertifikası, s.302; 304-305; **Erten**, s.228; **Çınar**, s.324.

² **Oğuzman**, Gayrimenkul Sertifikası, s.301-302.

olmayacak, yatırım fonu oluşturma, fonu işletme ve gelirden pay verme yükümlülükleri altında olacaktır¹. Gayrimenkul yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla Kurul'dan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır (III-52.3 syl. Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m.4/I)². Gerek bu Tebliğ'in dayanağını oluşturan SerPK.52 hükmü ve gerekse Tebliğ hükümlerine (m.3/i, m.4/I) göre, yatırım fonu kurucularının portföy yönetim şirketleri veya gayrimenkul portföy yönetim şirketleri olması gerekmektedir.

Bu durumda sertifika ihraççıları fon kurucusu olamasa da, ihraççı ile portföy yönetim şirketi arasında yapılacak bir sözleşme ve SPK'dan alınacak onay ile satılmayan bağımsız bölümlerin SerPK.52 anlamında bir yatırım fonu teşkil edeceği ve kullanılmayan sertifikaların da fona katılma payı³ niteliği taşıyacağını kabul etmek⁴, sertifika yatırımcılarının korunması bakımından yerinde olacaktır.

IV. ÖNCELİK VE AYIRMA HAKLARI

Bu başlık altında inceleyeceğimiz haklar, (varlık ve ipotek) teminatlı menkul kıymet ya da diğer bir deyimle teminatlı borçlanma aracı ve kira sertifikası (sukuk) yatırımcılarının sahip olduğu haklar olarak karşımıza çıkmaktadır.

A. ÖNCELİK HAKKI

1. Hakkın Genel Çerçevesi ve Niteliği

SerPK.59/IV hükmü uyarınca, ihraççının ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan yükümlülüklerini vadesinde yerine getirememesi, yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflası hallerinde, teminat varlıklardan elde edilen gelir, öncelikle

¹ Oğuzman, Gayrimenkul Sertifikası, s.304 ve dn.4; Erten, s.228; Çınar, s.324.

² RG: 03.01.2014, S.28871.

³ Katılma payı; yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracını ifade eder (III-52.3/Teb.3/ı).

⁴ Karş. Oğuzman, Gayrimenkul Sertifikası, s.308.

ipoteke ve varlık teminatlı menkul kıymet sahiplerine ve teminat varlıklarının riskten korunması amacıyla yapılmış olan sözleşmelerin karşı taraflarına yapılacak ödemelerde kullanılır. Buna paralel olarak III-59.1 syl. Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği'nde de, teminat varlıklardan elde edilen gelirin, öncelikle teminatlı menkul kıymet sahiplerine ve teminat varlıklarının korunması amacıyla yapılmış olan sözleşmelerin karşı taraflarına yapılacak ödemelerde kullanılacağı düzenlenmiştir (m.27/II).

SerPK'da kira sertifikaları ihraççısı hakkında da yukarıda belirttiğimiz durumlar gerçekleştiğinde, ihraççının portföyündeki varlıklardan elde edilen gelirin, öncelikle kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılacağı ve bu durumda Kurul'un kira sertifikası sahiplerinin haklarının korunmasını teminen gerekli her türlü tedbiri almaya yetkili olduğu belirtilmiştir (m.61/IV). Teminatlı menkul kıymetlerde, bunların karşılığını oluşturan teminat varlıklarının gelirleri, kira sertifikalarında da ihraççının portföyünde yer alan ve sertifika ihracının dayanağı olan her türlü hak ve varlıklardan elde edilen gelirler, öncelikle anılan menkul kıymet yatırımcılarının alacaklarına tahsis edilmektedir. Dolayısıyla yatırımcılara sağlanan bu hakkı öncelik hakkı¹ olarak adlandırmamız mümkündür.

Teminatlı menkul kıymetlerde, ihraççı niteliğinin kaybı olarak yorumlayabileceğimiz SerPK.59/IV'te sayılan hallerde, ihraççının yerine getirmesi gereken toplam yükümlülükler, teminat havuzundaki varlıkların gelirlerinden öncelikli olarak karşılanacaktır. Bu toplam yükümlülükler, teminatlı menkul kıymetler ve varsa teminat defterine² kaydedilen türev araçlardan³ kaynaklanan yükümlülükler

¹ Yıldırım, s.47.

² Teminat defteri; Teminat varlıklarının ve türev araçlardan kaynaklanan hak ve yükümlülüklerin, ihraççının diğer malvarlığından ayrıştırılması amacıyla yazılı veya elektronik olarak takip edildiği kayıt sistemini, ifade eder (III-59.1/Teb.3/r).

³ SerPK.3/u hükmü ile sermaye piyasası araçları arasında sayılan türev sözleşmeler ya da diğer bir ifadeyle türev araçlar, değerini kendisine konu edilen varlığın değerinden alan, finansal risklerin daha iyi anlaşılıp ölçülmesini ve yönetilmesini sağlayan, fiyat değişimlerinden doğan risklere karşı katlanılabilir maliyetlerle korunabilmeyi (hedging) mümkün kılan tam iki tarafa borç yükleyen (synalagmatic) sözleşmelerdir. Türev araçlar, dayanak varlığın sahipliğinin el değiştirmesine gerek kalmaksızın, bu varlıkla ilgili hak ve yükümlülüklerin ticaretine imkan sağlar. Türev aracı kullanarak bu araca konu olan varlığı satın almak isteyen alıcı, işlem tarihinde alım satıma konu olacak varlığın fiyatının belirlenmesi suretiyle, gelecekte oluşabilecek fiyat artışı nedeniyle doğacak zararının önüne geçmek istemekte; satıcı ise gelecekte oluşabilecek fiyat azalışı yüzünden doğabilecek zararını önlemeyi amaçlamaktadır. Yani hem alıcı hem de satıcı, gelecekte oluşabilecek fiyat dalgalanmaları nedeniyle katlanmak zorunda oldukları riski devrederek korunmak istemektedir. Bu durum hedging olarak ifade edilmektedir. Türev araçlar ile uygulamada forward sözleşmeler, opsiyon sözleşmeleri,

toplamından oluşmaktadır (III-59.1/Teb.3/v). Bu alacaklar arasında herhangi bir önceliğin varlığı ise söz konusu Tebliğ hükmünden anlaşılmamaktadır¹.

Teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası yatırımcılarının yukarıda genel çerçevesini çizdiğimiz öncelik hakkının niteliği hususuna geldiğimizde, bu hakkın rehin hakkı olarak değerlendirilmesi ihtimali karşımıza çıkar. TMK.850-973 hükümlerinde düzenlenmiş olan rehin hakkı, bir alacağı güvence altına alan ve alacak zamanında ödenmediğinde, sahibine rehin konusu şeyi yetkili devlet organları aracılığıyla sattırıp, bedelinden alacağını öncelikle tahsil etme yetkisi veren sınırlı bir ayni haktır². TMK rehin hakkını taşınmaz ve taşınır rehni şeklinde ikiye ayırarak düzenlemiş, alacak ve diğer haklar üzerinde rehin hakkı kurulması ise taşınır rehni başlığı altında yer almıştır. Aksine hüküm bulunmadıkça bunlar hakkında da teslim bağli taşınır rehni hükümleri uygulanacaktır (TMK.954/II).

Gerek teminatlı menkul kıymet ve gerekse kira sertifikası sahiplerinin, bu menkul kıymetlerden kaynaklanan alacak haklarının karşılanmasından, kural olarak ihraççı tüm malvarlığıyla sorumludur. Ancak ihraççının ekonomik durumunun kötüleşmesi ya da iflası hallerinde bile, sermaye piyasası mevzuatımız çerçevesinde söz konusu menkul kıymet sahiplerine, teminat konusu varlıklar ile ihraççı portföyünde yer alan hak ve varlıklar üzerinde öncelik hakkı verilmiş; böylelikle söz konusu menkul kıymet sahipleri, ana alacakları ile eş değerde olan ve teminat havuzunu yahut portföyü oluşturan varlıkların değeri üzerinden ihraççının diğer alacaklıları karşısında öncelikle tatmin edilmelerini sağlayan bir hakka kavuşmuştur. Bu özellikler, öncelik hakkının niteliğini alacak rehin hakkına yaklaştırmaktadır³. Alacak ve diğer haklar üzerinde

swap sözleşmeler ve vadeli işlem sözleşmeleri olmak üzere özellikle dört ana türde karşılaşılmakla birlikte, türev araç türleri bunlarla sınırlı değildir. Ancak belirtmek gerekir ki türev araçların kaynağı, basit türev araçlar olarak da ifade edebileceğimiz forward sözleşmeler ve opsiyon sözleşmelerinden gelmektedir. Dolayısıyla her türev araç içeriğinde bir forward ya da opsiyon sözleşmesi yahut her ikisinin kombinasyonu yer alır (**Penezoğlu**, Yusuf Gökhan, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2004, s.5-7; **Yılmaz**, Gülşah, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İle Borsanın Hukuki Sorumluluğu, 1. B., Ankara, (Aralık) 2012, s.9). Türev araç türlerine ilişkin geniş bilgi için bkz. **Penezoğlu**, s.7 vd.

¹ Doktrinde **Adıgüzel**, anılan alacak grupları arasında öncelik hakkının teminatlı menkul kıymet alacaklarına ait olduğunu, ikinci derecede ise teminat havuzlarını koruyucu ek teminat veren sözleşmelerin yer aldığını belirterek aksini savunmaktadır (**Adıgüzel**, s.166).

² **Ayan**, Sınırlı Ayni Haklar, s.133; **Ertaş**, s.527; **Esener**, Turhan/**Güven**, Kudret, Eşya Hukuku, 5. B., Ankara, (Kasım) 2012, s.423.

³ Karş. **Yıldırım**, s.206.

kurulan rehin hakkı, alacağın elde edilememesi halinde, rehin konusu hak veya alacağın paraya çevrilmesi suretiyle alacağı tahsil imkanı sağlar. Ancak burada rehinli alacaklı aynı hak kazanmış olmaz. Zira aynı hakların konusu, kural olarak maddi varlığa sahip nesnelerdir. Rehlinli alacaklı rehlin kurulmasıyla birlikte, asıl hakka eşit statüde yeni bir hak iktisap etmiştir ve sadece diğer alacaklılar karşısında önceliğe sahiptir¹.

Ancak belirttiğimiz üzere alacak rehin hakkında, alacaklıya rehnedilen şeyin paraya çevrilmesi yetkisi verilmektedir. Oysa SerPK.59 ve 61 hükümleriyle teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası alacaklılarına, varlıklar üzerindeki haklarını paraya çevirme yetkisi verilmediği ortadadır. Bu nedenle kanaatimizce, menkul kıymet sahiplerine bir alacak rehni hakkı tanınmak istenseydi, bu hususa kanunda açıkça yer verilmesi gerekirdi². Oysa SerPK.59 ve 61’de teminat havuzuna kayıtlı alacakların ve portföydeki varlık gelirlerinin menkul kıymet sahiplerine sağladığı hakkın rehin hakkı olduğu belirtilmemiştir. Ancak kira sertifikalarını düzenleyen III-61.1/Teb.’de yer alan bazı hükümler bu hususta kafa karışıklığına neden olmaktadır. “.....varlık ve hakların satılması veya kira sertifikası sahipleri lehine rehnedilen varlık ve hakların paraya çevrilmesi dahil ihraca dayanak oluşturan önemli işlemlerin gerçekleştirilmesi.....” (m.13/VI) ile “Her bir tertip kira sertifikası ihracına ilişkin varlık ve haklar gerektiğinde satılmak suretiyle ilgili kira sertifikası sahiplerine ödenmeden, VKŞ isteğe bağlı olarak tasfiye edilemez.....” (m.14/II) hükümleri, açıkça rehin hakkından ve bunun sonucu olarak varlık ve hakların satılarak bedelinin sertifika sahiplerine ödenmesinden söz etmektedir. Fakat kanaatimizce sertifika sahiplerine rehin hakkı tanınacak ise, bunun SerPK.61’de yapılması gerekirdi. Ayrıca bu hükümlerin Tebliğ’de düzenlendikleri yerlere baktığımızda, m.13/VI hükmünün “Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ)’nin Yönetimi

¹ **Ertaş**, s.586-587; **Ayan**, Sınırlı Ayni Haklar, s.281; **Esener/Güven**, s.509-510.

² Kanunda açıkça alacak rehni hakkı sağladığı düzenlenen rehlinli tahviller buna en güzel örnektir. Buna göre; işletme olarak taşınmaz rehni karşılığında ödünç verme işiyle uğraşmak üzere yetkili makamdan izin alanlar, özel bir rehin sözleşmesi ve teslim yükümlülüğü olmasa bile, taşınmaz rehniyle güvence altına alınmış alacakları ile cari işlerinden doğan alacaklarını karşılık göstererek rehlinli tahvil çıkarabilirler (TMK.970/I). Görüldüğü üzere, özünde bir alacak rehni niteliğinde olan rehlinli tahvillerde, alacak rehnine ilişkin genel kurallar (TMK.954-961) devre dışı bırakılmakta, sadece tahvile sahip olunması alacaklar üzerinde rehin hakkına sahip olmak için yeterli kabul edilmektedir (**Serozan**, Rona/**Hatemi**, Hüseyin/**Arpacı**, Abdülkadir, Eşya Hukuku, İstanbul, 1991, s.362-363; Rehlinli tahvillere ilişkin daha fazla bilgi için bkz. **Cansel**, Erol, “Rehlinli Tahvilat”, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Bildiriler-Tartışmalar, Ankara, 1964, s.291-313). Yani rehlinli tahvil kurumu ile alacak rehnine ilişkin istisnai bir düzenleme getirilmiştir. Teminatlı menkul kıymetler ve kira sertifikaları için de böyle bir istisnanın ancak kanun hükmü ile öngörülmesi gerekir.

ile Belge ve Kayıt Düzeni” kenar başlığı altında, m.14/II hükmünün ise “VKŞ’nin Tasfiyesi ve VKŞ Hakkında Kurul’ca Uygulanacak Tedbirler” kenar başlığı altında yer aldığını görüyoruz. Dolayısıyla öncelikle sertifika yatırımcılarına tanınacak rehin hakkına SerPK’da açıkça yer verilmesi, Tebliğ’de de hakkın esaslarının bu şekilde ilgisiz başlıklar altında düzenlenmemesi gereklidir.

Bu nedenle söz konusu menkul kıymet yatırımcılarının sahip olduğu alacaklarını öncelikle tahsil etme hakkının, TMK anlamında alacak rehni olarak kabulü mümkün değildir¹. Bu hakkı TMK’da düzenlenmemiş yeni bir tür teminat hakkı olarak nitelendirmek mümkündür². Bunun sonucu olarak menkul kıymet sahipleri, alacaklarının ödenmesinde temerrüde düşülmesi halinde, TMK ve İİK’deki rehne ve rehnin paraya çevrilmesine ilişkin hükümler uyarınca takip yapamayacaklar, söz konusu yatırımcıların hakları yalnızca SerPK.59 ve 61 hükümleri çerçevesinde belirlenecektir³.

Menkul kıymet sahiplerinin öncelik hakkını alacak rehni olarak nitelendirmek, onlara rehin veya ipoteğin paraya çevrilmesi yoluyla takip olanağı sağlayacak olsa da, rehin hakkının bazı durumlarda onların zararına yol açması da söz konusudur. Özellikle iflas durumunda rehin hakkı sahibinin alacağı tahsil etmede önceliği olsa da, iflasın rehin hakkı sahibini olumsuz etkileyen yönleri vardır. Şöyle ki, bu durumda menkul kıymet sahiplerinin rehin hakkına sahip olduğu teminatlı alacaklar iflas masasına dahil olur. Bunun anlamı, menkul kıymet sahiplerinin alacağı tahsil yetkisinin sona ermesi ve bu yetkinin iflas masasına ait olmasıdır. Öte yandan iflasın diğer bir etkisi, müflis şirketin diğer borçları gibi teminatlı menkul kıymet sahiplerinin alacaklarının da muaccel hale gelmesidir. Tüm bunların sonucu olarak, vadesi ne olursa olsun tüm teminatlı menkul kıymetler ve kira sertifikaları muaccel hale gelir ve bunlara ilişkin ödemeler bir süreliğine tatil edilebilir. Hatta yeni bir kaynak bulunabilmesi için alacaklar üzerinde üçüncü kişiler lehine daha üstün bir rehin hakkı tesis edilebilir. İşte

¹ Karş. **Doğru**, Halil, Menkul Kıymetleştirme & Mortgage, İstanbul, 2007, s.323. Aynı görüşte bkz. **Yıldırım**, s.207-208. Aksi görüş için bkz. **Adıgüzel**, s.334.

² **Doğru**, s.323.

³ **Doğru**, s.323.

iflastaki bu olumsuzlukları kaldırmak için de kanuni düzenleme yapılması gerekliliği ortadadır¹.

2. Hakkın Kullanımı

Bu hususta gerek teminatlı menkul kıymetler gerekse kira sertifikaları bakımından herhangi bir düzenleme öngörülmemiş, sadece Kurul'un alacağı tedbir ve düzenlemelere işaret edilmiştir (SerPK.59/V; 61/IV).

İkincil mevzuata baktığımızda, bu hakkın teminatlı menkul kıymetlerde SPK'ca atanan idareci tarafından yerine getirildiğini görüyoruz. Yani öncelik hakkına sahip teminatlı menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemeler, idareci tarafından yapılacaktır. İdareci, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflası hallerinde, toplam yükümlülükleri üstlenmeksizin teminat varlıkları yönetmek ve bunlardan elde edilen gelir yeterli olduğu ölçüde, teminatlı menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını ödemek, böylece onların hak ve menfaatlerini korumak üzere SPK'nın atadığı ihraççı niteliğini haiz bir başka banka, ipotek finansmanı kuruluşu, bir teminat sorumlusu² ya da bağımsız bir denetim kuruluşudur (III-59.1/Teb.27/I)³. Yani SPK, ihraççı hakkında yukarıda sayılan hallerin gerçekleşmesi ile eş zamanlı olarak, teminatlı menkul kıymet yatırımcılarının hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla, yatırımcıların alacağının teminatını oluşturan varlıkları yönetecek bir idareci atanmasına karar verecektir.

SPK'nın bu eş zamanlı kararıyla birlikte, ihraççının genel malvarlığından farklı bir hukuki statüye tabi olup, özel malvarlığı niteliğine kavuşan teminat havuzu, artık idareci tarafından yönetilmeye başlanacaktır. Teminat konusu varlıklar, öncelikli olarak teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan toplam yükümlülüklerin karşılanması için, idareci tarafından tasarruf işlemlerine⁴ de konu edilebilecektir. İdareci, toplam

¹ Karş. Doğru, s.19; 24.

² Teminat sorumlusu; teminat defteri ve teminat varlıkların bu Tebliğ ile belirtilen esaslar çerçevesinde kontrolünden sorumlu olan sermaye piyasasında bilgi sistemleri bağımsız denetim faaliyetinde bulunmakla yetkili bağımsız denetim kuruluşunu ifade eder (III-59.1/Teb.3/s).

³ İdarecinin atanması, hukuki niteliği, görev ve yetkileri ile hukuki sorumluluğu hakkında daha fazla bilgi için bkz. Yıldırım, s.189 vd.

⁴ Tebliğ'de idareciye ilişkin esaslar kenar başlığı altında idarecinin, toplam yükümlülüklerden kaynaklanan ödemelerin vadesinde yapılabilmesi için teminat varlıkları aktif olarak yönetebileceği,

yükümlülüklerden kaynaklanan ödemeleri yapmak amacıyla, teminat defterinde kayıtlı varlıklardan kaynaklanacak nakit akışlarına ilk el atma hakkına sahip olacaktır. Teminat konusu varlıkların nakit akışları toplam yükümlülükleri karşılamaya yetmediğinde, idarecinin öncelikli tatmini sağlama görevini gereği gibi yerine getirmemesi söz konusu olmaz. Zira Tebliğ’de bu durumda idarecinin sorumluluğunun bulunmadığı belirtilmiştir (III-59.1/Teb.27/VI). Ancak teminat akışları yeterli olmasına rağmen, idareci öncelik hakkı sahiplerinin tatmininde kullanılmasını sağlayamazsa ne olacağının cevabı Tebliğ’de düzenlenmemiştir. Bu durumda öncelikli alacaklıların idareciye ifa davası açması ya da cebri icra yoluna başvurma hakları söz konusu değildir. İdarecinin göreve aykırı davranışının sonucu SPK tarafından atamanın geri alınması olacak, ayrıca ortaya çıkan zararın idarecinin sorumluluğu çerçevesinde tazmin ettirilmesi gündeme gelecektir¹.

Öncelik hakkının kullanımı bakımından teminatlı menkul kıymetlerde idarecinin fonksiyonunu, kira sertifikası yatırımcıları bakımından, varlık kiralama şirketi yönetim kurulu yerine getirecektir. III-61.1/Teb.’de yönetim kurulunun varlık ve haklardan tahsilat yapılmasından ve varlık kiralama şirketinin elde ettiği bu gelirlerin kira sertifikası sahiplerine payları oranında ödenmesinden sorumlu olduğu dile getirilmiştir (m.13/VII). Yukarıda belirttiğimiz üzere anılan Tebliğ, kira sertifikası sahiplerinin, ihraççının portföyündeki varlık ve hakların gelirlerinden öncelikle tatmin edilme hakkının niteliğini, rehin hakkı olarak yorumlamaya yol açar tarzda hükümler içermektedir. Dolayısıyla varlık kiralama şirketi yönetim kurulunun öncelik hakkını yerine getirmesine ilişkin düzenlemeler de, rehin hakkı nitelendirmesine uygun tarzda kaleme alınmıştır. Buna göre, bir kira sertifikası ihracı işleminde fon kullanıcısı² ile varlık kiralama şirketi kurucusunun aynı olması durumunda, varlık ve hakların satılması

gerektiğinde varlık satabileceği, yeni varlık satın alabileceği, kredi kullanabileceği veya repo işlemleri gerçekleştirebileceği ve Kurul’un uygun görüşünü alarak teminat varlıkları ve toplam yükümlülükleri kısmen veya tamamen ihraççı niteliğini haiz başka bir banka veya ipotek finansman kuruluşuna devredebileceği düzenlenmiştir (m.27/IV ve V). Hakkı doğrudan etkileyen veya devreden nitelikteki bu hukuki işlemlerin tasarruf işlemi olduğu açıkça görülmektedir.

¹ Yıldırım, s.201; 211.

² Fon kullanıcıları; sahipliğe ve yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında kaynak kuruluşları, alım-satıma dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık kiralama şirketinin vadeli olarak sattığı varlık veya hakkı alan kurucu niteliğini haiz şirketleri, ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında girişimciyi ve ortak girişimin varlık kiralama şirketi dışındaki ortaklarını, eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında meydana getirilecek eseri satın alan kişiyi veya yükleniciyi, ifade etmektedir (III-61.1/Teb.3/ç).

veya kira sertifikası sahipleri lehine rehnedilen varlık ve hakların paraya çevrilmesi dahil,.....önemli işlemlerin gerçekleştirilmesi, bağımsız yönetim kurulu üyesi veya üyelerinin alınacak kararda olumlu oy vermesine bağlıdır. Bu kararlarda sorumluluk varlık kiralama şirketi yönetim kuruluna aittir (III-61.1/Teb.13/VI).

Öncelik hakkının özellikle ihraççı niteliğinin kaybına neden olan iflas halinde gündeme geldiğini biliyoruz. İhraççı varlık kiralama şirketinin iflas sonucu tasfiyesine ilişkin Tebliğ’de yer alan düzenleme, her ne kadar rehin hakkı nitelendirmesi doğrultusunda olsa da, kira sertifikası sahiplerinin öncelik hakkının kullanımı meselesiyle yakından ilgilidir. Buna göre, her bir tertip kira sertifikası ihracına ilişkin varlık ve haklar, gerektiğinde satılmak suretiyle ilgili kira sertifikası sahiplerine ödenmeden, varlık kiralama şirketinin isteğe bağlı olarak tasfiye edilemeyeceği ve bu hükmün uygulanmasından yönetim kurulunun sorumlu olacağı düzenlenmiştir (III-61.1/Teb.14/II). Burada tasfiye sürecine girebilmenin koşulu, varlık ve haklar üzerinde rehin hakkına sahip olduğu kabul edilen sertifika yatırımcılarının, rehinli hak ve varlıkların satılıp bedelinden öncelikle bunların alacağını tahsil etmesine bağlanmıştır. Bu bağlamda yatırımcıların hakkının yerine getirilmesine ilişkin gerekli işlemlerin de yönetim kurulu tarafından yapılacağı belirtilmiştir.

B. AYIRMA HAKKI

1. Hakkın Genel Çerçevesi ve Niteliği

SerPK.59/III uyarınca, teminatlı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar teminat varlıklar, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi halinde dahi iflas masasına dahil edilemeyecektir. Aynı hükmün III-59.1/Teb.13/II’de de tekrarlandığını görüyoruz. Kira sertifikaları bakımından da benzer yöndeki düzenlemeler, SerPK.61/III ile III-61.1/Teb.4/III hükümlerinde yer almaktadır. İşte teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası yatırımcılarının alacak haklarını koruyucu nitelikte olup, bunların alacağının teminatını ya da dayanağını oluşturan varlık ve hakların, ihraççının iflası halinde iflas masasına dahil edilmemesini sağlayan bu hakkı, ayırma hakkı olarak adlandırmaktayız.

Bilindiği üzere bir borçlunun malvarlığındaki tüm değerler (taşınır, taşınmaz, hak ve alacaklar) alacaklısının alacağının teminatını oluşturur. Yani borçlusunu haciz yoluyla takip eden bir alacaklı, bu malları haczettirip alacağını satış bedelinden alabilir (İİK.85). İflas yoluyla takipte ise, borçlunun malvarlığında bulunan haczi mümkün tüm değerler iflas masasına girer (İİK.184). Masa mallarının satışından elde edilen para, iflas hukuku kurallarına göre alacaklılar arasında paylaşılır¹. İİK.184'te düzenlenen, müflisin mülkiyetindeki tüm taşınır ve taşınmaz mallar ile alacakların masaya dahil olması kuralının istisnasız uygulanması, haksız ve adil olmayan sonuçlara yol açabilir. İşte bu durumu göz önüne alan kanun koyucu, ana kuraldan ayrılan hükümler öngörmüş ve hukuken borçlunun malvarlığında olup sorumluluk kapsamına dahil olması gereken bir mal veya alacağı, alacaklıların takibi dışında bırakmıştır. Kanun koyucu bu amaçla, özellikle borçlunun iflasında bazı mal ve alacakların masadan çıkarılmasını isteme hususunda özel bir talep hakkı tanımıştır. İşte üçüncü kişinin iflas masasına dahil edilmiş olan bir malını masadan geri isteyebilmesi² hakkına, masadan çıkarma veya ayırma hakkı denir. Bu hak, hacizdeki istihkak davalarının (İİK.96-99) iflasta büründüğü şekildedir³. İİK'da bazı özel masadan çıkarma halleri de düzenlenmiştir (m.188-190)⁴. Bir diğer ayırma hakkı da, TBK.509/III'te⁵ düzenlenmiş olan, vekalet verenin, vekilin iflası halinde, onun kendi adına ve vekalet veren hesabına edinmiş olduğu taşınırın iflas masasından ayrılıp kendisine verilmesini isteme hakkıdır⁶.

¹ Haciz ve iflas yoluyla takip usulleri hakkında geniş bilgi için bkz. **Kuru**, Baki, İcra ve İflas Hukuku El Kitabı, 2. B., Ankara, (Nisan) 2013, s.410 vd.; s.1104 vd.; **Muşul**, C.II, s.256 vd.; s.1405 vd.

² Üçüncü kişiye ait bir mal müflisin elinde ve bu nedenle şeklen masaya girmişse, örneğin müflis o malı çalmış olabilir, bu malın gerçek sahibine verilmesi gerekir. İflas masası (idaresi) o malı üçüncü kişiye vermezse, üçüncü kişi iflas idaresine karşı bir istihkak davası (İİK.228) açabilir (**Kuru**, Baki, İflas ve Konkordato Hukuku, Ankara, 1971, s.173; **Kuru**, El Kitabı, s.1214).

³ **Kuru**, İflas, s.173; **Kuru**, El Kitabı, s.1214; **Gürsoy**, Kemal Tahir, Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara, 1977, s.119-120.

⁴ Bazı emre veya hamiline yazılı senetlerin masadan çıkarılması (m.188), başkasına ait malın satış bedeli (m.189) ve satıcının geri alma hakkından (m.190) oluşan bu haller hakkında detaylı bilgi için bkz. **Kuru**, İflas, s.173-177; **Kuru**, El Kitabı, s.1214-1217; **Altay**, Sümer, Türk İflas Hukuku, 1. B., İstanbul, (Ocak) 2004, s.685-690.

⁵ TBK.509/III'te düzenlenen ayırma hakkının hukuki niteliği ve koşulları hakkında geniş bilgi için bkz. **Özkaya**, Eraslan, Vekalet Sözleşmesi ve Kötüye Kullanılması, 3. B., Ankara, 2013, s.735 vd.

⁶ **Kuru**, İflas, s.212; **Gürsoy**, s.121. Doktrinde **Özkaya** bu hususu inançlı işlemlere ilişkin olarak değerlendirmiş ve inançlı işlemlerde inanılanın inanç konusu üzerinde tam hak sahibi olduğundan, inanç konusu hakkında yapılan icra takibi ile inanılanın malları üzerine haciz konması halinde inananın mahcuz mala istihkak davası açma veya inanılanın iflası durumunda masadan çıkarma hakkının varlığından söz edilemeyeceğini belirtmiş, ancak TBK.509 hükmünün bunun istisnasını teşkil ettiğini ifade etmiştir (**Özkaya**, Eraslan, Açıklamalı-İçtihatlı İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları, 5. B., Ankara, 2013, s.52. *Tandoğan* da benzer şekilde inançlı işlemlerde inananın

Doktrinde *Gürsoy*, güvene dayanan bir hukuki işlem olarak vekalet sözleşmesine ilişkin bu kuralın, yatırım fonu yatırımcıları ile fon idaresi arasındaki ilişkiye de aynı gerekçeyle uygulanabileceğini; gerekirse TMK.1'in hakime tanıdığı imkandan faydalanılarak, fon idaresini fona ait hak ve malların sahibi saymanın, buna karşılık yatırımcılar lehine TBK.509/III (eBK.393/III) anlamında bir ayırma hakkını kabul etmenin uygun ve mümkün olacağını ileri sürmüştür¹. Yazar, yatırım fonlarında da güven ilişkisi ve ayırma hakkı çözümünün tercih sebebinin, ekonomik hak sahipliği ile hukuki hak sahipliğinin ayırt edilmesi² olduğunu belirtmektedir. Bu da ekonomik hak sahiplerinin haklarının teminat altına alınmasını zorunlu kılmaktadır³.

Kanaatimizce hukuki-ekonomik hak sahipliği ayırımına ilişkin bu düşünce, teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası yatırımcıları ile ihraççılar arasındaki ilişki bakımından da geçerlidir. Zira teminatlı menkul kıymetler, konut finansmanı sistemi çerçevesinde fon fazlası olan ve bunu güvenli bir yatırım aracıda kullanmak isteyen yatırımcıdan, bu fona gereksinim duyan kimselere sermaye aktarımının

korunması bakımından TBK.509 (eBK.393) hükmüne dayanma olanağı bulunup bulunmadığını değerlendirmiş, Alman doktrinindeki konuya ilişkin farklı görüşlere geniş biçimde yer verdiği tebliğinin sonunda, de lege ferenda, yalnız inananın değil, inanılanın görünüşteki sınırsız hak sahipliğine güvenen iyiniyetli üçüncü kişilerin de korunması için tedbirler alınması gerektiğini ifade etmiştir (**Tandoğan**, Haluk, "İnançlı İşlemlerde İnananın Korunması Sorunu ve Bu Sorunun Çözümünde BK m.393'ten Yararlanma Olanağı", Temsil ve Vekaletle İlişkin Sorunlar Sempozyumu (14-16 Haziran 1976), İstanbul, 1977, s.83 vd. Yargıtay da bu konuya ilişkin kararlarında inançlı işlem ya da vekalet terimlerini kullanmayı tercih etmiştir: "*Dolaylı temsili öngörülen inançlı vekalette vekil vekaletini ifası için kendisine verilen ya da ifa dolayısıyla üçüncü kişilerden aldığı şeylerin inançlı maliki olur. İnançlı vekilin adına vekillik veren hesabına üçüncü kişilerle yaptığı işlemlerden doğan alacak da vekilin kişiliğinde doğar*", HGK, 26.01.1983, E.981/11-1069, K.26; "*İnanç sözleşmesi uyarınca, inanç gösterilen kişi, üzerindeki inanç gösteren kişilere ait taşınmaz paylarını onlara nakletmekle yükümlüdür*", 14. HD., 04.03.1986, E.5103, K.1412, **Özkaya**, Vekalet, s.745; s.751).

¹ **Gürsoy**, s.140.

² Doktrinde **Özsunay**, inançlı işlemlerle ilgili olarak bu hususta kabul edilen söz konusu ayırımın, Alman Hukuku'nda çifte mülkiyet teorisi olarak adlandırıldığını ve yasal düzene aykırı olmasına rağmen kredi hayatının ihtiyaçlarını karşılamak için bu çözüme varıldığını ifade etmektedir. Buna göre maddi-ekonomik mülkiyet inananda kalmakta, şekli-hukuki mülkiyet inanılana geçmektedir. İnanan, iflas halinde çıkarma veya ayırma hakkını, cebri icra takibinde de itiraz hakkını bu maddi-ekonomik mülkiyet hakkına dayanarak yapabilmektedir. Ancak yazar TBK.509/eBK.393 hükmünün uygulanması bakımından bu hak sahipliği ayırımının, sadece inanılanın üçüncü kişilerden iktisap ettiği inanç konularında söz konusu olup, inananın ayırma hakkını ancak bu durumda ileri sürebileceğini; inanılanın inananın iktisap ettiği mal ve haklarla ilgili olarak ise, inanana TBK.509/eBK.393 hükmü kapsamında ayırma hakkı tanınamayacağını belirtmektedir. Son olarak bizim pozitif hukukumuz bakımından yazarın önerdiği çözüm ise, yatırımcılara özel bir yasa ile ayırma hakkının tanınmasıdır (**Özsunay**, Ergun, "Saf İnançlı Muamelelerde Vekalet Sözleşmesine İlişkin Hükümlerin Uygulanması", Temsil ve Vekaletle İlişkin Sorunlar Sempozyumu (14-16 Haziran 1976), Tartışmalar (İnançlı İşlemler), Ankara, s.351-353.

³ **Gürsoy**, s.186.

gerçekleştirilmesi için kullanılan sermaye piyasası araçları olarak bir döngü oluşturmaktadır. Bu döngüde yatırımcıdan elde edilen para yeni kredilere aktarılmakta, yeni kredilerden doğan alacaklara ilişkin vadesinde yapılan ödemeler de, yatırımcıların menkul kıymet alacaklarının vadesinde karşılanması için kullanılmaktadır. Yani ihraççı lehine doğan ve hukuken onun malvarlığında bulunan alacak hakları, esasen teminatlı menkul kıymet yatırımcılarının ödediği paralardan kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla hukuken hak sahibi olmasa da, bir anlamda ekonomik hak sahipliği bulunan yatırımcıların, ihraççının iflası halinde özel olarak korunmaları gerekmektedir¹. Aynı çıkarımları kira sertifikası yatırımcıları bakımından da yapmamız mümkündür. Şöyle ki, kira sertifikası sisteminin işleyişinde, sertifikanın türüne göre değişen, fakat sonuçta sertifika ihraççısı varlık kiralama şirketinden fon kullanan kimseler, bunun için varlık kiralama şirketine dönemsel ödemelerde bulunmakta; varlık kiralama şirketi de bu ödemeleri, kullanıcılara sağladığı fonu elde ettiği sertifika yatırımcılarının alacaklarının karşılanmasında kullanmaktadır. Yani burada da hukuken varlık kiralama şirketinin uhdesinde bulunan alacak hakları, aslında sertifika yatırımcılarının ihraççıya ödediği paralardan kaynaklanmaktadır. Bu sebeple ekonomik hak sahibi olan yatırımcıları, ihraççının iflası halinde ayırma hakkı tanıyarak korumak icap eder.

İhraççının iflası halinde, alacaklılarına karşı tüm malvarlığıyla sorumluluğu söz konusu olup, karşısındaki alacaklılar da sadece teminatlı menkul kıymet ya da sertifika yatırımcıları değildir. Ancak yatırımcının korunması hususuna hukukumuzda ayrı bir hassasiyet gösterildiği için, bu hallerde anılan menkul kıymet sahiplerinin korunması bakımından ayırma hakkının önemi de ortaya çıkmaktadır. Bu korumanın sağlanabilmesi, kanaatimizce, teminatlı menkul kıymetlerde teminat havuzunda bulunan varlıkların, kira sertifikalarında da fon portföyündeki varlık ve hakların özel bir malvarlığı oluşturduğunun ve ihraççının iflası halinde de bu özel malvarlığının ayrı bir işleme ve ayrı hukuki akibete tabi tutulmasına bağlıdır. Bu da yatırımcıların iflas hukuku anlamında ayırma hakkının kabulü anlamına gelir (İİK.228). Dolayısıyla burada aslında TBK.509/III hükmündekine benzer bir durum vardır². Kanun koyucu bu bağlamda, yerinde bir adımla anılan yatırımcıları ekonomik hak sahibi olarak kabul

¹ Yıldırım, s.228.

² Karş. Gürsoy, s.187; Yıldırım, s.230.

etmiş ve ayırma hakkı tanımak suretiyle yasal olarak koruma altına almıştır (SerPK.59/III ve 61/III).

Ayırma hakkının niteliği hususunda son olarak şunu da belirtmemiz gerekir ki, genel olarak iflas hukuku anlamında ayırma hakkı şeyin aynına ilişkindir. Oysa teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası yatırımcılarının ayırma hakkı, sadece bir değere ilişkin olacak, yatırımcı veya yatırımcıların tasfiye sonunda payına düşecek olan değer, para olarak ayırma hakkının konusunu teşkil edecektir. Ayırma hakkının konusunun bir miktar para olması, bu nitelikte bir hakkın tanınmasını engellemez. Nitekim İİK’da düzenlenen özel masadan çıkarma halleri arasında sayılan m.189’da hükme bağlanan husus da bir miktar paraya ilişkindir. O halde yatırımcılar, teminat havuzu ya da fon portföyünde yer alan değerler üzerinde, ihraççı vasıtasıyla dolaylı bir hakka sahiptirler. Ancak yatırımcıların para alacağının varlığının, ekonomik olarak yatırımcılara ait olan (ihraççı) malvarlığının aktifinde bir fazlalığın bulunmasına bağlı olduğu da unutulmamalıdır¹.

2. Ayırma Hakkının Kullanımı

Teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası yatırımcıları bakımından ayırma hakkı, anılan menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, yatırımcıların alacağının karşılığını teşkil eden varlık ve hakların iflas masasına dahil edilemeyeceği hükme bağlanmak suretiyle açıkça düzenlenmiştir (SerPK.59/III;61/III). Bu şu anlama gelmektedir, hakkın kullanımı için herhangi bir hukuki ya da idari işleme başvurulmasına gerek yoktur². Ancak eğer bu tarz bir pozitif düzenleme söz konusu olmasaydı, yatırımcıların ayırma hakkının nasıl ve kim tarafından kullanılacağı sorunu ile karşılaşılacaktı. Zira her bireysel yatırımcının ayırma hakkı, ihraççı malvarlığına karşı yöneltebileceği kısmi bir talep hakkından ibaret olacaktı. Hakkın bu şekilde kullanımının etkisi ise son derece zayıf olacak; etkili kullanım için ancak yatırımcıların tümü tarafından hakkın ileri sürülebilmesini mümkün kılan bir çözüme ihtiyaç duyulacaktı. Bu ise kanunda yapılacak özel bir düzenleme ile, yatırımcıların tümü

¹ Karş. Gürsoy, s.188.

² Karş. Yıldırım, s.232.

hakkında ayırma hakkını ileri sürebilecek kanuni bir temsilcinin belirlenmesiyle mümkün olabilecekti¹.

Ayırma hakkının kullanımını yatırımcılar menfaatine kolaylaştıran ve koruma altına alan bu yasal düzenlemeler sayesinde, ihraççı hakkında iflasın açılmasıyla birlikte teminatlı menkul kıymet ve kira sertifikası sahiplerinin alacağının teminatını ve karşılığını oluşturan varlık ve haklar, ihraççının diğer malvarlığından ayrı bir hukuki rejime tabi olacak özel bir malvarlığı teşkil edecek ve aynı zamanda öncelikli alacaklı sıfatına sahip söz konusu yatırımcıların menfaatine hizmet etmek üzere özel bir malvarlığı olarak idare edilmeye devam edilecektir².

V. KÂRDAN PAY ALMA HAKKI

Kârdan pay alma hakkı, tahvil yatırımcıları için öngörülmüş bir hak olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak burada söz konusu kâr kavramı, tahvil yatırımcıları bakımından, ortaklıklar hukuku anlamında şirkete katılma payının karşılığı ve hukuki semeresi olan kâr payını değil, şirket kazancından verilecek belirli bir oranı ifade etmektedir.

A. HAKKIN HUKUKİ DAYANAĞI

Bilindiği üzere tahviller, ihraççı ile yatırımcılar arasındaki ödünç sözleşmesi³ temeline dayalı olarak ihraç edilen, yatırımcılarına dönemsel faiz geliri ile taksitler halinde yahut da vade sonunda tek bir seferde olmak üzere anapara ödemesi yapılmak suretiyle itfa edilen bir borçlanma aracı türüdür.

Bu bağlamda tasarruf sahiplerini söz konusu borçlanma aracına yatırım yapmaya yöneltten asıl etmen, ihraççının kâr ya da zarar etmesinden bağımsız olarak belirli dönemlerde ödemeyi yükümlendiği ve bu anlamda sabit getiri imkanı sunan faiz getirisiidir. Ancak özellikle ihraççının kazançlı geçirdiği bir faaliyet dönemi sonunda, yatırımcıların net dönem kârındaki artışa paralel olarak elde edecekleri getirinin de artması olanağı, tahviller gibi sabit getiri garantisi taşıyan borçlanma araçlarında söz

¹ **Gürsoy**, s.189.

² **Karş. Yıldırım**, s.232.

³ bkz. Üçüncü Bölüm, §8, I.

konusu değildir. Bu durum, sermaye piyasasının devamlı surette gelişimini ve piyasanın yeni araçlarla çeşitlendirilmesi suretiyle dinamikliğini hedef alan düzenleyiciler tarafından da düşünülmüş ve tahvillerin faiz getirisine ek olarak ihraççı şirketin kârından da pay alabilecek ya da sadece ihraççı kârına katılmayı sağlayacak biçimde ihracı mümkün kılınmıştır. Kurul'un II-31.1/Teb.'nin 16. maddesi, "tahvillere kârdan pay verilmesi" başlığını taşımaktadır. Maddede ihraççıların, esas sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunmak şartıyla tahvillere kârdan pay verebilecekleri belirtilmektedir. Buna göre ihraççılar, tahvil yatırımcılarına sağlayacakları kârdan pay alma hakkının yerine getirilmesinde, yani tahvillere ödeyecekleri kâr payının belirlenmesinde üç esastan birini tercih edebilecektir. Bu esaslar şöyledir: i) Faiz ve buna ek olarak tahvile kârdan pay verilmesi, ii) Kâr payının faizden daha az olması halinde faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla kâr payı tahakkuk etmişse kâr payının ödenmesi, iii) Bir faiz öngörülmezsizin tahvile kârdan pay verilmesi.

Esasında tahvil yatırımcılarının ihraççı şirketin kârından pay alma hakkı, mevzuatımızda çok daha önceden beri mevcut olan bir imkandı. Anonim şirket esas sözleşme içeriğini düzenleyen eTK.279/V hükmünde; kurucularla yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket kazancından sağlanacak özel menfaatler, sözleşme içeriğine yazılacak hususlar arasında sayılmıştı. Burada şirket kazancından yararlanılacak kişiler arasında sayılan "diğer kimseler" arasına tahvil sahiplerinin de gireceği doktrinde kabul edilmekteydi¹. Bunun dışında eTK'da tahvillerin düzenlendiği m.420-433 hükümleri arasında kâra katılma hakkı veren tahvili önleyici açık ya da kapalı bir hüküm bulunmamakta; aksine m.421'de ikramiyeli ve ikramiyesiz tahvillerden söz edilmek suretiyle çeşitli türde tahvillere geçerlik tanındığı görülmekteydi². Nihayetinde, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 22 Syl. Bakanlar Kurulu Kararı'yla³ da tahvillere kârdan pay verilebileceği özel olarak düzenlenmiş, ardından da konuya ilişkin bir SPK Tebliği⁴ yayımlanmış ve bu tahviller

¹ Arslanlı, Tahviller, s.309; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar C.I, s.602; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s.428; İmregün, Tahviller, s.263-264; s.272.

² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar C.I, s.602; Çevik, s.841.

³ RG: 29.08.1974, S.14991.

⁴ II/7 syl. Kâra İştirakli Tahvil İhraç Esasları Tebliği, RG: 18.11.1983, S.18220. Kurul bu Tebliğ'i 1992 yılında yeniden düzenlemişti. Bkz. II/16/Teb., RG: 14.07.1992, S.21284.

“kâra iştirakli tahviller”¹ olarak adlandırılmıştı. Tahvillere kârdan pay alma hakkı verilmesi, şu anki mevzuatımız açısından da aynen devam etmektedir. Yukarıda II-31.1/Teb.’de buna imkan veren hükümleri az evvel belirttik. Tebliğ’de yer alan bu hükümlerin dayanağını, SerPK.19/V’teki; “halka açık ortaklıklar tarafından.....pay sahibi dışındaki kimselere kârdan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır.....” şeklindeki düzenleme oluşturmaktadır. Ayrıca TTK’da da buna paralel nitelikte düzenlemeler mevcuttur. Öncelikle “borçlanma senetleriyle alma ve değiştirme hakkını içeren menkul kıymetler” başlıklı m.504’teki “her çeşidi ile tahviller” ibaresi, buna ek olarak eTK.279/V’in karşılığını oluşturan m.339/II’nin (f) bendinde; “.....diğer kimselere şirket kârından sağlanacak menfaatler”in anonim şirket esas sözleşme içeriğine dahil unsurlar arasında zikredilmesi, tahvillerin sadece faiz ödeme taahhüdünü içeren adi tahviller şeklinde değil, kârdan pay alma hakkını içerenler de dahil, farklı türlerde ihracının mümkün olduğunu göstermektedir.

B. HAKKIN NİTELİĞİ VE HUKUKİ TEMELİ

1. Niteliği

Tahvillere sağlanan kârdan pay alma hakkı, aynı zamanda bu hakkı içeren tahvillerin farklı bir tahvil türü olarak anılmasını sağladığından, çalışmamızda tahvil yatırımcılarının kâr payı hakkına ilişkin olan açıklamalarımız, tabiatıyla kâra katılmalı tahvil türünün nitelik ve özellikleri anlamına gelecektir.

Bu bağlamda anılan tahviller, bir yandan şirketlerin finansman olanaklarını genişletmek, diğer yandan küçük tasarruf sahiplerinde sermaye birikimini özendirmek amacıyla, özellikle Amerikan ekonomisinde yaygın olarak uygulanmış ve başarıya ulaşmış bir finansman yöntemi olarak, Türk piyasalarında da denenmesi hedefiyle ihdas edilmiş bir borçlanma aracıdır². Bu tahvillerin en önemli özelliği, değişmez orandaki faiz yerine, şirketin kârı ile birlikte değişebilen nitelikte gelir sağlamasıdır³. Adi tahvillerde şirket borcunun miktarı sadece verilen ödünç miktarına bağlı olup

¹ Söz konusu Kurul Tebliği hükümleri doğrultusunda kâra iştirakli tahvillerin özellik, nitelik ve türleri hakkında daha fazla bilgi için bkz. **Üçışık**, Güzin, “Kâra İştirakli Tahviller”, MÜHAD, C.IV, S.1-3, (Ocak-Aralık) 1989, s.53 vd.

² **Çevik**, s.841.

³ **Tekinalp**, Ünal, “Kâra İştirakli Tahvil”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, C.XI, S.10, (Ekim) 1974, s.3.

değişmemekte, kâra katılma hakkı sağlayan tahvillerde ise verilen ödünç miktarının yanı sıra şirketin elde edeceği kâra göre belirmektedir¹. Söz konusu tahvil yatırımcılarının ihraççı şirketin kârından pay alma hakları, eğer yatırımcılara maktu faiz ve buna ek olarak kârdan pay alınması taahhüt edilmemişse, ancak şirketin kâr elde etmesi halinde mümkündür. Bu şart gerçekleşmediği takdirde tahvil sahibinin herhangi bir ödeme talebinde bulunması mümkün değildir. Dolayısıyla kârdan pay alma hakkı ya da diğer bir ifadeyle kâra katılmalı tahviller, şarta bağlı bir borç ilişkisinden doğmakta, yatırımcıların alacağı da şarta bağlı alacak niteliği göstermektedir². Sözleşme hukukunda şart, hukuki bir sonucun gelecekte gerçekleşmesi şüpheli olumlu veya olumsuz bir olaya bağlanmasıdır³. Şarta bağlı borç ilişkisi de, sonuçlarının doğması veya ortadan kalkması, gelecekte gerçekleşmesi belirsiz bir olaya bağlanmış olan borç ilişkisidir. TBK’da “koşula bağlı borçlar” başlığı altında (m.170-176) düzenlenen şart sayesinde taraflar, hukuki işlem ve sözleşmelerini gelecekteki olaylara ve bunların olası gelişmelerine uyarlama imkanı bulurlar⁴. Böylece tahvillere sağlanan kâr payı hakkı sayesinde yatırımcılar, başlangıçta tespit edilen sabit bir getiri oranına razı olmak yerine, özellikle ihraççının kazançlı bir faaliyet dönemi sonunda ödeyeceği çok daha yüksek miktarda bir gelire sahip olma, yani ihraççı ile arasındaki borç ilişkisinin, ihraççının yükselen kâr grafiğine göre şekillenmesi imkanına sahip olmaktadır.

Hukuki işlemin, örneğin bir sözleşmenin sonuçlarını doğurması, gelecekteki belirsiz bir olayın gerçekleşmesine bağlı ise, geciktirici şart söz konusudur (TBK.170/I)⁵. Belirsiz olay gerçekleştiği anda hukuki sonuçlar ortaya çıkar. Bu aşamaya kadar sözleşme askıdadır. Taraflar şart gerçekleşmeden önce de sözleşmeyle bağlı olmakla birlikte, hüküm ve sonuçlar ancak şartın vukuundan itibaren doğar. Şart gerçekleşmeden alacak hakkı doğmadığı için, alacaklı borçludan ifayı talep ve dava edemez. Alacağın muaccel olması ve zamanaşımına uğraması da söz konusu olmaz.

¹ Üçışık, s.54.

² Üçışık, s.54.

³ Pulaşlı, Hasan, Şarta Bağlı İşlemler ve Hukuki Sonuçları, Ankara, 1989, s.7-8; Tekinay /Akman/ Burcuoğlu/Altóp, s.328; Eren, s.1161; Hatemi/Gökyayla, s.337.

⁴ Eren, s.1162.

⁵ TBK şartı geciktirici ve bozucu olmak üzere ikiye ayırarak düzenlemiştir (TBK.170-173). Ancak doktrinde bunun dışında şart türlerinden de bahsedilmektedir. Bunlar hakkında geniş bilgi için bkz. Pulaşlı, Şarta Bağlı İşlemler, s.38 vd.; Eren, s.1169 vd.; Hatemi/Gökyayla, s.340 vd.; Tekinay/ Akman/Burcuoğlu/Altóp, s.330 vd.

Alacaklının askı döneminde sözleşmeden doğacak hak üzerinde sadece beklenen (muntazar) bir hakkı¹ vardır. Alacaklı, şart gerçekleşmese bile borçlunun iflası halinde alacağını iflas masasına yazdırabilir, alacağın korunması için diğer tedbirlerin alınmasını isteyebilir ve tespit davası açabilir². Geciktirici şarta bağlı borçlandırıcı hukuki işlem ve sözleşmelerin bu özellikleri, kâr elde etmeye bağlı olarak belli bir oranda şirket kârından pay alma hakkı verir tarzda ihraç edilen tahvillerden doğan alacak ve borcun niteliğiyle örtüşmektedir. Zira burada yatırımcıların söz konusu hakkının doğmasının ön koşulu, şirketin kâr etmesidir. Bu ise yatırımcıların tahvili satın aldıkları anda henüz bilmedikleri, ihraççının faaliyet dönemi boyunca sergileyeceği başarılı bir yönetim ile iktisadi, ticari ve mali konularda, basiretli bir tacir ya da işadamlarının aynı ekonomik koşullarda göstereceği istikrarlı davranış ve politikalara, özetle gelecekte gerçekleşmesi şüpheli bir olaya bağlıdır. Bu nedenle kâra katılmalı tahvillerden doğan alacak hakkını, geciktirici şarta bağlı bir alacak ve buna bağlı olarak da beklenen bir hak olarak değerlendirmemiz gerekir.

Tahvil sahipleri bakımından bu beklenen hakkı, şartın gerçekleşmesi, yani şirketin kâr elde etmesi durumunda, tesis edilen hakkın hak sahipleri tarafından kazanılmasının daha önce hukuken sağlanmış bir görüntüsü, olarak ifade etmek mümkündür³. Tahvil yatırımcılarının korunması bakımından da beklenen hak ve menfaatlerin, tıpkı şarta bağlı olmayan haklar gibi korunmaları görüşünün⁴ benimsenmesi kanaatindeyiz. Nitekim kanun koyucu da bu hususu dikkate almış ve şarta bağlı hak sahiplerini koruyucu hükümler sevk etmiştir (TBK.171, 175; İİK.197/I). Bu hükümler tahvil yatırımcıları bakımından da uygun düştüğü ölçüde uygulanabilmelidir. Her ne kadar geciktirici şarta bağlı borç, şartın gerçekleştiği an itibarıyla doğsa da (TBK.170/II), alacaklı, borçlunun şartın gerçekleşmesinden, yani borcun doğumundan önceki davranışlarına dayanarak, borcun hiç veya gereği gibi ifa

¹ Beklenen (muntazar) haklar, henüz kazanılmamış, ama ilerde kazanılması muhtemel hakları ifade etmek üzere kullanılan bir tabirdir. Beklenen hakların tipik örneği şarta bağlı haklardır. Hak sahibi olma beklentisi içindeki kimse, en erken geciktirici şartın gerçekleşmesiyle birlikte hakkı iktisap eder. Hak sahibi olmayı bekleyen kimsenin hukuki durumunu ise beklenti olarak ifade etmek mümkündür (Nomer, Haluk N., Beklenen Haklar Üzerindeki Tasarrufların Hukuki Sonuçları, 1. B., İstanbul, (Nisan) 2002, s.1; 9).

² Eren, s.1172-1173; Hatemi/Gökyayla, s.342-343; Pulaşlı, Şarta Bağlı İşlemler, s.143-144; 146 vd.; Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altıp, s.330; 333-335; Erdoğan, Genel Hükümler, s.203.

³ Karş. Pulaşlı, Şarta Bağlı İşlemler, s.144.

⁴ Bu görüş için bkz. Pulaşlı, Şarta Bağlı İşlemler, s.145, dn.110; Nomer, s.86-87.

edilmemesinden dolayı uğradığı müspet zararın tazminini ondan talep edebilir (TBK.171/I;112). Zira 171/I hükmü borçluya, borcun gereği gibi ifasını engelleyecek davranışlardan kaçınma yükümü yüklemektedir. Ancak söz konusu tazminat davasının, şartın gerçekleşmesi, yani borcun doğması halinde açılabileceğini de belirtelim. Nitekim borç doğmadıkça, onun hiç veya gereği gibi ifa edilmediğinden de bahsedilemez¹. Yani bu hükme dayanarak tahvil yatırımcılarının, henüz kâr elde edilip edilmeyeceği belirsiz olan dönemdeki haklarını tehlikeye düşürücü davranışlarından dolayı, ihraççıya karşı tazminat davası açmaları mümkündür. Ayrıca alacakları tehlikeye düşürülen yatırımcılar, alacakları şarta bağlı olmayanların² haklarını korumak için başvurduğu önlem ve tedbirleri alabilirler (TBK.171/II). Bu bağlamda yatırımcılar para alacakları için ihtiyati haciz (İİK.257 vd.) yoluna³ başvurabilecektir. Ancak bunun için alacak hakkının soyut ve genel planda tehlikeye düşmesi yeterli değildir. Tehlikenin somut olması gerekir⁴.

2. Hukuki Temeli

Tahvillerin yatırımcılarına sağladığı kârdan pay almaya ilişkin hakkın, ihraççı ile yatırımcılar arasındaki ne tür bir hukuki ilişkiden kaynaklandığını tespit etmemiz, hak sahiplerinin farklı hukuki nitelendirmelere göre ihraççı karşısındaki konumunun daha güçlü ya da zayıf olmasını etkileyeceğinden, gerekli ve önemlidir.

Öncelikle bu hakkı içeren ve eskiden kullanılan tabirle kâra iştirakli, bizim kullanmayı uygun bulduğumuz deyimle de kâra katılmalı tahvillerin ilk kez

¹ **Nomer**, Beklenen Haklar, s.86-87; **Hatemi/Gökyayla**, s.342; **Pulaşlı**, Şarta Bağlı İşlemler, s.162-164; **Tekinay/Akman/Burcuoğlu/Altop**, s.333; **Eren**, s.1173-1174.

² Yargıtay bir kararında şarta bağlı alacaklıların şartsız alacaklılar gibi korunması hususunu şu şekilde değerlendirmiştir: “Borçlar Yasası’nın 150 nci maddesinin birinci fıkrasında (TBK.171/I) yer alan borçlunun borcu gereği gibi yerine getirmeye uygun davranışta bulunma zorunluluğu, her taliki (geciktirici) şart ile yapılmış olan sözleşmede olduğu gibi, bu şartta yapılmış.....sözleşmesi için de uygulanmak gerekir. Ancak bu hükmün şartsız bu nitelikte borç altına giren borçluya göre daha şiddetli şekilde uygulanması gerekmez” (4. HD., 13.05.1968, E.967/6674, K.4086), (**Pulaşlı**, Şarta Bağlı İşlemler, s.163-164, dn.162). Kanaatimizce Yargıtay’ın bu görüşü isabetlidir. Önemli olan, şarta bağlı alacaklıların aynı konumdaki şartsız alacaklılar ile eşit şekilde korunmasıdır ve kararda da bu hususa vurgu yapılmıştır.

³ İhtiyati haciz yoluna başvurmak pratik bir fayda sağlamaz. Zira alacaklının hemen akabinde, 7 gün gibi kısa bir süre içinde ya takip talebinde (haciz veya iflas) bulunması veya dava açması (İİK.264/I) gerekir. Ayrıca şart gerçekleşmediği takdirde, borcun ihtiyati hacizle birlikte İİK.257/III hükmü uyarınca muaccel hale geldiği söylenemez (**Nomer**, Beklenen Haklar, s.88).

⁴ **Eren**, s.1173; **Nomer**, Beklenen Haklar, s.87; **Pulaşlı**, Şarta Bağlı İşlemler, s.163-164; **Tekinay/Akman/ Burcuoğlu/ Altop**, s.334.

düzenlendiği 22 syl. Bakanlar Kurulu Kararı döneminde, bir para alacağını ifade eden tahvilin, borçlu şirketin kârına katılma ve kârdan pay alma imkanı sağlamasının, alacak-borç ilişkisine ve bunu düzenleyen emredici kurallara aykırı olduğu, bir para hakkının kâra iştirak ediyorsa alacak değil sermaye niteliği kazanacağı, bunun en önemli sonuçlarından birinin de para alacağının ve sahibinin borçlu şirketin sorumluluk ve zararına katılması olduğu; bir anonim şirketin emrine bu tarzda para verildiğinde, bu paranın sahipleri ile anonim şirket arasındaki ilişkinin bir adi şirket teşkil ettiği ileri sürülmüştür¹. Bu görüş uyarınca, gerek borç para ve gerekse bu paranın sahipleri, şirketin üçüncü kişilere olan borçlarına ve gereğinde şirket zararına muhatap olacak; ancak işçi ve memurlara ayrılan küçük kâr paylarının bunlara ortaklık sıfatı vermemesinde olduğu gibi, esas alacak ve borç niteliğini koruyan ve dolayısıyla belli veya değişir bir faiz karşılığı anonim şirketlere verilen tahvil karşılığı para, ikinci derecede olmak üzere kâra katılmakla, alacak-borç niteliğini kaybetmeyebilecektir. Kâra katılmalı tahviller bakımından Türk Hukukunda mümkün olan tek yol da budur².

Doktrinde *Tekinalp*, yukarıda belirtilen görüşe karşı çıkmış ve tahvil sahiplerine sadece şirket kazancına katılma hakkı tanınmasının ortaklık ilişkisine işaret etmeyeceğini, ortaklık için zorunlu bir unsur olan “*affectio societatis*” unsurunun sözleşmede açıkça veya zımnen ifade edilmesi gerektiğini, taraflardan birinin tek hakkı ve olanağı kâra katılma olan bir ilişkiye ortaklık demenin mümkün olmadığını, kâra katılmanın ortaklık ilişkisinden doğan hak, borç ve yükümlerin sadece bir kesimini oluşturduğunu belirtmiştir³. Bizim de katıldığımız görüşe göre ise, kâra katılma hakkının ve dolayısıyla bu hakkı sağlayan tahvil türünün temelini oluşturan hukuki ilişki, sonuca katılmalı ödünç (tüketim ödünç) sözleşmesidir⁴. Sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi, sonuca katılmalı borç ilişkisinin bir türüdür. TBK’da ürün kirası ve hizmet sözleşmelerinde açıkça öngörülen belli bir faaliyet sonucu oluşan üründen (357/II) ya da kârdan pay alma (403/I), yani kısaca sonuca katılma esası, TBK.26-27’de ifadesini bulan sözleşme özgürlüğü prensibi uyarınca, diğer sözleşme tiplerinde de kararlaştırılabilir. Nitekim ödünç sözleşmesinde de faiz yerine sonuca katılma esasının

¹ **Domanıç**, Hayri, Anonim Şirketler, İstanbul, 1978, s.1027.

² **Domanıç**, Anonim Şirketler, s.1027.

³ **Tekinalp**, Tahvil, s.3.

⁴ **Kuntalp**, Erden, Kâr Ortaklığı Belgesi, Ankara, 1983, s.19; **Üçışık**, s.55.

getirilebileceği, yani faiz yerine ya da maktu faize ek olarak kârdan bir pay verilebileceği genellikle kabul edilmektedir¹. Zira ödünç alanın faiz şeklinde bir karşı edimde bulunması, tüketim ödünç sözleşmesinin zorunlu bir unsuru değildir. TBK.386’da ödünç alanın borcu, sadece ödünç verenin kendisine verdiği para ya da diğer misli şeyin karşılığında, nitelik ve miktarca eşit aynı neviden şeyleri geri verme borcu olarak ifade edilmiştir. Dolayısıyla tüketim ödünç sözleşmesi kural olarak ivazsız sözleşmelerdendir. Ancak adi işlemlerde sözleşme ile faiz kararlaştırılması (TBK.387/I), ticari işlemlerde de kanun hükmü gereği faiz alınması durumunda (TBK.387/II) tüketim ödünç sözleşmesi ivazlı olabilmektedir². Bu bakımdan bir miktar paranın ödünç verilmesi nedeniyle bir karşı edim kararlaştırılacak ise, bunun mutlaka faiz biçiminde olması zorunlu değildir. Karşı edimin sonuca katılma şeklinde belirlenmesi de mümkündür. Çünkü bu esas temelde TBK’ya aykırı değildir, hatta kanunda başka (ürün kirası ve hizmet) sözleşmelerde açıkça benimsenmiştir³.

Ödünç sözleşmesinin değişik bir türünü oluşturan sonuca ya da kâra katılmalı ödünç; ödünç verenin belirli amaçla kullanılmak üzere bir miktar paranın mülkiyetini ödünç alana devretmeyi, ödünç alanın da ödünç verene bu kullanımdan elde edeceği kârdan belli bir pay vermeyi ve sözleşmenin süresi sonunda aynı miktar parayı iade etmeyi karşılıklı olarak yükümlendikleri sözleşme, olarak tanımlayabiliriz. Bu işlemde bir teşebbüse (münferit tacir ya da ticaret şirketi) bir miktar para ödünç verilir ve faiz yerine kârdan bir pay alınır⁴. Maktu bir faiz ve buna ek olarak kârdan pay verilmesi de kararlaştırılabilir. Ayrıca kâr garantisi verilebilir⁵. Sonuca katılmalı ödünçte, ödünç alınan paranın belirli bir amaçta, yani kâr getiren bir faaliyette kullanılması gerekir. Oysa diğer ödünç sözleşmelerinde, alınan paranın böyle bir amaca tahsisi zorunlu değildir. Sözleşmenin ayırıcı diğer tipik unsuru da, ödünç verenin, ödünç alanın aldığı parayla girişeceği iktisadi faaliyetten elde edeceği kârdan belli bir pay almasıdır. Bu pay

¹ **Kuntalp**, Ödünç, s.5-6; **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.334; **Aydoğdu/Kahveci**, s.722; **Zevkliler/Gökyayla**, s.390.

² **Yavuz**, Özel Hükümler, s.365-366; **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.299; **Aydoğdu/Kahveci**, s.724-725; **Zevkliler/Gökyayla**, s.392; **Remzi**, Mehmet/**Aydın**, Sezer, Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 5. B., İstanbul, 2013, s.155-156.

³ **Kuntalp**, Ödünç, s.6-7.

⁴ **Kuntalp**, Ödünç, s.7-8.

⁵ **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.334; **Aydoğdu/Kahveci**, s.722.

sözleşmede gösterilecek bir oran, net veya brüt kârın ya da satış tutarının belli bir oranı veya maktu bir oran olabilir¹.

Sonuca ya da kâra katılmalı ödünçün yukarıda yer verdiğimiz tanım ve unsurlarını incelediğimizde, tahvillerin kârdan pay alma hakkı içerir biçimde ihracının temelinde de aynı hukuki ilişkinin özelliklerini görmemiz mümkündür. Zira tahvillerin kâra katılmasız biçimde ihracında da ödünç sözleşmesi temeline dayalı bir ilişki vardır. Ancak burada yatırımcılara şirketin kâr etmesi şartına bağlı bir getiri değil, ihraççının zarar etmesi halinde dahi yatırımcıların talep edebileceği sabit ya da değişir oranlı olarak tespiti mümkün bir faiz geliri taahhüt edilmektedir. İşte kâra katılmalı tahvillerin adi tahvillerden ayrıldığı nokta da burada karşımıza çıkmakta, anılan tahvillerde belirleyici unsur faiz yerine kâra katılma olmaktadır. Bunun sonucu olarak faizin ihraççı riskinden bağımsız olarak ödenmesi, kâra katılma hakkının şarta bağlı niteliği gereği anılan tahvillerde mümkün olamamakta; kâr elde edilemediği takdirde tahvil sahiplerine herhangi bir ödeme yapılmamaktadır. Elbette kâr garantisi verilen ya da faize ek olarak kârdan pay alma hakkı sağlayan tahviller bunun istisnasını oluşturur. Bunun dışında söz konusu tahvilleri ve bu bağlamda tahvillerin sağladığı kâr payı hakkının temelini sonuca katılmalı ödünç olarak nitelendirmemizin bir diğer önemli sebebi, ihraççının vade sonunda tahvillerin anaparasını yatırımcılara geri ödemekle yükümlü olmasıdır. Nitekim yukarıda sonuca katılmalı ödünç tanımlarken, ödünç alanın sözleşme süresi sonunda aynı miktarda parayı iade yükümünden bahsetmiştik. Aynı yükümlülük kâra katılmalı tahvillerde ödünç alan konumundaki ihraççı açısından da söz konusudur. Tüm bu değerlendirmelerimiz, sonuca katılmalı ödünçün, bu kez bir sermaye piyasası ve borçlanma aracı olan kâra katılmalı tahvil ihracı şeklinde karşımıza çıktığını göstermektedir.

C. HAKKIN EKONOMİK BAKIMDAN TAŞIDIĞI ÖNEM

Yukarıda ifade ettiğimiz üzere tahvillerin kâra katılmalı olarak ihracı, sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi temeline dayanmaktadır. Bu sözleşme ise karma bir sözleşme niteliğinde olmayıp, tüketim ödünç sözleşmesinin bir türüdür². Yani her ne

¹ **Kuntalp**, Ödünç, s.8-11; **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.334-335.

² **Kuntalp**, Ödünç, s.14; **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.334.

kadar TBK'daki düzenleme gereği faizi esas alan bir yapıda olmasa da, tüketim ödünç sözleşmesinin asli unsurlarını¹ taşımaktadır. Faiz bu asli unsurlar arasında yer almaz ve faiz yerine kâra katılmanın kararlaştırılmış olması, sözleşmenin ödünç niteliğini etkilemez². Dolayısıyla kâra katılma hakkı veren tahvil yatırımcıları ile ihraççı şirket arasında temelde bir ödünç sözleşmesi bulunduğundan, yatırımcılar kârdan pay alma hakkına sahip olsa da pay sahibi haline gelmezler ve şirkete verdikleri anapara için şirket alacaklısı sıfatına sahiptirler³. Bu sıfatlarından ötürü de şirket malvarlığı üzerindeki hakları pay sahiplerinin haklarından önce gelir. Ayrıca onların bu alacağı güvence altına alınabilir, yani alacakları için kişisel veya ayni güvence verilebilir. Paylar içinse böyle bir durum söz konusu olamaz⁴. Yani tahvillere sağlanan kâra katılma hakkı sayesinde yatırımcılar hem pay sahipleri için öngörülen son derece önemli mali bir imkandan yararlanmış olmakta, hem de şirket alacaklısı sıfatlarını yitirmeyerek şirket malvarlığı üzerinde pay sahiplerinden öncelikli olarak hak iddia edebilmektedirler.

Tasarruf sahipleri ihraççının gereksinim duyduğu krediyi pay almak suretiyle temin etme yolunu seçtiklerinde, ihraççının kârına ve fakat aynı zamanda zararına da katılmak zorundadırlar. Bu tehlike ile karşı karşıya kalmamanın en emin yolu ise, pay sahibi olmayarak yalnızca borç vermeyi tercih etmektir. Bu durumda kredi veren tasarruf sahipleri, faiz adı altında kredi miktarı ve süresine bağlı sabit bir gelir elde ettiği gibi, sürenin sonunda verdiği miktarı aynen geri alır. Ancak borç vermenin bu üstünlüğüne karşın, alınan kredi sayesinde ihraççının artan girişim kârlarından tasarruf sahipleri yararlanamayacaktır. Ayrıca borç alan ihraççı da bu durumun dezavantajını yaşayacak, zarar etse dahi aldığı kredi için faiz ödeme yükümlülüğünden

¹ Bu asli unsurlar TBK.386'daki tanımdan çıkaracağımız, ödünç verenin bir miktar para ya da misli bir şeyi ödünç alana devretmesi ve ödünç alanın da aynı nitelik ve miktarda şeyi geri vermesidir.

² **Kuntalp**, Ödünç, s.14.

³ Bir anlamda kâra katılmalı ödünç veren olarak adlandırabileceğimiz yatırımcılar, ihraççının alacaklısı durumundadırlar ve zarar etmesi halinde ayrıca bir kâr payı isteyemeseler de, verdikleri anaparayı geri almaları ve ihraççının iflası halinde anaparaya ilişkin alacaklarını iflas masasına kaydettirmeleri mümkündür. Oysa ihraççının pay sahipleri zarar halinde sadece kâr payı alamamak değil, aynı zamanda yatırdıkları anaparayı, yani sermayeyi de tamamen kaybetme tehlikesi karşısında bulunurlar (**Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.335-336).

⁴ **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.429; **İmregün**, Tahviller, s.272.

kurtulamayacaktır¹. İşte kârdan pay alma hakkı sayesinde tahviller, temelindeki sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinin özelliği olarak, pay sahipliğinin ve borç vermenin sakıncalarını giderip, yalnızca yararlı yönlerini bünyesinde birleştiren bir borçlanma aracı türü olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira söz konusu araçların ihracıyla yatırımcılardan ödünç alınan paranın karşı edimini artık faiz değil, bu paranın kullanımı sonucu ortaya çıkacak kârın bir payı oluşturmaktadır. Yatırımcılar ise kârdan pay almalarına karşılık ödünç alan ihraççının pay sahibi² sıfatını kazanmazlar. Dolayısıyla ödünç veren olarak yatırımcılar, yalnızca kredilendirdikleri ihraççı girişimlerinin kârından pay alıp, girişimlerin zararına katılmazlar³.

İhraççılar tahvillerini kâr payı hakkı içerir biçimde halka arzettiklerinde, ihtiyaç duydukları mali kaynağı hem pay ihraç eder gibi kâr elde edilmesine bağlı olarak ve dolayısıyla zarar da etse ödemek zorunda olduğu faiz yükü altına girmeden, hem de oy dengesini bozmayıp yönetimdeki kontrolü ellerinde tutmak suretiyle sağlama imkanını elde edeceklerdir. Tasarruf sahipleri yönünden de söz konusu tahviller, sabit faiz getirisinin doğurduğu sakıncaları bertaraf etmektedir. Ayrıca bu tahvillerde ödenecek getiri sadece kârdan verilecek bir pay şeklinde değil, faize ek olarak kâr payı veya kâr payı ile faizden hangisi yüksekse onun ödenmesi şeklinde belirlenebilmektedir. İşte özellikle belirli oranda faize ek olarak kâr payı verilmesi ya da faizden yüksek olduğu için kâr payı verilmesi kombinasyonlarında yatırımcılar, kâr yükselmelerine karşı çok duyarlı ve buna karşılık kâr düşüşlerinden etkilenmeyen, kısaca payların

¹ Bu husus esasında anonim şirketin ihraç ettiği paylar ile tahviller arasındaki farklılıkların anlaşılmasına bağlıdır. Söz konusu farklılıklar hakkında bilgi edinmek için bkz. **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.462-463; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1731-1732; **Ünal**, Sermaye Piyasası, s.105-106.

² Doktrinde bir görüş, yatırımcılarına hiç faiz getirmeyip sırf kâra katılma hakkı veren tahvillerin oydan yoksun pay –ve söz konusu tahvil sahiplerinin de oydan yoksun pay sahibi– olarak nitelendirilebileceği ve bu tip tahvil çıkarmanın TTK.434'te (eTK.373/I) ifade edilen, her payın sahibine en az bir oy hakkı vereceğine ilişkin düzenleme karşısında kanuna karşı hile oluşturacağı ve bu nedenle mümkün olamayacağı savunmasının akla gelebileceğini ifade etmiştir. Ancak aynı görüş, bu savunmanın yerinde olmayacağını, sırf kâra katılma hakkı veren tahvil sahiplerinin oy hakkından yoksun olmalarına karşılık, öncelikle bunların pay sahipleri gibi dağıtılabilir kârdan değil, şirketin brüt kârından pay aldıklarını, ayrıca şirkete verdikleri anapara için şirket alacaklısı sıfatını koruduklarını, dolayısıyla şirket malvarlığı üzerindeki haklarının pay sahiplerinden önce geldiğini; bu nedenle sırf kâra katılma hakkı veren tahvil çıkarılmasında TTK.434'ün (eTK.373/I) dolanılmasının söz konusu olmadığını belirtmiştir (**İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.429; **İmregün**, Tahviller, s.272).

³ **Kuntalp**, Ödünç, s.7.

rizikolarını taşımadan onun avantajlarını barındıran son derece cazip bir yatırım aracına sahip olmuş olurlar¹.

D. KÂR PAYI HAKKI İÇEREN TAHVİLLERİN KİS VE KZOB-KİRA SERTİFİKALARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI

1. Katılma İntifa Senetleriyle Karşılaştırma

a. İntifa Senetlerinin Hukukumuzdaki Yeri ve Niteliği

Katılma intifa senetleri, intifa senetlerinin alt türlerinden birini oluşturmaktadır. Bu nedenle öncelikle genel anlamda intifa senetlerinden söz etmekle işe başlamamız gerekir. İntifa senetleri TTK’da tanımlanmamakla birlikte, genel kurulun esas sözleşme uyarınca veya esas sözleşmeyi değiştirerek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri çıkarılmasına karar verebileceği düzenlenmiştir. Hükmün devamında, kurucular için çıkarılanlar da dahil olmak üzere intifa senetlerinin emre ve hamiline yazılı olabileceği; intifa senedi sahiplerine pay sahipliği hakları verilemeyeceği, ancak net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları tanınabileceği belirtilmiştir (m.502). Bunun dışında “kurucu menfaatleri” başlığı altında m.348 hükmünde; şirketi kurdukları sırada harcadıkları emeğe karşılık olarak kuruculara, para ve bedelsiz pay senedi vermek gibi şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınamayacağı ve bu hükme aykırı esas sözleşme hükümlerinin geçersiz olacağı ifade edilmiş; ancak dağıtılabilir kârdan 519. maddenin birinci fıkrasında yazılı yedek akçe ile pay sahipleri için % 5 kâr payı ayrıldıktan sonra, kalanın en çok 1/10’ünün intifa senetleri bağlamında kuruculara ödeneceği belirtilmiştir.

Yukarıdaki hükümlerden yola çıkarak intifa senetlerini; pay sahipleri, kurucular, alacaklılar veya bunlara benzer sebeplerle şirketle ilgili olanlar lehine çıkartılan ve kanunda öngörülen koşullarda şirket kârına, tasfiye sonucundaki artığa katılma ya da sermaye artırımında yeni çıkarılacak paylarda rüçhan (ön alım) hakkı

¹ Üçışık, s.57.

sağlayan senetler olarak tanımlamak mümkündür¹. Ancak bunların içerdiği hakların doğumu için bir senet düzenlenmesi zorunlu değildir². İntifa senetleri şirket sermayesinin belirli bir oranını ve dolayısıyla bir pay sahipliği mevkiini temsil etmezler. Şirket sermayesinin belirli bir kısmını oluşturmadıkları için nominal değerleri de yoktur³. Şirket esas sermayesine katılma ve bunun doğal sonucu olarak pay sahiplerine tanınan yönetsel haklar, özellikle oy hakkı olmadığı için, intifa senetleri paylardan değişik bir hukuki niteliğe sahiptirler⁴.

Doktrinde *Arslanlı*, intifa senetlerinin ekonomik olarak pay ile tahvil arasında yer aldığını ve içerdiği hakların da şarta bağlı alacak niteliğinde olduğunu belirtmiştir. Yani kâr tahakkuk etmedikçe, tasfiye sonunda bir bakiye kalmadıkça veya sermaye artırılarak yeni paylar çıkarılmadıkça, intifa senedi sahiplerinin şirkete karşı bir talepleri söz konusu olamaz⁵. *Tekinalp* ise bu senetleri, anonim şirket malvarlığına katılma hakkı sağlayan senetler olarak nitelendirmiştir. Senet hamilleri sürekli değişen şirket malvarlığına bir değer düşergesi ile katılma olanağını bulurlar. Yazar, azınlıkta kalmasına rağmen katılma görüşünün intifa senedi hukuki ilişkisini daha iyi açıkladığı inancındadır⁶. Kanaatimizce, intifa senetlerinin sağladığı haklar ekonomik gereklilikler yüzünden birbirinden bağımsız ve ilintisiz olarak ortaya çıktığından, anılan senetlerin niteliğini açıklayan görüşler her zaman yetersiz kalacaktır. Ancak senetlerin içerdiği hakların geciktirici şarta bağlı olduğunu⁷ ve kanundaki şartlar gerçekleşmezse herhangi

¹ **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.376; **Çevik**, s.820; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.553.

² **Arslanlı**, Umumi Hükümler, s.162; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.1-2.

³ **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.373; **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.446. Ancak intifa senetleri şirkete verilen ve genellikle nakit olarak karşımıza çıkan bir bedel karşılığında ihraç ediliyorsa, bir nominal değer taşıyacaklardır (**Teoman**, İntifa Senetleri, s.161). Nakit karşılığı ihraç edilen katılma intifa senetlerinin nominal değer taşımaları VII-128.1 syl. Tebliğ’de de öngörülmüştür (m.36/I).

⁴ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.48; 64.

⁵ **Arslanlı**, Umumi Hükümler, s.161. Aynı görüşte bkz. **Çevik**, s.820; **Ansay**, s.283. Şartlı alacak hakkı görüşünün, intifa senedi sahiplerine şirketin tanıdığı olanaklardan yararlanabilme hakkını açıklayamadığı yönündeki görüş için bkz. **Teoman**, İntifa Senetleri, s.82.

⁶ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.554-555. Birtakım farklara rağmen katılma kuramını kabul eden diğer görüş için bkz. **Teoman**, İntifa Senetleri, s.77.

⁷ Geciktirici şarta bağlı olmakla beraber, bu haklar gerçekleşip bir kez doğduktan sonra, sahipleri üçüncü kişi sıfatıyla bunu şirketten talep edebilirler. Hatta şirket iyiniyet kurallarına aykırı olarak şartın gerçekleşmesini önüyor ve perdeliyorsa, hak sahipleri şartın gerçekleştiğinin tespitini ve bu işlem şeklen bir genel kurul kararı olarak görünüyorsa, bu genel kurul kararının iptalini dava edebilirler. Örneğin şirket yeterince kâr elde ettiği halde, intifa senedi sahiplerini haklarından yoksun kılmak için kârı gizli yedeklere aktarıyor veya bilançoya geçirilen varlıklara düşük değerler takdir

bir talep hakkının doğmayacağını söylemek mümkündür¹. Ayrıca intifa senetlerinin verdiği haklar, senedin ilk hamilleri ile şirket arasındaki sözleşmeden doğar².

Tanım ve niteliğini kısaca açıklamaya çalıştığımız intifa senetlerinin çıkarılmasındaki amaç, şirkete yeni mali kaynaklar sağlama düşüncesi olmamıştır. Bu senetlerin yaratılmasını, bir minnet borcunun ödenmesi amacı temellendirmiştir. Ancak bu minnet borcu platonik veya sembolik anlamda değildir. İntifa senetleri mutlaka bir karşılık anlamında bulunmalıdır³. Son olarak intifa senetlerinin doktrinde kabul edilen dört türü olduğunu belirtmek istiyoruz. Bunlardan kurucu⁴ ve adi intifa senetleri, eTK döneminde olduğu gibi (402-403) TTK'da da düzenlenmiştir. Bir kimsenin sermaye payı kendisine geri verildiği halde anonim şirkette pay sahibi kalması düşüncesine

edilerek şirketin gerçek mali durumu perdeleniyorsa, senet sahipleri bu genel kurul kararının iptalini dava edebilirler (**İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.377).

¹ bkz.**İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.375-376; **İmregün**, Oğuz, “Anonim Ortaklıklarda Kurucu Senetleri”, İÜHFM, C.XLV-XLVII, S.1-4, Atatürk’e Armağan, İstanbul, 1982, s.479-480; **Ünal**, Oğuz Kürşat, “Katılma İntifa Senetleri”, Batider, C.XIX, S.3, (Haziran) 1998, s.82.

² **Arslanlı**, Umumi Hükümler, s.163; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.555; **Çevik**, s.820. İntifa senetlerini sonradan edinen kişiler de şirketle senetlerin ilk sahipleri arasında yapılan bu sözleşmeyle bağlı olacaklardır. O halde intifa senedini sonradan edinen kişi şirketle yeni bir sözleşme yapmayıp, koşulları ve içeriği önceden belirlenen bir sözleşmeye katılmaktadır. Türk-İsviçre Hukuku’nda ise intifa senedi çıkarılabilmesi, şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmasına bağlı olduğu ve dolayısıyla senetler bu sözleşme ile yaratıldıkları için, tarafların hak ve borçlarının neler olduğu buradan açıkça anlaşılabilir. Yani bizim hukuk sistemimizde senet sahiplerinin hakkını doğuran sözleşme, bizzat esas sözleşmenin içinde yer almaktadır. Bu nedenle tıpkı pay sahipleri gibi intifa senedi sahipleri açısından da esas sözleşmenin bağlayıcı niteliği ve önemi ortadadır (**Teoman**, İntifa Senetleri, s.84-85).

³ Kanunun gerçek amacı, esas sermayenin azaltılması nedeniyle pay sahipliğinden mahrum olanların, şirketin durumunun düzelmesi için alacaklarının bir kısmını şirket nezdinde bırakan alacaklıların ve şirketin kurulmasında büyük riskler üstlenerek takdire değer hizmetleri bulunan kurucuların veya buluşlarıyla şirkete yarar sağlayan araştırmacılar gibi kimselerin şirket menfaatine yaptıkları jestlerin intifa senetleri yoluyla ödüllendirilmesidir (**Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.447 ve dn.51).

⁴ Kurucu intifa senetleri, şirketin kuruluşunda hizmeti geçenlere verilmektedir. Kurucu intifa senetlerinin düzenlendiği eTK m.402/II’de, ilk esas sözleşmede yer almadıkça kurucular lehine intifa senedi çıkarılamayacağı belirtilmekteydi. Ancak buna rağmen doktrinde çoğunluk, sermaye artırımında hizmeti geçenlere de kurucu intifa senedi verilebileceğini kabul ediyordu (**İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.385; **İmregün**, Kurucu Senetleri, s.484-485; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.565; **Çevik**, s.821; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.113). Doktrinde **Moroğlu** ise, çoğunluğun kabul ettiği gibi, sermaye artırımının şirket için bir “ek kuruluş” olarak nitelenemeyeceğini, dolayısıyla da sermaye artırım sırasında esas sözleşmeye hüküm konularak artırma katılan kimseler lehine kurucu intifa senedi verilemeyeceğini ileri sürmektedir (**Moroğlu**, Erdoğan, “Kurucu İntifa Hakkı Sahiplerinin Kâr Payı Talep Hakları ve Yargıtay Kararları”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul, 1998, s.399-400). TTK bu tartışmalara son vermiş ve kuruculara verilecek intifa senetlerinin mutlaka ilk esas sözleşmede düzenlenmesine ilişkin bir hükme yer vermemiştir (m.348). Kanaatimizce bu husus yerinde olmuş ve eTK döneminde baskın olan eğilime uygun olarak, sermaye artırım sırasında da emeği geçenlere kurucu intifa senedi verilebilmesinin önü açılmıştır.

dayanan ve payların amortizasyonu ile birlikte ortaya çıkan intifa pay senetleri¹ mevzuatımızda yer almamaktadır. Nakit karşılığı çıkarılan türü oluşturan katılma intifa senetleri ise, VII-128.1 syl. Pay Tebliği'nde² düzenlenmiştir (m.4/k; m.36 vd.).

b. Katılma İntifa Senetleri ve Kâra Katılmalı Tahvillerin Karşılaştırılması

Bilindiği üzere TTK'da lehine intifa senedi tesis edilecek kişilerin çevresi belirlenmiştir (m.348, 502). Ancak m.502 hükmünde yer alan “bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar” deyimini, maddedeki sayımın sınırlayıcı olmadığını da göstermektedir³. Fakat her halükarda “şirketle ilgili olma” kriteri arandığı için, şirkete hiçbir yarar sağlamayan ve alacıklılık, eski ya da yeni pay sahipliği⁴, şirket bünyesinde çalışma vb. gibi herhangi bir nedenle⁵ şirkete bağlı olmayanlar yararına intifa senedi verilemeyecektir. Zira intifa senedi sahiplerinin hakları, pay sahiplerinin kâr payı, tasfiye artığına katılma ve yeni pay alma haklarını sınırlandırmaktadır. İşte kanun koyucu pay sahiplerini korumak amacıyla söz konusu “ilgi” kriterini aramış ve intifa senedi çıkarma yetkisinin kötüye kullanımını önlemeye çalışmıştır⁶. Kısacası hukukumuzda intifa senedi verilecek kişilerin, hiç olmazsa şirkete bir yarar sağlamış bulunması koşulu aranmaktadır. Şirketin hukuken borçlu olması gerekli değildir. Bir

¹ Payların ya da diğer deyimle sermayenin amortizasyonu, sermayenin azaltılması yoluna gidilmeksizin pay sahiplerine safi kâr ve yedek akçelerden sermaye paylarının kısmen veya tamamen geri verilmesini ifade eden bir kavramdır. Pay bedellerinin geri verilmesine rağmen payların itfası (söndürülmesi) söz konusu olmamakta, zira sermayeden bir iade yapılmamaktadır. Böyle bir durumda kural olarak pay sahiplerine nominal değer taşımayan senetler verilir. Bunların kâra ve tasfiye sonucuna katılma dışında, intifa senetlerinden farklı olarak oy hakları vardır. İşte payların amortizasyonu sonucunda oluşan bu senetlere intifa pay senetleri adı verilmektedir (**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.556). İntifa pay senetleri hakkında geniş bilgi için bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.555 vd.; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.147 vd.

² RG: 22.06.2013, S.28685.

³ **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.386; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.175.

⁴ TTK'da bedeli yok edilen pay sahiplerine intifa senedi verileceği düzenlenmiştir. Ancak bizim de katıldığımız görüş, bunun şimdiki pay sahiplerine intifa senedi verilemeyeceği şeklinde yorumlanmamasından yanadır. Zira hem kuruculara intifa senedi verilebileceğinin kabulü (m.348), hem de m.502/I'de “bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar” deyiminin içine pay sahiplerinin de evleviyetle gireceğinden hareketle, halihazırdaki pay sahipleri lehine de intifa senedi çıkarılabilmelidir (**Teoman**, İntifa Senetleri, s.174-175).

⁵ Şirketle herhangi bir nedenle ilgisi olan diğer kişilere verilebilecek en iyi örnek, şirket bünyesinde çalışan memur, müstahdem ve işçilerdir. Esas sözleşmeye hüküm konularak şirket bünyesinde çalışan bu kişilerin teşviki ve hizmetleri karşılığı ödüllendirilmesi amacıyla intifa senedi verilebilir (**İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.386; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.178). Diğer örnekler için bkz. **Teoman**, İntifa Senetleri, s.179-180; **Domanıç**, Kıymetli Evrak, s.707-708; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.566-567.

⁶ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.176; **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.447.

minnet borcu yeterli olabilir¹. Bu bağlamda ele aldığımızda, intifa senetlerini bir borçlanma ve ek mali kaynak bulma aracı olarak değerlendirmemiz mümkün değildir. Zira şirkete yarar sağlamış kişiler için düşünülen bu senetler, bu amacın gereği sonucu çoğunlukla bedelsiz olarak verilmişlerdir. Bu nedenle bir borçlanma aracı türü olan kâra katılmalı tahvillerle kıyaslamamız da anlamlı olmayacaktır. Fakat katılma intifa senetleri, intifa senetlerinin bu karakteristik niteliği dışında², doğrudan bir finansman sağlama aracı olarak düşünüldüğünden, böyle bir karşılaştırma yapmamızı anlamlı ve mümkün kılmıştır.

Doktrinde nakit karşılığı³ ya da sermaye intifa senetleri⁴ gibi terimlerle de anılan katılma intifa senetleri, intifa senetlerinin doğrudan finansman aracı olarak kullanılması fikrinin bir ürünüdür. Şirkete sermaye sağlamak amacıyla ve nakit karşılığı çıkarılan bu senetler, oysuz paylara paralel bir fonksiyon görmektedirler⁵. İntifa senetlerinin bu amaçla kullanılması düşüncesi, bu senetlerin nadir haller için öngörüldüğü, kanun koyucunun amacının bunların finansman aracı olarak kullanılması olmadığı, aksini kabulün şirkete etki etme olanağı bulunmayanların rizikoyu paylaşmasını isteme anlamına geleceği, gibi eleştirilere maruz kalabilir⁶. Ancak kanaatimiz, sözleşme serbestisi karşısında bu eleştirilerin dayanaksız olduğu ve senetlerin kötüye kullanılmadıkları sürece nakit karşılığı çıkarılmasının mümkün olduğu yönündedir. Zira bu senetler yoluyla adeta oysuz paylar yaratılabilmekte ve şirketteki oy dengeleri bozulmadan şirkete yeni para girebilmektedir. Hatta nakit karşılığı intifa

¹ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.176-177; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.566.

² Katılma intifa senetlerinin, şirkete bir şekilde faydası dokunmuş kişiler için minnet duygusu ile çıkarılma olarak ifade edebileceğimiz karakteristik intifa senedi niteliğini taşımamaları, onların TTK.502 kapsamında “şirketle ilgi” koşuluna dahil olmadığı ve yasal dayanaktan yoksun bulunduğu, şeklinde değerlendirilmesine yol açmamalıdır, kanısındayız. Zira doktrinde katılma intifa senetleri bedelinin nakden ödenmesinin, şirkete bir yarar sağlamış olma koşulunun gerçekleşmesi açısından yeterli kabul edileceğini savunan görüşler bulunmaktadır. Kanun intifa senetlerinin eski hizmetler ya da değerlendirilmesi güç olan yararlar karşılığında çıkarılmasına izin verdiği için, nakit karşılığı çıkarmanın öncelikle olanaklı olması icap eder. Bu nedenle biz de bu görüşlere katılıyor ve kanunda açıkça anılmamış olmasına karşın katılma intifa senetlerinin (TTK.502 kapsamında) geçerli olduğunu düşünüyoruz (**Teoman**, İntifa Senetleri, s.190-191 ve dn.82’de anılan yazarlar).

³ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.570; **Çevik**, s.823.

⁴ **Ansay**, s.284.

⁵ **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.455.

⁶ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.571; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.189; **Çevik**, s.823.

senetleri daha tehlikesizdir. Zira karşılıkları ödendiği için kötüye kullanma ve şirketi sömürme aracı olma durumları önlenmiştir¹.

Katılma intifa senetleri kaynak İsviçre Hukuk sisteminde, yasal dayanağı olmamasına rağmen uygulamayla birlikte ortaya çıkmıştır. Bunun nedeni, oydan yoksun payların² anılan hukuk sisteminde tanınmamasıdır³. Katılma intifa senetleri ise, şirketteki oy gücünün dağılmasını ve yabancılaşmayı önleyen, düşük nominal bedelli ve kolay devredilebilen bir menkul kıymet türü olarak bu boşluğu doldurmuş ve kısa sürede şirketler için önemli bir finansman aracı olmuştur⁴. Bizim hukukumuz için de aynı çözümün benimsenmesi mümkündür. Zira TTK.434/II hükmü uyarınca her payın en az bir oy hakkına sahip olduğu emredici biçimde düzenlenmiştir⁵. Ayrıca eSerPK.14/A hükmü ile halka açık anonim şirketlere tanınan oydan yoksun pay ihracı olanağı SerPK’da bulunmamaktadır. SPK’nın Oydan Yoksun Paylara İlişkin I/36 syl. Tebliği⁶ de yürürlükten kaldırılmıştır⁷. Dolayısıyla oydan yoksun pay ihracı halinde söz konusu geçersizlik durumu karşısında, mevzuatımızda ihracı yasak olmayan katılma intifa senetleri ile benzer hukuki ve ekonomik hedeflere ulaşmak mümkündür. Ancak elbette ki oydan yoksun paylar ile katılma intifa senetlerinin ihraççı şirketler ve

¹ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.571; **Çevik**, s.823-824.

² Oydan yoksun paylar, oy hakkı bulunmayan, fakat diğer hususlarda bazı imtiyazlarla donatılmış olan paylardır. Bu paylara, örneğin kârda, tasfiye payında ya da rüçhan hakkında imtiyaz tanınması mümkündür. Çeşitli nitelikteki bu imtiyazlar, söz konusu payların oy hakkına sahip olmamasından doğan eksikliği telafi ederler (**Karahan**, Sami, “Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar”, Batider, C.XVIII, S.3, (Haziran) 1996, s.22. Oydan yoksun payların ortaya çıkış nedenleri, tarihi gelişimi ve hukuki niteliği hakkında geniş bilgi için bkz. **Aktaş**, M. Murat, Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Ankara, 2006, s.29 vd.

³ Fransız Hukuku’nda ise, 1 Mart 1967 tarihli Fransız Anonim Ortaklıklar Kanunu’nun m.174 hükmü ile oydan yoksun paylara izin verilmiş, ardından m.264 hükmüyle o güne dek yaygın biçimde kullanılan katılma intifa senetlerinin çıkarılması yasaklanmıştır (**Tekinalp**, Ünal, “Katılma İntifa Senetleri”, Batider, C.VI, S.2, s.300-301; 303).

⁴ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.186; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.410.

⁵ Hükmün gerekçesinde de pay sahibinin en az bir oyu olduğu ve oysuz pay sahibi olamayacağı; SPK’nın oysuz paylar düzenlemesinin bir istisna oluşturduğu dile getirilmiştir (Gerekçe, TTK.434/II). Doktrinde **Tekinalp**, bu hükmün eTK döneminde de karşılığı bulunmasına rağmen (TTK.373/I), sadece oysuz payların bizim hukukumuzda düzenlenmediğini ve düzenlenmemiş olmalarının, yasaklandıkları anlamını taşımayacağını ileri sürmüştür. Oysuz paylardan tamamıyla farklı ve fakat sonuç itibarıyla ona benzeyen bir ilişkiyi ifade eden katılma intifa senetlerini reddetmenin de, aslını reddetmeden benzerini reddetmek anlamını taşıyacağı için, sağlıklı bir hukuk düşüncüsü ile bu sonuca varmanın mümkün olmadığını dile getirmiştir (**Tekinalp**, İntifa, s.311-312).

⁶ RG: 21.01.2009, S.27117.

⁷ VII-128.1 syl. Pay Tebliği, söz konusu Tebliğ’in yürürlükten kaldırıldığını düzenlemiştir (m.51/I).

yatırımcılar bakımından daha avantajlı ya da dezavantajlı yönleri¹ vardır. Bunları birbirinin ikamesi olan yatırım araçları olarak düşünmek mümkün olmadığı gibi, doğru da değildir. Zira herşeyden önce biri şirket sermayesine katılımı ve dolayısıyla pay sahipliğini ifade ederken, diğeri şirkete dışardan sağlanan yabancı sermaye karşılığında ihraç edilen bir finansal aracı ifade etmektedir. Ancak katılma intifa senetleri ile oydan yoksun payların birçok ortak özelliği, kâra katılmalı tahvillerle olan karşılaştırmada bize yardımcı olacaktır. Bu karşılaştırmaya geçmeden önce, katılma intifa senetlerinin düzenlendiği VII-128.1 syl. Pay Tebliği² hükümlerine göz atmamızda fayda vardır. Tebliğ’de katılma intifa senetleri; anonim şirketler tarafından nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilen, net kârdan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan şirket tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetler, şeklinde tanımlanmıştır (m.4/k). Tebliğ uyarınca katılma intifa senetleri, yukarıda saydığımız hakların birini ya da birden fazlasını içerecek şekilde ihraç edilebilecektir (m.36/I). Tebliğ’de yer alan katılma intifa senedi tanımında, TTK hükümlerine göre farklılık arzeden husus, bunların verdiği rüçhan hakkının, sadece halka açık olmayan anonim ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla çıkardığı yeni paylara ilişkin olması ve buna ilişkin esas sözleşmede hüküm bulunması zorunluluğunun getirilmesidir (m.38). Tebliğ hükümleri çerçevesinde katılma intifa senetlerine ilişkin verdiğimiz bu genel bilgilerin ardından, kâra katılmalı tahvillerle katılma intifa senetlerinin benzerlik ve farklılıklarını incelemeye başlayabiliriz.

aa. Benzerlikler

Öncelikle kâra katılmalı tahvil ve katılma intifa senedi sahipleri oy hakkına sahip olmadığından, anılan araçlar sayesinde ihraççı şirketteki mevcut güç dengeleri ve çoğunluk ilişkileri bozulmadan yeni mali kaynak temini mümkün olabilmektedir³. Söz konusu araçlar ihraççı anonim şirketlere, şirket yönetiminin hakim grubun elinden çıkması tehlikesi olmaksızın, mali külfeti yüksek kısa ve uzun vadeli krediler ya da tahvillere kıyasla çok daha ucuz bir finansman yöntemi sunmaktadırlar. Zira burada

¹ Oydan yoksun payların katılma intifa senetlerine oranla daha fazla yararı bulunduğu ilişkin görüşler için bkz. **Teoman**, İntifa Senetleri, s.212-213; **Karahan**, Oydan Yoksun, s.26-28.

² RG: 22.06.2013, S.28685.

³ **Karahan**, Oydan Yoksun, s.30; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.409; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.52; 196; **Aktaş**, s.25; 36.

şirketler, tahvillerin aksine düzenli bir faiz ödeme yükü altına girmeyip, kâr edilmesine bağlı olarak anılan menkul kıymetlere ilişkin ödemeleri gerçekleştirirler¹. Ancak bu durumun, kâra katılmalı tahvillerin sadece kârdan pay alma hakkını içerir biçimde ihracında mümkün olabileceğini belirtelim. Yine katılma intifa senetleri için olumlu bir özellik olarak ortaya çıkan, şirkete kaynak sağlayan sermayedar için kâr payı ve tasfiye artığına ilişkin istemleri paylar gibi sağlayabilme ve oy hakkından yoksunluğun ise, halka açık anonim şirketlerde pay sahiplerinin genel kurullara ilgisizliği dikkate alındığında, önemli bir sakınca oluşturmaması, esasında kâra katılmalı tahviller için de söylenebilir². Burada tek farklılık, tahvillerin katılma intifa senetleri gibi kâr payı dışında tasfiye bakiyesine de katılma olanağı vermemesidir.

Kâra katılmalı tahviller ve katılma intifa senetleri için olumlu bir diğer ortak özellik, şirketin büyük yatırımları finanse etmek için ihtiyaç duyduğu büyük parasal kaynağı teminde, sermaye artırımı ve yeni pay ihracı yoluna gitmesi halinde karşılaşılabilecek yabancılaşma³ ve güç boşluğu⁴ sorunlarına yol açmadan söz konusu kaynağı şirkete sağlayabilmeleridir⁵. Her ne kadar yabancılaşma tehlikesi bağlı nama yazılı pay ihracıyla önlenilebilirse de, bunların borsada alınıp satılmasının pek mümkün olamaması nedeniyle, pay ihracının elverişsiz bir yol olduğu ortadadır. Oysa katılma intifa senedi ya da kâra katılmalı tahvil ihracıyla, bağlam hükümlerine gerek kalmayacak ve istenilen sermaye yabancılaşma tehlikesi olmaksızın sağlanabilecektir. Ayrıca bu sayede şirketler, sermaye artırımı işleminin uzun formalitelerine katlanmak

¹ **Karahan**, Oydan Yoksun, s.31;26; **Karahan**, Sami, Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması, İstanbul, 1991, s.105; **Aktaş**, s.39.

² **Teoman**, İntifa Senetleri, s.191.

³ Bu yabancılaşma, ortaklık yönetiminde etkili olan payların yabancı sermayeyi temsil edenlerin eline geçmesi şeklinde dış yabancılaşma olabileceği gibi, aynı payların yabancı gerçek ya da tüzel kişilerin eline geçmesi de, ortak sayısının artması nedeniyle etkisini kaybederek yönetimdeki bir kontrol zaafiyetine yol açması nedeniyle iç yabancılaşma şeklinde de olabilir (**Karahan**, Oydan Yoksun, s.32; 34).

⁴ Güç boşluğu, genel anlamda pay sahiplerinin genel kurula katılmamalarını ifade etmek üzere kullanılan bir kavramdır. Kararlara ve şirketin kaderine etkili olabilecek miktardaki kullanılmayan oyların bıraktığı bir boşluktur. Anonim şirketlerde halka açıklık oranı arttıkça, pay sahipleri “ortak” sıfatından uzaklaşarak “yatırımcı” niteliğine bürünmektedir. Bu nedenle şirket işleriyle ilgilenmemeleri ve genel kurula katılmamaları ise güç boşluğu problemini ortaya çıkarmaktadır. Bu kavram, çok sayıda pay sahibinden oluşan şirketlerde, toplantıya katılınsa bile, bilinçli şekilde oy kullanma imkanı sağlanmamış olması nedeniyle oluşan “ne yaptığını bilmezlikten” ve “dağınıklık” kaynaklanan “boşluk”u da kapsamaktadır (**Tekinalp**, Ünal, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul, 1979, s.7; **Akbulak/Akbulak**, s.13-14).

⁵ Karş. **Tekinalp**, Katılma Sorunları, s.3 vd.; **Aktaş**, s.32-33; **Karahan**, Oydan Yoksun, s.32.

zorunda kalmayacaktır¹. Şirket birleşmelerinde de söz konusu araçlardan yararlanılabilecek ve devralınan şirketlere katılma intifa senedi ya da kâra katılmalı tahvil verilmek suretiyle, holding ve konzernlerde yavru şirketin sermaye ihtiyacı sağlanabilecek ve bunu ana şirkete ait küçük bir sermaye ile egemenlik altında tutmak mümkün olabilecektir². Ayrıca şirket yönetimine ve şirketteki çoğunluğa etki etmeyi amaçlamayıp, güvenli yıllık gelir arayan küçük tasarruf sahipleri için de söz konusu araçlar cazip bir yatırım aracı olacaktır³. Her iki finansal araç da özellikle spekülasyon işlemlerde riski yaymak, tedavülü çabuklaştırmak, küçük tasarruf sahiplerine yüksek kâr elde edebilme olanağı⁴ sunmak gibi pek çok ortak olumlu özelliğe sahiptir⁵. Ayrıca her iki tür menkul kıymet, ancak ihraççı şirketin esas sözleşmesinde hüküm bulunmak ve genel kurulca karar alınmak suretiyle ihraç edilebilir (II-31.1/Teb.16/I,5/I;VII-128.1/Teb.36/I). Söz konusu araçlara yatırım yapanların ihraççıya karşı sahip olduğu alacak hakkı da şarta bağlı niteliktedir ve bu şart gerçekleşmedikçe yatırımcıların talep hakları doğmaz.

Yukarıda açıkladıklarımız, genellikle anılan araçlara ilişkin olumlu ortak noktalardır. Ancak söz konusu araçlar, bunlara yatırım yapan küçük tasarruf sahiplerine, sadece alacağı kârı düşünen yatırımcı olarak bakılmasının, zamanla küçük birikim sahibi ile yönetim arasındaki uçurumu derinleştireceği yönünde olumsuz bir eleştiriye maruz kalabilir. Zira her iki yatırımcı grubu da ihraççıya sağladığı sermaye nedeniyle riske katılmakta, fakat bunun karşılığında pay sahibinden fazla bir hak elde etmemektedir. Söz konusu yatırımcıların pay sahipleri gibi, özellikle bir kötüye kullanma sezdikleri durumlarda, yöneticilerin ibra edilmelerini engellemek amacıyla genel kurula katılma ve oy kullanma hakları yoktur. Oysa her yoksunluğun bir karşılığı olması gerekir. Nitekim Alman kanun koyucusu, katılma intifa senetleri ile hemen hemen aynı amacı gerçekleştirdiğini belirttiğimiz oydan yoksun paylar için kârdan

¹ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.183; 197.

² **Teoman**, İntifa Senetleri, s.197.

³ **Karahan**, İmtiyazlı Paylar, s.107.

⁴ Gerek kâra katılmalı tahviller gerekse katılma intifa senetleri, şirketin verimliliğiyle orantılı bir getiri sağlamaları nedeniyle, küçük tasarruf sahiplerinin ekonomik durumlarında devamlı bir iyileşme sağlarlar. Bu nedenle de adi tahvillerdeki sabit faizin aksine, anılan araçlar, değişken bir verimlilik esaslı üzerine kurulmuşlardır (**Karahan**, Oydan Yoksun, s.26).

⁵ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.197-198.

kümülatif (birikir nitelikli) biçimde imtiyazlı bir yararlanma olanağı sağlamıştır¹. Dolayısıyla anılan araçlara sermaye piyasası yatırımcısının ilgisi artırılmak isteniyorsa, bunlara pay sahiplerine oranla kârda imtiyaz tanınması bir seçenek olarak dikkate alınmalıdır². Kâra katılmalı tahviller bakımından söz konusu sakınca, bu tür tahvillerin aynı zamanda faiz hakkını içerir biçimde ihracı imkanının sağlanmasıyla bir ölçüde giderilmiştir (II-31.1/Teb.16/II-a). Katılma intifa senetleri bakımından ise, yatırımcıları korumak bağlamında; bunların oy hakkına sahip diğer pay sahipleri gibi TTK.437 hükümleri çerçevesinde bilgi alma ve inceleme haklarının olduğu, ayrıca anılan senet hamillerinin özel bir kurul oluşturduğu ve bunların haklarına ilişkin olarak TTK.454 kapsamında alınan genel kurul kararlarının, toplantı tarihinden itibaren en geç bir ay içinde bu özel kurulca onanmadıkça hüküm ifade etmeyeceği ve son olarak da söz konusu senet sahiplerinin şirket yönetim kurulu üyeleri hakkında TTK hükümleri çerçevesinde sorumluluk davası açabilecekleri düzenlenmiştir (VII-128.1/Teb.39). Genellikle düzenli getiri sağlayan ve risk içermeyen borçlanma aracı yatırımcılarının aksine, risk almalarından ötürü anılan yatırımcılara göreceli bir koruma ve ek getiri

¹ **Teoman**, İntifa Senetleri, s.199-200; 206-207. Alman Hukuku'nda oydan yoksun paylara kârda tanınan imtiyazın birikir nitelik taşıması zorunluluktur. İmtiyazın birikir nitelik taşıması, bir yıla ilişkin imtiyazlı tutarın ödenmemesi halinde, bunun kâr edilen gelecek yıl ya da yıllarda ödenebilmesi ve pay sahibinin de geçmiş yıl ya da yıllara ilişkin bu ödemeyi talep hakkına sahip olmasıdır. Birikir özellik sayesinde oydan yoksun paydaşlar, adi paydaşlara ödeme yapılmadan önce, ödenmeyen tüm imtiyazlarını alırlar. Yani imtiyazlı payların birikmiş temettüleri ödenmeden adi paylara ödeme yapılamaz (**Karahan**, Oydan Yoksun, s.47-48).

² Bu seçeneğin, kâra katılmalı tahvil yatırımcısının elde edeceği tek getirinin, şirketin kâr etmesi halinde bundan belirli oranda alacağı payla sınırlı olması ve dolayısıyla şirketin zarar etmesi tehlikesi karşısında bu getiriyi almaktan mahrum kalması olasılığında düşünülmesi kanımızca yeterli olacaktır. Ancak katılma intifa senetleri bakımından, kâra katılmalı tahvillerde olduğu gibi, kâr elde edememe halinde alınabilecek bir faiz geliri hiçbir zaman söz konusu değildir. Özellikle oydan yoksun paylara ilişkin boşluğu doldurabilecek hukuki kurumun katılma intifa senetleri olduğu gerçeği karşısında, Alman Hukuku'ndaki kârda birikir imtiyaz seçeneği, küçük tasarruf sahiplerinin tercihini bu senetlerden yana kullanması için önemli bir etki yaratacaktır. Nitekim Alman Hukuku'nda oydan yoksun paylara sağlanan bu imtiyazlı tutarın ödenmemesi halinde oy hakkı da yeniden canlanmakta ve küçük yatırımcılar korunmaktadır (Oydan yoksun paylarda oy hakkının yeniden canlanmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Karahan**, Oydan Yoksun, s.40 vd.). Katılma intifa senetleri için oy hakkı hiçbir zaman olamayacağına göre, en azından kâr payında bir üstünlük tanınarak, hem oydan yoksun paylara ilişkin boşluğu gerçek anlamda doldurmak hem de bu senetlerin piyasada işlem görmesini sağlamak mümkün olabilir, düşüncesindeyiz. Bu konuda ayrıca doktrinde **Karahan**'ın, yine oydan yoksun pay sahiplerinin korunması için önerdiği, belli bir temettünün enflasyon oranında veya belli bir endeks esas alınmak suretiyle artacağına kabul edilmesi de, şirketteki kötünietli çoğunluğun kârda birikir imtiyazın değerini düşürücü davranışlarına karşı bir önlem olarak düşünülebilir. Böylece imtiyazlı kârın ödenmediği sürece belli bir oranda artması, küçük yatırımcılar ile şirket menfaatlerinin dengelenmesini sağlayacaktır (**Karahan**, Oydan Yoksun, s.52).

imkanları sağlanması, bu araçlara olan talebin azalmaması ve sermaye piyasasının gelişimi açısından olumlu karşılanacak niteliktedir.

bb. Farklılıklar

Öncelikle her iki finansal aracın düzenlendiği hukuki metinler farklıdır. Kâra katılmalı tahviller Borçlanma Araçları Tebliği'nde (m.16), katılma intifa senetleri ise Pay Tebliği'nde düzenlenmiştir (m.36 vd.). Kâra katılmalı tahviller sonuç itibarıyla bir tahvil türüdür ve dolayısıyla tahvil sahipleri gibi ihraççı şirkete karşı alacaklı sıfatları ön plandadır. Sadece mali nitelikte bir pay sahipliği hakkı olan kâr payı hakkı sayesinde diğer tahvil yatırımcılarından belli ölçüde ayrılırlar ve pay sahipleri gibi bunların da kârdan pay talep edebilmeleri, ihraççı şirketin kâr elde etmesine, yani gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belirsiz bir geciktirici şarta bağlanmış olur.

Bu bağlamda, klasik tahvil yatırımcıları gibi belirli oranda faiz ve vade sonunda anapara alacağını, şirket alacaklısı sıfatıyla her halükarda ve şirketin zarar etmesinden bağımsız olarak isteyebilecek güvenli bir konuma sahip değillerdir. Ancak Tebliğ ile anılan tahvil yatırımcılarına sağlanan haklar, bu riskleri büyük ölçüde bertaraf etmektedir. Zira söz konusu tahviller kâr payı yanında belirli oranda faiz hakkını ihtiva edebileceği gibi, kâr ve faiz oranlarından hangisi yüksekse onun yatırımcıya verilmesi şeklinde de yapılandırılabilir. Ancak bir tahvil türevi olarak bunların da temelinde bir ödünç sözleşmesi bulunmakta, sadece kâra katılmadan ötürü bu ödünçün türü sonuca katılmalı nitelikte karşımıza çıkmaktadır. Katılma intifa senetleri ise Tebliğ'de “pay benzeri menkul kıymet” şeklinde nitelendirilmiş (m.4/k) ve bir borçlanma aracı gibi nakit karşılığı çıkarılması ve ihraççıya finansman sağlama düşüncesi ile ihdas edilmiş olsalar da, sağladıkları haklar itibarıyla pay sahiplerine yaklaştırılmış ve bu itibarla şirket malvarlığına katılan kişi sıfatları ön plana çıkarılmıştır. Dolayısıyla katılma intifa senetlerinin hukuki temelini, kâra katılmalı tahvillerde olduğu gibi sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi¹ olarak nitelendirilmesi güçtür.

¹ Karş. **Teoman**, İntifa Senetleri, s.51; 53. Alman Hukuku'nda bir görüş, kâra katılmalı tahvillerde tahvil ve intifa senedine ilişkin öğelerin bulunduğunu, yani burada hem şirket borcu hem de katılma niteliğinin görülebileceğini ileri sürmüştür. Katılma ve borç birbirine öyle bağlıdır ki, sermaye

Katılma intifa senetleri anonim şirkette bir sermaye payını temsil etmedikleri için, sahiplerine sağladıkları haklar ortaklık dolayısıyla değil ortaklığa karşı haklardır ve senet sahipleri şirkete karşı üçüncü kişi durumundadırlar¹. Bunlarla anonim şirket arasındaki hukuki ilişkinin niteliği konusunda hususi ya da adi şirket² ve katılmasal hukuki ilişki³ görüşleri ileri sürülmüş, ancak sağladıkları hakların çeşitliliği, bu ilişkinin tek bir sözleşme türüyle açıklanmasını zorlaştırmıştır. Zira sadece kâra katılma hakkı veren katılma intifa senetleri bakımından katılmasal hukuki ilişki kavramı yeterli olmakla beraber, tasfiye sonucuna katılma ya da yeni pay alma hakkı verenler bakımından aynı şey söylenemez. Bu nedenle katılma intifa senetlerini oluşturan hukuki ilişkinin *sui generis* nitelikte olduğuna, ancak somut olayın özelliklerinin değerlendirilerek yorum yapılması gerektiğine inanıyoruz⁴.

Görüldüğü üzere katılma intifa senetleri ile kâra katılmalı tahviller, temelindeki hukuki ilişki ve bu bağlamda sağladıkları haklar bakımından da farklılık arz etmektedir. Zira hukuki temelini sonuca katılmalı ödünç olarak açıkladığımız kâra katılmalı tahvillerin yatırımcılarına sağladığı haklar, ya faize ek olarak kâr payı ya da sadece kâr payı şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Şirket alacaklısı sıfatına sahip oldukları için de yönetsel nitelikteki hiçbir pay sahipliği hakkına sahip değillerdir. Oysa katılma intifa senetleri, pay sahiplerinin sahip olduğu mali nitelikteki pek çok hakkın yanında, Tebliğ ile kendilerine tanınan bilgi alma ve inceleme hakkı, özel kurul oluşturarak genel kurul kararlarını onaylama ve yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası açma gibi kişisel pay sahipliği haklarına da sahiptirler. Bu nedenle katılma intifa senetlerinin durumu pay sahiplerine yakınlaştırılmış ve anılan senetler de Tebliğ’de “pay benzeri menkul kıymet” olarak nitelendirilmiştir. Ancak elbette senet hamillerinin esas sermayeye katılması söz konusu olmadığından pay sahibi değillerdir⁵ ve oy hakkına

alacağının tutarı aynı zamanda katılmanın hesaplanmasında bir anahtar işlevi görür. Yazar bunu alacağa bağlı katılma olarak nitelendirmektedir (**Teoman**, İntifa Senetleri, s.53, dn.14’te anılan yazar).

¹ **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.391.

² **Teoman**, İntifa Senetleri, s.85, dn.9,10,12 ve 17’de anılan yazarlar; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.555, dn.8’de anılan yazarlar.

³ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.I, s.555; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.87, dn.19 ve 28’de anılan yazarlar.

⁴ bkz. **Teoman**, İntifa Senetleri, s.90-92.

⁵ Nakit karşılığı çıkarılan katılma intifa senedi sahibinin şirkete belirli bir para ediminde bulunması durumunda, şirket malvarlığı ve esas sermaye birbirinden farklı kavramlar oldukları için, esas

hiçbir zaman sahip olamazlar. Zaten bunları kâra katılmalı tahvillere yaklaştıran da bu husustur.

Katılma intifa senetleri ile kâra katılmalı tahviller arasındaki bir diğer farklılık, kâra katılmalı tahvillerin faiz ve bunun yanında kârdan pay alma hakkını içerir biçimde ihracı halinde kendini gösterir. Zira anılan tahvillerin sadece kârdan pay alma hakkını içeren türünde, katılma intifa senedi sahipleri gibi onların hakkı da şarta bağlı bir nitelik arzeder ve şirket kâr etmedikçe yatırımcıların herhangi bir talep hakları da doğmaz. Oysa tahvil sahipleri faiz hakkına da sahip olduklarında, şirketin zarar etmesi durumunda dahi dönemsel faiz ödemelerini ve anapalarını alabileceklerdir. Katılma intifa senedi sahipleri ise, kendilerine tanınan kâr ve tasfiye payından ya da yeni pay alma hakkından, kârın varlığı ya da tasfiye sonucunun olumlu olması durumunda yahut şirketin sermaye artırımına gitmesi halinde yararlanabilirler¹.

2. KZOB ve Kira Sertifikaları ile Karşılaştırma

a. KZOB'nin ve Kira Sertifikalarının Hukukumuzdaki Yeri

KZOB, tasarruf sahibinin yatırdığı paralar karşılığında varsa kâra, aksi halde zarara katılmasını sağlayan; İslami esaslara uygun bir menkul kıymet yaratma düşüncesinin ürünüdür. Türkiye’de önce faizi haram sayan kesimin tasarruflarını değerlendirmek, sonra da Arap ülkelerinden fon toplamak amacıyla KZOB ihdas edilmiştir². Ülkemizde enflasyona paralel olarak şirketlerin finansman sorunları da artmaktadır. Şirketler bu sorunun çözümü amacıyla halktan fon sağlama yoluna başvurmuşlar; halktan fon sağlamak için de tahvil ve pay (senedi) ihracını denemişlerdir. Ancak tahvil ihraç etme sınırına ulaşan, düşük oranda temettü dağıttığı için pay ihraç ederek de yeterli sermayeyi sağlayamayan şirketler, devam eden finansman sıkıntılarının çözümü için yeni çareler aramaya başlamışlardır. Bunda banka kredilerinin kısa vadeli, yetersiz ve çok pahalı bir finansman yöntemi olmasının da

sermayeye katılmaktan söz edilemez. Paya bağlı tüm haklar, başka bir deyişle pay sahipliği (ortak) sıfatı ise işte bu katılmanın doğal bir sonucudur. Katılma intifa senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması teknik anlamda bir sermaye oluşturmaz ve esas sermayeden ayrı olarak senetleri ihraç eden şirketin malvarlığına geçer (**Teoman**, İntifa Senetleri, s.62-64).

¹ **Arslanlı**, Umumi Hükümler, s.161; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.373; 376; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.52; **Çevik**, s.820.

² **Tuncer**, Selahattin, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), 1. B., İstanbul, (Mayıs) 1985, s.249-250.

etkisi olmuştur. İşte KZOB fikri, şirketlerin bu sıkıntı ve arayışlar içine girdikleri bir dönemde ortaya çıkmıştır¹. Ayrıca bugüne kadar halkta bir şirkete ortak olma yönünde oluşan negatif etki de anılan finansal araçların ortaya çıkışındaki bir diğer faktördür. KZOB, bu düşünce içinde olanlara kısa dönemler için şirketlere ortak olma olanağı vermekte, böylece şirketleri bir nevi denemeye tabi tutmalarını sağlamaktadır. Bu deneme sonucunda şirketlerle iş yapmanın kendileri için kârlı olacağı düşüncesine ulaşabilirlerse, bu ortaklığı uzatıcı yönde işlemlere girişmek için de bir fırsat verilmiş olmaktadır².

Bu düşünceleri karşılamak ve sermaye piyasasında menkul kıymet çeşitliliğini artırmak amacıyla T.C. Merkez Bankası'nın (1) No.'lu Tebliği³ ile Türk sermaye piyasasına KOB: Kâr Ortaklığı Belgesi adı altında yeni bir menkul kıymet kazandırılmıştır. İlk Tebliğ'de kavram “Kâr İştirakli Tahvil-Kâr Ortaklığı Belgesi” şeklinde ifade edildiğinden, bu belge ile kâra iştirakli tahvilin aynı anlama geldiği ve aynı belgenin farklı şekillerdeki söyleniş biçimi olduğu yönünde yanlış bir izlenim doğmuştur. Ardından Merkez Bankası, yayımladığı (2) No.'lu Tebliğ⁴ ile bu belgeyi KZOB: Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi şeklinde ifade ederek terim karmaşasını sona erdirmiştir. Bakanlar Kurulu'nun Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 syl. Kararı⁵ ise, anonim şirketlerin SPK'dan izin almak koşuluyla, tutarları, ihraç ve özel şartları ve haiz olacakları diğer nitelikleri SPK tarafından belirlenecek, kâr ve zarara katılma hakkı veren menkul kıymetler çıkarabileceklerini hükme bağlamıştır. SPK da bu yetkiye dayanarak çıkardığı bir III/2/Teb.⁶ ile KZOB'yi düzenlemiştir.

Mevzuatımızda oldukça karmaşık biçimde düzenlenen bu belgeler, en sonunda menkul kıymet nitelikleri sabit bir sermaye piyasası aracı olarak Kurul düzenlemelerine tabi kılınmıştır. Kurul, III/2/Teb.'nin ardından III/11⁷ ve son olarak da III/27/Teb.¹ ile

¹ **Sağlam**, Kemal, “Kâra ve Zarara Ortaklık Belgesinin Değerlendirilmesi”, Pratik Bilgi Konferansı (11 Mart 1982), İstanbul, 1982, s.14-15.

² **Sağlam**, s.15.

³ RG: 15.01.1982, S.17417.

⁴ RG: 15.06.1982, S.17752.

⁵ RG: 07.07.1984, S.18451.

⁶ RG: 13.12.1984, S.18604.

⁷ “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'da Öngörülen Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri Çıkarılmasına Dair Tebliğ”, RG: 14.07.1992, S.21284 Mük.

KZOB'nin ihraç ve satış esaslarını düzenlemiştir. Burada KZOB; anonim şirketlerin çalışma alanlarına giren tüm faaliyetlerinin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde satılmak üzere TL üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurt dışında satılmak üzere ise TL veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli olarak ihraç edebildiği menkul kıymetler, şeklinde tanımlanmıştır (m.4). SerPK'nın yürürlüğü ile birlikte SPK'nın ikincil mevzuatı yenileme çalışmaları sonucunda ise KZOB, III-61.1 syl. Kira Sertifikaları Tebliği ile yürürlükten kaldırılmıştır. Kira sertifikaları bu anlamda KZOB ile hemen hemen aynı amaca hizmet edecek türde borçlanma araçları olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla kâra katılmalı tahvillerin niteliği ve öneminin kavranmasında, sermaye piyasamızda oldukça uzun bir dönem tedavülde bulunan ve kâra katılmalı tahville sürekli karşılaştırması yapılan, hatta bazen kâra katılmalı tahville birbirine karıştırılan KZOB ile yeni sermaye piyasası mevzuatımızda aynı amaca hizmet edecek kira sertifikalarını, birlikte ele almak suretiyle bir karşılaştırma yapmanın faydalı olacağına inanıyoruz.

b. Kâra Katılmalı Tahviller ile KZOB/Kira Sertifikalarının Karşılaştırılması

aa. Benzerlikler

Bilindiği üzere KZOB, faizin haram olduğuna inanan bir kesimi sermaye piyasasına çekmek için öngörülmüştür². Kira sertifikalarının ihdas edilme amacı da aynıdır³. Sadece anonim şirket kârına katılma hakkı veren tahviller de faiz içermedikleri için, aynı düşünceye sahip yatırımcılara hitap edebilmektedir⁴. Ayrıca dışarıdan fon temini amacıyla başvurulmuş banka kredilerinin yetersiz kalması ve bu yolla sağlanan finansmanın pahalı bir yöntem oluşu, anılan finansal araç türlerinin ihdasındaki ortak temel etkidir. Bu bağlamda anılan araçlar, yönetimdeki kontrolü elde tutmak amacıyla

¹ “Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, RG: 20.03.2003, S.25054. Bu Tebliğ, Kurul’un daha sonra yayımladığı III/28 (RG: 07.07.2004) ve III/41 (RG: 19.12.2009, S.27437) syl. Tebliğler ile değişikliğe uğramıştır.

² **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.429.

³ **Özeroğlu**, Ali İhsan, “Sukuk ve Türkiye’de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, Tarih Okulu Dergisi, Y.7, S.XIX, s.753; **Büyükakın/Önyılmaz**, s.2; **Gökğöz**, Ahmet, “Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan/2015, s.152-153.

⁴ Böylece çeşitli nedenlerle faiz kavramına karşıt bir duyguya sahip olan yatırımcılar, bu araçlar sayesinde birikimleri için banka mevduat faizinin üstünde bir gelir sağlama olanağına sahip olmaktadır (**Fettahoğlu**, Abdurrahman, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Ankara, 1991, s.89).

pay ihraç ederek finansman sağlamak istemeyen şirketlerin başvurabileceği, banka kredisine nazaran düşük maliyetli borçlanma araçlarıdır.

Gerek kâra katılmalı tahviller gerekse KZOB ve kira sertifikaları, sermaye piyasası mevzuat ve uygulamamıza SPK Tebliğleri ile dahil edilen menkul kıymetlerdir. Menkul kıymet sayılmanın sonucu olarak bunları kıymetli evrak olarak nitelendirmemiz yanlış olmaz. Her ne kadar SerPK.3/o'da, eSerPK'dan farklı olarak menkul kıymet kavramının tanımı ve unsurları verilmeyip, sadece nelerin menkul kıymet olduğu sayılmakla yetinilmiş ve bunların da kıymetli evrak niteliğini haiz oldukları vurgulanmamış olsa da, burada tercih edilen ifade dolayısıyla menkul kıymetlerin kıymetli evrak olmadığı şeklinde doğrudan bir sonuca varmanın mümkün olmadığı kanaatindeyiz¹. Zira hükümde menkul kıymet olarak sayılan paylar, pay benzeri menkul kıymetler ya da borçlanma araçlarında bir hakkın mündemiç olması söz konusu olup; devredilebilir nitelikteki bir ortaklık ya da alacak hakkını ya da ortaklık benzeri bir hakkı içeren, tedavül yeteneğine de sahip olan bu menkul kıymetlerin, –duruma göre evraksız– kıymetli evrak vasfında olduğunu kabul etmek gerekir. SerPK m.3/o'da açıkça ifade edilmese de, TTK.645'te sayılan şartları haiz menkul kıymetler, kıymetli evrak olarak nitelendirilebilir². Dolayısıyla menkul kıymet olduğunu belirttiğimiz kâra katılmalı tahviller ve KZOB ile kira sertifikaları, aynı zamanda devredilebilir nitelikte bir hakkı içeren ve tedavül yeteneği bulunan birer kıymetli evraktır.

Kâra katılmalı tahvillerde olduğu gibi, KZOB ve kira sertifikalarında da hak sahiplerinin ihraççı şirketin yönetimine katılma ve oy hakları mevcut değildir. Bu özellik söz konusu araçları sermaye piyasamızda en çok tedavül eden menkul kıymetlerden biri olan paylardan ayırmaktadır. Zira KZOB ile kira sertifikaları kâra ve zarara katılma gibi birtakım ortaklık hak ve yükümlülükleri içerseler de, pay sayılamazlar. Kira sertifikaları bir varlık ya da proje üzerinde sahiplik hakkı sağlaması ve belli bir geliri garanti etmemesi yönünden paylara benzemekle birlikte, paylar sahiplerine hissesi oranında şirketin tüm varlığı üzerinde ortaklık hakkı vermekte ve bu ortaklık belli bir süreyle sınırlandırılmamaktadır. Oysa sertifikalar sahiplerine sadece sertifikaya konu edilmiş varlık üzerinde sahiplik hakkı tanımakta ve bu hak, önceden

¹ Ülgen/Helvaci/Kendigelen/Kaya, s.32-33.

² Ülgen/Helvaci/Kendigelen/Kaya, s.33.

belirlenmiş olan tarihe kadar geçerli olmaktadır¹. Kâra katılmalı tahvil sahiplerinin ise zarara katılma yükümlülükleri söz konusu olmadığından, bunlar tam anlamıyla konusu (şarta bağlı) bir para alacağı olan borçlanma aracı niteliği arz etmektedir. Özetle anılan araçlar, bir mülkiyet senedi olarak nitelendirilebilecek paylardan farklılık arzeden menkul kıymet türleri olarak karşımıza çıkmaktadır.

bb. Farklılıklar

KZOB, sahibine bir anonim şirketin bütün faaliyetinin veya belirli bir girişiminin kâr ve zararına katılmayı sağlayan finansal araçlardır². Anonim şirketin bunları kendisine faizsiz kredi³ verenler için ihraç ettiği söylenebilir. KZOB hamilleri de şirketin kâr etmesi halinde bundan belirli bir pay alma hakkına sahip olur, zarar etmesi halinde ise buna belirli oranda katılma yükümlülüğü altına girerler⁴. Benzer biçimde kira sertifikaları da yatırımın risk ve getirisinin borç alan ihraççı ile borç veren konumundaki sertifika yatırımcıları arasında paylaşılması esasına dayanan finansal araçlardır⁵.

KZOB ile kira sertifikalarının hukuki temelinde, sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi ve adi şirket unsurları bulunmakla birlikte, kanaatimizce anılan araçların

¹ **Korkmaz**, Turhan/**Ceylan**, Ali, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, 5. B., Bursa, 2010, s.221; **Tuncer**, Sermaye Piyasası, s.255; **Parasız**, Finansal Piyasalar, s.238; **Çalık**, Mehmet Gün, “Kâra ve Zarara Ortaklık Belgesinin Değerlendirilmesi”, Pratik Bilgi Konferansı (11 Mart 1982), İstanbul, 1982, s.43; **Yılmaz**, Sukuk, s.83; **Tok**, s.14.

² **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.632, N.1278.

³ KZOB’nin anonim şirketler için kredi aracı olma özelliği, teknik anlamda bir kredi açma sözleşmesini karşılamamaktadır. Buradaki “kredi” terimi, günlük yaşamda ödünç alınan veya verilen parayı ifade etmektedir. Zira ödünç sözleşmesinde ödünç verenin alana, aynı miktarda geri verilmek kaydıyla bir miktar paranın mülkiyetini ivazlı veya ivazsız devretmeyi yüklenmesine karşılık; kredi açma sözleşmesinde kredi verenin, kredi alana, belli limitler içinde birçok defa talep ettiği parayı verme, onun isteği üzerine akreditif açma, çeklerini ödeme, göstereceği şahıslar lehine kefalet ve teminat mektupları verme gibi borçlar altına girmesi söz konusudur. Oysa buradaki kredi ilişkisinin, bir kredi açma sözleşmesi biçiminde değerlendirilmesine yol açacak en ufak bir işaret yoktur. Aksine burada kredi veren, bir vadenin sonunda geri ödenmek kaydıyla, tek bir defada belli miktar parayı kredi alana vermekte, bunun dışında başka herhangi bir yükümlülüğü söz konusu olmamaktadır. Bu nedenle KZOB açısından kullandığımız kredi aracı olma vasfını, ödünç sözleşmesi temelinde değerlendirmekte yarar vardır (**Kuntalp**, Kâr Ortaklığı, s.8-9).

⁴ **Kuntalp**, Kâr Ortaklığı, s.17.

⁵ **Yılmaz**, Sukuk, s.87; **Yakar**, Soner/**Kandır**, Serkan Yılmaz/**Önal**, Yıldırım Beyazıt, “Yeni Bir Finansman Aracı Olarak ‘Sukuk-Kira Sertifikası’ ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi”, Bankacılar Dergisi, S.84, 2013, s.74.

temelindeki ilişki kendine özgü (sui generis) niteliktedir¹. Zira bunlar, TTK'da ve TBK'da düzenlenen senet veya sözleşmelerin bazı özelliklerine sahip olmakla birlikte (tüketim öduncü sözleşmesi veya tahvillerle olan benzerliği gibi), tam olarak hiçbir senet veya sözleşmeyi karşılamamakta ve kendine has özellikler göstermektedir. Zarara katılma veya risk paylaşımı olarak ifade edebileceğimiz özellik, anılan araçları ödünç sözleşmesinden ve hukuki temeli ödünç sözleşmesi olan tahvillerin her türünden ayırmaktadır². Bu durum KZOB'ye nazaran kira sertifikası ilişkisinde daha belirgin biçimde ortaya çıkmaktadır. Zira sertifikalarda sadece nakit akışı hakkı değil, sertifika ihracının dayanağı olan varlığın satılmasını da kapsayacak bir mülkiyet hakkı bulunmaktadır³. Bu anlamda KZOB'de sonuca katılmalı ödünç sözleşmesi ve buna paralel olarak ihracının borcunu temsil etme niteliği; buna karşılık sertifikalarda dayanak varlık üzerinde müşterek mülkiyet hakkını içeren sahiplik sertifikası niteliği ön plana çıkmaktadır.

Diğer taraftan KZOB ve kira sertifikaları, TBK.620'de düzenlenen adi şirkete benzemekle birlikte, adi şirketin bir unsuru olan ortağın yönetime katılma ve şirket işlerini denetleme yetkisi anılan araçlarda bulunmadığından, adi şirket şeklinde düşünülemez⁴.

¹ Karş. **Ünal**, Menkul Kıymetler, s.144; **Ünal**, Sermaye Piyasası, s.162; **Tuncer**, Sermaye Piyasası, s.255.

² bkz. **Ünal**, Menkul Kıymetler, s.144.

³ **Selçuk**, s.229; **Yılmaz**, Sukuk, s.83; **Yakar/Kandır/Önal**, s.74; **Tok**, s.14.

⁴ bkz. **Ünal**, Menkul Kıymetler, s.144. Bu hususun bir de adi şirketin “ortak gayeyi birlikte gerçekleştirme” (*affectio Societatis*) unsuru açısından incelenmesi gerekir. Bu unsur ile her ortağın şirket gayesinin gerçekleştirilmesi için gerekli faaliyetlere katılma yükümlülüğü ifade edilmektedir. Bu yükümlülüğün doğal uzantısı olarak, her ortağın yönetime katılma ve şirket işlerini denetleme yetkisi vardır. *Affectio Societatis*'in mevcut olmadığı bir ilişki, adi şirket olarak değerlendirilemez. KZOB ve sertifika yatırımcıları açısından böyle bir yönetim ve denetim yetkisi öngörülmemiştir. Ancak yönetime katılma açısından bu sonuç mutlak bir doğruyu ifade etmez. Zira adi şirketin bir türü olan iç ortaklıkta (hususî şirket) gizli ortağın, kural olarak yönetime katılması söz konusu değildir. Şirket işlerini faal ortak kendi adına ve gizli ortak ile kendisi hesabına yürütür. İşte KZOB ve sertifikalarda da hak sahibinin esasında yönetim ve temsil yetkisi bulunmayan gizli ortak, buna karşılık menkul kıymeti çıkaran anonim şirketin aktif ortak durumunda olduğu düşünülürse, bu açıdan söz konusu araçların temelinde bir iç ortaklık ilişkisi bulunduğu söylenebilir. Ancak iç ortaklıkta da gizli ortağın denetim hakkı mevcuttur (karş. **Kuntalp**, Kâr Ortaklığı, s.20-22). Bu yetkinin KZOB ve sertifika sahiplerine tanınması hukukten mümkün değildir. Dolayısıyla hukuki niteliğe ilişkin adi şirket ya da iç ortaklık şeklindeki değerlendirmelerin de tam anlamıyla bu menkul kıymetlerin yapısıyla örtüşmediği kanaatindeyiz. Aksi görüşte bkz. **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.345.

KZOB ve kira sertifikalarında, risk paylaşımının esas olması ve İslami prensipler gereği asgari kâr garantisi verilemediğinden, bunlar sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinden ve dolayısıyla temelini bu sözleşmenin oluşturduğu kâra katılmalı tahvillerden ayrılırlar¹. Zira kâra katılmalı tahvillerde ödünç ilişkisinin niteliği gereği, kâr olmasa bile, ödünç verilen anaparanın vadenin dolması üzerine iadesi gerekir². KZOB’de ve kira sertifikalarında sonuca katılmalı ödünç unsurları bulunmakla birlikte, ödünç verilen para karşılığında, faiz yerine kârdan pay almak suretiyle faizden daha yüksek gelir elde etme olasılığının riskini; kâr elde edilememesi halinde bir şey alınmaması kadar, zarar nedeniyle ödünç verilen miktarın azalması tehlikesi de oluşturabilir³. Ancak bu tehlike kira sertifikalarında KZOB’ye nazaran yok denecek kadar azdır. Zira sertifikalarda geleneksel tahvil ve bonolarda olduğu gibi anapara veya getiri garantisi bulunmamakla birlikte, dayanak varlık üzerinde mülkiyet hakkını içermesi ve yatırımcıların alacak haklarını teminen, gerektiğinde söz konusu varlıkların satılarak onlara ödeme yapılacak olması, sertifikaların bahsettiğimiz finansal risklerini büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır.

Kâra katılmalı tahvillerle KZOB ve kira sertifikaları arasındaki önemli bir farklılık, tahvillerin sadece anonim şirket kârına katılma hakkıyla değil, kârın yanında ya da kâr yerine faiz ödeme taahhüdüyle ihracı halinde kendini gösterir. Zira tahviller sadece şirket kârına katılma hakkı içerdiği zaman, şirketin kâr elde edememesi durumunda yatırımcıların kâr payına ilişkin bir alacak hakları da doğmaz. Bu durum KZOB ve kira sertifikası yatırımcıları bakımından da aynıdır. Dolayısıyla her iki halde de yatırımcıların kâr edilmesi halinde talep edebilecekleri şarta bağlı bir alacakları söz konusudur. Ancak kâra katılmalı tahvillerin kâr payına ilaveten ya da onun yerine sabit veya değişir oranlı bir faiz geliri sunması halinde, yatırımcıların risk pozisyonu her iki araç bakımından farklılık arz etmeye başlar. Zira kâra katılmalı tahvillerin bu kombinasyonda ihracı, onları adi tahvillere yaklaştırır. Böylece yatırımcılar, dönemsel faiz ödemelerini ve vade sonunda tahvilin itfasıyla birlikte ödünç verdikleri anapara

¹ **Kuntalp**, Kâr Ortaklığı, s.19; **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.343; **Korkmaz/Ceylan**, s.221; **Yakar/Kandır/Önal**, s.74; **Yılmaz**, Sukuk, s.83.

² **Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.343.

³ bkz. **Battal**, Ahmet, Bankalarla Karşılaştırmalı Olarak Hukuki Yönden Özel Finans Kurumları, 1. B., Ankara, 1999, s.145, dn.59. Doktrinde azınlıkta kalsa da bir görüş, sonuca katılmalı ödünç sözleşmesinde ödünç verenin muhtemel zarara katılacağına öngörülmesinin, sözleşmenin niteliğini etkilemeyeceğini iddia etmektedir (**Tandoğan**, Özel Borç, C.I/2, s.334, dn.121’de anılan yazarlar).

alacağını, ihraççının kâr-zarar riskinden bağımsız olarak elde etme olanağına kavuşurlar. KZOB’de ve kira sertifikalarında ise anapara ve getirinin garanti edilmesi, anılan araçların İslami finansman aracı olma niteliğiyle örtüşmez. Oysa kâra katılmalı tahvillerin sadece kâr payını içeren türünde dahi, vade sonunda anaparanın ödenmesi gerekmektedir.

E. HAKKIN KULLANIMINA İLİŞKİN ESASLAR

Buraya kadar tahvillere verilecek kârdan pay alma hakkına (=kâra katılmalı tahvillere) ilişkin açıklamalarımızda, söz konusu tahvil sahiplerinin bu haktan ancak şirketin kâr etmesi halinde faydalanabileceğini ve bu bağlamda yatırımcıların kâr payı hakkının şarta bağlı nitelikte olduğundan söz ettik. Burada şirketin kâr etmesinden anlaşılması gereken, belli bir dönem sonunda şirketin malvarlığında meydana gelen artıştır¹. İşte tahvil sahiplerinin kâr payı hakkının doğumu ve kullanımı için gereken ön şart, öncelikle şirketin faaliyet dönemi sonunda işlerinin verimli gitmesi suretiyle aktif kalemleri toplamının pasif kalemleri toplamını aşması, kısaca dönem kârının gerçekleşmesidir². TTK’da da “net dönem kârı” ifadesi kullanılmış ve kâr payının ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabileceği belirtilmiştir (m.509/II)³. Net dönem kârı ise bilanço zararı düşüldükten sonra kalan kârı ifade etmektedir. Zira anonim şirketin bilançosunda geçmiş yıl zararı/zararları varken yıllık kâr dağıtılamaz. Bu yasak sermayenin korunması ilkesi gereğidir ve anonim şirketlere ilişkin evrensel bir kuraldır⁴. TTK.508/II hükmü uyarınca yıllık kâr ise yıllık bilançoya göre hesaplanıp belirlenir. Yıllık bilançoda merkez kavram sonuç açıklamadır. Sonuç olumlu ise kâr, olumsuz ise zarar var demektir. İşte gerek pay sahiplerinin gerekse kâra

¹ **Birsel**, Mahmut T., Yargıtay Kararlarının Işığında Şirket Kârı Konusunda Anonim Şirket İle Pay Sahibi Arasındaki Menfaat Çatışması, Ankara, 1971, s.1. Yargıtay da anonim şirketin kâr payını dağıtabilmesi için şirketin esas sermayesini aşan bir değer fazlasının, yani *kâr*’ının bulunması gerekir, diyerek kâr kavramının ifade ettiği bu anlamı doğrulamıştır (Yarg. TD., 03.04.1967, E.1343, K.1352, **Eriş**, Gönen, Gerekçeli-Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler, C.III, Ankara, 2013, s.3369).

² **Erimez**, Rüştü, Vergi Hukuku ve Özel Hukuk Açısından Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler, 2. B., İstanbul, 1976, s.33.

³ Bu hükmün eTK’da karşılığını teşkil eden m.470/II metnindeki “safî kâr” terimi uygulamada ve öğretide açıklıktan yoksun bir kavram olarak nitelendirilerek eleştirilmiştir. Zira buradaki kâr kavramının dönem kârını mı yoksa bilançoda geçen yıldan aktarılan kârı da içerebilecek olan bilanço kârını mı ifade ettiği belli değildir. Dönem kârı bu tartışmaları ortadan kaldıracak açıklıktadır (Gerekçe, TTK.509/II).

⁴ Gerekçe, TTK.509/II. Hükmün gerekçesinde ayrıca, net kârın vergi öncesi veya sonrası kârı ifade etmesinin bir şirketler hukuku sorunu olmadığı belirtilmiştir.

katılmalı tahvil sahipleri gibi şirket kârına katılan diğer kimselerin, dağıtılmaya tahsis olunan kâra katılma hakkı, yıllık bilançodaki net dönem kârına; net dönem kârı da genel kurulca kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre tespit edilerek kararlaştırılır¹.

Net dönem kârının gerçekleşmiş olması genel kurulun dağıtım kararı için yeterli değildir. Şirketin aktif toplamının, borçları ile ödenmiş sermayesi ve kanuni yedek akçe toplamından fazla olması ve kârın gerçekten elde edilmesi² halinde dağıtılabılır kârın varlığından söz edilebilir³. Nitekim Yargıtay da dağıtılması gereken kârın gerçeği yansıtmadığı durumlarda, pay sahiplerinin yönetim kurulu üyelerine karşı dava haklarının (eTK.309 ve 336) olduğuna karar vermiştir⁴. Kanaatimizce böyle bir durumda TTK.553 gereği yönetim kurulu üyelerine karşı sorumluluk davasını, alacaklı sıfatıyla kâra katılmalı tahvil sahipleri de menfaatleri gereği açabilmelidir.

Dağıtılabılır kârın önemini bu şekilde belirttikten sonra, tahvil sahiplerinin alacağının bağlı olduğu ve geciktirici şart olarak nitelediğimiz kârın gerçekleşmesinden sonra alacaklarının hangi hukuki pozisyonda olduğu ve buna bağlı olarak haklarını nasıl kullanıp koruyacakları hususunu aydınlatmamız gerekir. Öncelikle belirtmek gerekir ki, anonim şirketlerde kâr payı, net dönem kârından veya serbest yedek akçelerden kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrıldıktan (TTK.523/I) ve –varsa– geçmiş yıllar zararı indirildikten sonra kalan tutardan dağıtılır⁵. Kâra katılmalı tahvil sahiplerinin kâr payı, genel kurulun net dönem kârından genel kanuni yedek akçe ve pay sahiplerine ödenmiş sermayelerinin %5’i oranında birinci tertip kâr payı

¹ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1405; **Birsel**, s.10; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.291; 293; **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.384-385; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.466, N.902.

² Bunun anlamı, kârın her halde şirket kasasında bulunmasının gerekmeyp, hukuk ve muhasebe yönünden gerçekleşmiş, yani kesinleşmiş bir kârın varlığıdır. Bu itibarla TTK.79 vd. hükümlerindeki “varlıklar ile borçların değerlendirme ölçüleri”ne uygun şekilde hazırlanmış bir bilanço varsa ve aktif tablo emredici hükümlere uygun olarak gerçek değerleri yansıtıyorsa, dağıtılabılır kâr mevcut demektir. Örneğin aktifteki kalemlerin değerleri bir yıl öncekine oranla yüksek gösterilerek elde edilen fazlalık kâr sayılamaz, daha doğru bir deyimle gerçek olmayan kâr olur (**Birsel**, s.6-7; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1407).

³ **Birsel**, s.5; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1406-1407.

⁴ 11. HD., 10.11.1992, E.8501, K.10521 (**Eriş**, C.III, s.3362). **Tekinalp** bu kararı eleştirmiş ve bilançonun gerçeği yansıtmadığı, genel kurulun da bu bilançoya dayanarak dağıtım kararı aldığı durumlarda, yönetim kurulu üyeleri aleyhine eTK.309’a göre değil, genel hükümlere dayanılarak bir dava açılmasının düşünülebileceğini, ancak bu davanın temelinin de zayıf olacağını ileri sürmüştür (**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.466, N.902a).

⁵ **Yanlı**, Veliye, “Yeni Ticaret Kanunu ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, Batider, C.XXX, S.1, 2014, s.8 ; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1412; **Birsel**, s.11.

*ödendikten*¹ sonra kalan tutardan dağıtılabılır. Ancak bu tutarın da %10'unu genel kurul kanuni yedek akçeye ayırmak zorundadır (TTK.519/II, c)². SerPK'da da kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği ve belirlenen kâr payı ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamayacağı, düzenlenmiştir (m.19/II). Tahvil sahipleri bu hükümde zikredilmemiş, ancak bu kanuna dayanılarak çıkarılan II-19.1 syl. Kâr Payı Tebliği'nin³ aynı yöndeki düzenlemesinde “.....*pay sahibi dışındaki kişilere* kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz, denilmiştir (m.5/III). Dolayısıyla tahvil sahiplerine de kâr payı dağıtılabılması, pay sahipleri için belirlenen kâr payının ödenmesine bağlıdır. Ayrıca halka açık şirketler açısından tahvillere ödenecek kâr payının, ihraççıların esas sözleşmesinde pay sahipleri için belirlenen kâr payı miktarını da azaltmaması gerekmektedir (II-31.1/Teb.16/III).

Bu bağlamda tahvil sahiplerinin kâra katılma hakkı, mutlaka esas sözleşmede düzenlenmesi gereken ve pay sahiplerine dağıtılacak ikinci tertip kâr payını kısıtlayan bir faktör olarak değerlendirilebilir⁴. İşte kanun ve esas sözleşme hükümleri gereğince zorunlu ayırmalar yapıldıktan sonra geriye kalan şirket kârı veya bu amaç için kullanılabilecek serbest yedek akçeler (TTK.523/II, b) dağıtılabılır kârı oluşturur⁵. Dağıtılabılır kârın tahvil sahipleri bakımından kâr payı halini alabilmesi ise, bilançonun genel kurul tarafından onaylanmasına, ardından da genel kurulun ayrı bir dağıtım kararı vermesine⁶ bağlıdır. Genel kurul kararı olmadan kâr dağıtımı yapılamaz ve bu amaçla

¹ TTK.519/II, c bendinin eTK'daki karşılığı olan m.466/2'nin 3. bendindeki “ayrıldıktan sonra” ifadesi TTK'da “ödendikten sonra” şekline dönüşmüştür. Dolayısıyla tahvil sahipleri gibi kârdan pay alacak diğer kimselere kâr dağıtımı yapılabilmesi için, artık pay sahiplerine herhangi bir ödeme yapılmadan hesaben %5'lik bir kâr payı ayrılması, yeterli olmayacaktır. Bu asgari oranın pay sahiplerine aynı zamanda ödenmesi zorunludur (Yanlı, Kâr Dağıtımı, s.18-19).

² Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1414; Yanlı, Kâr Dağıtımı, s.11; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s.298.

³ RG: 23.01.2014, S.28891.

⁴ Birsal, s.12.

⁵ Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1415; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s.299.

⁶ Genel kurul kârın dağıtımı konusunda münhasır yetkili organdır ve bu yetkisini yönetim kuruluna devredemez (TTK.408/II, d). Yönetim kurulu sadece genel kurulun bu kararını yerine getirmekle yükümlüdür. Söz konusu karar genel kurulun olağan toplantı ve karar yetersayıları ile alınır (Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1408; Birsal, s.13-14; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s.293; Tekil, Anonim Şirketler (1998), s.385).

bir dava açılmaz¹. Bu husus TTK dışında SerPK’da (19/I), II-31.1 syl. Borçlanma Araçları Tebliği (16/IV) ve II-19.1/Teb.’de (4/I) de ifade edilmiştir. Buna göre öncelikle halka açık şirketler tarafından pay sahibi dışındakilere ve bu kapsamda tahvil sahiplerine kârdan pay verilebilmesi için esas sözleşmede veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunması zorunludur (SerPK.19/V; II-31.1/Teb.16/I; II-19.1/Teb.5/IV). Bunun dışında tahvillere ödenecek kâr payı, Kurul’un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış yıllık finansal tablolarının ve kâr payı dağıtım kararının ihraççı genel kurulunca onaylanmasını müteakip dağıtılır (II-31.1/Teb.16/IV). Tebliğ’de genel kurulun kâr dağıtım kararını onaylamasından söz edilse de, bu hükmün SerPK ve TTK hükümlerine aykırı olarak yorumlanamayacağını ve burada olsa olsa yönetim kurulunun dağıtılacak kâr payı oranına ilişkin önerisini² içeren kararın onaylanmasından söz edildiğini düşünüyoruz.

Genel kurulun kâr dağıtım kararıyla birlikte, tahvil sahiplerinin geciktirici şarta bağlı hakları alacak hakkına dönüşür³. Bu karar mahkemece iptal edilmemek koşuluyla⁴ değiştirici yenilik doğurucu nitelikte olup, karar verilmedikçe tahvil sahipleri şirkete karşı kâr payı istemiyle dava açamazlar⁵. Yenilik doğurucu nitelikte olan bu

¹ **Karayalçın**, Yaşar, Muhasebe Hukuku, 2. B., Ankara, 1988, s.135-136.

² eTK.327’de düzenlenen yönetim kurulunun “kazanç miktarı tayinine dair teklif”te bulunma yetkisine ilişkin hüküm, bu hükmün karşılığı niteliğindeki TTK.517-518’e alınmamıştır. Ancak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nın yayımladığı Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriklerinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik (RG:28.08.2012, S.28395) hükümleri (m.12,d) incelendiğinde, dağıtılacak kâr payı oranına ilişkin önerinin yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporunda yer alacağı anlaşılmaktadır (**Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1411).

³ **Arslanlı**, Umumi Hükümler, s.212; **Birsel**, s.15; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s.299; **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.386; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.478, N. 914; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1416; **Bozgeyik**, Hayri, “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, Batider, C.XX, S.3, (Haziran) 2000, s.121-122; 143; **Ateşgaoğlu**, Erdem, Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı, 1. B., İstanbul, (Ocak) 2012, s.37; **Yavuz**, Mustafa, “Anonim Şirketlerde Kâr Payı Alma Hakkını Kısıtlayan Unsurlar”, Mali Çözüm Dergisi, (Kasım-Aralık) 2013, s.95, http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/120malicozum/9_mustafa_yavuz.pdf, (Erişim: 13.04.2015). Bu husus Yargıtay tarafından da içtihat birliği ile kabul edilmiştir: 11.HD., 09.10.1990, E.7693, K.6376; 11. HD., 26.03.1998, E.9240, K.2241 (**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.478, N.914); HGK, 03.06.1992, E.11-276, K.365; 11. HD., 25.05.2007, E.3925, K.8054; 11. HD., 26.03.1998, E.9240, K.2211 (**Eriş**, C.III, s.3357, 3359-3361).

⁴ Karar iptal davasına konu olsa bile, talebin reddedilmesi kaydıyla, tahvil sahibinin alacak hakkı karar tarihinde doğmuş olur. Bu tarihten sonra şirketin zarar etmesi bu hakkı etkilemez ve tahvil sahibi şirketin iflası halinde alacaklı olarak iflas masasına katılır (**Karayalçın**, Muhasebe Hukuku, s.136; **Birsel**, s.23).

⁵ **Birsel**, s.15; **Tekil**, Anonim Şirketler (1998), s.386; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.478, N. 914; **Ateşgaoğlu**, s.38; **Bozgeyik**, s.143. Yarg. HGK, 03.06.1992, E.11-276, K.365; 11.

karar, daha sonra alınacak bir kararla kaldırılamaz veya dağıtım oranı düşürülemez. Bu amaçla alınan genel kurul kararları geçersizdir. Zira genel kurulun üçüncü bir kişiye ait olacak üzerinde tasarrufta bulunma yetkisi yoktur¹. Genel kurulun kârın dağıtılmamasına karar vermesi ise, kâr payının alacak olarak dava edilebilmesine engeldir². Tahvil sahiplerinin kâr payına ilişkin alacak haklarının muaccel olması ise, şirketten talep edilebilir olmasını ifade eder ve genel kurulun dağıtım kararıyla birlikte ayrıca ödeme tarihini belirlemesi gerekir³. Genel kurul kâr dağıtım tarihini belirleme konusunda yönetim kurulunu⁴ yetkilendirebilir. Eğer kâr dağıtım kararında bir tarih belirtilmemiş ve bu konuda yönetim kuruluna yetki verilmemişse, kâr payına ilişkin alacak hakkı genel kurul kararının alındığı tarihte muaccel olur⁵. Dağıtım tarihini belirleme yetkisi yönetim kuruluna bırakıldığı halde kurul hiçbir tarih saptamamışsa, hesap yılının bağımsızlığı gereği olarak, hesap yılının son günü muacceliyet gerçekleşir⁶. Hak sahiplerinin söz konusu ihtimallere göre alacaklarını beş yıl içinde talep etmeleri gerekir, aksi halde alacak zamanaşımına uğrar (II-19.1/Teb.12)⁷. Tahvil sahiplerinin kâr payını haksız yere ve kötüniyetle almaları halinde ise, iade yükümü söz konusudur (TTK.512). Maddede pay sahipleri denilse de, hükmün kapsamına kâra katılan diğer kimseler ve bu bağlamda tahvil sahipleri de girmektedir⁸. Kâr payının iadesi, bunun haksız olarak alınmasına ve tahvil sahiplerinin bu haksızlığı bilmesine

HD., 25.05.2007, E.3925, K.8054; 11. HD., 26.03.1998, E.9240, K.2211 (Eriş, C.III, s.3357, 3359-3361).

¹ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.478, N. 914; **Birsel**, s.15; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1416.

² **Bozgeyik**, s.122; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.478-479, N. 914b; “.....Genel kurul kararıyla kâr payının dağıtılmamasına karar verilmiş iken, bu genel kurul kararının iptali istenmeden, kâr tespiti davası açılmaz...” Yarg. 11. HD., 23.06.1994, E.1263, K.5420 (Eriş, C.III, s.3361). Benzer yönde bkz. Yarg. 11. HD., 13.06.1994, E.6655, K.4983 (Eriş, C.III, s.3361-3362); 11. HD., 07.11.2002, E.6988, K.10119 (UYAP Mevzuat ve İçtihat 2013).

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1416; **Birsel**, s.16; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.478, N. 914a; **Karahan/Huysal**, Şirketler, s.501. Nitekim Yargıtay bir kararında, şirket genel kurulunca kâr payının en geç Eylül 1988 sonuna kadar dağıtılacağı kararı alındığından, bu tarihten önce kâr payının istenemeyeceğine hükmetmiştir. Bkz. 11. HD., 10.06.1991, E.2311, K.3872 (Eriş, Gönen, Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler, 3. B., Ankara, 2004, s.2655-2656).

⁴ Yönetim kurulu şirketin likidite durumuna göre uygun bir tarih tespit etmelidir. Yönetim kurulu böyle bir tarih tespit etmez veya dürüstlük kurallarıyla bağdaşmayacak kadar uzak bir tarih tespit ederse, kâr payı alacaklısı tahvil sahibi, şirket aleyhine ifa davası açabilir ve makul tarihten itibaren gecikme faizi ödenmesini talep edebilir (**Karayalçın**, Muhasebe Hukuku, s.137).

⁵ **Yasaman**, Menkul Kıymetler, s.192; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1417-1418; **Bozgeyik**, s.144.

⁶ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1418; **Bozgeyik**, s.144.

⁷ Yarg. 11. HD., 10.11.1994, E.4615, K.8376 (Eriş, C.III, s.3361).

⁸ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.480, N.916; **Teoman**, İntifa Senetleri, s.242; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1419.

veya bilecek durumda olmasına bağlıdır (TMK.3). Kârın haksız yere alınması demek, TTK.514'teki finansal tablo hazırlama yükümü uyarınca, m.69 vd.'deki bilanço düzenlemeye ilişkin hükümlere, ayrıca Kurul'un II-14.1 syl. Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği¹ hükümlerinde sözü edilen TMS ve TFRS (Türkiye Finansal Raporlama Standartları) hakkındaki ilke ve kurallara uyulmadan düzenlenen bilançoya göre tahakkuk eden kârdır. Bilanço dışında dağıtılan kâr payı da haksız sayılır². Böyle bir davada kötüniyeti ispat yükümü davacı durumundaki anonim şirkete aittir³. Haksız alınan kâr payının iadesi için kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararının iptali gerekir. Ancak genel kurul kararı başka sebeple batılsa, kötüniyet olmasa da iade yükümü doğar. Şirketin geri alma hakkı, paranın alındığı tarihten itibaren 5 yıl geçmekle zamanaşımına uğrar (TTK.512/II)⁴.

VI. KİRA, YÖNETİM, ALIM-SATIM, ORTAKLIK VE ESER SÖZLEŞMESİNDEN KAYNAKLANAN GELİRDEN PAY ALMA HAKKI

A. HAKKIN GENEL ÇERÇEVESİ

Burada ele alacağımız hak, kira sertifikası yatırımcılarının sahip olduğu bir haktır. Bu hakkı, yukarıda tahviller için öngörülen kârdan pay alma hakkı başlığı altında değil, ayrı bir başlık altında incelememizin nedeni, burada pay alınacak gelir kavramının, tahvil sahipleri için söz konusu kâr kavramından çok daha farklı boyutları içeren bir anlamı karşılmasıdır. Zira tahvil sahiplerinin kârdan pay alma hakkı ile kastedilen, ihraççı anonim şirketin net dönem kârından ilgili yatırımcılara ödenecek bir oranı ifade etmektedir. Oysa sertifika sahipleri için söz konusu gelirden pay alma hakkı, sertifikanın türüne göre kira gelirinden, satış gelirinden, bir girişime ortak olma sonucunda elde edilen gelirden pay alma gibi çok farklı şekillerde karşımıza çıkabilir. III-61.1/Teb.'de sertifika sahiplerinin hakkının kapsamı şu şekilde belirlenmiştir: “*Kira*

¹ RG: 13.06.2013, S.28676.

² **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1419, **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.480, N.918; **Bozgeyik**, s.145; Yarg. 11. HD., 21.10.1993, E.5245, K.6646 (**Eriş**, Gönen, Anonim Şirketler Hukuku, 1. B., Ankara, (Mart) 1995, s.445-446).

³ **Eriş**, Anonim Şirketler, s.796; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1419. Karşı görüşte bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.480, N.918.

⁴ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.480-481, N.915b, 918, 922; **Bozgeyik**, s.145; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1419-1420.

sertifikası sahipleri, ihraca dayanak varlık ve haklardan elde edilen gelirler üzerinde payları oranında hak sahibidirler. Kira sertifikası ihracı işleminin gerektirmesi durumunda vade sonunda varlık ve haklar VKŞ tarafından kaynak kuruluş veya üçüncü kişilere satılır ve satış bedeli kira sertifikası sahiplerine payları oranında ödenir” (m.4/IV).

Kira sertifikası ihraç eden varlık kiralama şirketleri, kendi nam ve sertifika sahipleri hesabına her türlü varlık ve hakkı devralmak, kiralamak ve bunlardan elde edilen geliri payları oranında sertifika sahiplerine ödemekle yükümlüdürler¹. Kira sertifikaları ya da genel adıyla sukuk, yatırımcısına faiz yerine finanse edildiği varlıktan elde edilen gelirden pay sağladığı için tahvillerden farklıdır. Zira tahviller ödünç para bulmak amacıyla ihraç edilip borca dayalı sertifika olarak, sukuk ise varlığa dayalı sertifika olarak nitelendirilebilir. Bu nedenle sertifikaların öncelikle bir varlığa dayanması zorunluluğu ve ihraç edilen tüm sertifikaların temelinde gerçek bir ticari ilişki ve maddi bir gerçeklik istenmesi, bunların sağladığı gelir ile varlığa dayalı ihracı söz konusu olmayıp, sadece ihraççının borcunu temsil eden tahvillerin sağladığı kâr payının farklılaşmasına da yol açmaktadır. Ayrıca sertifika sahipleri belli bir varlığın nakit akımından doğacak getiri kadar, bunun riskine de katlanmak durumundadırlar². Kâr payı hakkı içeren tahvillerde ise, yatırımcıların kâr payını elde edip edemeyeceği konusunda bir belirsizlik söz konusu olsa da, bunların yatırdıkları anaparayı alamamaları ve ihraççının zararına katılmaları söz konusu değildir.

Sertifikalara gelecek nakit akımlarının İslami esaslara uygun iskonto oranı, reel geliri temsil etmektedir. Böylece bir yanda geleneksel yapıda sermayenin belli vadede faiz geliri getirmesi söz konusu iken, İslami esaslara uygun üretken faaliyetlerle aynı gelir elde edilmektedir³.

¹ **Tuncer**, Sukuk, s.13-14; **Uras**, Güngör, “Bono Yerine Kira Sertifikası”, <http://ekonomi.milliyet.com.tr/bono-yerine-kira-sertifikasi/ekonomi/ydetay/1774224/default.htm>, Erişim: 08.10.2013).

² **Tok**, s.13-14; **Güngören**, Muaz, Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi, İstanbul, 2013, s.98-99; **Doğan**, Önder, İslami Sermaye Piyasası Araçları Dünyadaki Büyüklüğü Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2011, s.36.

³ **Tok**, s.14.

B. HAKKIN ELDE EDİLMESİ VE KORUNMASI

1. Sahipliğe Dayalı Kira Sertifikalarında

III-61.1/Teb.'de kira sertifikalarının sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olarak veya bu sayılanların birlikte kullanılması suretiyle ihraç edilebileceği düzenlenmiştir (m.4/I). Sahipliğe dayalı kira sertifikaları, Tebliğ'de fon kullanıcısı genel tanımı içinde yer alan (m.3/ç) ve sertifika ihracının dayanağı varlık veya hakların sahibi kaynak kuruluşa veya üçüncü kişilere kiralanmak veya varlık kiralama şirketi adına yönetilmek üzere varlık kiralama şirketi tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen sertifikalar, şeklinde tanımlanmıştır (m.5/I). Sertifika yatırımcılarının bu geliri elde etmeleri, belirli bir sürece dayalı olarak aşama aşama gerçekleşmektedir. Buna göre öncelikle varlık veya hakların sahibi kaynak kuruluş, varlık veya hakları sertifika ihraççısı varlık kiralama şirketine satar. Varlık kiralama şirketi satın aldığı fiyata eşit şekilde vadeli kira sertifikası ihraç ederek satın aldığı varlık ve hakların bedelini bu yolla finanse eder ve satış bedelini kaynak kuruluşa öder. Ardından kaynak kuruluş ile varlık kiralama şirketi arasında, varlık veya hakların tekrar kaynak kuruluşa belirli süreliğine kiralanması amacıyla kira sözleşmesi¹ imzalanır. Varlık kiralama şirketi kaynak kuruluştan periyodik olarak kira bedelini alır ve bu tutar varlık kiralama şirketince yatırımcılara periyodik gelir ödemeleri şeklinde payları oranında dağıtılır. Sertifikaların vadesinde, yani itfa tarihinde ise varlık kiralama şirketi, kaynak kuruluş ile arasında önceden yapılmış bir geri alım anlaşması varsa, bu anlaşma çerçevesinde belirlenen fiyattan varlık veya hakkı kaynak kuruluşa satar. Varlık kiralama şirketi bu satışı üçüncü kişilerle de yapabilir. Geri satış sonucu elde edilen bu bedel ise, anapara olarak varlık kiralama şirketince sertifika sahiplerine dağıtılır (III-61.1/Teb.3/ç, e, ı, o, ö; 4/IV; 5/I ve III)².

Görüldüğü üzere sistemin işleyişinde sertifika yatırımcıları, periyodik kira geliri ile birlikte vadede anapara ödemelerini de elde etmektedirler. Ancak yatırımcılar

¹ Kira sözleşmesi; kiraya verenin bir varlık veya hakkın kullanılmasını veya kullanmayla birlikte ondan yararlanılmasını kiracıya bırakmayı, kiracının da buna karşılık kararlaştırılan kira bedelini ödemeyi üstlendiği sözleşmedir (III-61.17/Teb.3/ı).

² Ayrıca bkz. **Tok**, s.16-17; 20; **Aslan**, s.66-67; **Güngören**, s.108-109; **Doğan**, s.39; **Shariq**, Nisar, "İslami Hisse Senedi (Sukuk): Giriş ve Uygulama Sukuk Konusunda Son Bilgiler", Ekonomik Kalkınma ve Değerler (Ed. Şentürk, Recep), İstanbul, (Kasım) 2008, s.179.

için, fon kullanıcısı kiracı kuruluşların kira maliyetlerini karşılayamaması ve kira bedellerini ödememesi veya sertifikaların dayanağı varlık ve hakları geri alma yükümünü yerine getirememesi riski (*default risk*) her zaman mevcuttur. Bu riskin ihraççının devlet olması durumunda hazine garantisi, devlet olmaması durumunda ise üçüncü bir kişi, örneğin bir banka garantisi altında ihraç yapılması suretiyle bertaraf edilmesi mümkündür. Böylece sertifika sisteminin işleyişinde, varlık veya haklarını varlık kiralama şirketine devreden ve menkul kıymetin itfası sırasında yatırımcılara geri ödemenin yapılabilmesi için kaynak bulması gereken fon kullanıcısı kuruluşların mali gücünün garanti edilmesi, sertifika ihracının başarılı olabilmesinde son derece önemlidir¹.

Yukarıda hakkın elde edilme sürecine ilişkin açıklamalarımız, esasında sukuk adı verilen İslami finansal ve borçlanma aracının dünya piyasalarında en çok kullanılan ve icara sukuk olarak bilinen türünün² işleyiş sistemiyle aynıdır. Bu süreç her bir türde bazı değişiklikler gösterse de temel konsept aynıdır. Bu bakımdan sahipliğe dayalı sertifikalar da tıpkı icara sukuk türünde olduğu gibi, kira gelirine endeksli olarak ihraç edilen ve bu anlamda periyodik gelir sağlayan, bu yönüyle klasik tahvillere yaklaşan bir yapı arz etmektedir. Ayrıca tahvillerden farklı olarak sertifikaların varlığa dayanıyor olması, sertifika yatırımcılarının kira gelirine ilişkin alacağı elde edememe riskini nispeten azaltmaktadır³. Nitekim Tebliğ'deki düzenlemeler de bu hususu doğrular niteliktedir. Tebliğ'de ihraççı varlık kiralama şirketinin sertifika yatırımcılarına ödediği periyodik kira gelirinin kaynağı olan, fon kullanıcısı kuruluşun varlık kiralama şirketine ödemekle yükümlü olduğu kira bedeline ilişkin temerrüt durumlarında, varlık kiralama

¹ **Tok**, s.17.

² Sukuk türleri, mal satımına, menfaat satımına ve ortaklık esasına dayalı sukuk olarak üç ana başlıkta derlenebilmektedir. Murabaha, selem ve istisna sukukları mal satımına dayalı bir sözleşme içeren; icara sukuku ise menfaat satımına dayalı bir sukuk türüdür. Müşaraka ve mudaraba sukukları ise ortaklık esasına dayanan türlerdir. Her bir tür, kendine özgü finansman yönteminin menkul kıymetleştirilmiş hali olarak düşünülebilir (**Aslan**, s.64). Bunlar içinde en çok rağbet gören icara sukukta; taraflardan biri, müşterinin kira ücreti ödeyerek kullanmak istediği teçhizatı satın alarak, müşteriye kira ücreti mukabilinde kiralamakta, kira süresi ve ücreti önceden belirlenmekte ve sözleşmenin konusu olan varlığın mülkiyeti kiralayanda kalmaktadır. Büyük ölçüde finansal kiralama olarak bildiğimiz leasinge benzeyen icara sukukta, bir kira sözleşmesi ile bağlanmış tanımlı, mevcut ve bilinen varlıkların mülkiyet hakkı sahiplerinde kalır ve kira bedeli sukuk sahibine ödenir (**Tok**, s.19-20; **Aslan**, s.65; **Shariq**, s.178; **Güngören**, s.107; **Büyükkakın**, Figen/Önyılmaz, Onur, “Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları”, s.4, [http:// dSPACE.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/745/](http://dSPACE.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/745/), Erişim: 03.06.2015).

³ **Aslan**, s.58.

şirketinin varlık veya haklar üzerinde doğrudan tasarruf yetkisine sahip olmasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir (m.5/II, c). Bunun anlamı, varlık kiralama şirketinin sertifika yatırımcılarına kira geliri alacaklarını bu varlık veya hakları satmak ve satış bedeli üzerinden ödemek yetkisine sahip bulunmasıdır. Bu satış bedeli, sertifika sahiplerinin ihraççıya sertifika bedeli olarak ödediği anapara ile tahakkuk etmiş fakat ödenmemiş dönemsel getirilerin toplamına eşittir. Sertifika yatırımcılarının alacak haklarını koruyan bir diğer düzenleme de, ihraca konu varlık ve haklar üzerinde sertifika sahiplerinin menfaatine aykırı olarak üçüncü kişiler lehine hiç bir ayni veya şahsi hak tesis edilmemiş olması ve varlık ile haklar üzerinde haciz veya tedbir bulunmaması zorunluluğuna ilişkin hükümdür (m.5/V). Böylece fon kullanıcısı kaynak kuruluşun kira bedelini ödemede temerrüde düşmesi halinde, sertifika ihracının dayanağı olan varlık veya haklar, doğrudan ve öncelikli olarak yatırımcı alacaklarının karşılanması için kullanılacaktır.

2. Yönetim Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikalarında

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları Tebliğ’de, fon kullanıcısı kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların vade boyunca kiralanması da dahil olmak üzere varlık kiralama şirketi lehine yönetilmesi neticesinde elde edilen gelirlerin sözleşme hükümleri çerçevesinde varlık kiralama şirketine aktarılması amacıyla ihraç edilen sertifikalar, şeklinde tanımlanmıştır (m.6/I). Burada öncelikle fon kullanıcısı kaynak kuruluş olarak bankalar, aracı kurumlar, ipotek finansmanı kuruluşları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve halka açık ortaklıklar (m.3/ğ, 12/I) ile varlık kiralama şirketleri arasında, kaynak kuruluşa ait varlık veya hakların mülkiyeti devredilmeksizin, varlık kiralama şirketi lehine yönetilmesini konu alan bir sözleşme düzenlenir. Varlık kiralama şirketinin elde edeceği gelir veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasların ilgili sözleşmede düzenlenmesi de zorunludur (m.6/II).

Burada sahipliğe dayalı sertifikalarda olduğu gibi varlık ve hakların varlık kiralama şirketine satılıp tekrar kaynak kuruluşa kiralanması söz konusu olmayıp, sadece bu varlık veya hakların varlık kiralama şirketi lehine yönetilmesiyle elde edilen gelirin varlık kiralama şirketine transferi ve sonrasında bu gelirin sertifika yatırımcılarına payları oranında dağıtılması söz konusudur. Bu yapısından ötürü söz

konusu sertifika türü, bütünüyle örtüşmese de mudaraba sukuka benzemektedir. Mudaraba sukuk, büyük yatırım projelerine halkın katılımını sağlayan ve sukuk alıcısına bu projelerde hisse hakkı veren bir yatırım aracıdır¹. Emek-sermaye ortaklığı esasına dayanan bu sukuk türü, özellikle faizsiz bankacılık sistemini esas alan katılım bankalarının girişimcilere sağlayacağı finansman desteğine fon bulabilmek için ihraç edilmektedir. Sukuk satışı sonunda sağlanan fonun girişimciye aktarılması karşılığında da, banka girişimcinin yürüttüğü profesyonel faaliyetten doğan kârdan, önceden anlaşılmış oranlarda pay almakta ve bunu sukuk yatırımcılarına dağıtmaktadır. Zarar meydana gelmesi halinde, bu sukuk sahiplerine de yansıtılmakta; fakat herhangi bir suiistimal, ihmal veya anlaşma ihlalinin ortaya çıkması halinde de zarardan ihraççı banka sorumlu tutulmaktadır². İşte mudaraba sukuka benzeyen yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikalarında da, kaynak kuruluşla ihraççı bir sözleşme imzalayacaklar, ihraççı kaynak kuruluş için fon toplamak üzere sertifika ihraç edecek, kaynak kuruluş da bu fon ile varlık veya hakların aralarındaki sözleşme uyarınca, kiralamak da dahil olmak üzere ihraççı lehine yönetilmesi faaliyetini gerçekleştirecek ve faaliyet sonucunda elde ettiği kârın sözleşmede belirlenen tutarını ihraççıya transfer edecek, ihraççı da bu kârı periyodik olarak ve payları oranında yatırımcılara ödeyecektir³.

Burada kaynak kuruluş, kendi uzmanlık ve yöneticilik yeteneğini kullanarak, ihraççının sağlamış olduğu fonu belirli yatırım parametrelerine göre yönetir. Kaynak kuruluş gösterdiği yönetim becerilerinden ötürü, eğer belirlenen kâr miktarından daha fazla kâr elde edilirse, kârdan alınan paya ek olarak ayrı bir performans ücreti de alabilmektedir⁴. Bu sertifika türünde hakkın korunması açısından özel olarak sevkedilen düzenleme olarak, yukarıda da değindiğimiz, kaynak kuruluş ile ihraççı arasındaki sözleşmede, ihraççı varlık kiralama şirketinin elde edeceği gelirin veya bu gelirin hesaplanmasına ilişkin esasların belirlenmesi zorunluluğunun getirilmesidir (m.6/II, c.son). Böylece sertifika yatırımcılarının alacağını oluşturan bu gelirin açıkça tespiti öngörülmüş ve bu konuda söz konusu olabilecek olası ihlaller bir ölçüde de olsa önlenmeye çalışılmıştır.

¹ **Shariq**, s.174; **Tok**, s.18; **Güngören**, s.103.

² **Büyükkakın/Önyılmaz**, s.4-5; **Tok**, s.18; **Aslan**, s.69.

³ Karş. **Aslan**, s.71; **Doğan**, s.41; **Güngören**, s.105; **Shariq**, s.176.

⁴ **Aslan**, s.71.

3. Alım-Satıma Dayalı Kira Sertifikalarında

Alım-satıma dayalı kira sertifikaları, bir varlık veya hakkın varlık kiralama şirketi tarafından satın alınarak bankalar, aracı kurumlar, halka açık ortaklıklar gibi kuruluşlara vadeli olarak satılması işleminde varlık veya hak alımının finansmanını sağlamak için ihraç edilen sertifikalardır (m.7/I). Bu tür sertifika ihraçlarında varlık kiralama şirketi en geç, ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan alarak maliyetinin üzerinde bir bedelden vadeli olarak satmak zorundadır. Ayrıca yapılacak ihraçlara konu varlık veya hakların Borsa İstanbul Anonim Şirketi (BİAŞ) veya diğer likit piyasalarda alınıp satılması zorunludur (m.7/II ve III). Bu hükümler kapsamında bir değerlendirme yaptığımızda, sertifika sahiplerinin gelirden pay alma hakkı, ne yukarıda incelediğimiz kira geliri ne de varlık veya hakların belirli bir yatırım projesi çerçevesinde yönetilmesinden elde edilen gelir niteliğindedir. Burada söz konusu olan gelir, maliyetin üzerine belirli oranda bir kâr marjı eklenmek suretiyle söz konusu olan, vadeli bir varlık veya hak satımı işlemi neticesinde oluşan fiyat farkının yatırımcılara yansıtılmasıyla oluşan bir gelir niteliği göstermektedir.

Yukarıda açıkladığımız yapıyla bu sertifika türü de murabaha sukuk adı verilen türün sermaye piyasamızdaki karşılığını oluşturmaktadır. Murabaha işlemi, bir malın önceden belirlenmiş, taraflar arasında anlaşılmış bir kâr ile satılması olarak tanımlanmaktadır¹. İşlemin temeli, malın maliyeti üzerine kâr eklenerek satış fiyatının oluşmasına dayanmakta ve bu da İslamiyette helal sayılmaktadır². Murabaha sukukta ihraççı emtia satıcısı, emtianın satın alma maliyeti için sukuk ihraç eder ve sukuk sahipleri ihraççının tekrar satış yaptığı emtia alıcısının ödediği nihai satış fiyatı veya diğer deyimle vadeli fiyat ödemesi üzerinde bir hakka sahip olurlar³. Bunlar emtia alıcısının sukuk sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından, murabaha sukukun diğerleri gibi ikincil piyasada işlem görmesine İslam Hukuku tarafından izin verilmemiştir⁴. Alım-satıma dayalı kira sertifikaları için Tebliğ'de böyle bir yasak öngörülmemiştir. Ancak bahsettiğimiz diğer

¹ **Büyükakın/Önyılmaz**, s.4; **Doğan**, s.43; **Aslan**, s.74.

² **Büyükakın/Önyılmaz**, s.4.

³ **Tok**, s.21; **Aslan**, s.77.

⁴ **Güngören**, s.109; **Shariq**, s.180; **Tok**, s.21; **Doğan**, s.43; **Aslan**, s.76; **Büyükakın/Önyılmaz**, s.4.

özellikler bu sertifikaların murabaha sukukla örtüştüğünü göstermektedir. Buna göre yatırımcıların hakkı elde etme sürecini anılan sukuk sistemi işleyişine paralel olarak şu şekilde özetleyebiliriz: İhraççı ile fon kullanıcısı olup bu sertifika türü açısından kurucu olarak nitelendirilen (m.3/i, 7/I) kuruluşlar arasında varlık veya hakların vadeli olarak satımına ilişkin bir sözleşme imzalanır. Buradaki vade sertifikaların vade bitimiyle aynıdır. İhraççı bu satın alma maliyetini karşılamak üzere sertifika ihraç eder. Ardından ihraçtan sağladığı bu fon ile gecikmeksizin BİAŞ veya likit bir piyasada alım satımı zorunlu varlık veya hakkı spot piyasadan alır. Daha sonra bu varlık veya hakkı kâr marjını ekleyerek, maliyetinin üzerinde bir fiyattan fon kullanıcısı kuruluşlara, anlaşılan zaman diliminde taksitli ödenmek üzere satar. Fon kullanıcısı kuruluşlar da düzenli aralıklarla, almış olduğu varlık veya hakka ilişkin ödemeleri gerçekleştirirler. Yapılacak ödemedeki her taksit miktarı, ihraççının sertifika yatırımcılarına ödeyeceği periyodik gelir miktarına eşittir. Böylece ihraççı vadeli ödemeden elde ettiği taksitlerle yatırımcıların periyodik gelir ödemelerini gerçekleştirir. Bazı durumlarda ihraççının vade sonunda yatırımcılara anapara ile birlikte kâr payı ödemesini gerçekleştirmesi de mümkündür¹.

Alım-satıma dayalı kira sertifikası yatırımcılarının yukarıda bahsettiğimiz fiyat farkından ötürü sahip olacakları getiriye ilişkin haklarını korumak üzere Tebliğ'de, ihraççı varlık kiralama şirketinin en geç ihraçtan elde edilen fonların hesabına aktarıldığı günü izleyen iş günü varlık veya hakları spot piyasadan alıp maliyetinin üzerinde satması zorunlu tutulmuş ve buna ilaveten bu işlemin söz konusu sürede gerçekleştirilmemesi halinde, sertifika ihracı karşılığında toplanan fonların, yatırımcılara en geç varlık kiralama şirketi hesabına aktarılmasını izleyen ikinci iş günü iade edileceği düzenlenmiştir (m.7/II).

4. Ortaklığa Dayalı Kira Sertifikalarında

Ortaklığa dayalı kira sertifikaları, varlık kiralama şirketinin ortak girişime ortak olmak amacıyla ihraç ettiği kira sertifikalarıdır (m.8/I). Ortak girişim, yeni bir projeyi gerçekleştirmek, mevcut bir projenin geliştirilmesini veya herhangi bir iktisadi faaliyetin finansmanını sağlamak için kurulan sermaye şirketini veya ortaklık

¹ Karş. Aslan, s.77-78; Doğan, s.44; Tok, s.21; Güngören, s.109-110; Shariq, s.180.

sözleşmesi¹ düzenlenmesi yoluyla oluşturulan adi ortaklığı, ifade etmektedir (m.3/m). Bu sertifika türünün işleyişi, ihraççı varlık kiralama şirketinin ortak girişime katılmak üzere koyacağı sermayenin fonlanması için sertifika ihracı ve ortak girişimden elde edilen kârın girişimci² ve varlık kiralama şirketi arasında, sözleşmede belirlenen şekilde paylaşılması, varlık kiralama şirketinin de bu kârı sertifika yatırımcılarına payları oranında ödemesi şeklinde gerçekleşmektedir (m.8). Bu yapıyla ortaklığa dayalı kira sertifikaları da müşaraka sukukuyla örtüşmektedir. Müşaraka, Arapça'daki şerik kelimesinden türemiştir ve "ortaklık" anlamına gelmektedir³. Müşaraka sukukta taraflar, belirli bir proje için ortaklık ilişkisi içinde bir araya gelerek, yatırım faaliyeti sonucunda oluşan kâr ve zararı paylaşmaktadırlar⁴. Burada sukuk ihraççısı, belirli bir projenin ya da faaliyetin gerçekleştirilmesi için kurulmuş ortaklığa katılmak isteyen taraftır. Bu ortaklığa fon sağlayan yatırımcılar da ortak konumundadır. Sukuk sahipleri ise gerçekleştirecek kârda hak sahibidirler. Müşaraka sukuku, ortaklık sözleşmesine dayalı mevcut bir işin finansmanını geliştirmek veya yeni bir projeyi tesis etmek için kullanılır. Sukuk sahipleri payları oranında projenin veya faaliyetin sahibi olurlar. Müşaraka sukuk ciro edilebilir ve ikincil piyasada tedavül edebilir⁵. En önemli özelliği, sukuk ihraççısı ve fon sağlayıcısı yatırımcıların ortak konumunda olmasıdır⁶.

Görüldüğü üzere ortaklığa dayalı kira sertifikaları ile müşaraka sukukunun yapısı büyük oranda örtüşmektedir. Buna göre sertifika yatırımcılarının haklarını elde etmesine ilişkin süreç de hemen hemen aynı aşamalardan oluşmaktadır: İhraççı sertifika ihraç ederek fon toplar ve ardından sermaye şirketi veya adi ortaklık şeklinde yapılanan ortak girişime, topladığı fonu nakit sermaye olarak taahhüt ederek ortak olur. Ortaklık sözleşmesinde ortak girişimden elde edilecek kârın ihraççı ile girişimci arasındaki paylaşım oranı da belirlenir. Ortak girişimin sermaye şirketi olarak yapılandırıldığı ihraçlarda ise bu oran şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede belirlenir. Ortak girişim

¹ Ortaklık sözleşmesi, varlık kiralama şirketi ile bir ya da daha fazla tüzel kişinin varlık veya haklarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri sözleşmedir (m.3/n).

² Girişimci, ortak girişimin yönetilmesinden sorumlu olan sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklığı ifade eder (m.3/d).

³ Aslan, s.72.

⁴ Doğan, s.41; Büyükkakın/Önyılmaz, s.5.

⁵ Tok, s.19; Doğan, s.42; Shariq, s.176; Güngören, s.105-106; Aslan, s.72-73.

⁶ Aslan, s.73.

girişimci tarafından yönetileceğinden, sözleşmede girişimciye bu yönetim faaliyeti için vekalet sözleşmesi kapsamında verilecek sabit ücret de belirlenir. Girişimci ve ihraççı, gerçekleşen kâra olduğu kadar zarara da katlanırlar. İhraççı bu zarara koyduğu sermaye ile sınırlı olarak katlanır. Nihayetinde ihraççı elde ettiği kârı periyodik olarak sertifika yatırımcılarına dağıtır ve vade sonunda da yatırımcıların anaparalarını öder¹. Bu sertifika türünde hakkın korunmasına ilişkin olarak Tebliğ’de öngörülen düzenlemeleri ise şöyle sıralayabiliriz: Öncelikle yukarıda ihraççı varlık kiralama şirketinin ortak girişimin zarar etmesi halinde, buna sermayesiyle sınırlı olarak katlanacağından bahsetmiştik. Ancak ihraççının katlanacağı ve dolayısıyla yatırımcıların periyodik gelir haklarını hiç veya tam olarak elde edememesine neden olabilecek bu zararlar, girişimcinin kötüniyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşacak zararların dışında kalanlarla sınırlı tutulmuştur (m.8/II ve III, b). Böylece bilinçli olarak ortak girişimin zarar etmesine yol açarak yatırımcıların hak ve menfaatlerine zarar verecek işlem ve eylemlere karşı yatırımcılar koruma altına alınmıştır. Buna paralel olarak, girişimcinin veya girişimci tarafından atanan üçüncü kişilerin kötüniyeti veya hukuka aykırı eylemleri dolayısıyla oluşabilecek olası zararların tazmini amacıyla, girişimciden teminat istenip istenmeyeceği, istenecekse teminatın nitelik ve niceliğine ilişkin hükümlerin ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi veya esas sözleşmede düzenlenmesi öngörülmüştür (m.8/II ve III, c).

Yapılacak ihraçlarda varlık kiralama şirketi kira sertifikası sahiplerinin temsilcisi veya güvenilir kişi olarak tayin edilmek suretiyle, ortak girişimin veya diğer ortakların ortak girişim dışındaki malvarlıkları üzerinde ihraç tutarı kadar kira sertifikası sahipleri yararına varlık kiralama şirketi lehine rehin kurulması zorunlu tutulmuştur. Bu rehnin gayrimenkuller üzerinde kurulması halinde ise, kira sertifikası adedinin gayrimenkulün kayıtlı olduğu kütük sayfasının rehinler hanesine ait düşünceler sütununda belirtileceği düzenlenmiştir (m.8/V). Yatırımcıların alacağını rehin yoluyla güvence altına alan bu düzenlemeyi tamamlamak üzere; girişimcinin, ortak girişimin varlık kiralama şirketi dışındaki ortakları veya bunlar tarafından atanan üçüncü kişilerin kötüniyeti veya hukuka aykırı fiilleri nedeniyle ortak girişimin zararlarla sonuçlanması halinde, varsa öncelikle sözleşmede düzenlenmiş olan teminatların, bu teminatların

¹ Karş. Aslan, s.73-74; Doğan, s.42; Tok, s.19; Shariq, s.177; Güngören, s.106.

verilmemiş olması veya zararı karşılamada yeterli olmaması durumunda ise, kurulan rehnin paraya çevrilerek kira sertifikası sahiplerine ödeme yapılacağı belirtilmiştir (m.8/VI).

5. Eser Sözleşmesine Dayalı Kira Sertifikalarında

Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikaları, varlık kiralama şirketinin iş sahibi¹ sıfatıyla taraf olduğu bir eser sözleşmesi kapsamında, eserin meydana getirilmesini sağlamak amacıyla ihraç edilen kira sertifikalarıdır. Eser sözleşmesi varlık kiralama şirketinin kendi adına ve sertifika sahipleri hesabına akdedilir. Eser sözleşmesinin yanı sıra hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat ya da ortaklık gibi amaca uygun sair sözleşmeler de düzenlenebilir (m.9/I ve II). Söz konusu sertifikalar, istisna sukukunun sermaye piyasalarımıza uyarlanmış türünü oluşturmaktadır. İstisna Arapça “sanayi” kelimesiyle aynı kökten gelmekte olup, yapmak, inşa etmek, üretmek gibi anlamlara gelmektedir. Bu bağlamda istisna sukuku da, büyük altyapı projelerinin finansmanı için ihraç edilen İslami bir sermaye piyasası ve borçlanma aracı olarak karşımıza çıkmaktadır². İslam Hukuku bu borçlanma araçlarının ilk değerinden farklı herhangi bir fiyattan üçüncü kişilere satılmasını yasaklamıştır. Bu nedenle anılan araçlar ikincil piyasada işlem görememektedir³.

Bazı farklılıklar ihtiva etse de eser sözleşmesine dayalı sertifika yatırımcılarının haklarını elde etme süreci de istisna sukukuyla hemen hemen aynıdır: Öncelikle yüklenici⁴ ile ihraççı arasında bir eser sözleşmesi imzalanır. Yüklenici bir eser meydana getirmeyi ve ileri bir tarihte teslim etmeyi, ihraççı da bunun karşılığı olan bedeli ödemeyi üstlenir. İhraççı bu bedeli ödeyecek fonu sertifika ihracıyla elde eder.

¹ İş sahibi, yüklenicinin (müteahhidin) bir eser meydana getirmeyi üstlendiği eser (istisna) sözleşmesinde, bunun karşılığında bir bedel ödeme yükümü altına giren taraftır (TBK.470/I; III-61.1/Teb.3/c). İş sahibi, işin ücretini ödemek, malzemeyi sağlamak, malzemenin kendisince bilinen ve yüklenicinin gözüne çarpmayacak tehlikeli veya işi etkileyecek diğer vasıflarından yükleniciyi haberdar etmek, eserin ayıplı olup olmadığını muayene ve ayıp varsa ihbar etmekle yükümlüdür. İşin yüklenicinin kendisi tarafından veya kendi yönetimi altında, özen gösterilerek, sözleşmeye uygun şekilde ve vaktinde ifasını, eserin ayıpsız olarak teslimini talep etmeye de yetkilidir (**Tandoğan**, Haluk, Özel Borç İlişkileri, C.II, 5. B., İstanbul, 2010, s.233-234).

² **Doğan**, s.46; **Tok**, s.22; **Aslan**, s.81; **Shariq**, s.182; **Güngören**, s.112.

³ **Shariq**, s.182; **Güngören**, s.112; **Tok**, s.22.

⁴ Yüklenici; eser sözleşmesine konu eseri meydana getirmekle yükümlü olan sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklığı ifade eder (m.3/r).

Eserin teslimini müteakip ihraççı bunu yükleniciye önce kiralar veya kiralamaksızın doğrudan satabilir. Kiralaması halinde bu kira dönemi aynı zamanda sertifikaların vade bitim tarihidir. Kiralayan yüklenici ihraççıya vade boyunca düzenli olarak kira ödemelerini gerçekleştirir. Bu kira miktarı ihraççının sertifika yatırımcılarına dağıtacağı periyodik gelir miktarına eşittir. Satım halinde ise sertifikaların vade bitim tarihinde tüm satış bedelinin ihraççı tarafından tahsil edilip sertifika sahiplerine ödenmesiyle yatırımcılar haklarına kavuşurlar¹. Yatırımcı haklarını koruyan özel düzenleme ise, ihraççı varlık kiralama şirketinin eser bedelini peşin ödediği durumlarda, eserin tam ve zamanında tamamlanmasını teminen, yüklenici tarafından varlık kiralama şirketi lehine menkul ve gayrimenkul rehni veya benzer nitelikte teminat verilmesinin zorunlu olduğuna ilişkin hükümdür (m.9/V). Sertifika yatırımcılarının periyodik gelir haklarının dayanağı, yüklenici tarafından meydana getirilecek bu eser olduğuna göre, eserin tam ve zamanında bitirilmemesi halinde yatırımcılara rehnin paraya çevrilmesi yoluyla alacaklarına kavuşma imkanı verilmesi, yatırımcı haklarının korunması bakımından yerinde bir düzenleme olmuştur.

6. Karma (Hibrid) Kira Sertifikalarında

III-61.1/Teb.'de, kira sertifikalarının yukarıda incelediğimiz türleri sayıldıktan sonra, “veya bu sayılanların birlikte kullanılması suretiyle” sertifika ihracının mümkün olduğu ifade edilmiştir (m.4/I). Dolayısıyla karma, melez ya da hibrid olarak niteleyeceğimiz, örneğin sahipliğe, alım-satıma ve istisnaya dayanan sertifika özelliklerini bünyesinde barındıran karma bir sertifika ihracı gerçekleştirilebilir. Sertifikaların İslami sermaye piyasası aracı sukuk esas alınarak ihdas edildiğini düşünürsek, bu türde sertifika ihracının kaynağını da karma sukuk uygulaması oluşturmaktadır. Karma sukuk, yukarıda sertifikalar ile paralel olarak ele aldığımız sukuk türlerinden iki ya da daha fazlası bir araya getirilerek oluşturulan varlık havuzuna dayanır². Böylece farklı nitelikteki enstrümanlardan oluşan bir varlık havuzu, fonlara daha yüksek hareket kabiliyeti sağlar³.

¹ Karş. Aslan, s.82; Doğan, s.46; Shariq, s.182; Güngören, s.112.

² Aslan, s.83; Tok, s.22.

³ Shariq, s.183; Güngören, s.113.

Karma kira sertifikalarında yatırımcıların payları oranında gelir elde etme hakkına ulaşmadaki süreç ise, içerdiği türlerin özelliklerine göre şekillenecek ve en önemlisi yatırımcıların her bir türe ilişkin koruyucu tedbir ve düzenlemelerden yararlanmaları sayesinde haklarını elde edememe riski çok daha azalacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KORUNMASI

§10. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KORUNMASI İHTİYACI VE RİSK FAKTÖRLERİ

I. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ SERMAYE PİYASASI VE BANKACILIK SİSTEMİNDEKİ KONUMU

Borçlanma aracı yatırımcısı kavramı, kuşkusuz sermaye piyasası hukuku ve düzenlemelerinin temel unsurlarından biri olan ve “yatırımcı” ya da “tasarruf sahibi” gibi değişik adlarla anılan çok geniş bir kesim içinde yer alan belirli bir grubu ifade etmektedir. Bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcısı kavramını geniş ve dar anlamda olmak üzere iki şekilde açıklamamız mümkündür.

Geniş anlamda borçlanma aracı yatırımcısı, diğer bütün sermaye piyasası yatırımcıları gibi, sermaye piyasasına fon arz eden taraf şeklinde çok yalın biçimde ifade edilebilir. Tabiidir ki yatırımcıların piyasaya arz ettiği bu fonun talep edenlere ulaştırılmasını sağlayacak vasıtalara ihtiyaç vardır. Bilindiği üzere bu fon aktarımının gerçekleştirilmesini sermaye piyasası araçları sağlamaktadır. Dolayısıyla borçlanma aracı yatırımcısını, fon ihtiyacı içinde bulunan kuruluşlar tarafından sunulan sermaye piyasası araçlarını satın alan ya da farklı bir ifadeyle, tasarrufunu bu araçlara yatıran kişi, kurum veya işletme şeklinde tanımlamamız da mümkündür¹.

Dar anlamda borçlanma aracı yatırımcısı ise, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, bonoları, PDT ve DET’leri, kıymetli maden bonolarını ve niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu Kurul’ca kabul edilecek diğer sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcıları² ifade etmektedir (II-31.1/Teb.3/c,

¹ bkz. **Karababa**, Serdar, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, 1. B., Ankara, (Ocak) 2001, s.40. Doktrinde yapılan yatırımcı kavramına ilişkin diğer tanımlar için bkz. **Aytaç**, Zühtü, “Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları, Ankara, (Ocak) 2001, s.4-5; **Yılmaz**, Yavuz, Halka Arza Aracılıkta Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, Doktora Tezi, İstanbul, 2005, s.5.

² Tasarruflarını borçlanma araçlarına yatıran ya da borçlanma aracı satın alan yatırımcılar, bireysel ve kurumsal yatırımcılar olarak iki ana gruba ayrılmaktadır. Bireysel yatırımcılar, piyasada bulunan çeşitli sermaye piyasası araçlarını risk-getiri tercihlerine göre değerlendirip, tasarruflarını bunların içinde kendisine en iyi getiriye elde edeceğine inandığı borçlanma araçlarına ve dolayısıyla söz

34/I). Nitekim Kurul'un borçlanma araçlarının ihracına ilişkin esasları genel olarak düzenlediği II-31.1/Teb.'de sayılanlar dışında, özel olarak düzenlediği borçlanma aracı (VIDMK, teminatlı menkul kıymet, kira ve gayrimenkul sertifikaları) yatırımcıları da bu tanıma dahildir.

Yukarıda kısaca tanımlamaya çalıştığımız borçlanma aracı yatırımcısının sermaye piyasasındaki ve bankacılık sistemindeki konumunu belirleyebilmek, söz konusu yatırımcı grubunun korunması gereğini ve önemini daha iyi anlamamıza yardımcı olacaktır. Bilindiği üzere Türk finansal sistemi, 1980'li yıllarda uygulamaya konulan finansal liberalizasyon programı ile önemli bir yapısal değişiklik sürecine girmiştir. Bu dönemde getirilen yasal ve kurumsal düzenlemeler, ülkemiz finans sektörünün temel kurumu olan bankaları doğrudan etkilemiş; bankalar alternatif finansal kurum ve piyasaların gündeme gelmesiyle kendilerini yenileme ihtiyacı hissetmişlerdir¹. Söz konusu finansal liberalizasyon sürecinin getirdiği en önemli değişiklik, yeterli kurumsal ve teknik altyapıya sahip ve piyasalarda güven unsurunu sağlamış tek kuruluş

konusu araçları ihraç eden kuruluşa arz eden ve bağımsız hareket eden kişilerdir. Kurumsal borçlanma aracı yatırımcıları ise, tasarruf sahiplerinin ellerindeki atıl birikimleri büyük miktarlar halinde bir araya getirip piyasadan fon talep eden kuruluşlara sunan ve böylece tasarrufların yatırımlara aktarılmasını sağlayan finansal kuruluşlardır. Kurumsal yatırımcılar, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini katlanılabilir bir risk düzeyinde, maksimum getiri ve vade uyumu amaçlarına yönelik olarak yöneten ihtisaslaşmış kuruluşlardır. Her çeşit yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, bireysel emeklilik fonları, hayat sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları kurumsal yatırımcıların örnekleridir (bkz. **Karababa**, s.40; **Kargı**, s.82, **Küçükşözen**, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1999, s.7). Ülkemiz sermaye piyasasının şu an içinde bulunduğu şartlar ve özel sektör borçlanma araçlarının henüz çok fazla tanınan bir yatırım aracı olmaması nedeniyle, bireysel yatırımcılar, şimdilik küçük birikimlerini mevduat hesabında tutmaya devam edeceklerdir. Bu nedenle borçlanma araçlarının, bugünkü piyasa yönelimleri doğrultusunda, geleneksel bir yatırım yöntemi olan mevduata rakip olma gibi bir pozisyonları henüz yoktur. Bunda bireysel yatırımcıların, ikinci el piyasada borçlanma araçlarını paraya ihtiyaçları olduğunda kolaylıkla nakde çevirmelerinin, ihraççı kuruluşa geri vererek anapara ile işlemiş faizi tahsil edebilmelerinin göreceli zorluğu da etkili olsa gerektir. Sonuçta, bugüne kadar parasını bankalardaki mevduat hesabında tutan, faiz getirisi biraz yüksek ve vergi kesintisi daha düşük olmasına rağmen hazine bonusu dahi satın almayı düşünmeyen bireysel yatırımcıların, bundan sonra bir borçlanma aracı, örneğin bankaca ihraç edilen bono satın almaları şimdilik zor gözükmektedir. Bu örnek üzerinden devam edersek, uygulamada bankaların bugüne kadar çıkardığı bonoları satın alanların, yatırım fonları, yani kurumsal yatırımcılar olduğu görülmüştür. Banka bonolarının 3-6-12 aylık vadeleri fonlar için kısa vade sayılmakta ve bu nedenle fonlar banka bonolarına likit yatırım gözüyle bakmaktadırlar (**Uras**, Banka Bonusu). Banka bonolarının, fonlarını kısa süreli, güvenli ve banka mevduat faizlerinin üzerinde getiri sağlayacak alanlara yatırmak isteyen orta büyüklükteki -kurumsal- yatırımcılar için uygun bir yatırım aracı olduğu yönündeki benzer görüş için bkz. **Baklacioğlu**, Sadık, "Türkiye'de Sermaye Piyasası —Yapısı ve Araçları —IX Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar", Maliye Postası Dergisi, Y.11, S.241, 1990, s.59.

¹ **Sayar**, A.R. Zafer, Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, 1. B., SPK Yayınları, Ankara, (Aralık) 2003, s.3.

olarak bankaların, sermaye piyasalarında da faaliyette bulunmalarına imkan sağlanmış olmasıdır¹. Bunun akabinde, gerek bankacılık sektöründeki yenilenme ve yapısal uyum ihtiyacı, gerekse sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler, bankaların bu alana yönelik ilgilerini daha da artırmıştır. Böylece sermaye piyasasından fon temin etmek isteyen banka sayısı artmış; bankalar, güçlü organizasyon yapılarına ilaveten güven verici kurumlar olarak görülmeleri nedeniyle, bu alanda büyük avantajlar elde etmişlerdir².

Binaenaleyh, bir zamanlar bankaların tek müşterisi mevduat sahipleri iken, günümüzde bankaların halka açılmasıyla birlikte, banka payları ve bankaların ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırımcılar da banka müşteri grubuna dahil olmuştur³. Bu gelişme bankacılık sisteminde istikrarın önemini bir kat daha artırmıştır. Zira artık iki farklı müşteri grubu bulunmakta ve her iki grubun karşılaşabileceği riskler farklılaşmaktadır. Esasen ülkemizde banka mevduat sahipleri birtakım risklere maruz kalsalar da, kendilerini tamamen veya kısmen koruyan bir mevduat sigorta sisteminin varlığı sayesinde, bono ya da VDMK gibi borçlanma araçlarına yatırım yapan banka müşterilerine karşı daha avantajlı durumdadırlar⁴. Zira ülkemizde mevduat sahiplerinin, dolayısıyla finansal piyasaların diğer ayağını oluşturan ve bir anlamda sermaye piyasasının rakibi olan para piyasası yatırımcılarının korunmasına yönelik olarak oluşturulmuş TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) bulunmaktadır. Böyle bir düzenleme, finansal sistemi oluşturan iki piyasadaki yatırımcılar arasında eşitsizliğe neden olmuştur. Zira bankalara mevduat hesabı açtırmak suretiyle para yatıran tasarruf sahipleri, bankanın ihraç ettiği borçlanma araçlarına para yatırımlardan daha fazla

¹ Bankaların klasik bankacılık faaliyetlerinin yanı sıra, sermaye piyasası, sigortacılık ve bunun gibi finansal hizmetlerin hepsini birden yürütmelerinin mümkün olması; kısacası bankacılık lisansına sahip bir kuruluşun, finansal piyasaların her alanında serbestçe faaliyette bulunabilmesi, “evrensel bankacılık sistemi” olarak ifade edilmektedir. 1960’lı yılların ortalarından itibaren yayılmaya başlayan evrensel bankacılık sistemi, başta Almanya olmak üzere birçok ülke tarafından benimsenmiştir. AB tarafından, İkinci Bankacılık Direktifi (89/646/EEC) ve Yatırım Hizmetleri Direktifi (93/22/EEC) ile bu sistem benimsenmiş; ABD’de ise 1999’da çıkarılan Gramm-Leach-Bliley Yasası ile finansal holding çatısı altında bankaların iştirakleri aracılığıyla sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmalarına izin verilmiş ve evrensel bankacılık sistemine doğru bir adım atılmıştır (**Kahraman**, Özge, Avrupa Birliği Dönemecinde Türk Bankalarının Sermaye Piyasasındaki Durumu ve Evrensel Bankacılığın Türk Sermaye Piyasalarında Uygulanması, Yeterlik Etüdü, 1. B., Ankara, (Ekim) 2004, s.1;4).

² **Sayar**, s.3.

³ **Sayar**, s.3.

⁴ **Sayar**, s.67.

korunmaktadır¹. Esasında sermaye piyasası yatırımcıları için de Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) ile sağlanan bir koruma mevcuttur (SerPK.83). Fakat bu koruma aracı yatırım kuruluşlarının nakit ve araç teslimi yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi halinde söz konusu olduğundan, halen ihraççı riskini taşıyan borçlanma aracı yatırımcılarının para piyasası yatırımcıları karşısındaki konumu aynı değildir. Halbuki her iki piyasada da güdülen amaç, fon ihtiyacı olan kesim ile fon fazlası olan kesim arasındaki kaynak transferini etkin bir şekilde gerçekleştirmektir². İşte borçlanma aracı yatırımcısının yukarıda ifade etmeye çalıştığımız konumu, anılan yatırımcı grubunun korunması meselesinin ne kadar önemli olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

II. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KORUNMASI İHTİYACI

Borçlanma aracı yatırımcısı profili, çok uzun bir süreçte, ülkemiz sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi doğrultusunda, daha çok kurumsal yatırımcılardan oluşan dar bir kesimi yansıtmıştır. Ancak Türk sermaye piyasasının uluslararası finansal entegrasyon amacı doğrultusunda hızla gelişimi ve teknolojik yeniliklerin de etkisiyle gün geçtikçe sayıları ve çeşitleri artan finansal araçlar, yatırımcı profilinin de zamanla değişmesine neden olmuştur. Özellikle son günlerde yoğun biçimde bankalar tarafından ihraç edilen tahvil ve bono gibi borçlanma araçlarının, güvenli, likit ve mevduat faizi oranını aşan cazip getiri oranı gibi tercih üstünlüğü yaratacak özellikleri, artık bireysel yatırımcıların da tasarruflarını anılan araçlara yönlendirmelerini sağlamaktadır. Dolayısıyla, borçlanma aracı yatırımcı profilinin, uzman kadroları ile yatırım kararı almada bilinçli hareket eden ve zarar görme ihtimali düşük finansal kuruluşlardan (kurumsal yatırımcılardan) oluşması nedeniyle, yatırımcıyı korumaya gerek olmadığı³

¹ Türkiye’de faaliyet gösteren bir kredi kuruluşunun yurt içi şubelerinde gerçek kişiler adına açılmış olan ve münhasıran çek keşide edilmesi dışında ticari işlemlere konu olmayan Türk Lirası, döviz ve kıymetli maden cinsinden;

a) Tasarruf mevduatı hesaplarının anaparaları ile bu hesaplara ilişkin faiz reeskontları toplamının, b) Katılma hesapları birim hesap değerlerinin ve özel cari hesapların her bir gerçek kişi için 100 bin Türk Lirasına kadar olan kısmı sigorta kapsamındadır (Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelik m.4/I; RG: 07.11.2006, S.26339). Daha önceki düzenlemede 50 bin TL olan bu tutar, 15.02.2013 tarihli ve 28560 sayılı RG’de yayımlanan yönetmelikle değiştirilmiştir.

² Sayar, s.68-69.

³ Dünyada genellikle yatırımcıyı korumaya yönelik sistemler, bireysel yatırımcı dikkate alınmak suretiyle yapılmış, bu bağlamda doğrudan koruma yöntemleri çoğunlukla bireysel yatırımcılar için düşünülmüş; kurumsal yatırımcılar ya kapsam dışında tutulmuş veya koruma tedbirleri bunlar bakımından asgari standartta düzenlenmiştir (Aytaç, Yatırımcının Korunması, s.5-6).

şeklindeki tespitler artık güncelliğini yitirmiştir. Zira özellikle son dönemde bankaların da sermaye piyasasından yoğun biçimde fon talebi ve buna bağlı olarak özel sektör borçlanma aracı ihraçlarında görülen kayda değer artış karşısında, bireysel yatırımcıları ve bu yatırımcıların korunması ihtiyacını göz ardı etmemiz mümkün değildir.

Bugüne değin sermaye piyasasına yönelik uluslararası ve yerel hukuki düzenlemelerin temel amacı ve en önemli konularından birisi, yatırımcının korunması olmuştur¹. SerPK'nın “amaç” başlıklı 1. maddesinde de “yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi”, kanunun amaçları arasında açıkça belirtilmiş ve yatırımcının korunması meselesine verilen önem vurgulanmıştır². Ayrıca piyasadaki önemli miktarda borçlanma aracı ihracını gerçekleştiren kuruluşların bankalar olduğunu dikkate aldığımızda, bankalar bakımından yatırımcıların tabi olduğu bir diğer temel yasal düzenleme olan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 1. maddesinde belirtilen amaçlar arasında da, “tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek” sayılmıştır.

Sermaye piyasasındaki diğer bütün yatırımcı grupları gibi, borçlanma aracı yatırımcılarının korunması ihtiyacının arkasında yatan temel neden de, bunların sermaye piyasasının diğer aktörlerine göre, özellikle bilgisel açıdan daha zayıf durumda bulunmasıdır. Ayrıca sermaye piyasasında aracı kurumların varlığından kaynaklanan birtakım olumsuzluklar da sorunlara neden olabilmektedir. Bu sebeple borçlanma aracı yatırımcılarının korunmaları gerekir³. Bu husus, özellikle Türk yatırımcı profili dikkate alındığında daha da önem arz etmektedir. Zira Türk bireysel yatırımcısı genelde deneyimsiz, yaptığı işlemlerin ayrıntılı bilgilerinden yoksun, ağırlıklı olarak kamu korumasına güvenen ve kamudan çok beklentisi olan, riski bilinçli ya da bilinçsiz olarak seven, buna karşılık yardımcı hizmetlerden fazla yararlanmayan, kamuyu aydınlatma eksikliğini ileri süren ve fakat açıklanan bilgileri yeterince izlemeyen veya izleyemeyen

¹ **Ünal**, Menkul Kıymetler, s.1; **Kılıç**, Saim, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, 1. B., SPK Yayınları, Ankara, (Ekim) 1997, s.8; **Karababa**, s.45; **Kargı**, s.33; **Sayar**, s.71; **Yılmaz**, Yatırımcının Korunması, 11.

² Hüküm gerekçesinde de yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla piyasanın düzenlenmesi ve denetlenmesi hususunun, kanunun temel vizyonu olarak korunduğuna dikkat çekilmiştir (Gerekçe, SerPK.1).

³ **Yılmaz**, Yatırımcının Korunması, s.11.

ve sistem dışı uygulama ve faaliyetlerden çekinmeyen bir profile sahiptir¹. Bu bağlamda herşeyden önce, borçlanma aracı satın alma veya satın aldığı aracını satma konusunda karar verirken, yatırımcının bu kararını etkileyecek bütün bilgilere sahip olması gerekir. Bu aynı zamanda borçlanma aracı yatırımcılarının haklarından biridir².

Bunun dışında borçlanma aracı yatırımcılarının, aracı kurumların faaliyetleri nedeniyle yaşayabilecekleri birtakım olumsuzluklara karşı korunmaları ihtiyacı da gündeme gelebilir. Bu olumsuzluklardan ilki, aracı kurumun satışına aracılık ettiği araçların satılamaması halinde, bunları alacağına dair taahhüdünü, mali yapısının zayıflaması gibi nedenlerle yerine getirememesidir³. Bu durum yatırımcının zarar görmesine yol açar. Zira borçlanma aracı ihraç ederek belli bir projesini gerçekleştirmek isteyen ihraççı kuruluş, bunların tamamen satılmaması nedeniyle bu projesini gerçekleştiremeyecek ve satışa sunulan araçların değeri düşecek; nihayetinde yatırımcı zarara uğrayacaktır. Bu durum bir yandan yatırımcıları zarara sokarken, diğer yandan potansiyel borçlanma aracı yatırımcılarının da kaybedilmesine yol açacaktır⁴. İkinci olumsuzluk ise, aracı kurumların alım satımına aracılık ettikleri araçlar üzerinde, yatırımcıların bilgisi dışında tasarrufta bulunmalarıdır⁵. Bu ihtimalde de, aracı kurumun yatırımcıların izni olmaksızın tasarrufta bulunduğu araçları yerine koyamaması sonucu yatırımcılar zarara uğrayacaktır⁶. İşte bu nedenlerle tüm yatırımcı kesimleri gibi borçlanma aracı yatırımcılarının da aracılık sistemi dolayısıyla maruz kaldıkları tehlikelere karşı korunması bir gereklilik arz etmektedir. Zira aksi halde yatırımcılar sermaye piyasasını güvenli bulmayarak bu piyasaya yatırım yapmayacaklardır. Bu durum ise, sermaye piyasasının asıl işlevi olan ekonomiye kaynak aktarımı fonksiyonunu yerine getirememesine neden olacaktır⁷.

¹ **Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s.10.

² **Tanör**, Halka Arz, s.237.

³ **Sayar**, s.70; **Kılıç**, s.16.

⁴ **Kılıç**, s.16.

⁵ **Kılıç**, s.16.

⁶ Karş. **Yılmaz**, Yatırımcının Korunması, s.13.

⁷ Karş. **Sayar**, s.70.

III. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KORUNMASINI GEREKTİREN RİSK FAKTÖRLERİ

A. GENEL OLARAK

Sermaye piyasasına katılarak kendisine alacaklılık hakkı veren borçlanma araçlarına yatırım yapan tasarruf sahipleri, birikimlerini yerli ya da yabancı paraya bağlı banka mevduatında değerlendirenlerden, kural olarak farklı sonuçlarla karşılaşır. Ancak bunun böyle olduğunu baştan bilir ve seçimlerini ona göre yaparlar¹. Diğer bütün sermaye piyasası araçları gibi, borçlanma araçları da bu piyasaya özgü birtakım riskler içerir. Borçlanma araçlarının fiyatı hem ihraç ve halka arz aşamasında, hem de ikincil piyasalardaki alım satım sürecinde dalgalanma gösterebilir ve bunlar da yatırımcısını zarara uğratabilir². Temelinde gelecekteki olaylar hakkında kesin bir bilgiye sahip olunmaması yatan ve istenmeyen sonuçlarla karşılaşma ihtimali olarak tanımlanabilecek risk³, borçlanma aracı yatırımcısı için getiri oranındaki belirsizlik veya dalgalanma biçiminde ortaya çıkar. Bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcıları, ellerindeki araçların değerinin düşmesi anlamında kullanılan piyasa riski, bunları diledikleri anda nakde çevirememesi anlamında kullanılan likidite riski, ihraççı kuruluşun yatırımcıya karşı olan faiz ve anapara ödemesi gibi mali yükümlülüklerini yerine getirememesi anlamında kullanılan finansal risk ya da başka bir deyişle ihraççı riski ve buna benzer birtakım risklerle karşı karşıyadırlar⁴.

Belirtmemiz gerekir ki, borçlanma aracı yatırımcısının korunması ile amaçlanan, piyasanın olağan pozisyon riski ve fiyat düşüşleri sonucunda ortaya çıkan

¹ Banka mevduatında değerlendirilen tasarruf, banka ile yatırımcı arasında belirlenen getiri oranı kararlaştırılan süre sonuna kadar devam ettiği için, yatırımcıya zarar vermez. Buna karşın sermaye piyasasının temel özelliği olan dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkan risk, bir yandan kaybetme ihtimalini gündeme getirir; diğer yandan ise, bu riskin karşılığında elde edilebilecek getirinin daha fazla olma olasılığı, yatırımcıyı bu piyasayı seçmeye yöneltir. Birincil özellik olarak ortaya çıkar (Karş. **Tanör**, Halka Arz, s.581).

² Karş. **Tanör**, Halka Arz, s.581.

³ Risk; bir işleme ya da faaliyete ilişkin bir parasal kaybın ortaya çıkması veya bir giderin ya da zararın oluşması halinde ekonomik faydanın azalması ihtimalidir (Bankaların İç Sistemleri Hakkında Yönetmelik, RG: 01.11.2006, S.26333). Doktrinde yapılan başka bir tanıma göre ise risk; belirli bir zaman aralığında belirli bir hedefe ulaşamama ve dolayısıyla zarara uğrama olasılığıdır. Riskin en belirgin özelliği, tam ve net olarak bilinmemesi, zamanla değişkenlik göstermesi, olumsuz sonuçlar doğurabilir olması ve yönetilebilir nitelikte bulunmasıdır (**Babuşcu**, Şenol, Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi, Ankara, (Eylül) 2005, s.4).

⁴ Karş. **Yılmaz**, Yatırımcının Korunması, s.9-10.

zararların giderilmesi değildir. Asıl amaç, borçlanma araçlarına ve dolayısıyla sermaye piyasasına yatırım yapmış ve yapacak yatırımcıların, piyasanın dürüst, eşit ve adil bir şekilde işlememesi nedeniyle uğradıkları zararların karşılanmasıdır¹.

B. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCISININ KARŞILAŞABİLECEĞİ RİSK FAKTÖRLERİ VE KORUMA YÖNTEMLERİ

1. Yatırımcının Karşılaşabileceği Risk Faktörleri

Borçlanma aracı yatırımcısı, gelecekte karşısına çıkabilecek olumsuz durum ve olaylar olarak ifade edebileceğimiz birtakım riskler ile karşı karşıyadır. Tasarruf sahiplerinin piyasadaki diğer yatırım araçları arasında borçlanma araçlarını tercih etmeleri, büyük ölçüde risk ve getiri unsurlarının karşılaştırılması sonucu alınan bir yatırım kararını yansıtır. Genellikle yatırımcılar getiri oranı hakkında oldukça fazla bilgi sahibi oldukları halde, risk kavramı hakkında yeterli bilgileri yoktur. Bu nedenle risk türleri ve kaynaklarının neler olduğunun açıklanması, bilinçli bir yatırım kararı alınması açısından çok büyük önem taşımaktadır². Aşağıda borçlanma aracı yatırımcılarının karşılaşılabileceği bu risklerin neler olduğuna ve bunlara karşı yatırımcıların korunmasında ne gibi yöntemlerin uygulandığına ya da uygulanabileceğine ilişkin açıklamalara yer vereceğiz.

a. Piyasa Riski

Piyasa riski genel anlamda, piyasadaki fiyat hareketleri sonucunda finansal varlıkların değerlerinde ortaya çıkabilecek değişimler nedeniyle oluşacak kayıp demektir³. Borçlanma aracı yatırımcıları bakımından söz konusu risk, faiz oranı değişimlerinin etkisiyle, araçların fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucunda

¹ Karş. Sayar, s.71; Karababa, s.41-42; Küçüksözen, s.2.

² Çatalca, Hasan/ Aktan, Bora/ Soydan, Halit, Ticari Bankalarda Piyasa Riski Yönetimi, 1. B., Ankara, (Temmuz) 2008, s.8.

³ Şişman, M. Övünç, Faiz Oranı Getiri Eğrisi Simülasyonu Yöntemleri ve Bankacılıkta Aktif Pasif Yönetimi Üzerine Etkileri: Türkiye’de Ticari Bankalar Üzerine Bir Uygulama, Ankara, 2011, s.22, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Kitaplar/9613dr_sisman.pdf, Erişim: 10.05.2015. Ayrıca bkz. Çatalca/Aktan/Soydan, s.16; Parasız, İlker, Modern Bankacılık Teori ve Uygulama, İstanbul, 2000, s.185.

zarar görme olasılıklarını ifade eder. Zira piyasalarda meydana gelebilecek değişiklikler, borçlanma araçlarının fiyatlarını ve değerlerini¹ etkileyebilecektir².

Piyasa riski yatırımcılar bakımından, borçlanma araçlarının cari piyasa fiyatlarını olumsuz yönde etkileyen faiz oranı ya da döviz kuru dalgalanmaları gibi faktörlerin etkisiyle, elde etmeyi umdukları getiri oranına kavuşamamaları ve hatta ihraççı kuruluşa ödünç verdikleri fonu, yani anaparayı dahi geri alamamaları nedeniyle zarar görmeleri durumudur. Ancak piyasa riskinin aynı zamanda ihraççı kuruluşlar bakımından da zarar görme tehlikesi yarattığı unutulmamalıdır. İhraççının bu riske maruz kalması yüzünden uğradığı zarar ise, ödünç aldığı fonları ödeme kabiliyetini olumsuz etkileyecek ve dolayısıyla yatırımcıları gibi ihraççı kuruluştan alacaklı olan kişilerin alacaklarını elde edememeleri ve nihayetinde zarar görmeleri sonucunu doğuracaktır. Özellikle son dönemde bankaların yoğun biçimde borçlanma aracı ihraç ettikleri düşünüldüğünde, piyasa riskinin bankacılık sistemi açısından nasıl bir tehlike yarattığı sorunu üzerinde de durmak gereklidir.

Bankalar bakımından piyasa riski, Basel Komitesi tarafından, bankaların bilanço içi ve bilanço dışı hesaplarında tutulan varlık ve pozisyonlarında, piyasa fiyatlarındaki değişimler nedeniyle kayba uğrama riski olarak tanımlanmıştır³. Bu bağlamda piyasa riski, bankanın sunduğu getiri oranlarının azalması veya genel ekonomik konjonktürdeki olumsuzluklar sonucunda banka menkul kıymetlerinde oluşan fiyat düşüşleri yahut finansal piyasalardaki faiz oranı dalgalanmaları nedeniyle banka gelirlerinde bir azalma riski şeklinde ortaya çıkabilir. Ayrıca döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle bankanın bir gelir ya da sermaye kaybına uğrama riski de yine piyasa riski kapsamındadır⁴. Bu açıklamalarımızdan da anlaşılacağı üzere, piyasa riski, hem ihraççı kuruluşları hem de yatırımcıları zarara uğratabilecek birden fazla risk

¹ Herhangi bir finansal aracın değeri, fiyatının, kuponunun, kupon sıklığının, süresinin, faiz oranının ve diğer faktörlerin bileşimi sonucunda kazandığı ekonomik fonksiyonu ifade eder (**Parasız**, Modern Bankacılık, s.185; **Merih**, Kutlu, “Bankacılık Sisteminde Piyasa Riskleri”, [http:// www. riskonomi .com/ wp/?p = 366](http://www.riskonomi.com/wp/?p=366), Erişim: 10.05.2015.

² **Merih**, <http://www.riskonomi.com/wp/?p=366>.

³ **Çatalca/Aktan/Soydan**, s.16; **Altıntaş**, M. Ayhan, Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği, 1. B., Ankara, (Mart) 2006, s.241.

⁴ **Çatalca/Aktan/Soydan**, s.18-19.

faktörünü bünyesinde barındıran en geniş kapsamlı risktir. Piyasa riskini oluşturan diğer bileşenler içerisinde en önemlileri ise, faiz oranı ve döviz kuru riskleridir.

aa. Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski borçlanma aracı yatırımcıları bakımından, piyasa faiz oranlarındaki dalgalanmalar nedeniyle, söz konusu yatırımdan elde edecekleri gelirdeki olası düşüşü ifade eder. Zira faiz oranlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, gelirlerde değişmeye neden olur. Ayrıca borçlanma aracı vadelerinin ve yatırımcıların bunları vade süresine göre elde tutma dönemlerinin farklılığı da faiz oranı riskini etkiler¹.

Faiz oranı riskinin yatırımcıları nasıl etkilediğini anlamak için, borçlanma aracı fiyatlamasının temel ilkelerini kavramak gerekir. Buna göre arz ve talep yasası borçlanma aracı fiyatları için de geçerlidir. Dolayısıyla borçlanma araçlarına olan talebin fazla olması, fiyatlarının daha çok yükselmesine neden olur. İhraççının sürekli yeni ihraçlarla borçlanma aracı arzını artırması da fiyatlarının düşmesi sonucunu doğurur². Tasarruf sahiplerinin sunduğu fonlara karşı talepte değişme olmadığı takdirde, faiz oranları düşer ve bu durumda yüksek faiz oranlı finansal araçların fiyatları artar. İşte finansal araç fiyatlamasına ilişkin bu temel prensipler doğrultusunda, piyasa faiz oranlarının beklenmedik biçimde düşmesi, borçlanma araçları fiyatlarının yükselmesine neden olur. Faiz oranlarının yine beklenmedik biçimde yükselmesi halinde ise fiyatlar düşer. Gelir ile fiyat arasındaki bu ters ilişki her türlü finansal araç için geçerlidir³.

Yukarıda özetlemeye çalıştığımız bu tablo karşısında, borçlanma aracı yatırımcılarının faiz oranı riskinden etkilenmeleri, borçlanma araçlarını vadeye kadar elde tutma planları olup olmadığına bağlıdır. Eğer yatırımcılar menkul kıymetlerini vadeye kadar elde tutarlarsa, kendilerine faiz oranı dalgalanmaları nedeniyle oluşan fiyat değişikliğinin hiçbir etkisi olmaz⁴. Yatırımcılar, anapara ve ihraççı tarafından taahhüt edilen faizi vade sonunda tahsil ederler. Ancak araçların vadesinden önce satılması durumunda, söz konusu araçların piyasa değeri, piyasa faizlerinin değişiminden doğrudan etkileneceğinden; piyasa faiz oranları yükseldiğinde borçlanma

¹ bkz. **Tevfik**, Arman T./**Tevfik**, Gürman, Bankalarda Finansal Yönetime Giriş, İstanbul, 1997, s.251.

² **Tevfik/ Tevfik**, s.251-252.

³ **Tevfik/ Tevfik**, s.252-253.

⁴ **Tevfik/ Tevfik**, s.253.

aracının değeri azalırken, faiz oranları düştüğünde aracın piyasa değeri artar. Ayrıca söz konusu menkul kıymetin vadesi uzadıkça, faiz oranı değişimlerinden etkilenme oranı da artar¹. Buradan anladığımız şudur ki, borçlanma aracı yatırımcıları menkul kıymetlerini vadeden önce ikincil piyasalarda satıp nakde çevirmedikleri müddetçe, faiz oranı riskinden etkilenip zarara uğrama olasılıkları düşüktür. Ancak yatırımcılar vadeden önce araçlarını bir başka yatırımcıya satma yolunu seçerler ve bu dönemde piyasadaki faiz oranları da aniden yükselir ise, araçların piyasa değeri düşer ve yatırımcılar da faiz oranı riskine maruz kalarak zarara uğrarlar. Yatırımcıların ellerinde bulundurdıkları araçların vadesi ne kadar uzun ise, gördükleri zarar da o denli fazla olur.

Yukarıda piyasa riskine ilişkin açıklamalarımız sırasında da ifade ettiğimiz üzere, borçlanma aracı yatırımcısını olumsuz etkileyen bu risk faktörlerinin, aynı zamanda ihraççı kuruluş yönünden de olumsuz etkileri bulunmaktadır. İhraççının söz konusu riskten olumsuz etkilenmesi ise, kârlılığında düşüşün ve hatta zarar etme olasılığının ifadesidir. İhraççı kuruluşun mali gücünün bu şekilde zayıflaması durumunda, alacaklıları içerisinde yer alan borçlanma aracı yatırımcılarının bundan etkilenmemesi düşünülemez. Özellikle bankaların son dönemdeki yoğun ihraçları dikkate alındığında, faiz oranı riskinin bankalar bakımından yarattığı olumsuz etkilere de kısaca değinmemizde fayda vardır.

Bankalar bakımından faiz oranı riski, en basit şekilde, faiz oranlarındaki değişiklikler nedeniyle zarara uğrama tehlikesi olarak ifade edilebilir². Bankaların bu riske maruz kalmasının temel nedeni, fon kaynakları ile kullandığı fonlar arasında, vade ve faiz şartları bakımından birebir eşleştirme yapmalarının çoğunlukla veya hiç mümkün olamamasıdır³. İşte bankalarda kaynak fonlar ile kullanılan fonlar arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanan faiz oranı riski, yapısal faiz oranı riski (*structural interest rate risk*) olarak da adlandırılmaktadır⁴. Bu riskin ortaya çıkış süreci

¹ [http:// assets. garanti.com.tr/ assets/pdf/tr/ garantiden_haberler/banka_fonu_izahname.pdf](http://assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/banka_fonu_izahname.pdf), Erişim: 16.04.2014.

² Altıntaş, s.133; Çatalca/Aktan/Soydan, s.13. Faiz oranlarındaki değişiklikler nedeniyle, bankalar bakımından, olası gelir kaybı, özkaynak değer kaybı, nakit akımlarında aksaklıklar, hedeflenen nakit giriş değerlerinde düşüşler gibi sonuçlar doğuran risk türü olarak da tanımlanabilir (Babuşcu, Şenol, Oradan Buradan Azıcık Bankacılık, 1. B., Ankara, (Ekim) 2009, s.81).

³ Altıntaş, s.133.

⁴ Altıntaş, s.133; Çatalca/Aktan/Soydan, s.18.

kısaca şöyledir: Bankalar bilindiği üzere daha çok kısa vadeli fonları toplamakta ve bunları daha uzun vadeli olarak plase etmektedir. Bankaların aldıkları kaynağa ödedikleri faizle, bu kaynakları plase ettikleri yerden, yani kullandırdıkları kredilerden aldıkları faiz oranı arasındaki fark, kabaca banka kârını oluşturmaktadır. Bankalar genellikle bu işlemi sabit faiz oranları üzerinden yapmaktadır¹. Yani faizler işlemin yapılması sırasında belirlenmekte ve sonuna kadar değiştirilmemektedir. Bu durumda kredinin vadesi gelmeden piyasa faiz oranlarında bir yükselme söz konusu olsa, banka kısa vadeli kaynaklarını (ödünçlerini veya borçlarını) yenilerken yeni faiz oranlarını uygulamak zorunda kalacaktır. Ancak banka bu durumda kredi faiz oranlarını değiştiremeyeceğinden, kârı azalacak veya zarar edecektir².

bb. Döviz Kuru Riski

Döviz kuru riski³ de esasında ihraççı kuruluşlar arasında önemli bir yer tutan bankalar bakımından söz konusu olabilecek bir risk türüdür. Bu risk, bankaların döviz kur ve paritelerindeki değişiklikler nedeniyle zarara uğrama tehlikesidir⁴. Beklenmedik yöndeki kur hareketleri, bankaların gelirlerinde ve dolayısıyla özkaynaklarında, nakit akışlarında, aktif kalitesinde ve nihai olarak taahhütlerini karşılamada olumsuzluklar yaratır⁵. Borçlanma aracı ihraç eden bankalar bakımından bu taahhütlerden biri de, yatırımcılara vaat edilen faiz gelirleri ve yatırımcılardan ödünç alınan fon niteliğindeki

¹ **Babuşcu**, Bankacılık, s.81.

² **Babuşcu**, Bankacılık, s.81. Ülkemizde bankaların ana fon kaynakları arasında yer alan mevduat, genellikle bir ve üç ay vadeli iken; krediler genellikle bir yıl ve üzerinde vadeye sahiptir. Başlangıçta borç ve alacak faiz oranı bankanın kâr edeceği şekilde planlansa da, değişen faiz oranları nedeniyle bu mümkün olamamaktadır. Bu durumda banka, uzun vadeli olarak verdiği krediyi fonlamada kullandığı kısa vadeli kaynağı, kredinin vadesi bitip dönene kadar, maliyeti ne olursa olsun elinde tutmak zorunda kalmaktadır. Çünkü bankanın vadesi gelen borcunu (mevduatı) büyük oranda ödemesi mümkün değildir ve yeni borç (yeni mevduat veya eski mevduatı tekrar vadelendirmek suretiyle) ile borcu çevirmek zorundadır. Bankanın herhangi bir kriz anında faizlerin yükselmesi sebebiyle, mevduatını çekip yüksek faiz alacağı bankaya götürmek isteyen mudilere, uzun vadeli olarak dağıttığı kredilerden dolayı verecek yeterli parası olmayacaktır. Bu nedenle mevduatın istenmesini engellemek için, faizlerini yükselterek, krediden elde edeceği faizin üstünde faiz vermek zorunda kalabilecektir. Böylece verdiği kredi için bulduğu kaynağa, zaman içinde krediden elde ettiği faiz gelirinden daha fazla faiz gideri yapmak zorunda kalması, bankanın faiz oranı riski nedeniyle zarar etmesine yol açacaktır (**Sayım, Ferhat/ Er, Selami**, “Risk Kavramı ve Bankacılıkta Risk”, TMSF Çat Bilimsel Yayın Organı, Y.4, S.22, (Temmuz-Ağustos-Eylül) 2009, s.12-13, <http://www.tmsf.org.tr/Aspx/kk/ashx/file.ashx?type=1&uploadId=223>, Erişim: 04.06.2015).

³ Bu risk türü, yabancı para ya da döviz pozisyon riski olarak da ifade edilmektedir (**Babuşcu**, Bankacılık, s.82; **Altıntaş**, s.197).

⁴ **Altıntaş**, s.197.

⁵ **Çatalca/Aktan/Soydan**, s.19.

borçlanma aracı bedellerinin, yani anaparaların ödenmesi taahhüdüdür. Bu nedenle bankaların kur riski nedeniyle içine düşecekleri olumsuz durum, esasında borçlanma aracı yatırımcılarına da dolaylı olarak zarar verebilecek niteliktedir. Dolayısıyla anılan risk faktörü hakkında da kısaca bilgi vermeyi uygun buluyoruz.

Türkiye'nin 1990'lı ve 2000'li yıllarda yaşadığı kriz dönemlerinde birçok kişiyi ve kurumu zarara uğratmış olan bu risk, bankalar için daha çok önem arz etmektedir. Kur riski bankalar bakımından; bankanın bir para cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri arasında fark olması halinde, kurdaki değişim yönünün bankanın yükümlülüklerinde artış, varlıklarında ise azalış meydana getirme tehlikesi biçiminde ortaya çıkar¹. Bir bankanın borçları ve alacakları farklı para cinsinden olabilir. Alacaklı olduğu para biriminin borçlu olduğu para birimine göre değer kaybetmesi halinde, alacaklarının değeri düşecek; borçları ise büyüyecek ve bankanın zarara uğramasına neden olacaktır. 2001 krizi sonrasında BDDK, bankaların yabancı para pozisyon riski olarak da ifade edilen kur riski nedeniyle zarar görmelerini önlemek amacıyla sıkı düzenlemeler getirmiştir. Bu nedenle bankacılık sektörü, 2008 yılı sonunda başlayan küresel finansal krizden, 1994 ve 2001 krizlerine göre daha az etkilenmiş, büyük zarar doğuran bir durumla karşılaşmamıştır². Bankacılık sektörümüzün finansal krizlere karşı duyarlılığının geçmişe oranla azalması, sermaye piyasası yatırımcısının en çok önem verdiği güvenilir ve finansal açıdan sağlam ihraççı profili arayışında, bankaların en üst sıralarda olmasını sağlamıştır. Zira gün geçtikçe Türk bankalarının sermaye piyasasından fon toplama faaliyetleri artmış, özellikle son dönemde artan bono ve tahvil ihraçları ile bankalar, sermaye piyasalarının önemli aktörlerinden biri haline gelmiştir. Bu durumun istikrarlı bir şekilde devam etmesi için, bankaların kur riski ve yukarıda bahsettiğimiz diğer risk faktörlerinden en az düzeyde etkilenecek sağlam bir finansal yapıya sahip olmaları ve etkin bir yönetim ile iç ve dış denetim sistemlerinin bulunması önkoşuldur.

¹ Sayım/Er, s.13.

² Sayım/Er, s.13-14.

b. Likidite Riski

Likidite riski, borçlanma aracı yatırımcılarının, ellerinde bulundurdıkları menkul kıymeti vadesinden önce ve istedikleri anda nakde dönüştürme seçeneklerini tehlikeye sokmakta; ihraççı kuruluşlar bakımından da, borçlanma araçlarına ilişkin taahhütte bulundukları nakit yükümlülüklerini tam veya zamanında ödeyememe tehlikesi yaratmaktadır. Dolayısıyla borçlanma aracı yatırımcılarını hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkileyen son derece önemli bir risk faktörüdür.

Bu riskin borçlanma aracı yatırımcılarını doğrudan etkilemesi, yatırımcıların sahip oldukları menkul kıymeti istedikleri anda nakde çevirememelerini ve menkul kıymetlerini cari piyasa değerinin altında elden çıkarmalarını ifade eder¹. Yatırımcının borçlanma aracını –ikincil piyasada– satarak yaptığı yatırımı vadesinden önce nakde dönüştürmek istemesi durumunda, söz konusu menkul kıymetin alım satımı için mevcut piyasa yapısının sığ olması ve diğer nedenlerin etkisiyle, pozisyonlarını uygun bir fiyatta, yeterli tutarda ve gerekli zamanda elden çıkaramayan yatırımcı, zarar görme tehdidi altındadır. Ayrıca ihraç edilecek borçlanma araçlarının işlem göreceği piyasada gerçekleştirilebilecek işlem hacimleri ile ilgili alt limitler bulunması nedeniyle, yatırımcının sahip olduğu borçlanma aracı tutarının bu limitlerin altında kalması durumunda, ilgili piyasalarda işlem yapması mümkün olmayabilir². Bu durumda da, elindeki borçlanma aracını vadesinden önce nakde dönüştüremeyen yatırımcı için, likit olma özelliğini kaybetmiş olan bu yatırım aracı, cazip ve tercih edilebilir bir menkul kıymet olmak yerine; taşıdığı likidite riski nedeniyle, piyasada tedavül eden diğer yatırım araçları karşısında taşıdığı değeri büyük ölçüde kaybedecektir.

Likidite riskinin, ihraççı kuruluşlar arasında büyük bir paydaya sahip olmasından bahisle, bankalar bakımından taşıdığı zarar verme olasılığını da irdelememiz gereklidir. Zira bankaların zarar görme olasılığı, bu bankaların ihraç ettiği borçlanma araçlarını satın almak suretiyle banka alacaklısı sıfatını kazanan ve dolayısıyla bankanın içinde bulunduğu durumdan etkilenecek menfaat grubu içerisinde

¹ Akdemir, Adem, Likidite Riski, s.3 (www.koprugrubu.org//Dr_Adem_Akdemir_Likidite_Riski.doc, Erişim: 28.04.2015).

² http://assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/banka_fonu_izahname.pdf, Erişim: 16.04.2014.

yer alan borçlanma aracı yatırımcılarının da dolaylı olarak zarar görmelerine yol açacaktır.

Bankacılık sistemi bakımından likidite, bankaların vadesi gelen borçlarını ödeyebilme gücü ya da fon taleplerini karşılayabilme yeteneğidir¹. Likidite riski ise, bankaların taahhütlerini zamanında veya makul bir maliyetle karşılayamama tehlikesidir. Bankacılıkta taahhüdünü hiç ya da zamanında yerine getirememe, sonuçları oldukça ağır olan ve genellikle bankaları iflas ve tasfiyeye doğru sürükleyen bir risktir². Likidite riskini, bir bankanın vadesi gelen mevduat ve diğer yükümlülüklerini karşılayabilecek düzeyde nakdinin bulunmaması riski olarak da ifade etmek mümkündür³. Bankanın varlıkları borçlarını ödemeye yetse bile, kısa sürede nakde çevrilemeyecek durumda ise likidite riski yüksektir. Özellikle ülkemizde bankalar daha çok kısa vadeli ve küçük tutarlarda fonları toplamakta, daha büyük tutarlarda ve uzun vadeli olarak bu fonları plase etmektedir. Bu yüzden de aktifin vade yapısı pasiflere göre daha uzun olmaktadır. Bankaların bu durumu sürekli olarak likidite riskini bünyelerinde taşımalarına neden olmakta ve likidite yönetimine büyük önem vermelerini gerektirmektedir⁴.

c. İhraççı Riski

İhraççı riski, piyasadaki olumsuzluklar ve/veya ihraççının yönetiminden ve mali yapısından kaynaklanabilecek sorunlar nedeniyle, ihraççının yükümlülüklerini

¹ Altıntaş, s.111; **Tevfik/Tevfik**, s.239.

² Altıntaş, s.111.

³ **Babuşcu**, Bankacılık, s.79. Doktrinde likidite riskine ilişkin yapılan çeşitli tanımlar için bkz. **Çatalca/ Aktan/ Soydan**, s.21; **Tevfik/Tevfik**, s.241; **Parasız**, Modern Bankacılık, s.183; **Akdemir**, s.3.

⁴ **Babuşcu**, Bankacılık, s.79-80. Bankaların devamlı olarak likidite riski taşıyor olmalarının altında yatan temel problem, varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğudur. Zira bankalar, mevduat sahiplerinin yatırdıkları parayı ne zaman ve ne miktarda geri çekeceklerini bilmedikleri gibi, kredi talep edenlerin de ne zaman ve ne miktarda paraya ihtiyaçları olacağını bilemezler (**Akdemir**, s.4). Ancak mevduat toplayan bir banka, mevduatın çekilişini karşılayamazsa, müşterilerinin güvenini yitirir. Finansal kurumlara güven duyulması ise, bu kurumların faaliyet gösterebilmeleri için zorunludur. Mevduat müşterileri yatırmış oldukları paraları çekmek istediklerinde, nakit taleplerinin geciktirilmeden karşılanması, bankalara olan güveni artırır. Ayrıca kredi müşterilerinin taleplerinin de anında karşılanması, kredi müşterilerinin bankaya olan güvenlerini artırır (**Tevfik/Tevfik**, s.239-240). Dolayısıyla bankalar, gerek kredi faaliyetlerini ve yatırımlarını devam ettirebilmek, gerekse mevduat sahiplerinin taleplerini karşılayabilmek için, yeterli miktarda kullanılabilir hazır fona sahip olmak zorundadırlar. Bu sorumluluğunu yerine getiremeyen bankalar piyasada itibar kaybederler. Bu nedenle bankalar, sistemin tıkanmaması için, kâr amacından önce likidite riskini minimize etmeye çalışırlar (**Akdemir**, s.4).

kısmen ya da tamamen zamanında yerine getirememesi ve bu yüzden borçlanma aracı yatırımcısının karşılaşılabileceği zarar olasılığını ifade eder¹. İhraççı kuruluşun borç ödeme yeteneğini kaybetmesi halinde, bu kuruluşun ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapmak suretiyle söz konusu kuruluşa aktarılan fonların değersiz hale gelmesi nedeniyle uğranılacak zarar, riskin niteliğini oluşturmaktadır².

İhraççı riskinin kaynağı, yatırımcıların borçlusu konumundaki ihraççı kuruluştan, borç ödememe veya ödeyememe ya da iflas etme nedeniyle tahsilat yapılamıyor olmasıdır. Borçlunun bu duruma düşmesi, kendi yönetim politikalarından veya davranışlarından kaynaklanabileceği gibi, ülkedeki ekonomik durumun genel olarak kötüleşmesi veya olumsuz bir konjonktüre girilmesi nedeniyle de olabilmektedir³. İhraççı riski, piyasadaki genel fiyat hareketlerinden bağımsız olarak, bizzat ihraççı kuruluşun veya borçlanma araçlarına ilişkin ödeme taahhütlerini garanti eden kuruluşların yönetim veya finansal durumlarındaki gelişmeler nedeniyle yatırımcıların karşılaşılabilecekleri zarar olasılığını ifade etmekte ve spesifik risk olarak da anılmaktadır⁴.

§11.YATIRIMCILARI KORUYAN ÖZEL DÜZENLEMELER

I. SERMAYENİN KORUNMASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

Sermayenin korunması, Kıta Avrupası şirketler hukukunda, özellikle de Alman ve İsviçre hukuklarında merkez bir ilkeyi oluşturmakta ve bugün tüm AB üye ülkelerinde uygulanmaktadır. 13 Aralık 1976 tarihli ve 77/91/EEC syl. İkinci Ortaklıklar Yönergesi^{5,1} ile Avrupalılaştırılan bu ilke, sermaye şirketlerinin tümü için geçerlidir².

¹ http://assets.garanti.com.tr/assets/pdf/tr/garantiden_haberler/banka_fonu_izahname.pdf, Erişim:16.04.2014.

² Karş. Öztürk, İsmet, Bankalardaki Ticari Kredi Uygulamalarında Mali Tahlil ve İstihbaratın Etkinliği, Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep, (Temmuz) 2005 (http://www3.gantep.edu.tr/sosyal_bilimler/enstitusu/OrnekTezler/OrnekTez2.doc, Erişim: 11.02.2015).

³ Karş. Öztürk, Ticari Kredi, <http://www3.gantep.edu.tr/sosyalbilimler/enstitusu/OrnekTezler/OrnekTez2.doc>.

⁴ Karş. Çatalca/Aktan/Soydan, s.20; Altıntaş, s.243.

⁵ “Eşitliği Sağlamaya Yönelik Olarak, Üye Devletlerde, 58. Maddenin 2. Paragrafı Anlamındaki Şirketler ile Anonim Şirketlerin Kuruluşunda ve Sermayenin Artırılması ve Değiştirilmesinde Pay Sahiplerinin ve Üçüncü Kişilerin Menfaatleri İçin Öngörölmüş Koruyucu Hükümlerin

Anonim şirketlerde pay sahipleri, şahıs şirketlerinde olduğunun aksine şirket borçlarından şahsen sorumlu olmayıp, sorumlulukları sadece taahhüt ettikleri sermaye paylarıyla sınırlı ve şirkete karşı olduğundan (TTK.329/II), şirket alacaklılarının tek güvencesini şirketin kendi malvarlığı oluşturur. Bu yüzden kanun koyucu, pay sahiplerinin esas sözleşmede yer alan taahhütlerinin şirkete gerçek değeriyle getirilmesini sağlamak ve ardından da pay sahiplerine herhangi bir şekilde iadesini önlemek üzere birtakım tedbirler öngörmüştür³. Bu çerçevede, ancak esas sermaye

Koordinasyonuna İlişkin 13 Aralık 1976 Tarih ve 77/91/EEC Sayılı İkinci Konsey Yönergesi”nin Türkçe çevirisi için bkz. **Yıldız**, Şükrü, “Avrupa Birliğinin Anonim Şirketlerde Kuruluş ve Sermayenin Korunmasına İlişkin 13 Aralık 1976 Tarih ve 77/91/EEC İkinci Konsey Yönergesi”, Prof. Dr. Hayri Domanic’e 80. Yaş Günü Armağanı, C.I, İstanbul, 2001, s.599 vd.

- ¹ Yönerge’de anonim şirketlerin pay sahipleri ve alacaklılarının her ikisi için asgari düzeyde eşit korumanın sağlanabilmesi bakımından, anonim şirketlerin kuruluşu ile sermaye artırımı ve azaltımında korunmalarına ilişkin ulusal hükümlerin koordinasyonunun önemine vurgu yapılmış ve bundan dolayı Birliğin, alacaklıların güvenliğini sağlayan sermayenin korunması için özellikle pay sahiplerine her türlü dağıtımı yasaklayan ve şirketin kendi paylarını alma hakkına sınırlamalar getiren hükümler çıkarmasının zorunlu olduğu belirtilmiştir (**Yıldız**, Yönerge, s.600). Borçlanma aracı yatırımcılarının da, nihayetinde şirket alacaklısı sıfatını taşıyor olmalarından ötürü, anılan Yönerge’nin alacaklıların korunması ve güvenliği için çok önemli olduğuna işaret ettiği sermayenin korunmasına ilişkin hükümlerine kısaca değinmemizde yarar vardır. Öncelikle Yönerge’nin 2. maddesinde şirket sözleşmesi ya da kuruluş anlaşmasının asgari içerik maddelerinden birinin, şirket esas sermaye miktarı ya da kayıtlı sermaye sistemi söz konusu ise kayıtlı sermaye tutarı ile her değişiklikte şirket yetkililerine verilen izin tutarı olduğu düzenlenmiştir (m.2/c). Ardından üye ülkelerin her birinin hukuki düzenlemesine göre ilan edilmesi gerekenler arasında, şirketin kuruluşunda taahhüt edilmiş sermayesinin ödenmiş tutarı ya da şirketin faaliyete başlayabilmesi için ödenmesi gerekli olan sermaye tutarı sayılmıştır (m.3/g), (**Yıldız**, Yönerge, s.602-603). Payların itibari değerlerinin altında bir fiyatla veya itibari değer öngörülmemişse hesap değerinin altında bir fiyatla ihraç edilemeyeceğine (m.8/1); esas sermayenin azaltılmasına ilişkin hükümler saklı kalmak üzere, pay sahiplerinin taahhüt ettiği sermaye borcu yükümlülüğünden kurtarılamayacaklarına (m.12); sermayenin azaltılması durumları hariç, son mali yılda, şirketin yıllık bilançosunda gösterilen net varlıkların, şirketin taahhüt edilen sermayesi ile yedek akçelerinin altına düşmüş olması halinde, kanuna ve esas sözleşmeye göre pay sahiplerine kâr payı dağıtılamayacağına (m.15/I, a); esas sermayede ciddi bir kaybın söz konusu olması halinde şirketin zarar görüp görmediğini veya ne gibi önlemlerin alınması gerektiğini gözden geçirmek için üye ülkelerin yasalarınca belirlenen süre içinde pay sahiplerinin bir genel kurul için çağrılacağına (m.17/I); şirketin kendi paylarını iktisap edemeyeceğine (m.18/I); çıkarılmış sermayenin azaltılması durumunda, azaltmayla ilgili kararın yayınlanmasından önce talepte bulunan alacaklıların, yayınlanma tarihi itibarıyla karşılanmamış taleplerine teminat almaya hak kazanacaklarına ve üye ülkelerin yasalarınca bu hakkın uygulanma koşullarının belirleneceğine, alacaklıların yeterince güvencesinin olmaması durumunda yasaların bu hakları ihmal edecek şekilde sermaye azaltımına izin veremeyeceklerine (m.32/I); aynı zamanda üye ülkelerin yasalarının, alacaklıların tatmin olması ya da yargının bu uygulamanın kabul edilemeyeceğine karar vermesine kadar, en azından azaltmanın geçersiz olacağını ya da pay sahiplerinin yararına ödemenin yapılmayacağını şart koşacağına (m.32/II) ilişkin hükümleri de bu cümleden olmak üzere zikretmemiz mümkündür (**Yıldız**, Yönerge, s.605 vd.).

- ² **Tekinalp**, Ünal, “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.II, İstanbul, (Eylül) 2010, s.1681.

- ³ **Moroğlu**, Esas Sermaye, s.1.

rakamını aşan şirketin net malvarlığından¹ pay sahiplerine iade yapılabilmesi kabul edilmiş ve bunun için de bilanço tekniğinden yararlanılmıştır. Şöyle ki, esas sermaye rakamına bilançonun pasif tablosunda yer verilmek suretiyle, aktif tablosunda yer alıp esas sermaye rakamını karşılayan şirket malvarlığının pay sahiplerine iadesi önlenmiştir. Böylece esas sözleşmede yer alan esas sermaye rakamına, pay sahipleri tarafından şirkete getirilen malvarlığının genel kurul kararıyla dağıtılamayan *bağlı malvarlığı* haline gelmesi ve üçüncü şahıslar veya alacaklılar lehine korunması bakımından bir işlev yüklenmiş olmaktadır. Buna *teminat işlevi* adı verilir².

Anonim şirketlerde malvarlığı, diğer kişisel teşebbüslerden ya da diğer şirket tiplerinden daha büyük önem taşır. Çünkü anonim şirketlerde şirket borçlarından dolayı

¹ Anonim şirket malvarlığı ile esas sermayesi birbirinden farklı kavramlardır. Anonim şirket esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüştür. Esas sermaye, şirketin ticaret siciline tescil edilmesinden önce esas sözleşme hükümleri çerçevesinde pay sahipleri tarafından konulması taahhüt edilen sermayenin bütünüdür. Esas sermaye şirket alacaklılarının teminatını oluşturur. Bu nedenle kuruluş sırasında malvarlığının esas sermayeye uygun olarak meydana gelmesi için, sonrasında da esas sermayenin bir bölümünü teşkil ettiği malvarlığının eksilmemesi için tedbirler öngörülmüştür (**Hirsh**, s.265-266; **Ansay**, s.38-39; **Göle**, Celal, Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfada Temerrüt, Ankara, 1976, s.11). Bu açıklamalar da bize göstermektedir ki, esas sermaye ile şirket malvarlığı aynı şeyi ifade eden kavramlar değildir. Şirket malvarlığı, şirketin tüzel kişi sıfatıyla sahip olduğu tüm hak ve borçların toplamıdır. Şirket malvarlığı esas sermayeden konu, miktar ve değer açısından farklıdır. Faaliyet halinde bulunan bir anonim şirkette malvarlığı; esas sermaye, yedek akçeler, dağıtılmamış kârların....toplamından oluşur. Esas sermaye ise sabit ve belirlidir. Başka bir deyişle esas sermaye sabit ve belirli olmasına karşın, anonim şirket malvarlığı sürekli olarak değişir. Anonim şirket faaliyete başlamadan önce, yani kuruluş sırasında genelde şirket malvarlığı ile esas sermaye birbirine eşittir. Ancak agiolu payların çıkarılması ya da ayın türünden sermayeye gerçek değerinden daha yüksek bir değer biçilmesi halinde bu eşitlik söz konusu olmaz (**Arslanlı**, Umumi Hükümler, s.17-18 ve dn.13; **Göle**, s.10-11). Aslında anonim şirket malvarlığının esas sermayeye denk olması, şirket bakımından arzu edilecek bir durum da değildir. Zira esas sermaye şirket bilançosunun pasifinde bir kalem olarak durur ve aktifte bunun karşılığını oluşturan değerler, şirketin en son tasarruf edebileceği değerlerdir. Malvarlığının, bir itibari rakam olan esas sermayeden ve hatta bununla birlikte ayrılması zorunlu kanuni ve ihtiyari yedek akçelerden fazla olması, anonim şirketin hedeflemek zorunda olduğu gelir sağlama amacının doğal bir sonucudur. Dolayısıyla şirketin kâr dağıtılması ya da tasfiye sonucunda pay sahiplerine katılma paylarından daha fazla bir şeyin verilebilmesi için anonim şirket malvarlığının esas sermayeden fazla olması gerekmektedir (**Kayar**, İsmail, Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Konya, 1997, s.12). Şirketin faaliyete geçmesiyle yapılan işlemler aktif ve pasifler üzerinde etkide bulunmak suretiyle, şirketin malvarlığında birtakım değişiklikler oluşturarak esas sermaye ile şirket malvarlığı arasındaki geçici eşitliği yok eder. Şirketin faaliyetleri sonucunda kâr ya da zarar edilebilir. Bunun bir sonucu olarak da şirket malvarlığı artabilir ya da azalabilir (**Şar**, Ferda, Anonim Ortaklıklarda Malvarlığının Korunması İlkesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1995, s.34). Son olarak belirtmemiz gerekirse, esas sermaye anonim şirkette pay sahiplerinin şirkete ve şirket alacaklılarına karşı sorumluluklarının kapsam ve sınırını oluşturur ve pay bedelleri tamamen ödenerek şirkete intikal edince bu sorumluluk sona ermiş olur. Anonim şirket malvarlığı ise şirket alacaklılarına karşı şirket tüzel kişiliğinin sorumluluğunun kapsam ve sınırını gösterir ve şirket sona ermedikçe bu sorumluluk da ortadan kalkmaz (**Kayar**, s.14; **Şar**, s.34).

² **Moroğlu**, Esas Sermaye, s.1-2.

pay sahipleri değil, şirket malvarlığı sorumludur. TTK.329/I'de de belirtildiği üzere anonim şirket, “borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir”. Bu yüzden şirket malvarlığının korunması gerekmektedir¹. Anonim şirket malvarlığının önce gerektiği gibi teşekkül etmesine ve ardından da korunmasına ilişkin düzenlemelerin nedeni, alacaklılarına karşı yalnızca malvarlığıyla sorumlu olması kadar, şirket malvarlığı ile doğrudan ya da dolaylı olarak ilgili olanların çevresinin çok fazla olabilmesidir. Gerçekten şirket alacaklıları kadar, kendilerine esas sözleşmeyle özel menfaat sağlanan kimseler, tahvil, intifa senedi ve imtiyazlı pay senedi sahipleri, şirket çalışanları ve nihayet pay sahipleri de anonim şirketin malvarlığı ve mali durumu ile yakından ilgilidir². Günümüz ekonomik koşullarında, özellikle halka açık anonim şirketlerde malvarlığı son derece önemli bir fonksiyona sahiptir. Ayrıca değişik menfaat gruplarından çok sayıda insanı ilgilendirdiğinden dolayı şirket malvarlığının korunması bir amaç haline gelmiştir. Çünkü anonim şirketin malvarlığının korunması, şirket alacaklılarının olduğu kadar, ona güvenerek yatırım yapan ve gelecekte ondan yararlanmayı düşünen tüm ilgililer için önemlidir³.

Bu bağlamda düşündüğümüzde, borçlanma aracı yatırımcıları da şirket malvarlığının korunması meselesi ile doğrudan ilgili bulunan menfaat grubu içerisinde düşünülme gerekir. Zira borçlanma araçlarına yatırım yapılmasıyla birlikte genellikle karşımıza çıkan tablo, ihraççı ile yatırımcı arasında bir tüketim öduncü sözleşmesi temeline dayalı alacaklı-borçlu ilişkisi doğmasıdır. Bu nedenle hem şirket alacaklısı sıfatlarından dolayı malvarlığının korunması hususu borçlanma aracı yatırımcıları için bir nevi teminat işlevi görmekte; hem de gelecekte ihraççı kuruluşun araçlarına yatırım yapmayı düşünebilecek müstakbel yatırımcılar bakımından bir güvence niteliği arz etmektedir. Her ne kadar ihraççı kuruluşun malvarlığı, pay sahiplerinin sermaye olarak getirdiği değerler ile pay bedellerine mahsuben yaptıkları ödemelerden oluşsa da, söz konusu malvarlığını dikkate alarak bu kuruluşa bir şekilde katkıda bulunan ve bu katkıya karşılık, teminatını ihraççının malvarlığının oluşturduğu, bazı beklentileri bulunan borçlanma aracı yatırımcıları da, pay sahipleri kadar ve hatta söz konusu kuruluş kararlarının oluşmasında etkili olamamaları nedeniyle, onlardan daha çok riziko

¹ Şar, s.65.

² Kayar, s.25-26; Şar, s.65.

³ Arslanlı, Umumi Hükümler, s.100.

taşılmaktadırlar. Bu nedenle malvarlığının korunması, diğer tüm ilgililer gibi, mevcut ve potansiyel borçlanma aracı yatırımcıları bakımından da son derece önemlidir.

Borçlanma aracı yatırımcılarının korunmasında son derece önemli olan bu ilkenin, anonim şirketin tüzel kişilik kazanmasından önce başlayıp sona ermesine kadar olan süreçte kanun koyucu tarafından öngörülen birtakım tedbirlerle somutlaştığını görmekteyiz. Bu ilkenin borçlanma aracı ihraççısı kuruluşların malvarlığının korunmasında nasıl rol oynadığını anlayabilmek için TTK'da öngörülen bu tedbirleri incelememiz gereklidir. Bu ilke ilk olarak sermayenin pay sahiplerine doğrudan ya da dolaylı olarak iade edilemeyeceği (sermayenin iadesi yasağı) kuralı ile somutlaşır (TTK.601). Bu kural, kanuna aykırı her türlü kâr dağıtımları ve özellikle örtülü kâr dağıtımlarını, anonim şirket ile arasındaki sözleşmenin tarafı olarak pay sahibine sağlanan, emsal sözleşmelere göre haklı ve meşru görülemeyecek menfaatleri ve pay sahibine anonim şirket tarafından verilen borçları (TTK.358) da kapsar¹. Böylece bu kural sayesinde borçlanma aracı ihraççısı anonim şirket ya da bankanın kendi paylarını iktisap ederek pay bedellerini pay sahiplerine ödememesi² ve dolayısıyla borçlanma aracı yatırımcılarının alacakları bakımından güvence niteliği taşıyan ihraççı kuruluş sermayesinin korunması temin edilmiş olacaktır.

Yukarıda belirttiğimiz hüküm dışında, ihraççı anonim şirket ya da bankanın esas sözleşmesinde bilirkşi tarafından belirlenen değerleriyle yer alan taşınmazların, tapuya şerh verildiği; fikri mülkiyet haklarıyla diğer değerlerin, varsa özel sicillerine kaydedildikleri ve taşınmazların da güvenilir bir kişiye tevdi edildikleri takdirde aynı sermaye olarak kabul edileceğine ilişkin hüküm (TTK.128/II) ve bunu tamamlar nitelikteki m.128/V-VIII hükümlerini de, yine borçlanma aracı yatırımcıları bakımından ihraççının sermayesinin korunmasına ve böylece onların alacaklarını güvenceye almaya matuf somut tedbirler bağlamında düşünebiliriz. Bu hükümler, esas sözleşmede sermaye olarak konulan varlıkların, ihraççıya intikal ettirilmeyip üçüncü kişilere devredilmelerini, taahhüt sahibinin ölümüyle mirasçılara geçmelerini önlemeyi hedeflemekte, böylece sermayenin oluşumunu ve maddi anlamda varlığını güvence altına almakta, sermayenin gerçekte mevcut olmamasına rağmen sadece dışa karşı

¹ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1682-1683.

² bkz. **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1683.

varmış gibi bir görüntü verilerek üçüncü kişilerin ve dolayısıyla bu bağlamda değerlendireceğimiz borçlanma aracı yatırımcılarının aldanmalarını önlemeyi amaçlamaktadır¹.

Anılan hükümlere ilaveten, alacaklarını şirkete sermaye olarak koyan bir ortağın, alacaklar şirketçe tahsil edilmedikçe sermaye koyma borcundan kurtulamayacağına (TTK.130/I ve diğer fıkralar); üzerlerinde sınırlı aynı bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen malvarlığı unsurlarının aynı sermaye olarak konulabileceğine, hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacakların ise sermaye olarak konulamayacağına (TTK.342); aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletmelere ve aylara mahkemece atanan bilirkişilerce değer biçilmesine (TTK.343) ilişkin hükümler, sermayede eksi değer oluşmasına engel olarak sermayeyi korumaya hizmet ederler. Böylece aynı sermayenin gerçek değeriyle esas sözleşmede yer alan (tescil edilen) değer tam olarak örtüşmesi sağlanarak payların çıkarılma değerleri gerçeği yansıtmış olacak, bu sayede de üçüncü kişilerin ve özellikle alacaklıların aldatılması önlenmiş olacaktır². Burada sözü edilen üçüncü kişiler ve özellikle alacaklılar ibaresi içerisinde tez konumuz itibariyle borçlanma aracı yatırımcıları da dahil olmakta ve dolayısıyla bu hükümler yatırımcıları ihraççıya ilişkin ödeyememe riskine karşı korumaktadır. Zira anılan hükümler, ihraççı kuruluşların ödeyememe riski ile karşılaşmasına sebep olacak en temel faktör olan “sermayenin gerçek değerini yansıtmaması” tehlikesine karşı koruyucu ve önleyici nitelikte olmak üzere öngörülmüşlerdir.

Yukarıda belirttiklerimiz dışında, evrensel bir kural olan, sermaye tutarının tescil edilen rakamın altında olmasını engellemeyi hedefleyen, itibari değerden aşağı bedelle pay çıkarılamayacağına (TTK.347); kurucular tarafından kuruluşa ilişkin olarak dürüst bir şekilde bilgi verme ilkesine göre doğru ve eksiksiz olarak hazırlanıp imzalanması gereken, kuruculardan alınan bir sorumluluk yüklenme taahhüdü niteliğindeki kurucular beyanına (TTK.349) ve kuruluşa katılanların sorumluluğuna ilişkin (TTK.549-551); kuruluştan önce pay taahhüdü devrinin anonim şirkete karşı

¹ bkz. **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1683.

² **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1684-1685.

geçersiz olmasına (TTK.352)¹ ilişkin hükümlerin amacı da, sermaye açığı oluşumuna sebep olanların sorumluluktan kurtulmalarına engel olmaktır². Anılan hükümlerin özellikle de sermayenin korunması ilkesine aykırılığa bağladığı sorumlulukla ilgili sonuçların, bu sonuçları ileri sürebilecek menfaat sahipleri çevresine, sorumluluk sebepleri bünyesinde gerçekleşen anonim şirketin ya da bankanın ihraç ettiği borçlanma araçlarını satın alan yatırımcıların da dahil olduğu düşünüldüğünde, sözü edilen yatırımcıların korunması bakımından ne kadar önemli olduğu ortadadır. Yine borçlanma aracı ihraççısının kuruluşunda sermaye ile ilgili kanun hükümlerine aykırı hareket edilmek suretiyle, aynı zamanda söz konusu ihraççı kuruluşların alacaklısı sıfatını taşıyan borçlanma aracı yatırımcılarının menfaatleri önemli şekilde tehlikeye düşürülmüş ya da ihlal edilmiş olursa, ilgili yatırımcıların kuruluşun feshini dava etme haklarının bulunması (TTK.353)³ da, yatırımcıların sermayenin korunması ilkesi bağlamında ve TTK kapsamında nasıl korunduklarının somut ve önemli örneklerinden birini teşkil etmektedir.

Esas sermayenin eksilmesini önlemeye yönelik ve bu bağlamda ihraççı anonim şirketin ya da bankanın sermayesini korumak suretiyle, anılan kuruluşların alacaklısı borçlanma aracı yatırımcılarını dolaylı olarak koruyan TTK tedbirlerinden biri de kanuna karşı hile başlıklı m.356 düzenlemesidir. Buna göre tescilden itibaren iki yıl içerisinde bir işletme veya aynın, sermayenin onda birini aşan bir bedel karşılığında devralınmasına veya kiralanmasına ilişkin sözleşmeler, genel kurulca onaylanıp ticaret siciline tescil edilmedikçe geçerli olmaz. Bu hüküm sayesinde, kurucuların kuruluş aşamasında ayın sermayeye değer biçilmesine ilişkin kurallardan kurtularak, kanuna karşı hile yoluyla aynı ayınları şirkete yüksek bir bedelle devretmesi engellenecek⁴ ve

¹ Esas sermayenin ödenmesini temin ve şirket pay veya pay senetlerinin ödeme gücü olmayan veya bilinmeyen kimselerin eline geçmesini önlemek amacıyla, şirketin tescilinden önce pay taahhüdünün devri yasaklanmıştır (**Kayar**, s.28).

² **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1685.

³ Alacaklı sıfatıyla borçlanma aracı yatırımcılarının menfaatlerini tehlikeye sokabilecek ve ihraççı anonim şirketin ya da bankanın kuruluşunda ortaya çıkan sakatlıkların bir kısmı sermaye ile ilgili yolsuzluklardır. Fesih davası bu yolsuzlukları temizler. Ayrıca fesih davasına çoğu kez hukuk ve ceza davaları (TTK.549-551 ve 553 vd.) eşlik eder (bkz. **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1686).

⁴ Özellikle kuruluş sırasında aynı devralmanın merasiminden kurtulmak için üçüncü kişiler, ayınlarını şirkete kuruluşun sona satma yolunu seçebileceklerdir. İşte bu kuruluş sırasındaki merasimden kurtulma yolu, bu konuyla ilgili hükümlerin kuruluşun sona bir süre daha uygulanmasını sağlayan m.356 (eTK.311) hükmüyle engellenmiştir. Özellikle aynı devralmalarda söz konusu olan, devralınacak ayına değer biçilmesinde hile yapılmasını önlemek için, kuruluş sırasında ayın

böylece esas sermayenin eksilmesi önlenecektir¹. Gerçekten de devralma işlemlerinde malvarlığı konularının gerçek değeriyle kazanılması ve bunlar için aşırı bir karşılık verilmemesi, ihraççı anonim şirket ya da banka malvarlığının korunması ve ilgili kuruluşların borçlanma araçlarına yatırım yapanların çıkarlarının korunması amacı ile örtüşür niteliktedir. Zira bu hükümle kuruluştan sonra devralmalar özel bir denetime tabi tutulduğundan, bu hükmün malvarlığının ve dolayısıyla alacaklıların, tez konumuz itibarıyla bu alacaklılar sınıfına dahil bir kesimi oluşturan borçlanma aracı yatırımcılarının korunması ile ilgisi açıktır².

Sermayenin kaybı ve borca batık olma durumunda anonim şirket yönetim kurulu³ ve genel kurul tarafından alınacak tedbirleri düzenleyen TTK.376-377 hükümlerinin amacı da, bir taraftan anonim şirketi kurtarabilecek önlemlerin alınmasını sağlamak, diğer taraftan da bunun gerçekleşmesinin mümkün olmadığı durumlarda şirketin iflasına⁴ gidilerek iflas tasfiyesinin yapılması suretiyle alacaklılar arasında eşitliği sağlamaktır⁵. Dolayısıyla gerek mali durumu bozulan ihraççı anonim şirketin⁶ ya da bankanın bu durumdan kurtulması için alınabilecek tedbirleri ve gerekse borca batık durumda olan, yani mevcutları ve alacakları borçlarını karşılamaya yetecek düzeyde bulunmayan anonim şirketin ya da bankanın iflasını öngören söz konusu hükümler, hem ihraççıların bozulan mali durumlarının iyileştirilmesine yönelik öngördüğü tedbirlerle borçlanma aracı yatırımcılarının alacaklarını tehdit eden bu büyük tehlikeyi uzaklaştırmakta, hem de bu tehlike ile baş etmek imkansız ise, yönetim kurulunu

sermayeye değer biçilmesi ile ilgili tedbirlerin, kuruluşu takip eden iki yıl boyunca devam ettirilmesi ve böylece tedbir niteliğindeki bu hükümlerin dolanılması önlenmek istenmiştir (**Yavuz**, Cevdet, “Anonim Ortaklıklarda Kuruluştan Sonra Devir Alma”, İÜHFM, C.L, S.1-4, 1984, s.387-388).

¹ Karş. **Kayar**, s.28.

² Karş. **Yavuz**, Devir Alma, s.389.

³ Kısaca mali durumun bozulması olarak ifade edebileceğimiz sermayenin kaybı ve borca batıklık halinde anonim şirket yönetim kuruluna düşen görev ve sorumluluklar hakkında eTK ile karşılaştırmalı bir çalışma için bkz. **Altas**, Soner, “Eski ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Mali Durumu Bozulan Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Görevleri ve Sorumlulukları”, Mali Çözüm Dergisi, (Temmuz-Ağustos) 2011, s.163-179 (<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/106malicozum/soneraltas.pdf>, Erişim: 02.06.2015).

⁴ Borca batıklık nedeniyle sermaye şirketlerinin iflasına ilişkin İİK'daki düzenlemeler hakkında geniş bilgi için bkz. **Türk**, Ahmet, “Sermaye Ortaklıklarının ve Kooperatiflerin Borca Batıklık Nedeniyle İflası ve İflasın Ertelenmesi Konusunda İcra ve İflas Kanunu'nda Yapılan Son Değişikliklerin Değerlendirilmesi ve Öneriler”, DEÜHFD, C.VI, S.1, 2004, s. 295-334.

⁵ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1686.

⁶ Anonim şirkette mali durumun bozulması kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kayar**, s.33 vd.

mahkemeden iflas isteminde bulunmaya zorunlu kılarak, diğer alacaklılar ile borçlanma aracı yatırımcıları arasında eşitliği sağlamaktadır.

Yukarıda zikrettiklerimiz dışında, pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde yönetim kurulunu riskin erken saptanması ve yönetimi komitesi kurmakla görevlendiren TTK.378 hükmü, modern hukuka özgü bir uygulamayla sermayenin korunmasına¹ ve bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcılarının alacaklarını tehdit edebilecek risklerin önceden saptanıp bertaraf edilmesine hizmet eder nitelikte koruyucu bir hükümdür. Bu hükmü takip eden, bir anonim şirketin kendi paylarını kanuni istisnalar dışında iktisap edemeyeceğine ilişkin TTK.379 da sermayenin korunması ile son derece yakın bağlantı içindedir. Zira payların şirket tarafından iktisabı², bir anlamda sermayenin iadesi demektir³. Sermaye iadesinin ise, diğer alacaklılarda olduğu üzere, borçlanma aracı yatırımcıları bakımından da alacağın ödenememesi tehlikesine yol açacağını yukarıda belirtmiştik⁴.

Pay sahiplerinin şirkete borçlanma (TTK.358) ve sermayenin iadesi yasağına (TTK m.480/III), esas sermaye için faiz ödenemeyeceğine (TTK.509/I) ve kâr payının ancak net dönem kârından veya serbest yedek akçelerden dağıtılabileceğine (TTK.509/II), haksız yere ve kötüniyetle alınan kâr payının iadesine, sermaye azaltılmasına (TTK.473 vd.), kanuni yedek akçe ayrılmasına ve yedeklerin harcanmasına ilişkin hükümler (TTK.519) ve son olarak sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan yönetim kurulu ve genel kurul kararlarının batıl olduğunu düzenleyen TTK.391/I, b ile 447/I, c hükümlerinin amacı da, alacaklıların güvencesi olan malvarlığını korumak olduğundan⁵; borçlanma aracı yatırımcılarının alacakları bakımından da anılan hükümlerin koruyucu niteliği tartışmasızdır.

¹ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1686.

² Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabına ve iktisap yasağına ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Özdamar**, Mehmet, Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara, 2005, s.57 vd. ile s.163 vd.; **Çeliktas**, İlyas, Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, Doktora Tezi, İstanbul, 2006, s.36 vd.; **Giray**, Rabia Eda, Anonim Şirketin Kendi Hisse Senetlerini İktisap Etme Yasağı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003, s.15 vd.

³ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1686.

⁴ bkz. Dördüncü Bölüm, §12, I.

⁵ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s.1687-1688.

II. KURUMSAL YÖNETİM (CORPORATE GOVERNANCE) İLKELERİ

Bir Anglo-Sakson deyiimi olan ve Türkçe'ye “kurumsal yönetim” ya da “kurumsal şirket yönetimi” şeklinde tercüme edebileceğimiz “*Corporate Governance*” (CG), 1990’lı yıllardan itibaren tüm dünyada hukuk, ekonomi ve bunların alt disiplin dallarında çok tutulan ve tartışılan bir kavramdır¹. Özellikle son yıllarda uluslararası finans piyasalarında ard arda yaşanan krizler ve Amerika’daki Enron, WorldCom, Global Crossing gibi dev şirketlerin iflası², bu konunun yeniden gündeme gelmesine ve ciddi anlamda tartışılmasına neden olmuştur³.

Kurumsal yönetim, şirketlerin performansını artırmak için, yönetim sistemleriyle ilgili gerekli düzenlemelerin yapılmasını ve şirketlerin bu düzenlemeler doğrultusunda faaliyet göstermesini gerekli gören bir yapıdır⁴. Anonim ortaklıklara ilişkin olarak yüzyıllar içinde edinilen tecrübenin ve yapılan hataların ışığı altında ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramı, anonim ortaklığı bir bütün olarak ele alan özel bir yönetim şeklidir⁵. Dayandığı temel ilkeler ve içerdiği kurallarla, anonim ortaklıkların nasıl idare edilmesi, faaliyetlerini nasıl yerine getirmesi gerektiğine ilişkin

¹ **Pulaşlı**, Hasan, *Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, Ankara, 2003, s.1.

² Amerika, Avrupa ve diğer ülkelerde son yıllarda yaşanan muhasebe hilelerine dayanan şirket iflaslarının çığ gibi büyümesi, şirketlerin uluslararası faaliyetleri nedeniyle, tüm dünya sermaye piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde küresel dev şirketlerin ekonomik yaşamdan silinmeleri ve sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılması, kurumsal yönetim ilkelerinin tüm dünyada yürürlüğe konulma sürecini hızlandırmıştır (**Pulaşlı**, *Corporate Governance*, s.7).

³ **Erdönmez**, Pelin Ataman, “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, *Bankacılar Dergisi*, S.47, 2003, s.42 ; **Kurt**, Mustafa/ **Kayacan**, Murad, “Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkelerinin İçerik Analizi”, *Kayacan, Murad, Küreselleşen Dünyamızda Yeni Şirket Gündemi: Kurumsal Yönetim*, TEDMER Vakfı Yayınları, İstanbul, (Aralık) 2006, s.25 ([http:// www.tedmer.org.tr/pdf/tedmer1.pdf](http://www.tedmer.org.tr/pdf/tedmer1.pdf), Erişim: 07.01.2014). Kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedeni, çeşitli ülkelerdeki uygulamaya dönük çalışmalar ve kurumsal yönetim genel teorisi hakkında detaylı bilgi için bkz. **Pulaşlı**, *Corporate Governance*, s.7 vd.; **Pulaşlı**, Ali, *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi Corporate Governance*, 2. B., İstanbul, 2005, s.5 vd.

⁴ **Karamustafa**, Osman/ **Varıcı**, İdris/ **Er**, Bünyamin, “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *KÜSBED*, S.17, 2009/1, s.101, (<http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi17/karamustafa.pdf>, Erişim: 07.01.2014).

⁵ **Pulaşlı**, s.18. Kurumsal yönetim kavramına ilişkin farklı tanımlar için bkz. **Pulaşlı**, s.21 vd.; **Pulaşlı**, *Corporate Governance*, s.4; **Yasaman**, Hamdi, *Banka Hukuku İle İlgili Makaleler Hukuki Mütalaalar Bilirkişi Raporları*, İstanbul, (Eylül) 2005, s.16; **Kurt/ Kayacan**, s.29.

bir sistemi ifade eder. Bu sistemin esasını da, uzmanlaşma ve profesyonelleşme temeli üzerine kurulu “kurumsallaşma” teşkil eder¹.

Kurumsal yönetim, öncelikle büyük şirketlerin yapılarını ve işleyişlerini belirleyen bir olgu olarak dünyada büyük önem kazanmıştır. McKinsey&Company’nin 2002 yılında uluslararası kurumsal yatırımcılar üzerinde yaptığı bir araştırmanın sonuçları, yatırımcıların da kurumsal yönetim konusu ile oldukça ilgili olduğunu göstermektedir. Araştırma sonucunun ortaya koyduğu temel düşünce, iyi kurumsal yönetimin şirketlerin riskini ve sermaye maliyetini düşürmesi, yatırımcıların talep ettikleri getiri oranını ise artırmasıdır².

Borçlanma aracı yatırımcılarının korunmasına yönelik önlem, tedbir ya da sistemler içerisinde “kurumsal yönetim ilkeleri”ne yer vermemizin nedeni de, bu ilkelerin, özellikle halka açık şirketlerin ihraç ettiği finansal enstrümanlara yatırım yapan menfaat sahiplerinin, söz konusu yatırımlarından ötürü zarar görmelerine neden olacak risk faktörlerini en aza indirmesidir. Ayrıca potansiyel yatırımcı grubunun yatırım yaparken önem verdiği iki ana etmen üzerinde, anılan ilkelerin pozitif yansımalarının son derece güçlü olması, dolaylı olarak yatırımcının korunması hususunu da ilgilendirmektedir. Şöyle ki, kurumsal yönetim ilkelerini büyük oranda uygulayan borçlanma aracı ihraççısı bir banka ya da anonim şirket, mali bünyesini tehdit eden risk faktörleri karşısında sağlam bir duruş sergilediği için, yasal olarak zorunlu olduğu miktarın dışında ilave özkaynak bulundurmak zorunda kalmayacak; bu da örneğin ihraççı kuruluş bir banka ise, daha çok mevduat ya da yabancı kaynak toplamasını, dolayısıyla düşük maliyetle iş hacmini büyütmesini sağlayacaktır. Böylece mali bünyesi giderek güçlenen ihraççı kuruluş, potansiyel yatırımcının önem verdiği yatırımın “güvenilirliği” noktasında tasarruf sahiplerinden tam puan alacaktır. Potansiyel yatırımcının önem verdiği ikinci ana etmen olan “tatminkar getiri oranı” da, sermaye maliyetinin düşmesiyle doğru orantılı olarak sağlanacaktır. Yatırımcılarına yüksek getiri oranları vaat eden ve mali bünyesinin sağlamlığıyla potansiyel borçlanma aracı yatırımcılarının hedefi olan büyük ve güçlü bir ihraççı kuruluşun, mevcut ve

¹ Pash, s.16.

² Toraman, Cengiz/ Abdioğlu, Hasan, “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim, 2008, s.97.

halihazırdaki borçlanma aracı yatırımcıları için de yeterli güvence mekanizmaları oluşturacağı açıktır.

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında, özellikle son yıllarda uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler sonrasında, dünyadaki gelişmelerin dışında kalmamak ve sermaye piyasalarının ekonomik kalkınmaya olan katkısını artırmak amacıyla, birtakım düzenlemeler yapılmış ve yapılmaya devam etmektedir. Halka açık şirketler için kurumsal yönetimin hukuki alt yapısı SerPK, diğer şirketler için TTK ile düzenlenmiştir¹.

Ülkemiz sermaye piyasasının uluslararası finans sisteminin bir parçası olarak yapılandırılması amacına yönelik olarak, başta halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkeleri, SPK tarafından Temmuz 2003’te “SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri” başlıklı bir rehber ile yayınlanmıştır. 2005 yılında bu ilkeler, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında revize edilerek tekrar yayınlanmıştır². Şu an itibariyle ülkemizde kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlendiği hukuki metin ise, SPK’nın yayımladığı II-17.1 syl. Kurumsal Yönetim Tebliği’dir³. Buna göre kurumsal yönetim ilkelerini uygulayacak olan şirketler, halka açık şirketlerdir⁴ (m.1 ve 5). Bu bağlamda, halka açık şirket niteliğinde olup aynı zamanda borçlanma aracı ihraç eden bir kuruluş da kurumsal yönetim ilkelerini uygulamak durumundadır.

İlkeler Tebliği’nin (1) numaralı Ek’inde yer almakta ve pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. Borçlanma aracı yatırımcılarının korunması bakımından kurumsal yönetim ilkelerinin bizi ilgilendiren kısmı, “menfaat sahipleri”ne ilişkin

¹ **Erdönmez**, Yeniden Yapılandırma, s.44-45.

² **Toraman/ Abdioğlu**, s.98.

³ RG: 03.01.2014, S.28871. Bu Tebliği’nin hukuki dayanağını SerPK.17 hükmü oluşturur. Bu hüküm uyarınca kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ilişkin usul ve esaslar Kurul’ca belirlenir. Kurul bu yetkilerini halka açık şirketler arasında haksız rekabet ile sonuçlanmayacak şekilde ve eşit koşullardaki şirketlere eşit kuralların uygulanması prensibini göz önünde bulundurarak kullanır (m.17/I).

⁴ Tebliği’de halka açık şirketler, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan şirketler, şeklinde tanımlanmıştır (m.3/f). SerPK’ya göre de, payları borsada işlem gören şirketler ile pay sahibi sayısı beşyüzü aşan anonim şirketlerin payları halka arz olunmuş sayılır ve bu şirketler halka açık şirket hükümlerine tabi olurlar (m.16/I).

bölümde bulunan ilkelerdir. Zira menfaat sahiplerinin kimler olduğu açıklanırken, şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler gibi kişi, kurum veya çıkar gruplarından söz edilmektedir (3.1.1). Çoğunlukla borçlanma aracı yatırımcıları ile ihraççı kuruluş arasında da bir para ödöncü ilişkisi bulunduğu dikkate alındığında, yatırımcıların da alacaklı sıfatıyla menfaat sahipleri olarak sayılan gruba dahil kişi veya kuruluşlar oldukları görölür. Bu bağlamda ihraççı kuruluşun, işlem ve faaliyetlerinde borçlanma aracı yatırımcılarının haklarını koruma altına alması gerekir. Yatırımcıların haklarının mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle korunmadığı durumlarda ise, yatırımcıların çıkarlarının iyiniyet kuralları çerçevesinde ve ihraççının imkanları ölçüsünde korunması gerekir (3.1.1).

Yatırımcıların mevzuat ve sözleşmelerle korunan haklarının ihlali halinde, etkili ve süratli bir tazmin imkanı sağlanır. İhraççı, mevzuat ile yatırımcılara sağlanmış olan tazminat gibi mekanizmaların kullanılabilmesi için gerekli kolaylığı gösterir. Yatırımcılar, haklarının korunması ile ilgili ihraççının politikaları ve prosedürleri hakkında, şirketin kurumsal internet sitesi de kullanılmak suretiyle yeterli bir şekilde bilgilendirilir (3.1.2; 3.1.3).

İhraççılar, mevzuata aykırı ve etik açıdan uygun olmayan işlemlerini, yatırımcıların kurumsal yönetim komitesine veya denetimden sorumlu komiteye iletebilmesi için gerekli mekanizmaları oluştururlar. Yatırımcılar ile ihraççının muhatap olduğu diğer menfaat sahipleri arasında çıkar çatışmaları ortaya çıktığında veya yatırımcıların bu sıfatları dışında menfaat sahibi kategorisinde sayılmalarını gerektirecek bir başka çıkar grubuna daha dahil olmaları durumunda, sahip olunan hakların korunması açısından mümkün olduğunca dengeli bir politika izlenir, her bir hakkın birbirinden bağımsız olarak korunması hedeflenir (3.1.4; 3.1.5).

Menfaat sahibi olarak yatırımcıların ihraççı kuruluşların yönetimine katılımını destekleyici modeller, ihraççıların faaliyetlerini aksatmayacak şekilde geliştirilir. Söz konusu modeller, ihraççının iç düzenlemelerinde veya esas sözleşmesinde yer alır. Yatırımcılar bakımından sonuç doğurabilecek önemli kararlarda yatırımcıların görüşleri alınır (3.2.1; 3.2.2).

III. KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER

A. GENEL OLARAK

Kapsamı hayli geniş ve çok yönlü bir kavram olan kamuyu aydınlatma, ileri anonim ortaklıklar hukukunun, üzerinde çok tartışılan ve vazgeçilmezliği korunan ana ilkelerinden biridir¹. Bu ilke, ortaklık pay sahiplerinin ve alacaklılarının menfaatlerini koruyan, haklarını bilinçli ve etkili şekilde kullanmalarına yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücü ulusal ekonominin gerekleri doğrultusunda yönlendiren; iç ve dış denetimi kapsamına alan ilkelerin tümüdür².

Kamuyu aydınlatma kavramının özünde, sermaye piyasasında faaliyette bulunan şirketler ile menkul kıymetlere ilişkin durum, olay ve faaliyetlerin kamuya açıklanması yer almaktadır³. Ancak Türk sermaye piyasası hukuku, halka açık şirketlere uygulanabilecek genel bir açıklama yapma yükümlülüğü getirmemiştir⁴. Kamuyu aydınlatma ilkesi doğrultusunda açıklama yapma yükümlülüğü, sadece belirli durumlarda öngörülmüştür. Bunlardan biri periyodik açıklamalar şeklindedir ve yıllık ve ara mali tablo ve raporların düzenlenmesini⁵ gerektirir. İkincisi ise özel durum açıklamalarıdır ve belirli olayların ortaya çıkması halinde bunların kamuya açıklanmasını zorunlu kılmaktadır⁶.

¹ **Tekinalp**, Ünal, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2.B., İstanbul, 1979, s.5. Kamuyu aydınlatma ilkesinin ortaya çıkışı ve bu ilke hakkında geniş bilgi için bkz. **İhtiyar**, s.6 vd.

² **Tekinalp**, Bilanço, s.53. Kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin doktrinde yapılan diğer bir tanım için bkz. **Kabaalioglu**, s.12.

³ **Kaya**, Arslan, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara, 2001, s.16.

⁴ Türkiye’de halka açık şirketleri, tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarını veya sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek derecede önemli olayları, planları, stratejileri veya diğer bilgileri açıklamaya zorlayan, genel nitelikte bir “açıklama yapma yükümlülüğü” yoktur. Bu nedenle kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olmak, tek başına, açıklama yapma yükümlülüğüne yol açmaz (**Kütükçü**, Doğan, “Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğünü İhlal Etmeleri Nedeniyle Doğan Sorumluluklar”, İBD, C.LXXVIII, S.2004/1, s.55).

⁵ II-14.1 syl. Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, RG: 13.06.2013, S.28676.

⁶ **Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatma, s.55-56.

Bir de ihraç edilen menkul kıymetlerin ve sermaye piyasası araçlarının birincil piyasada halka arzına ilişkin işlemler sırasında düzenlenmesi ve kamuya duyurulması zorunlu olan izahname vasıtasıyla yapılması gereken açıklamalar söz konusudur. Borçlanma araçları bakımından izahname yoluyla kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde yapılması gerekli açıklamalara ve bu çerçevede ihraççı kuruluşların kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine, tezimizin ikinci bölümünde¹ yer verdiğimizden, burada sadece ihraççı kuruluşların özel durumlara ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ve bu yükümlülüğün borçlanma aracı yatırımcısının korunmasındaki önemi üzerinde durmayı uygun görüyoruz.

B. BORÇLANMA ARACI YATIRIMCILARINA YAPILMASI GEREKEN ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARI

Borçlanma aracı ihraççısı kuruluşların kamuyu aydınlatma ve bu bağlamda özel durum açıklaması yapma yükümlülüklerinin hukuki dayanağını, SerPK.15 hükmü ve SPK'nın II-15.1 syl. Özel Durumlar Tebliği² oluşturmaktadır. SerPK.15 hükmünün gereği olarak, borçlanma araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanmalıdır (m.15/I). Bu bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin esaslar ise Kurul'ca belirlenir (m.15/II).

İşte II-15.1/Teb. bu hükme dayanılarak çıkarılmıştır. Tebliğ'de, payları borsada işlem gören ihraççılar ile pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını yurt içinde halka arz eden payları borsada işlem görmeyen ihraççıların bu Tebliğ kapsamında özel durum açıklaması yükümlülüğü altında olduğu düzenlenmiştir (m.2/I ve II). Ayrıca halka arz etmeksizin yurt içindeki nitelikli yatırımcılara sermaye piyasası aracı ihraç eden ve payları borsada işlem görmeyen ihraççıların da belirli oranda bu Tebliğ'de öngörülen yükümlülüklerle tabi olduğu belirtilmiştir (m.3). Buna göre payları borsada işlem gören ve borçlanma aracı ihraç eden tüm ihraççılar ile payları borsada işlem görmemekle birlikte, yurt içinde borçlanma araçlarını halka arz eden tüm ihraççılar, yatırım kararlarını etkileyecek özel durum açıklaması yapma yükümlülüğüne tabiidir.

¹ bkz. İkinci Bölüm, §5, I.

² RG: 23.01.2014, S.28891.

Bu çerçevede, borçlanma araçlarını sermaye piyasasına arz ederek bu piyasanın kaynaklarından yararlanan ihraççı kuruluşlar, borçlanma araçlarının (ve ihraç ettikleri diğer menkul kıymetlerin) değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde, kamunun aydınlatılmasına yönelik olarak sermaye piyasası mevzuatı uyarınca açıklama yapma yükümlülüğüne tabi olacaklardır¹. Sürekli kamuyu aydınlatma ilkesini gerektiren bu düzenleme uyarınca ihraççılar, sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler hususunda kamuya bilgi vermelidirler (m.5/V). Bu madde, ihraççının mali durumunda, organizasyon yapısında, faaliyetlerinde ve sonuç itibarıyla borçlanma aracı yatırımcılarının yatırım kararları üzerinde etkili olabilecek ihraççıya ilişkin hususlar hakkında kamuya bilgi verilmesini düzenlemektedir. Ancak borçlanma aracı yatırımcılarının sağlıklı bir yatırım kararı verebilmeleri, sadece ihraççıya ilişkin önemli durumlar hakkında, zamanında, tam, doğru, açık, anlaşılabilir, kıyaslanabilir ve diğer yatırımcıların haksız kazanç sağlamamaları bakımından, onlarla eş zamanlı biçimde bilgilendirilmelerine bağlı değildir. Sağlıklı ve verimli bir yatırım kararı, aynı zamanda borçlanma araçlarının piyasa değeri üzerinde etkili olabilecek hususların da yatırımcılara gecikmeksizin duyurulmasına bağlıdır. Tebliğ bu hususa ilişkin olarak iki önemli düzenleme içermektedir.

Bunlardan birincisi, borçlanma araçlarının borsada işlem görmesi halinde söz konusu olur. Buna göre ihraççı, borçlanma araçlarının fiyatlarında veya işlem hacimlerinde, olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan değişimler olduğunda, ilgili borsanın talebi üzerine kamuya açıklama yapmak zorundadır (m.8). Borçlanma araçlarına ilişkin özel durum açıklaması yapmayı gerektiren ikinci düzenleme ise, bir tür doğrulama yükümlülüğü öngörmektedir. Buna göre, tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarını veya borçlanma araçlarının değerini ve fiyatını etkileyebilecek öneme sahip, basın yayın organları veya diğer iletişim yollarıyla ilk kez kamuya duyurulan veya daha önce kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber ve söylentilerin varlığı halinde; bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda ihraççılar tarafından kamuya açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu yükümlülük Kurul veya ilgili borsa

¹ Karş. **Tanör**, Reha, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Düzenlemeleri ve Bunların Bankalar Kanunu’na Tabi Kuruluşlara Uygulanabilirliği”, Prof. Dr. Kemal Oğuzman’a Armağan, 2002/1, s.686.

tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin yerine getirilir (m.9/I)¹.

C. İHRAÇÇININ AÇIKLAMA YAPMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ İLE TİCARİ SIR VE BANKACILIK SIRRI ARASINDAKİ SINIR

Hukuki boyutta son derece açık hükümleri içeren yukarıda bahsettiğimiz düzenlemelerin, uygulamada gereksiz ve gerekçesiz biçimde takdire dayalı bir belirsizliğe sürüklendiği ve bunun hukuki açıdan yaptırım doğuran sorumluluklar getirdiği görülmektedir. Bu durumun ise, hem borçlanma aracı yatırımcıları hem de piyasa geneli üzerinde olumsuzluklara neden olacağı ortadadır². Yani uygulamada ihraççılar, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde söz konusu olan açıklama yükümlülüklerini, sadece kendi takdirlerine göre kısmen yerine getirmekte; hangi ölçüte bağlı olduğu, kimin tarafından saptandığı bilinmeyen bu tercih doğrultusunda, özellikle olumsuz mali gelişmeleri haksız biçimde kamuoyundan ve yatırımcılardan gizleyebilmektedirler. Böylece yapmakla yükümlü oldukları açıklamalardan kaçınarak mevzuat hükümleriyle çelişebilmektedirler³. Oysa ki ihraççılar, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, mali durumları hakkındaki bütün bilgileri kanunla yetkilendirilmiş bir kamu otoritesi olan Kurul'a sunmak zorundadırlar⁴.

Bu noktada, borçlanma aracı yatırımcılarının korunması bakımından önemli bir tehdit oluşturan özel durum açıklamalarına ilişkin uygulamadaki bu isteksiz davranış biçimlerinin, ihraççı kuruluşlar bakımından ticari sır veya bankacılık sırrı kavramı çerçevesinde haklı bir temele oturtulup oturtulamayacağı sorusu akla gelmektedir. Ticari sır kavramını tam olarak ortaya koyan bir tanım yapmak zor olsa da⁵, genel olarak, bağımsız ekonomik bir değeri olup ekonomik faaliyetlerde sahibine rekabet

¹ Bu iki durumda, yani olağandışı fiyat ve miktar hareketleri ile doğrulama yükümlülüğünün ortaya çıktığı hallerde, ihraççı bunların sebebini bilmesee dahi, bilmediğine ilişkin bir açıklama yapması şarttır (**Kütükçü**, Kamuyu Aydınlatma, s.56).

² **Sayar**, s.99.

³ **Tanör**, Kamunun Aydınlatılması, s.686.

⁴ **Tanör**, Halka Arz, s.234.

⁵ Ticari sır, kavramını tam olarak neyi ya da neleri ifade ettiğinin belirlenememesi, işletmeden işletmeye, kişiden kişiye değişmesi nedeniyle, ne anlama geldiği her somut olayda farklı biçimde değerlendirilmesi gereken, tanımı en zor yapılabilecek kavramlardan birisidir. Bu nedenle ticari sır konusunda bugüne değin ortak bir tanım yapılamamıştır (**Usluel**, Aslı E. Gürbüz, Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticari Sırrın Korunması, 1. B., İstanbul, (Nisan) 2009, s.21-22).

avantajı sağlayan, sadece sınırlı bir çevrede bilinen ve sahibinin gizli kalmasını istediği her türlü bilgi, şeklinde kavramı tanımlamak mümkündür¹. Bu çerçevede üretim teknikleri gibi teknik sırların yanı sıra, üçüncü kişilerle olan ticari ilişkiler, mal veya hammaddelerin nereden sağlandığını gösteren tedarik listeleri, fiyat oluşum bilgileri ve fiyat stratejileri, stratejik planlar ve finansal raporlar, iş yöntemleri, bilgisayar programları ve veri tabanları, personel kayıtları, satış verileri, müşteri listeleri, pazarlama, tanıtım ve reklam planları ticari sırlar arasında yer alabilir². Bu listeyi yeni öğeler ekleyerek uzatmak mümkündür³.

Ticari Sır, Banka Sırrı ve Müşteri Sırrı Hakkında Kanun Tasarısı'nda⁴ ise ticari sırrın; *“bir ticarî işletme veya şirketin faaliyet alanı ile ilgili yalnızca belirli sayıdaki mensupları ve diğer görevlileri tarafından bilinen, elde edilebilen, özellikle rakipleri tarafından öğrenilmesi halinde zarar görme ihtimali bulunan ve üçüncü kişilere ve kamuya açıklanmaması gereken, işletme ve şirketin ekonomik hayattaki başarı ve verimliliği için büyük önemi bulunan; iç kuruluş yapısı ve organizasyonu, malî, iktisadî, kredi ve nakit durumu, araştırma ve geliştirme çalışmaları, faaliyet stratejisi, hammadde kaynakları, imalatının teknik özellikleri, fiyatlandırma politikaları, pazarlama taktikleri ve masrafları, pazar payları, toptancı ve perakendeci müşteri potansiyeli ve ağları, izne tâbi veya tâbi olmayan sözleşme bağlantılarına ilişkin veya bu gibi bilgi ve belgeleri”* ifade ettiği belirtilmiştir (m.2/a). Kanaatimizce, tanımda ticari sır olarak kabul edilen unsurlardan özellikle mali ve iktisadi duruma ilişkin bilgilerin açıklanamayacak olması, SerPK'ya tabi ve dolayısıyla kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bulunan borçlanma aracı ihraççısı kuruluşların bu yükümlülükleriyle çelişmekte ve anılan kuruluşlar için bu yükümlülüğü neredeyse imkansız kılmaktadır⁵.

¹ **Bilge**, Mehmet Emin, Ticari Sırların Korunması, 2. B., Ankara, 2005, s.5.

² **Bilge**, Ticari Sır, s.5-6; **Usluel**, Ticari Sır, s.27. Teknik ya da ticari iş ve işlemlere ilişkin bilgilerin ticari sır kabul edilebilmeleri için, her bir somut olayda ticari sır olmanın temel unsurlarını gerçekleştirmeleri gerekir. Öncelikle ticari sır korumasının konusu bir bilgidir. Bu bilginin ticari nitelikte olması, sır vasfı taşıması, bilgi sahibinin iradesinin bu bilgiyi sır olarak tutma yönünde olması gerekir. Ayrıca bilginin sır olarak tutulmasında bilgi sahibinin yararı bulunmalıdır (**Bilge**, Ticari Sır, s.15-16).

³ **Usluel**, Ticari Sır, s.27.

⁴ Tasarı metni için bkz. <http://www.kgm.adalet.gov.tr/Tasariasamaları/Tbmmkms/Tbmmkom/ticarisir.pdf>, Erişim: 09.12.2014.

⁵ Aynı yönde bkz. **Usluel**, Ticari Sır, s.29.

Ayrıca ticari sırrın başlıca unsurları, sahibine ekonomik bir menfaat sağlaması, henüz kamuya açıklanmamış bir bilgi olması ve sahibinin bu bilginin gizli kalmasına yönelik iradesidir. Yukarıdaki tanımda ticari sır sahibinin iradesine ilişkin unsura yer verilmemiştir. Bu nedenle kanımızca tasarı bu haliyle yasalaşmamalı, ticari sırrın genel unsurlarının yer alacağı bir tanım verilerek, ticari sır sayılabilecek özel durumlara ilişkin örneklerin başka bir maddede ve sınırlı olmayan bir şekilde belirlenmesi yoluna gidilmelidir¹. Bu yapılırken de SerPK'ya tabi kuruluşların kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile korunması gerekli ticari sırları arasındaki denge iyi sağlanmalıdır. Bu husus, borçlanma aracı yatırımcılarının ihraççı kuruluşlar ve bunların ihraç ettiği araçlar hakkında tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmeleri bakımından son derece önem arz etmektedir. Zira yatırımcıların önem verdiği iki temel unsur, yatırımın güvenilirliği ve verimliliğidir. Bunun için de yatırımcıların, ihraççı kuruluşların finansal ve mali durumları hakkında çok önemli sayılabilecek birtakım bilgilerden, ticari sır gerekçesiyle yoksun olmamaları gerekir.

İhraççı kuruluşun açıklama yapmaktan kaçınma davranışı, özellikle son dönemde yoğun biçimde gerçekleştirdiği tahvil ve bono ihraçlarıyla dikkat çeken bankalar bakımından “bankacılık sırrı” kavramı çerçevesinde haklı bir temele oturtulabilir mi? Bankacılık sırrı ve bu bağlamda bankanın sır saklama borcu, banka ile müşteri arasında kurulmuş her bir banka sözleşmesinin içeriğinde asli veya dürüstlük kuralından doğan ferî (yan) bir borç olarak yer almakta veya yer almış sayılmaktadır². Banka gizliliği de denilen bankacılık sırrını, banka işlemleri nedeniyle müşterilerinin malvarlıkları, özel ilişkileri, ticari ve kredi itibarları hakkında iradi veya irade dışı olarak bilgi edinen banka ve mensuplarının, bu bilgileri açıklamamaları hususundaki yükümlülükleri olarak tanımlayabiliriz³. Bankacılık sırrı kavramı, esasen bankanın müşterisi hakkında öğrendiklerini kendi haksız çıkarları doğrultusunda kullanmasını engellemek amacıyla geliştirilmiştir. Fakat uygulamada, finansal piyasalarda gerçekleştirilen birçok usulsüzlüğün örtbas edilmesinde bir araç olarak kullanılmaktadır.

¹ Ayrı yönde bkz. **Usluel**, Ticari Sır, s.28.

² **Kaplan**, İbrahim, “Banka Gizliliği–Bankanın Sır Saklama Borcu”, Batider, C.XV, S.4, (Aralık) 1990, s.3.

³ **Kaplan**, Sır Saklama, s.4.

Oysa özü itibariyle bankacılık sırlarının, kamunun aydınlatılmasına yönelik olarak yapılması gereken açıklama yükümlülüğünü bertaraf etmeyeceği tabiidir¹.

Bu çerçevede borçlanma aracı ihraç ve halka arzeden ve dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesine tabi olan bankalar, özellikle SerPK.15 hükmü gereği sürekli olarak kamuyu aydınlatmakla yükümlüdürler. Bu durum karşısında bankacılık sırrı kalkanının arkasına sığınmak oldukça güçtür². Örneğin bir bankanın kendisine ait bir kuruluş ile üstü örtülü işlemler yaparak kazancını saklaması, aktarması, malvarlığını başkalarının aleyhine olarak azaltması gibi durumların, “bankacılık sırrı”nın arkasına sığınarak gizlenmeye veya üstünün örtülmeye çalışılması, finansal piyasaların kalitesini belirleyen koşulların öncüsü olan “bilginin açıklanması” kuralına çok ters düşmektedir. Bankacılık Kanunu da SerPK da “tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması” için yürürlüğe konulmuştur. Sözü edilen bu tasarruf sahiplerinden biri olan borçlanma aracı yatırımcılarının, bankalardaki gelişmelerin sahip oldukları menkul kıymetlerin değerini nasıl etkileyeceğini öğrenmek ve yatırım kararlarını buna göre verip gerektiğinde çok seri biçimde değiştirmek, en temel haklarıdır³.

Yukarıda yaptığımız açıklamalar göstermektedir ki, kendi menkul kıymetlerini (borçlanma araçlarını) halka arz etmek suretiyle sermaye piyasası mevzuatına tabi olan bankalar, bu araçların değerini etkileyebilecek nitelikteki değişme ve gelişmeleri yatırımcılara duyurmak zorundadırlar⁴. Ayrıca Bankacılık Kanunu’nun sırların saklanmasına ilişkin m.73/III hükmünde, sıfat ve görevleri dolayısıyla bankalara veya müşterilerine ait sırları öğrenen banka mensuplarının, söz konusu sırları bu konuda kanunen açıkça yetkili kılınan mercilerden başkasına açıklayamayacakları belirtilmektedir. Kurul da kanunen yetkili olan mercilerden biridir. Zira Kurul, kendisine SerPK ile verilmiş görev ve yetkileri kullanmak üzere kurulmuş, kamu tüzel kişiliğine sahip bir kurumdur. Buna ilaveten Kurul’un, menkul kıymetlerini halka arz eden bir banka olarak borçlanma aracı ihraççısı bankadan kamuyu aydınlatmak amacıyla bilgi ve belge isteme yetkisi bulunmaktadır. Dolayısıyla borçlanma aracı ihraç

¹ Sayar, s.99.

² Demek oluyor ki, kamuyu aydınlatma ilkesi karşısında bankacılık sırrı kavramı daha dar olarak yorumlanmalı ve ileri sürülebileceği durumlar sınırlandırılmalıdır (Turanboy, Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara, 2002, s.83).

³ Tanör, Kamunun Aydınlatılması, s.691.

⁴ İhtiyar, s.156.

eden bankaların, kanunen yetkili kılınan Kurul'a, kamuyu aydınlatma gereğince bilgi sunmaları bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır¹.

Borçlanma aracı yatırımcılarından kaynak toplayan bir bankanın, bu araçların değerini etkileyecek her türlü gelişmeyi, II-15.1/Teb. kapsamında açıklaması gerekirken, bu bilgilerden bir kısmının açıklanıp bir kısmının açıklanmaması, kaynağına başvurulmuş borçlanma aracı yatırımcısına bunun karşılığında verilmesi gerekli hesaptan kaçınılması, bu yapılırken de ne olduğu bilinmeyen bir sır perdesinin arkasına saklanması, hukuk mantığının ve felsefesinin kabul edebileceği bir koruma mekanizması değildir. Ayrıca bu durum, Bankacılık Kanunu ve SerPK'nın amaç maddesine aykırılık oluşturur².

IV. İHRAÇÇI KURULUŞLARIN DENETİMİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER

A. BAĞIMSIZ DIŞ DENETİM DÜZENLEMELERİ

1. Genel Olarak

SerPK'nın amacı sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasıdır (SerPK.1). Bu amacın gerçekleşmesi piyasaya, yatırımcı ve menfaat sahiplerine şirketlerle ilgili bilgi akışının sağlanabilmesi ile mümkün olur. Piyasaya ve bilgi kullanıcılarına ulaştırılan bilgilerin güvenilirliği bağımsız bir denetimden geçmelerine bağlıdır. Bu nedenle SerPK'da, bu kanuna tabi kurum ve kuruluşların³ finansal raporlama standartları, söz konusu raporların kesinleşmesi,

¹ **Turanboy**, Halka Açık Banka, s.82; **Tanör**, Halka Arz, s.236.

² **Tanör**, Kamunun Aydınlatılması, s.691.

³ SerPK'nın kapsamına sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, ihraççılar, halka arz edenler, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, borsalar ile sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü diğer teşkilatlanmış piyasalar, piyasa işleticileri, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, merkezî takas kuruluşları, merkezî saklama kuruluşları, Merkezî Kayıt Kuruluşu ve SPK girer. Sermaye piyasası kurumları SerPK.35'de sayılan kurumlardır (SerPK.3/I-t). Buna göre a) Yatırım kuruluşları, b) Kolektif yatırım kuruluşları, c) Sermaye piyasasında faaliyette bulunacak bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları, ç) Portföy yönetim şirketleri, d) İpotek finansmanı kuruluşları, e) Konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları, f) Varlık kiralama şirketleri, g) Merkezî takas kuruluşları, ğ) Merkezî saklama kuruluşları, h) Veri depolama kuruluşları, ı) Kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları, bu kapsama girer. Sermaye piyasası kurumlarının finansal tablolarının hazırlanmasına ve sunulmasına ilişkin SerPK.14 hükümleri kıyasen uygulanır (SerPK.36).

raporlardan doğan sorumluluk, bunların kamuya açıklanması ve bağımsız denetime tabi tutulma esasları hakkında düzenlemeler yapılmıştır¹.

Bağımsız dış denetimi en basit haliyle, yönetim tarafından hazırlanan finansal tabloların objektif bir şekilde incelenmesi, şeklinde tanımlayabiliriz². Bankacılık sektörü bakımından bağımsız dış denetim ise, bankaların hesap ve kayıt düzeni ile finansal tablolarının doğruluğunun, güvenilirliğinin, bankacılık düzenlemelerine uygunluk derecesinin araştırılması ve sonuçlarının ilgili taraflara bildirilmesi amacıyla kanıt toplanması, bu kanıtların değerlendirilmesi sonucunda görüş oluşturulması ve rapora bağlanması aşamalarından oluşan bir süreçtir (BBDGKY³ 5/I). Bankaların genel kurullarına sunacakları yıllık finansal raporların bağımsız denetim kuruluşlarınca onaylanması yasal bir zorunluluk olarak öngörülmüştür (5411 syl. Kanun 39/II).

Banka yönetim kurullarınca hazırlanan finansal tabloların bağımsız dış denetime tabi tutulmasına ilişkin yasal zorunluluk, özellikle anılan bankaların sermaye piyasasında faaliyette bulunan ve kendi menkul kıymetlerini halka arzeden, dolayısıyla sermaye piyasasından fon teminine başvuran banka niteliğinde bulunmaları halinde, daha önemli ve kilit bir rol oynamaktadır. Zira bu husus, özellikle piyasada tedavül eden borçlanma araçlarının çoğunluğunda ihraççı olarak bankaların bulunması nedeniyle, söz konusu araçlara yatırım yapan veya yapacak olan yatırımcıların korunması bakımından son derece önemlidir. Şöyle ki, borçlanma aracı yatırımcılarının korunabilmesi, onların yeterli, doğru, dürüst, zamanında, tam, karşılaştırılabilir ve anlaşılabilir biçimde bilgilendirilmelerine bağlıdır. Bu bilgilendirilme faaliyeti içerisinde ise, banka finansal tabloları⁴ ile yönetim kurulunca hazırlanan yıllık faaliyet raporu son derece önemli bir yer işgal eder. Zira yatırımcıların fonlarını bir süreliğine aktaracakları bankanın, gerek

¹ Genel Gerekçe, SerPK, I, 3.

² **Ulusoy**, Yasin, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Dış Denetim, 1. B., Ankara, (Şubat) 2007, s.45.

³ “Bankalarda Bağımsız Denetimi Gerçekleştirecek Kuruluşların Yetkilendirilmesi ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik”, RG: 01.11.2006, S.26333.

⁴ Banka finansal tabloları; bilanço (finansal durum tablosu), gelir tablosu (kâr ve zarar cetveli), özkaynaklarda muhasebeleştirilen gelir gider kalemlerine ilişkin tablo, özkaynak değişim tablosu, nakit akış tablosu ile kar dağıtım tablosundan oluşur. Önemli muhasebe politikalarını özetleyen dipnotlar, Türkiye Muhasebe Standartlarında verilmesi öngörülen diğer açıklayıcı notlar ile finansal tablolarda yer alan bilgilere ilişkin açıklayıcı rapor ve tablolar, finansal tabloların ayrılmaz parçalarıdır (Bankaların Muhasebe Uygulamalarına ve Belgelerin Saklanması İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik m.5, RG: 01.11.2006, S.26333).

ödünç olarak aldığı bu fonları geri ödeyebilme, gerekse borçlanma aracı yatırımcılarına vaat ettiği getiriye ödeyebilme gücü, ancak söz konusu bu finansal tablo ve raporlara bakılarak anlaşılabilir.

Bu durumda borçlanma aracı yatırımcılarının bilinçli ve doğru bir yatırım kararı verebilmeleri, anılan tablo ve raporların güvenilirlik düzeyi ile doğrudan bağlantılıdır. Nitekim finansal tablolar ve raporlar bankanın gerçek mali durumu ile ne derece uyumlu ise, yatırımcının söz konusu yatırım nedeniyle üstleneceği finansal risk düzeyi de o derece düşük olacaktır. İşte borçlanma aracı yatırımcısının gerçeği yansıtmayan, yanlış, eksik, hileli veya aldatıcı nitelikteki finansal tablo ve raporlarda verilen bilgilerin doğruluğuna güvenerek¹ söz konusu yatırım yüzünden zarar görmesini engelleyecek en önemli mekanizma, etkin bir bağımsız dış denetim uygulamasıdır.

Borçlanma aracı yatırımcıları, sermaye piyasasında karar alıcı konumunda olan bir grubu temsil ederler ve ihraççı tarafından açıklanan bilgilerin yeterince güvenilir olmama olasılığı, bir karar alıcı olarak onları bu konuda bazı önlemler almaya zorlamaktadır. Yatırımcılar, açıklanan bilgilerin verecekleri karar için yeterli derecede güvenilir olduğunu araştırmalıdır. Bu araştırmada başvurulacak genel bir yöntem, bu bilgilerin bağımsız bir kişi veya kuruluş tarafından denetlenerek doğrulanmasıdır. Borçlanma aracı yatırımcısı için ancak bütünlüğü, doğruluğu ve tarafsızlığı denetlenip doğrulanmış bilgi, karar vermesi için güvenilir bilgi olarak kabul edilir².

İhraççı finansal tablolarının bu kuruluşun faaliyetlerinden sorumlu kişilerce hazırlanması nedeniyle, bu tabloların içerdiği muhasebe verilerinin doğruluğunun ve güvenilirliğinin belirlenmesi için bağımsız denetçiler tarafından incelenmesi gerekmektedir. Muhasebe verilerinin doğruluk ve güvenilirliğinin araştırılmasındaki

¹ Toplumun büyümesi ve ekonomik yaşamın gelişip karmaşıklaşması, güvenilir bilgi elde etme ihtiyacını artırmaktadır. Her toplumda alınacak ekonomik kararlar, karar anı sırasında elde bulunan geçerli bilgilere dayandırılır. Amaca uygun ve tutarlı karar verebilmek, karara dayanak olan bilgilerin geçerli ve güvenilir olmasına bağlıdır. Güvenilir olmayan bilgi, kaynakların etkin kullanımını önleyerek topluma ve karar alıcının kendisine zarar verir. Toplum gelişip karmaşıklaştıkça, karar alıcıya sunulan bilgilerin güvenilir olma olasılığı da azalmaktadır. Karar alıcının ise, kendisine sunulan bilgileri doğrudan kaynağına giderek inceleme olanağı yoktur. Karar alıcı, başkaları tarafından hazırlanmış bilgileri veri kabul edip, bunların doğruluğuna güvenmek durumundadır (Yılmaz, Eyüp, Bankacılıkta ve Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Düzenlemeleri, SPK Yeterlik Etüdü, 1. B., Ankara, (Nisan) 2003, s.11).

² Karş. Yılmaz, Bağımsız Denetim, s.8-9.

amaç ise, ihraççı faaliyetlerinin yöneticilerce dürüst biçimde yürütülmesi için baskı unsuru oluşturmaktır. Böylece borçlanma aracı yatırımcılarının hak ve çıkarları yöneticilere karşı korunur; sermaye piyasasında ve kamuoyunda da yöneticilerin davranışlarına karşı güven duyulması sağlanır¹.

Tasarruf sahiplerinin borçlanma araçlarına daha fazla yatırımda bulunmalarını sağlamanın ve ihraççılara karşı halkın güvenini pekiştirmenin yolu, bağımsız dış denetimdir². Diğer bütün menkul kıymetlerin olduğu gibi, borçlanma araçlarının potansiyel yatırımcı kitlesi de, bilgi sahibi olmadığı müddetçe yatırım yapma hususunda istekli olmayacaktır. Bu nedenle ihraççının kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunacağı finansal bilgilere ihtiyaç duyulur³.

Mevcut ve müstakbel borçlanma aracı yatırımcılarının, ihraççının finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilgili en önemli bilgi kaynakları ise, kamuya açıklanan finansal tablolar ile yıllık faaliyet raporlarıdır. Ancak finansal tablolar ile yıllık faaliyet raporları çeşitli nedenlerle gerçeği ve doğruyu yansıtmayabilir. Bunun en önemli nedeni çıkar çatışmalarıdır. Örneğin yönetim kurulu üyeleri, tahvil ya da bono gibi ihraççı kuruluşun menkul kıymetlerinin satılmasını istediklerinde, finansal tablolarda ihraççının finansal durumunu daha iyi gösterebilirler ve böylece anılan menkul kıymetlerin değerinin artmasını sağlayabilirler⁴. Keza ihraç edilen borçlanma araçlarını ikincil piyasada düşük fiyatla tekrar satın almak istediklerinde de, finansal tablolarda ihraççının finansal durumunu olduğundan daha kötü gösterebilirler. Bu halde bilgi sağlayıcı ile borçlanma aracı yatırımcıları gibi bu bilgiyi kullananlar arasında bir çıkar çatışması söz konusu olur. Finansal tabloların gerçeğe uygun hazırlanmadığı bu hallerde, yönetim kurulu üyeleri bilgi kullanıcısı olan yatırımcıların aleyhine haksız bir kazanç elde etmektedirler. Finansal tabloların gerçeği yansıtmaması, karmaşık durumdaki muhasebe

¹ Karş. **Uman**, Nuri, “Bağımsız İşletme Dışı Denetimin Ekonomilerdeki, Özellikle Sermaye Piyasalarındaki Rolü ve Önemi”, İşletmelerde Bağımsız Dış Denetim Semineri (SPK), Ankara, (10-11 Mayıs) 1985, s.22-23.

² Karş. **Arkan**, Sabih, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara, 1976, s.48.

³ Karş. **Ulusoy**, Dış Denetim, s.47.

⁴ Karş. **Köksal**, Aytaç, Bağımsız Denetim Sözleşmesi, 1. B., İstanbul, (Mayıs) 2009, s.2.

sistemi nedeniyle ihraççı kuruluş çalışanları tarafından yapılan bir hatadan da kaynaklanabilir¹.

Finansal tabloların gerçeği yansıtmama nedeni ne olursa olsun, bu durum finansal bilgileri kullanan kişilerin aleyhine sonuçlar doğurur. Zira bilgi kullanıcıları, finansal tablolardaki bilgilere dayanarak karar alırken, bu bilgileri yorumlamak ve geleceğe ilişkin tahminde bulunmak zorundadırlar. Bu nedenle bilgilerin gerçeği yansıtmaması, yorumlamada ve karar almada hata yapılmasına neden olur². Borçlanma aracı yatırımcıları da söz konusu finansal bilgi kullanıcılarına dahildir. Dolayısıyla gerçeği yansıtmayan finansal tablolardaki bilgiler nedeniyle, yanlış bir yatırım yüzünden zarara uğrama olasılıkları yüksektir. İşte bu noktada finansal tablo ve raporların ihraççının gerçek mali durumuna uygunluğunun kontrolü ve böylece yatırımcıların doğru bilgilendirilerek zarar görmelerinin önlenmesi, ancak bağımsız dış denetim sayesinde mümkündür.

2. Bağımsız Denetim Kuruluşlarının Sorumluluğuna İlişkin Düzenlemeler

a. İzahname ve Kamuyu Aydınlatma Belgelerinde Yer Almak Üzere Hazırlanan Raporlar Nedeniyle Sorumluluk

Borçlanma aracı yatırımcılarının korunmasında son derece önemli olan bağımsız dış denetim müessesesinin, söz konusu koruma fonksiyonunu tam olarak ifa edebilmesi, etkin bir sorumluluk sistemi ile birlikte işletilmesine bağlıdır. Borçlanma aracı yatırımcısının korunmasında bağımsız dış denetimin etkinliğini sağlayan sorumluluk sistemi, SerPK'nın çeşitli hükümlerinde düzenlenmiştir. Özellikle yatırımcıların güvenilir finansal bilgilere ulaşmasını hedefleyen SerPK'da, şirketlerin denetim yükümlülüğüne ve denetim kuruluşlarının sorumluluğuna ilişkin olmak üzere, SerPK.10/II, SerPK.20/II, SerPK.32/II ve SerPK.63 hükümleri sevk edilmiştir.

¹ **Köksal**, Bağımsız Denetim, s.2-3.

² **Köksal**, Bağımsız Denetim, s.3.

SerPK'ya göre bağımsız denetimi sadece bağımsız denetim kuruluşları gerçekleştirebilir¹. Söz konusu kuruluşların, denetim faaliyeti sonucunda ortaya çıkan zararlardan sorumlulukları söz konusudur. Bağımsız denetim sonuçlarının gerçeği yansıtmamasına dayanan bu sorumlulukta esas alınan denetim, kanuni denetim yükümlülüğüdür. Bağımsız denetim kuruluşları, “finansal tablo ve raporların” denetiminden SerPK.63/I, “izahnameden” SerPK.10/II, “ara finansal tabloların” denetiminden SerPK.20/II ve son olarak “kamuyu aydınlatma belgelerinden” dolayı SerPK.32/II hükmü ile sorumlu tutulmuşlardır. SerPK'ya göre bağımsız denetim kuruluşları izahnameden (SerPK.10/II) ve kamuyu aydınlatma belgelerinden (SerPK.32/II) bu kanun hükümlerince sorumludur. Bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğu hakkındaki genel hüküm ise “Sorumluluk” başlığı altında düzenlenen SerPK.63/I'dir. Bu sorumluluk, finansal tablo ve raporların denetiminden kaynaklanır.

SerPK.63/I hükmü, kanunen denetim yükümlülüğü altında olan SerPK'ya tabi borçlanma aracı ihraççısı kuruluşların sorumluluğunda, TTK hükümlerine göre özel bir düzenleme niteliğinde olduğundan, öncelikle uygulanacaktır. Sorumluluk hükmüne aykırı olarak düzenlenen raporu imzalayan denetçilerle birlikte, raporu imzaladıkları sırada görev aldıkları bağımsız denetim kuruluşları, sebep olunan zarardan dolayı müteselsilen sorumludur².

Bağımsız denetim kuruluşunun borçlanma aracı yatırımcısına karşı sorumluluğunu doğuran iki sebep vardır. Bunlardan ilki, finansal tablo ve raporların mevzuata uygun olarak denetlenmemesi (SerPK.63/I, c.1); ikincisi, denetim raporunda yanlış, eksik veya yanıltıcı bilgilerin bulunmasıdır (SerPK.63/I, c.2). Bağımsız denetim kuruluşu finansal tablo ve raporları mevzuata uygun olarak denetleme yükümlülüğü altındadır. Denetim kuruluşunun mevzuata uygun denetim gerçekleştirmesi, ancak denetim sürecinde kanun, yönetmelik, tebliğ ve Türk Muhasebe ve Denetim Standartlarına uygun şekilde denetim yapmasıyla mümkündür. Buna aykırı olarak yapılan denetim faaliyeti sorumluluğa neden olur. Fakat unutmamak gerekir ki, sorumluluk ancak denetim kuruluşlarının görevleriyle ilgili denetimlerde geçerlidir.

¹ SerPK çerçevesinde denetim faaliyetinde bulunabilecek denetim kuruluşlarının, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK)'ndan izin almanın yanında, SPK'nın aradığı ek koşulları sağlaması ve belirlediği listeye dahil olması gerekir.

² Gerekçe, SerPK.63.

Bağımsız denetim kuruluşunun sorumluluğunu doğuran bir diğer sebep, hazırladığı denetim raporlarında yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerin bulunmasıdır. Bu denetim raporları kanuni denetim yükümlülüğünden dolayı hazırlanan denetim raporları olabileceği gibi, izahname veya kamuyu aydınlatma belgeleri için hazırlanan denetim raporları da olabilir. Sorumluluğun doğumu için, zararın, denetim raporlarının yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler ihtiva etmesi nedeniyle ortaya çıkması gereklidir.

Belirttiğimiz üzere, bağımsız denetim kuruluşunun SerPK.63'e dayanan sorumluluğu, izahname veya diğer kamuyu aydınlatma belgeleri için hazırlanan denetim raporları nedeniyle de söz konusu olabilir. SerPK.10/II'de, bağımsız denetim kuruluşlarının izahnamede yer almak üzere hazırladıkları denetim raporlarından SerPK'daki hükümlere göre sorumlu olacağı düzenlenmektedir. Bu sorumluluk, bağımsız denetim kuruluşunca izahnamede yer almak üzere hazırlanan raporlar ile sınırlı tutulmuştur¹. Bağımsız denetim kuruluşları için söz konusu izahnameden kaynaklanan sorumlulukta, SerPK.10/II'de yapılan atıf sebebiyle, genel sorumluluk hükmü SerPK.63 uygulanacaktır. Buna göre izahnamede yer almak üzere hazırlanan denetim raporundaki yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler nedeniyle borçlanma aracı yatırımcılarının zarara uğraması durumunda, ilgili bağımsız denetim kuruluşu ve raporu imzalayan denetçi müteselsilen bu zarardan sorumlu olacaktır.

İzahname dışında, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurul'ca kamuyu aydınlatma amacıyla düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan veya bu belgelere dayanak olmak üzere hazırlanan raporları hazırlayan bağımsız denetim kuruluşları da bu kanun hükümleri çerçevesinde sorumludur (SerPK.32/I-II). Bağımsız denetim kuruluşlarının izahnameden kaynaklanan sorumluluğunda olduğu gibi, kamuyu aydınlatma belgelerinin denetiminden² doğan sorumlulukta da SerPK.63 hükmüne atıf yapılmıştır. Dolayısıyla bağımsız denetim kuruluşları, görevlerinin kapsamıyla sınırlı olmak üzere,

¹ Gerekçe, SerPK.10.

² SerPK.32/II'ye göre denetim kuruluşlarının kamunun aydınlatılması için bu hüküm çerçevesinde sunduğu denetim raporu bilgi ve belgeleri kamuyu aydınlatma belgesi niteliğindedir. Sorumluluğun temelinde, kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan veya bu belgelere dayanak olmak üzere hazırlanan denetim raporları bulunmaktadır.

denetledikleri finansal tablo ve raporların mevzuata uygun olarak denetlenmemesi ve denetim raporunda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler nedeniyle ortaya çıkan zararlardan sorumludurlar (SerPK.63/I).

Bağımsız denetim kuruluşunun SerPK.32 kapsamındaki sorumluluğu ve yatırımcının bu hükme dayanarak ileri süreceği tazminat talebi bakımından, zarar ile kamuyu aydınlatma belgesi arasında illiyet bağının kurulmuş sayılacağı hallerin açıkça belirtilmesi, kanımızca yatırımcıyı koruyan yerinde bir düzenleme olmuştur. Buna göre, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren izahnamenin geçerlilik süresi boyunca; diğer kamuyu aydınlatma belgelerinin ise kamuya açıklandığı tarihten hemen sonra, ilk halka arzdan veya borsada satın alınan veya satılan borçlanma araçlarının, gerçeğe uygun bilginin ortaya çıktığı tarihten hemen sonra borsada satılması veya satın alınması üzerine, yatırımcının malvarlığında zarar meydana gelmesi halinde, kamuyu aydınlatma belgesi ile zarar arasında illiyet bağı kurulmuş sayılmaktadır (SerPK.32/IV).

Bağımsız denetim kuruluşunun borçlanma aracı yatırımcısına karşı sorumluluğunun bir diğer özelliği, kusura dayanmasıdır. Esasında genel sorumluluk hükmü olarak uyguladığımız SerPK.63'te kusurdan bahsedilmemiştir. Fakat TTK.554'de düzenlenen denetçi sorumluluğunda kusurun aranmış olması, ayrıca sorumluluğa ilişkin zikrettiğimiz SerPK.32 hükmünün incelenmesi, bizi bu sonuca götürmektedir. Zira burada kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğini kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişilerin sorumlu olmayacağı belirtilmiştir (SerPK.32/III). Bu hükümden, bağımsız denetim kuruluşunun yatırımcıya karşı ancak kusursuzluğunu kanıtlayarak sorumluluktan kurtulabileceği ve karine olarak kusurlu sayılması gerektiği sonucunu çıkarmak mümkündür. Dolayısıyla kusurun varlığı sorumluluk için şarttır. Fakat kanun koyucu kusurun ispatı yükünü yatırımcının üzerinden alarak zararını kolay ve çabuk tazmin etmesini amaçlamıştır.

b. Ara Dönem Finansal Tablolarının Denetimi Nedeniyle Sorumluluk

Bağımsız denetim kuruluşları, ihraççı şirketlerin ara finansal tablolarını denetlemek ve bunun sonunda denetim raporu hazırlamakla yükümlüdürler. Söz konusu

ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemesi sebebiyle dağıtılan kâr payı avansının doğru olmamasından doğan zararlardan, yatırımcıya karşı bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğu söz konusudur (SerPK.20/II). Denetim kuruluşunun sorumluluğu, hazırlanan bu ara dönem finansal tablolar denetim raporuyla sınırlıdır (SerPK.20/II, c.1).

Denetim raporuyla sınırlı olan bu sorumluluk, kusura ve durumun gereklerine göre zararın bağımsız denetim kuruluşuna yükletilebildiği ölçüde mümkündür. Bu itibarla bağımsız denetim kuruluşunun sorumluluğu kusur sorumluluğu olarak kabul edilmelidir. Sorumluluk, dağıtılan kâr payı avansının doğru olmaması nedeniyle yatırımcının zarara uğraması koşuluna bağlıdır. Bağımsız denetim kuruluşunun kâr payı avansının doğru olmamasından sorumlu tutulabilmesi iki durumda söz konusu olabilir. Bunlardan ilki, ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmadığının, ikincisi ise ara dönem finansal tablolarının mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmediğinin tespit edilememesidir.

Bağımsız denetim kuruluşu, kâr payı avansının dağıtımına temel teşkil eden ara dönem finansal tabloların gerçeği yansıtmadığını belirlenen standartlar çerçevesinde tespit ettiği takdirde, bu durumu açıkça denetim raporunda belirtmelidir. Denetim kuruluşunun bu durumu tespit edememesi veya tespit etmesine rağmen denetim raporunda açıklamaması, denetçinin sorumluluğuna neden olur. Denetçi kusuruna ve durumun gereklerine göre zarardan sorumlu tutulmalıdır.

Bağımsız denetim kuruluşunun ara dönem finansal tablo denetimine ilişkin bir diğer sorumluluk sebebi ise, finansal tabloların mevzuat ve muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak hazırlanması yükümlülüğünün ihlalidir. Ara dönem finansal tabloların mevzuata uygunluğundan, SerPK'nın yanında diğer kanun hükümlerine, SPK ve KGK tebliğlerine; muhasebe ilke ve kurallarına uygunluğundan TMS'ye uygunluk anlaşılmalıdır. Denetim kuruluşu denetim sürecinde, ihraççı şirketin ara dönem finansal tablolarının mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlendiğini tespit etmekle yükümlüdür. Bu yükümlülüğünü kusuruyla yerine getirmemesi, denetim kuruluşunun yatırımcıya karşı sorumluluğuna neden olur.

c. Sorumluluğun Etkinliğini Sağlayan Diğer Hususlar

Uygun olmayan bir denetim raporu nedeniyle, sadece mevcut borçlanma aracı yatırımcıları değil, potansiyel olarak yatırım yapacak olanlar¹ da, zarar görmeleri halinde denetçiye başvurabileceklerdir.

Finansal tabloları TMS'ye uygun olarak düzenleme yükümlülüğü yönetim kuruluna ait olduğundan (TTK.514); finansal tabloların gerçeğe uygun olmaması nedeniyle alacaklı sıfatıyla borçlanma aracı yatırımcılarının uğradıkları zarardan, kusurlarının varlığı halinde yönetim kurulu üyeleri de sorumludurlar (TTK.553/I). Buna ilaveten, denetimin uluslararası denetim standartlarına aykırı olarak yürütülmesi nedeniyle bağımsız denetim raporunun gerçeğe aykırılığında yönetim kurulu üyelerinin de kusuru varsa, borçlanma aracı yatırımcılarının zararından yöneticiler de denetçilerle birlikte müteselsilen sorumlu olurlar (TTK.553/I; 557/I)². Örneğin yönetim kurulu üyelerinin gerçeği yansıtmayan finansal tablolar hakkında olumlu görüş verilmesi hususunda denetçi ile anlaşmasında durum böyledir³.

Bağımsız denetimin yöneldiği, yatırımcıların ihraççı ile ilgili gerçek bilgilere ulaşmaları amacının sağlanması, ek bir şartın daha gerçekleşmesine bağlıdır. Bu da kamuya açıklanan bilgileri yorumlayıp değerlendirecek olan profesyonel yorumcu, analist vb. kişi ya da kuruluşların objektif yaklaşımlarıdır. Zira finansal tablo ve raporların kamuya bağımsız denetimden geçerek gerçeği yansıtır biçimde açıklanmaları, piyasada adil bir ortam yaratılması için yeterli değildir⁴. Kamuya açıklanan bu tür belgelerin özellikle bireysel yatırımcıların bir çoğu tarafından okunup anlaşılabilmesi ve bu çerçevede yatırım kararının alınması pek olanaklı değildir. Bu bilgileri analiz ederek tavsiyelerde bulunacak uzman analistlerin, derecelendirme (reyting) kuruluşlarının, yatırım danışmanlarının da liyakatlarının ve bağımsızlıklarının sağlanması, özellikle yatırımcı güvenliği açısından gereklidir. Piyasalar bakımından olmazsa olmaz

¹ Potansiyel yatırımcıların uğramış oldukları zararlar nedeniyle denetçiye başvurmaları halinde, uygun nedensellik bağının kurulup kurulmadığı ve yatırımcıların da zararın ortaya çıkmasında kusurlarının bulunup bulunmadığı dikkate alınır (**Bilgili**, Fatih, Anonim Ortaklıkların Organlarının Davranışlarından Dolayı Üçüncü Kişiler Karşısındaki Sorumluluğu, Ankara, (Ocak) 2004, s.108).

² **Köksal**, Bağımsız Denetim, s.301.

³ **Köksal**, Bağımsız Denetim, s.301.

⁴ **Paslı**, s.283.

nitelikteki uzman görüşleri objektif olmadıkça, bağımsız denetimden yatırımcılar için beklenen faydanın sağlanması da mümkün değildir¹.

B. KAMU DENETİMİ

Bu başlık altında vereceğimiz bilgilerle, BDDK'nın bankalar üzerindeki denetimi ve bu bağlamda bankalarca ihraç edilen borçlanma aracı yatırımcılarına, anılan denetim dolayısıyla nasıl bir koruma sağlandığını açıklamaya çalışacağız.

Bilindiği üzere kamu düzeninin korunması devletin birincil amaçları arasındadır ve bankaların halkın tasarruflarını toplayan birer güven ve itibar kurumu olduğu dikkate alındığında, bunlar üzerinde kamusal denetime gidilmesi zorunluluk arzirmektedir. Buradaki kamu düzeni tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasına ilişkindir. Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ve böylece piyasaların dengeli ve düzenli çalışmasının sağlanması, bir tür ekonomik kamu düzeninin sağlanması anlamına gelmektedir². Ekonomik kamu düzeni, zayıf durumdaki tasarruf sahiplerinin korunmasına öncelik verir. Bunun için sağlam bir bankacılık yapısının bulunması gerekir. Güvenen bir tasarruf sahibi kitlesi ile sağlam bir bankacılık yapısı ise, güçlü bir ekonomik kamu düzeni ortamını oluşturacaktır. İşte bu üçlü ilişkide köprü görevini yapacak olan, bankalar üzerindeki kamu denetimi³ olacaktır⁴.

Avrupa Birliği'nin Banka Denetim Hukuku direktifleri ve Basel Komitesi'nin tavsiye raporları denetimde bağımsız bir otoritenin yetkili kılınmasını öngördüğünden, ülkemizde de bu doğrultuda bir adım atılmış ve –mülga– 4389 syl. Bankalar Kanunu⁵ ile bankaların kamu denetiminin Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

¹ **Paslı**, s.283.

² **Önder**, Mehmet Fahrettin, Türk Hukukunda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun Bankaları Denetimi ve Hukuki Sonuçları, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2002, s.12.

³ Kamu düzeninin korunması, piyasalara yön verilip istikrar sağlanması ve piyasalardaki dengenin bankalar lehine tekeli güç oluşumuna yol açmaması için belirli kamu otoritelerince yapılan denetime, kamu denetimi adı verilir. Mülga 3182 syl. Kanun döneminde kamu denetimi birden fazla kamu kuruluşu tarafından yerine getirilmekteydi. Ancak aynı amaç için birden fazla kuruluşun denetimi, denetim enflasyonuna yol açmakta ve denetimden beklenen sonuç gerçekleşmemekteydi. Bu kamu kuruluşlarının siyasi yönlerinin varlığı nedeniyle de tam bir karmaşa ortamı bulunmaktaydı. Bu şekilde sürdürülen denetimlerle istenilen sonucun alınamayacağı artık anlaşılmış; denetimin çok sayıda kurum veya kuruluş tarafından yapılmasına değil, boyutuna önem verilmiştir (**Önder**, s.34-35).

⁴ **Önder**, s.12-13.

⁵ RG: 23.06.1999, S.23734.

(BDDK)¹ tarafından yerine getirilmesi sağlanmıştır². Kurum kamu tüzel kişiliğini haiz olup, idari ve mali özerkliğe sahiptir. 5411 syl. Kanun ve mevzuatla kendisine verilen düzenleme ve denetlemeyle ilgili görev ve yetkileri kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır. Kurumun kararları yerindelik denetimine tabi tutulamaz. Hiçbir organ, makam, merci veya kişi Kurumun kararlarını etkilemek amacıyla emir ve talimat veremez (5411 syl. Kanun 82/I ve II).

Kurum, finansal piyasalarda güven ve istikrarın sağlanması, kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışması, mali sektörün gelişmesi, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması için; bankalar, finansal holding şirketleri ve çeşitli finansal kuruluşlar üzerinde, kuruluştan tasfiyeye kadar olan bütün süreçte düzenleme ve denetleme yetkisine sahiptir. Tasarruf sahiplerinin haklarını ve bankaların düzenli ve emin bir şekilde çalışmasını tehlikeye sokabilecek, ekonomide önemli zararlar doğurabilecek her türlü işlem ve uygulamaları önlemek, bunun için gerekli karar ve tedbirleri almak ve uygulamakla yükümlü ve yetkilidir (5411 syl. Kanun 93). Kurum ayrıca etkin ve şeffaf bir finansal sistemin oluşturulması, mali piyasalara ilişkin düzenlemelerin ilgili taraflarla istişare edilerek hazırlanması hususlarında strateji belirlemekle yetkilendirilmiş (5411 syl. Kanun 94); bankalar ve ilgili diğer finansal kuruluşların mali bünyesini etkileyen tüm unsurların ve bu kuruluşların kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyesinin gözetimi, tahlili ve ölçümünün Kurum tarafından yapılacağı belirtilmiştir (5411 syl. Kanun 95). Son olarak Kurumun karar organı olan Kurul (BDDK) başkan ve üyeleri ile Kurum personeli için cezai ve hukuki sorumluluk öngörülmüş (5411 syl. Kanun 104) ve Kurul kararlarına karşı yargı yolunun açık olduğu düzenlenmiştir (5411 syl. Kanun 105).

Yukarıda ele aldığımız hükümler, Kurum'un özellikle tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması amacına yönelik olarak bankalar üzerindeki denetim yetki ve görevine vurgu yapmakta; bunun için de Kurum'un bağımsız bir idari otorite olarak kendi sorumluluğu altında bu yetki ve görevi yerine getirdiğinin altını çizmekte ve yine tasarruf sahiplerinin söz konusu idari otoritenin keyfi uygulamalarına maruz kalmaması için de, hukuki ve cezai sorumluluk ile verilen kararlara karşı yargı denetimi gibi

¹ BDDK'nın (Kurum) kuruluşu ve işleyişi hakkında geniş bilgi için bkz. **Önder**, s.39 vd.

² **Önder**, s.35.

güvence mekanizmaları getirmeyi de ihmal etmemektedir. Söz konusu tasarruf sahipleri arasında, fonlarını borçlanma araçlarına yatırmak suretiyle değerlendirmek isteyenler de bulunabileceğinden, borçlanma aracı ihraç eden bir banka üzerindeki BDDK (Kurum) denetiminin, gerek borçlanma aracı alan mevcut yatırımcı grup ve gerekse almayı düşünen potansiyel yatırımcı kitlesinin korunmasında ne kadar işlevsel ve önemli bir fonksiyon ifa edeceği ortadadır.

BDDK'nın (Kurum) bankalar üzerindeki denetimini, koruyucu denetim olarak adlandırmak da mümkündür. Buna göre tek tek bankalar ve nihayet sektörün sağlığı veya farklı bir deyişle bankalara emanet edilen tasarrufların güvenliği, öncelikle bu Kuruma ihale edilmiştir. Koruyucu denetimi bankacılık sektörü ve özellikle borçlanma aracı yatırımcıları gibi bankaların ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapanlar bakımından çok özel kılan husus ise, finansal piyasalardaki “asimetrik bilgi”¹ problemidir². Bu problem, borç veren konumundaki yatırımcılar ile borç alan konumundaki ihraççı bankaların taşıdıkları riskleri gizleme tehlikesinden doğar. Böylece bankalar borçlanma aracı yatırımcılarından pekala gerçek durumlarını saklayabilirler. Diğer bir deyişle, tasarruflar kolaylıkla durumu iyi olmayan, ancak taşıdıkları riskleri yatırımcılardan gizleyen bankaların elinde toplanabilir³. Bu bakımdan bir sermaye piyasası yatırımcısı olan borçlanma aracı yatırımcıları için, gerek yatırım yapacakları araçlar ve gerekse ihraççı banka hakkında gerçeği yansıtan bilgilere ulaşmak son derece önemlidir. Ancak bilginin bu denli önemli olmasına karşın, piyasaya katılan tüm yatırımcıların, maliyetli olması, ulaşmadaki zorluk ve teknolojik imkanlardan farklı düzeyde yararlanma gibi nedenler yüzünden aynı derecede

¹ Asimetrik bilgi; bir işleme ilişkin olarak taraflardan birinin belli bir bilgiye sahipken, diğer tarafın bu bilgiye sahip olmadığı durumun ifadesidir. Bir tarafın fazla, diğer tarafın ise daha az bilgiye sahip olduğu böyle bir durumda, fazla bilgiye sahip olan taraf az bilgisi olanın bu durumundan faydalanmak isteyebilir. Bu tür fırsatçı davranışlar sonucunda piyasalar dengeden uzaklaşabilir veya rekabetçi bir piyasanın özellikleri ortadan kaybolabilir (**Erdoğan**, Meltem, “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, DÜSBD, S.20, (Nisan) 2008, s.1, http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_20_1-20.pdf, Erişim: 05.06.2015; **Sarıkaya**, Murat, “Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler”, CÜİİBD, C.III, S.2, 2002, s.99, <http://iibfdergi.cumhuriyet.edu.tr/archive/asimetrikbilgicercevesindemuzayedeler.pdf>, Erişim: 05.06.2015).

² bkz. **Altıntaş**, s.485-486.

³ bkz. **Altıntaş**, s.486.

bilgilendirildiğini söylemek mümkün değildir¹. İşte finansal piyasalarda katılımcıların bilgi düzeylerinin farklı olması asimetrik bilgi dağılımını ortaya çıkarmakta, asimetrik bilgi dağılımı ise “ters seçim” (*adverse selection*) ve “ahlaki risk/tehlike” (*moral hazard*) olarak adlandırılan sorunları beraberinde getirmektedir².

Borçlanma aracı yatırımcısı bakımından ters seçim sorunu, ihraççının içinde bulunduğu ve özellikle yatırımcıya karşı yükümlülüklerini vadesinde yerine getirmesine engel olabilecek türdeki, finansal durumuna ilişkin gerçek verileri yatırımcıdan saklaması biçiminde ortaya çıkar. Ahlaki risk ise, yatırım işleminin tamamlanması ve ihraççının bunu müteakip, yatırımcılardan transfer ettiği fon kaynaklarını uygun olmayan alanlarda kullanması nedeniyle yatırımcıların çıkarlarının zedelenme tehlikesi şeklinde ortaya çıkar³. Yanlış seçim sorununda ihraççı tarafından saklanan bilgi, mali durumu ya da faaliyet sonuçları hakkında kendisi tarafından bilinen, yatırımcının ise bilmek istediği ve fakat öğrenemediği şeydir. Ahlaki riskte ise, yatırım işlemi tamamlandıktan sonra ortaya çıkan ve saklanan bir faaliyetten kaynaklanan bilgi asimetrisi söz konusudur. Saklanan faaliyet, borç veren konumundaki borçlanma aracı yatırımcısının borç alan ihraççı kuruluşu çeşitli nedenlerden ötürü yeterince gözlemleyememesinden kaynaklanmaktadır⁴. Ahlaki risk söz konusu olduğunda, ihraççı, tasarruf sahiplerinden topladığı fonu yüksek riskli projelere yatırmakta, bu yatırımdan yüksek getiri elde edip kazançlı çıkmakta veya sermayeyi kaybederse kaybın önemli bir kısmı fon arz eden yatırımcılara yüklenmektedir⁵.

Kısacası asimetrik bilgi dağılımı, borçlanma aracı yatırımı işleminin tarafları arasında haksız kazanç transferine sebep olmakta, fırsat eşitliğini bozmakta, işlem maliyetini artırmakta ve genel olarak piyasa mekanizmasının başarısız olmasına, özet olarak da yatırımcıların zarar görmesine neden olmaktadır. İşte burada bankacılık

¹ bkz. **Yalçınkaya**, Nurgül, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002, s.5.

² **Yalçınkaya**, s.5-6; **Sarıkaya**, s.100; **Aras**, Güler/ **Müslümov**, Alövsat, “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, İktisat-İşletme-Finans Dergisi, S.222, 2004, s.57, http://www.muslimov.com/wp-content/uploads/2012/07/FIN_REGULATION-İşletme-Finans-2004-pdf, Erişim: 05.06.2015.

³ bkz. **Aras/ Müslümov**, s.57; **Sarıkaya**, s.100.

⁴ bkz. **Tükel**, Ayça, “Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi”, UIİİD, Y.4, S.7, Yaz 2011, s.130, [http:// www.uiiid.net/ documents/ sayı77_MAKALE_127_144.pdf](http://www.uiiid.net/documents/sayı77_MAKALE_127_144.pdf), Erişim: 05.06.2015.

⁵ **Aras/ Müslümov**, s.57.

sistemi bakımından düzenleyici otorite olan BDDK (Kurum) devreye girerek, kamuyu aydınlatma kapsamında yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgilerin tam, zamanında, doğruyu ve gerçeği yansıtır biçimde yatırımcılara ulaşması için gerekli düzenlemeler yapmaktadır¹.

V. YATIRIM KURULUŞLARINA KARŞI KORUMAYA YÖNELİK DÜZENLEMELER

A. YATIRIMCI TAZMİN MERKEZİ (YTM) VE TEDRİCİ TASFİYE DÜZENLEMELERİ

1. Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM)

Yatırım kuruluşları, sermaye piyasası araçlarına ilişkin yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul’ca izin verilen aracı kurumları, bankaları ve diğer sermaye piyasası kurumlarını ifade eder (SerPK.3/v). YTM de, yatırım kuruluşlarının, yatırım hizmet ve faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getirememeleri halinde, Kurul’ca SerPK çerçevesinde alınan tazmin kararını yerine getirmek amacıyla kurulmuş olan kamu tüzel kişiliğini, ifade etmektedir (SerPK.3/y). Söz konusu tazmin kararının, borçlanma aracı yatırımcıları bakımından da uygulanacağı kuşkusuzdur². Buna göre Kurul, yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya borçlanma aracı teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespit edilmesi halinde yatırımcıları tazmin kararı alır. Bu karar,

¹ **Yalçınkaya**, s.6.

² YTM’nin eSerPK’deki karşılığını “Yatırımcıları Koruma Fonu” oluşturuyordu (m.46/A). Bu fon, aracılık faaliyetleri nedeniyle ve sermaye piyasası faaliyetinde bulunan aracı kurum ve bankalar için öngörülmüş olup; herhangi bir aracı kurum kapandığı, faaliyetine son verildiği, iflas ve tasfiye aşamasına geldiği takdirde veya sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankanın faaliyeti durdurulduğu zaman, bu banka ve aracı kurumun müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülüklerini teminat altına almaktaydı. Kısacası anılan fonun sağladığı koruma sınırlı idi (**Aytaç**, Yatırımcının Korunması, s.11-12). Ancak SerPK’da öngörülen YTM’ye ilişkin hüküm ile, Avrupa Birliği mevzuatına (Yatırımcı Tazmin Sistemleri Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi’ne) uyum hedefi çerçevesinde, sermaye piyasasında işlem yapan yatırımcıların korunmasına yönelik kapsam genişletilerek, hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülükleri yerine, yatırım hizmet ve faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülükleri kapsama dahil edilerek, yatırımcıların daha güvenli bir ortamda işlem yapabilme imkanı sağlanmaya çalışılmıştır (Gerekçe, SerPK.82 ve 83). Bu bağlamda eSerPK döneminde Yatırımcıları Koruma Fonu’nun sağladığı teminattan yararlanamayan borçlanma aracı yatırımcıları, SerPK çerçevesinde YTM’nin sağladığı koruma ile daha güvenli bir konuma sahip olabilmişlerdir. YTM, borçlanma aracı yatırımcılarına yönelik doğrudan ve önemli bir koruma mekanizması sağlamaktadır.

durumun tespitinden itibaren üç ay içinde alınır. Kurul’ca bankalar hakkında tazmin kararı verilebilmesi için BDDK’nın görüşü alınır. Bankacılık mevzuatı uyarınca mevduat veya katılım fonu olarak kabul edilen nakit ödeme yükümlülüklerine ise, yatırımcıların tazminine ilişkin hükümler uygulanmaz (SerPK.82; Yatırımcıların Tazmini ile Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik¹ m.5/I ve II).

SerPK’da yukarıda zikrettiğimiz hükümle başlayan yatırımcıların tazminine ve YTM’ye ilişkin hükümlerin temelini, yatırım kuruluşlarının faaliyetleriyle ilgili risklere karşı alınacak tedbirlerin, yatırımcının korunmasına yönelik hukuki düzenlemelerdeki ana ilkelerden biri olması düşüncesi oluşturur. Zira piyasanın olağan, açık ve dürüst biçimde çalışması, kamuyu aydınlatma ilkesinin gereği olan hukuki düzenlemeler yanında, yatırım kuruluşlarının faaliyetlerinde yatırımcıyı korumaya yönelik alınacak tedbirlerle mümkün olabilir². Yatırım kuruluşlarının özellikle ikincil piyasada gerçekleştirdikleri aracılık faaliyetleri nedeniyle, yatırımcılara ait varlıklara yönelik birtakım riskler meydana gelmektedir. Bu risklerden ilki, yatırımcılar adına işlem yapmaya yetkili kuruluşların veya çalışanlarının hileli davranışları nedeniyle yatırımcının zarara uğramasıdır. İkincisi, yatırımcıya ait varlıkların yatırım kuruluşu veya çalışanları tarafından yatırımcının izni olmadan kullanılması, üçüncüsü de söz konusu kuruluşların mali durumlarının bozulması³ nedeniyle, yatırımcılara karşı olan

¹ RG: 29.03.2014, S.28956. Bu yönetmelik çalışmamızın bundan sonraki kısmında “Tazmin Yönetmeliği” olarak adlandırılacaktır.

² **Karababa**, s.143.

³ Mali durumun bozulması, malvarlığının aktif karşısında pasif tarafının, olması gerekenden veya belli bir tarihtekinden fazla olmasını ifade eden, malvarlığı yapısıyla ilgili bir kavramdır. Ancak işletmenin faaliyet konusu, amaçları, rakip işletmelerin durumu veya önceki mali durum gibi kriterler dikkate alındığında, malvarlığı aktifinin pasifine göre fazla olması halinde dahi mali durumun bozulmasından söz edilebilir. Bu nedenle söz konusu kavramın göreceli olduğunu da belirtmek gerekir. Rakip işletmelere göre malvarlığının aktifindeki azalma ya da pasifindeki artma mali durumun bozulması sayılabileceği gibi, geçici cari yükümlülüklerin karşılanamaması, yıllık bilançonun zarar göstermesi, likidite oranlarının düşmesi ve sermayenin kısmen ya da tamamen eksilmesi de mali durumun bozulması olarak kabul edilebilir. Kısaca geçici nakit sıkıntısından iflasa kadar uzanan durumları kapsamak üzere bu kavramın kullanılması mümkündür (**Kayar**, s.34-35). SerPK öncesinde aracı kuruluş olarak anılan yatırım kuruluşları bakımından mali durumun bozulması; gelirlerin giderleri karşılayamaması, yatırımcıların aracı kuruluşa karşı yükümlülüklerini yerine getirmemeleri, satışı taahhüt edilen sermaye piyasası araçlarının satılamaması, portföy yöneticiliğinin mevduat toplama aracı olarak kullanılması, teknik altyapı ve donanım eksikliği, yatırımcı menkul kıymetlerinin başka amaçlarla kullanılması ve bu kuruluşların ikincil piyasa faaliyetleri sonucunda oluşan riskler gibi pek çok nedene bağlı olarak gerçekleşebilir. Anılan nedenlere bağlı olarak aracı kuruluşların mali durumunun bozulması hakkında detaylı bilgi için bkz. **Güven**, Tunç, Aracı Kurum Risklerine Karşı Yatırımcının Korunması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,

nakit ve borçlanma aracı teslim yükümlülüğünü yerine getirememesidir. Ayrıca yatırım kuruluşlarının yetersiz gözetimi veya muhasebe düzeniyle ilgili problemler de birtakım riskler doğurabilmektedir¹.

Bu risklere karşı yatırımcıya ait varlıkların korunması, sermaye piyasasında güven sağlanması bakımından çok önemlidir. Aksi halde yatırımcılar sermaye piyasasını güvenli bulmayarak bu piyasaya yatırım yapmayacaklar; böylece sermaye piyasası, asıl işlevi olan fon aktarımını ve buna bağlı olarak ülkenin ekonomik kalkınmasını yerine getiremeyecektir. Bu anlamda YTM, yatırımcı varlıklarını koruyarak sermaye piyasasına güven sağlamak adına öngülen, son derece önemli bir koruma mekanizması olarak karşımıza çıkmaktadır². Böylece kamuya açıklanan bilgileri değerlendirme kapasitesinden yoksun olan ve yatırım kararlarının riskini taşıyan küçük tasarruf sahiplerinin, işlem yaptıkları yatırım kuruluşlarının yükümlülüklerini yerine getirmemelerinden doğan zararlarının karşılanması hedeflenmiş; eSerPK’da öngörülen Yatırımcıları Koruma Fonu³ ve SerPK’da bunun yerini alan YTM ile devam eden süreçte, özellikle küçük yatırımcının korunması konusunda önemli adımlar atılmıştır⁴.

YTM’nin varlık nedeni, nakit ödeme ya da borçlanma aracı teslimine ilişkin taleplerinin yatırım kuruluşları tarafından karşılanamaması riskine karşı yatırımcılara güvence sağlanması ve böyle bir durumda yatırımcı zararlarının belli limitler dahilinde

2002, s.26 vd.; **Tevetoğlu**, Mete, Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005, s.47 vd.

¹ **Kılıç**, s.16-17; 26.

² Aynı yönde bkz. **Kılıç**, s.17.

³ Yatırımcıları Koruma Fonu sermaye piyasası mevzuatımızda ilk kez, eSerPK’da 3794 syl. Kanun ile değişiklik yapılmadan önceki dönemde, haklarında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumların nihai açıklarının kapatılması amacıyla hizmet edecek “Tedrici Tasfiye Fonu”na ilişkin 46. madde hükmü ile hukuki dayanak bulmuştur. Ancak eSerPK’nın bu fona ilişkin düzenlemeleri, anılan kanun hükümlerini değiştiren 3794 syl. Kanun ile yürürlükten kaldırılmıştır. O dönemde bu konuda yapılan yoğun eleştiriler nedeniyle 558 syl. KHK (RG: 27.06.1991, S.22326) ile SerPK’ya eklenen m.46/A hükmü, sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiyesini yeniden düzenlemiştir. Fakat bu KHK Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmiştir (RG: 24.11.1995, S.22473). Anayasa Mahkemesi’nin iptal kararıyla ortaya çıkan yasal boşluk, 4487 syl. Kanun’un SerPK’yı değiştiren 22-24. madde hükümleriyle son bulmuş; 23. madde ile SerPK’nın iptal edilen m.46/A hükmü yeniden kaleme alınmış ve bu maddede Yatırımcıları Koruma Fonu’na ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir (Yatırımcıları Koruma Fonu’na ilişkin kısaca aktardığımız hukuki gelişim süreci hakkında daha fazla bilgi için bkz. **Türkoğlu**, Ferah, Aracı Kurumlarda Mali Durumun Bozulması ve Yatırımcıları Koruma Fonu, Doktora Tezi, İstanbul, 2007, s.50 vd.).

⁴ Aynı yönde bkz. **Türkoğlu**, s.58.

karşılanması esasına dayanan bir tazmin sistemi kurulması ihtiyacıdır. Bu merkez, kanunla kurulmuş ve faaliyet alanı yine kanunla belirlenmiş, merkezi idarenin ve SPK'nın denetim ve gözetimine bağlı, zorunlu üyelik ve zorunlu aidat¹ esasına tabi, gelir ve işlemleri her türlü harç ve vergiden muaf² olan bir kamu tüzel kişisidir³.

YTM, Kurul'ca çıkarılacak bir yönetmelik çerçevesinde Kurul tarafından idare ve temsil olunur (SerPK.83/I). Bu bağlamda YTM tarafından sağlanan koruma, sermaye piyasası yatırımcılarına güvence sağlamayı amaçlayan bir kamu hizmeti olarak nitelendirilebilir⁴. Başka bir ifadeyle bu koruma, devletin sermaye piyasasına karşı güveni korumak ve yatırımların bu piyasaya aktarılması amacına yönelik olarak yürüttüğü koruma sisteminin bir parçasıdır⁵. Yatırım kuruluşunun nakit ödeme veya borçlanma aracı teslim yükümlülüğünü yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespitinden itibaren üç ay içinde Kurul'ca alınan tazmin kararı⁶ ile başlayan bu süreçte, YTM'ce gerekli görülmesi halinde, hakkında tazmin kararı verilen kuruluşun ödemelerinin durmasına⁷ ve tüm malvarlığı üzerinde sadece YTM tarafından tasarruf edilebilmesine Kurul'ca karar verilebilir. Bu hüküm bankalar hakkında, sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve borçlanma aracı teslim yükümlülükleri açısından uygulanır. Ayrıca YTM'nin malvarlığı, amacı dışında kullanılamaz, teminat gösterilemez, kamu alacakları için olsa dahi haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez ve üzerine ihtiyati tedbir konulamaz (SerPK.83; Tazmin Yönetmeliği m.6).

¹ Yatırım kuruluşlarının YTM'ye katılması zorunludur. Yatırım kuruluşlarının YTM'ye katılımlarına, bunların giriş aidatı, yıllık aidat ve ek aidat ödeme zorunluluklarına ilişkin usul ve esaslar Kurul'ca çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir (SerPK.83/II).

² YTM'nin bu kanun kapsamında yapacağı işlemler harçtan, düzenleyeceği kâğıtlar damga vergisinden müstesnadır. YTM'nin bu kanun kapsamındaki faaliyetleri dolayısıyla 13.06.2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu açısından iktisadi işletme olmuş sayılmaz (SerPK.83/VI).

³ bkz. **Yasin**, Melikşah, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara, 2002, s.182-183.

⁴ Bu korumanın hukuki niteliğinin özel ya da mecburi sigorta ilişkisi olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceğine ilişkin tartışma hakkında bkz. **Türkoğlu**, s.71 vd.

⁵ **Türkoğlu**, s.74.

⁶ Yatırımcıların haklarını gösterir belgelerle birlikte YTM'ye başvurmalarını temin için, tazmin kararlarının YTM tarafından üç iş günü içinde ilanı öngörülmüştür. Bu ilanda yatırımcıların YTM'ye başvuru süresi, tazmin süreci ve esasları belirtilir. Ayrıca yatırım kuruluşları hakkında verilen tazmin kararı, bu kararların alındığı gün Kurul tarafından yatırım kuruluşuna, YTM'ye, MKK'ya, BİAŞ'a, Takasbank'a, TSPB'ye ve veri depolama kuruluşuna; gerekli görülen durumlarda ise BDDK'ya, TBB'ye ve TKBB'ye bildirilir (Tazmin Yönetmeliği m.5/III ve IV).

⁷ Bu durumda yatırım kuruluşuna yapılacak tüm ödemeler sadece YTM'ye yapılır. Yatırımcılar tarafından MKK nezdindeki hesapları üzerinde tesis edilmiş olan blokajlar, YTM'nin talebi üzerine MKK tarafından kaldırılır (Tazmin Yönetmeliği m.6/II).

Bu hükümden de anlayacağımız üzere, kanun koyucu YTM ile yatırımcıya sağlamak istediği korumaya son derece önem vermekte ve bunun yerine gelmesi için gerekli her türlü tedbiri almak istemektedir. Özellikle doğrudan işlem yapma yetkisi son derece sınırlı olduğu için yatırım kuruluşları vasıtasıyla borçlanma aracı alım satım işlemlerini yürüten bireysel yatırımcılar bakımından, yaşanabilecek mağduriyetlerin giderimi için etkili önlemler öngörülmesi son derece olumlu bir gelişmedir. Bu husus, bireysel yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenini pekiştirecek ve onları tasarruflarını bu piyasada değerlendirmeye yönlendirecektir. Kanun koyucu bunu sağlamak adına, müşterisi olan yatırımcılarına karşı yükümlülüklerini yerine getirmeyen bir yatırım kuruluşunun, artık malvarlığı üzerinde tasarruf yetkisinin de kaldırılabilmesine işaret etmiştir. Nitekim aynı mantıkla hareket eden kanun koyucu, yatırım kuruluşları yüzünden zarara uğrayan yatırımcıların belli oranda zararlarını karşılamak üzere kurulmuş bir kamu tüzel kişiliği olan YTM'nin malvarlığı hakkında da, kamu alacakları için dahi olsa haciz, rehin ve ihtiyati tedbir yasağı öngörmüş ve bu malvarlığının iflas masasına dahil olmayacağını belirtmiştir.

YTM tarafından borçlanma aracı yatırımcılarına sağlanan tazminin kapsamına, yatırımcılara ait olan ve yatırım hizmeti ve faaliyeti veya yan hizmetler¹ ile bağlantılı olarak yatırım kuruluşu tarafından yatırımcı adına saklanan veya yönetilen nakit ödeme veya borçlanma araçlarının teslim yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden kaynaklanan talepler oluşturur. Yatırımcıları tazmin kararı verilen kuruluşların yatırımcıları, tazmin talep etme hakkına sahiptir. Ancak yatırımcıların yatırım danışmanlığı veya piyasadaki fiyat hareketlerinden kaynaklanan zararları tazmin kapsamında değildir (SerPK.84; Tazmin Yönetmeliği 16/I ve III).

Yatırımcılar başvurularını ilanda belirtilen süre içerisinde YTM'ye, hak sahipliğinin ispatına ilişkin belgelerle birlikte, yazılı olarak yaparlar. Tazmin talebinde

¹ Yatırım kuruluşlarının (ve portföy yönetim şirketlerinin) yapabilecekleri yan hizmetler şunlardır: a) Sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunulması, b) Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması, c) Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması, ç) Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması, d) Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması, e) Servet yönetimi ve finansal planlama yapılması, f) Kurul'ca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması (SerPK.38).

bulunma hakkı, tazmin kararının ilanından itibaren bir yıl sonra zamanaşımına uğrar (SerPK.85/1; Tazmin Yönetmeliği m.8). YTM, tazmine hak kazanan yatırımcıları mümkün olan en kısa sürede tazmin etmek üzere gerekli hazırlıkları yapmak ve hak sahiplerini ve tazmin tutarlarını belirledikten sonra üç ay içinde ödemeleri gerçekleştirmekle yükümlüdür. Zorunlu hallerde bu süre, Kurul'un onayıyla en fazla üç ay daha uzatılabilir (SerPK m.85/II).

YTM, yatırım kuruluşunun tazmin kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini, alacak ve borç tutarlarını; Kurul, MKK, Takasbank, yatırım kuruluşu, veri depolama kuruluşu, merkezi saklama kuruluşu kayıtları ile alacaklıların başvurularında sunulan belgeler ve YTM tarafından güvenilir bulunan diğer bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder. Tazmin kararı tarihi itibarıyla yatırımcı hesabında görülmemekle birlikte, hak sahibi olduğu kesinleşmiş mahkeme kararıyla tespit edilen veya YTM tarafından yatırımcıya ait olduğuna karar verilen nakit ve borçlanma araçları da bu tespitte dikkate alınır. Yapılacak nakit ödemelere ve borçlanma aracı teslimlerine esas olmak üzere; yatırım kuruluşunun sermaye piyasası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme ve borçlanma aracı teslim yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle alacaklı olanlar ve alacak miktarları ile borçlular ve borç miktarlarını gösteren alacaklılar cetveli tazmin kararından itibaren en geç üç ay içerisinde hazırlanır. Bu süre, gerektiğinde YTM önerisi ve Kurul onayı ile uzatılabilir. İlgililer tarafından alacaklılar cetveline kendi alacakları için ilan tarihinden itibaren otuz gün içinde YTM'ye itiraz edilebilir. Alacaklılar cetvelinde yer almayan alacaklar için yapılan başvurular, tazmin kararının ilanından itibaren bir yıllık zamanaşımı süresi içinde dikkate alınır (Tazmin Yönetmeliği m.9-10).

Yatırımcıların tazmin talepleri, yatırım kuruluşunca karşılanmayan nakit ödeme ve borçlanma araçlarının iade yükümlülükleri üzerinden hesaplanır. Yatırımcılar adına saklanan borçlanma araçları hak sahiplerine öncelikle dağıtılır. Bu araçlar, bulundukları her bir hesap bazında ve özellikle yerine getirilmemiş takas yükümlülükleri için mahsup edilir. Tazmin tutarı, kanuni ve akdî şartlar uyarınca yatırım kuruluşunun mahsup ve benzeri talepleri de dikkate alınarak belirlenir (SerPK.85/III; Tazmin Yönetmeliği m.13/I). Alacaklılar cetvelinin ilan tarihini takip

eden üç ay içinde tazmin kapsamındaki ödemeler gerçekleştirilir. Bu süre zorunlu hallerde Kurul'un onayı ile en fazla üç ay daha uzatılabilir. Müşterek hesaplar tek hesap kabul edilir. Müşterek hesap sahiplerine yapılacak ödemelerde, bu hesaplar üzerinde hak sahibi olan her bir yatırımcıya hak sahipliği oranında; bu oranın tespit edilememesi durumunda ise her bir yatırımcıya eşit oranda ödeme yapılır (Tazmin Yönetmeliği m.14).

Yukarıda SerPK ve Tazmin Yönetmeliği hükümleri kapsamında incelediğimiz yatırımcı tazminine ilişkin süreçte dikkatimizi çeken en belirgin husus, yatırımcı tazmin sisteminin, eskiden olduğu gibi yatırım şirketi ya da bankanın iflası ya da tasfiyesine bağlanması uygulamasından vazgeçilmesidir. Gerekçede AB mevzuatına uyum kapsamında böyle bir düzenlemeye gidildiği belirtilmiştir¹. Kanaatimizce yatırımcı tazmin sisteminin yatırım kuruluşları hakkında tedrici tasfiye ya da iflas kararı verilmesi şartına bağlı olarak işlemesi, nakit ya da araç teslimine ilişkin alacağını elde edemeyen yatırımcıların zararının etkin ve hızlı bir şekilde giderimini hedefleyen bir tazmin mekanizması anlayışına ters düşer. Bu bakımdan yatırımcı tazmin sistemi ile tedrici tasfiyenin birbirinden bağımsız olarak düzenlenmesi, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması temel hedefi olan SerPK'nın yapısına daha uygun olduğu gibi; gelişmiş ülkelerin modern sermaye piyasası hukuku uygulamalarına paralellik arz ettiğinden, piyasaların entegrasyonu bakımından da yararlı olmuştur.

Yukarıda bahsettiğimiz tazmin süreci kapsamında hak sahibi her bir yatırımcıya ödenecek azami tazmin tutarı hususunda ise, SerPK ile Tazmin Yönetmeliği hükümleri arasında bir farklılık göze çarpar. SerPK bu tutarın yüz bin TL olduğunu hükme bağlamış; Tazmin Yönetmeliği ise bu tutarı 103.930 TL olarak belirlemiştir. Kanaatimizce yatırımcı alacaklarının hesaplanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisini Kurul'a veren kanun koyucu (SerPK.85/III), her bir yatırımcıya ödenecek azami alacak tutarı konusunda da Kurul'u yetkilendirmiş kabul edilmelidir. Zira böyle bir yorum tarzı, kanunun yatırımcı menfaatini gözetten anlayışının da doğal bir sonucudur. Dolayısıyla biz Tazmin Yönetmeliği'nde belirtilen azami tutarın ödenmesi gerektiği inancındayız. Ayrıca söz konusu tutar, her yıl bir önceki yıla ilişkin olarak

¹ bkz. Gerekçe, SerPK.86.

Vergi Usul Kanunu'na belirlenen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır. Kurul'un teklifi üzerine Bakanlar Kurulu tarafından toplam tazmin tutarı beş katına kadar artırılabilir. Bu sınır, hesap sayısı, türü ve para birimine bakılmaksızın, bir yatırımcının aynı kuruluştan olan taleplerinin tümünü kapsar. YTM tarafından ödenecek azami tutarın üzerinde kalan tutarın başka bir yatırımcıya ödenmesi amacıyla devredilmiş olması halinde devralana YTM tarafından ödeme yapılmaz (SerPK.84/V; Tazmin Yönetmeliği m.15/I). Hükmün son cümlesinde, yatırım kuruluşundan azami tutarın üzerinde alacağı bulunan yatırımcıların, kanuna karşı hile sayılabilecek davranışlarının engellenmesi amacıyla, azami tutarı aşan kısma yönelik yatırımcılar arası bir devir işlemi söz konusu olduğunda, bu kısmın devralan yatırımcıya ödenmeyeceği düzenlenmiştir.

Tazmin sürecinin tamamlanmasından sonra, Kurul, YTM'nin bildirimini üzerine tazmin sürecini kapatma kararı verir. YTM, tazmin sürecinin sonuçlarını, yatırımcıları tazmin kararı alınanların tedricî tasfiyesinin veya iflasının istenmesinin yararlı olup olmayacağına ilişkin gerekçeli önerisiyle birlikte Kurul'a sunar. Tedricî tasfiye veya iflas kararı, tazmin sürecinin işleyişini engellemez. YTM, yatırımcıların haklarına, ödediği tazmin tutarı kadar halef olur. Yatırımcıları kısmen veya tamamen tazmin edilenlerin yeniden yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunabilmeleri için, mevzuatta aranan diğer şartlar saklı kalmak üzere, tazminden doğan ve YTM tarafından yapılan tüm ödeme ve giderlerini, anapara ve kanuni faizi de dahil olmak üzere ödemeleri zorunludur (SerPK.85/IV4 ve V; Tazmin Yönetmeliği m.18-19).

2. Tedrici Tasfiye

Tedrici sözcüğü, azar azar, yavaş yavaş, aşamalı olarak; tasfiye sözcüğü de arıtma, arıtım, hesap ve işlemleri inceleyip düzenleyerek aktif ve pasif arasındaki farkı belirlemeye yarayan işlem, anlamlarına gelmektedir¹.

Tasfiye faaliyetinin ayırıcı özellikleri; alacakların tahsil edilmesi, borçların ödenmesi, malların paraya çevrilmesi, yarım kalan işlerin tamamlanması ve safi mevcudun elde edilerek bunun kanunda ve tasfiyeye tabi kuruluşun kuruluş senedinde

¹ **Yılmaz**, Ejder, Hukuk Sözlüğü, 9. Baskı, Ankara, 2005, s.1206; 1193.

gösterilen kişilere verilmesidir. Tedrici tasfiye ise, tasfiye kavramının genel niteliklerini taşımasına rağmen, yine de ondan ayrı bir kavramdır¹. Bu kavramın kapsamı tasfiyeye göre daha sınırlıdır². Zira tedrici tasfiye, politik ve ekonomik nedenlerle belirli durumlar için öngörülmüştür. Tedrici tasfiyede de normal tasfiyede olduğu gibi hukuki ve mali ilişkilerin sona erdirilmesi söz konusu olmakla birlikte, bu kavramın tasfiyeye göre ayırıcı özelliği, tedrici tasfiye kararının verilmesinde yürütme organının sahip olduğu yetki ve taşıdığı önemdir. Nitekim tedrici tasfiyeye ilişkin hükümler, yürütme organına, ekonomik alanda sarsıntı ve zararlar doğurabilecek bir konuda önlem alabilme yetkisini veren bir düzenleme niteliğini taşımaktadır³.

Bu bağlamda SerPK.86 ile Tazmin Yönetmeliği m.20 vd.'de düzenlenen yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesine yönelik hükümler, bu kuruluşların faaliyetleri sonucunda geniş bir menfaat grubuyla etkileşim halinde bulunmaları dolayısıyla, farklı bir tasfiye prosedürüne tabi tutulmaları gereği sevk edilmiştir⁴. Yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesi, bir yönüyle bu kuruluşların borçlarından arındırılmasını ifade ederken, diğer yandan da aktif değerlerinin aşamalı olarak paraya çevrilip borçlarının ödenmesine tahsisini ifade etmektedir⁵. Bu yöntem, diğer kanun hükümlerini devre dışı bırakarak⁶, yatırımcıların haklarına kavuşabilmelerini sağlamak amacıyla özel olarak öngörülmüştür. Tasfiye halinin ortaya çıkmasının etkileyeceği yatırımcı hakları için etkin bir hukuki koruma sağlanmak istenmiştir. Böylece yatırım kuruluşları için öngörülen tedrici tasfiye düzenlemesi ile küçük tasarruf sahipleri korunacak, bunların korunması ise söz konusu tasarrufların piyasada kalmasını teşvik edecek ve piyasada olmayan küçük tasarrufları da piyasaya yönlendirecektir.

¹ **Menekşe**, Ayhan M., Türk Hukuku'nda Tedrici Tasfiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1983, s.2-3.

² Tedrici tasfiyenin, tasfiye kavramına nazaran farklı amaçlara hizmet etmek üzere spesifikleştirildiği ve bu nedenle tasfiye kavramından daha dar bir anlamı ifade ettiği görülmektedir. Dolayısıyla tedrici tasfiye uygulaması, belirli gerekçelere dayanması itibarıyla her ortaklık tipi için geçerli değildir (**Tevetoğlu**, s.89).

³ **Menekşe**, s.3-4.

⁴ **Yasin**, s.38 vd.

⁵ **Tevetoğlu**, s.88.

⁶ Tedrici tasfiye karar ve işlemlerinde; TTK, İİK ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz (SerPK.86/II). Burada kastedilen, yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesinde TTK ve İİK'nın iflas tasfiyesine ilişkin hükümlerinin uygulanmayacağıdır. Yani TTK ve İİK'nın tasfiyeye ilişkin olmayan hükümleri yatırım kuruluşları bakımından pekala uygulama alanı bulacaktır (**Menekşe**, s.34).

Yatırım kuruluşlarının, sermaye piyasasına fon aktarılması şeklinde ifade edebileceğimiz temel işlevleri, küçük tasarrufların kısmen korunmasına hizmet eden bu yasal düzenek sayesinde büyük ölçekli yatırımlara cesaret kazandıracak ve çok sayıda küçük tasarrufun bir araya gelmesiyle derinleşen piyasa, büyük yatırımlardan umulan kazanç etkilenmeden küçük ekonomik sıkıntıları atlatabilecektir¹. Yatırım kuruluşları, sermaye piyasasındaki kritik pozisyonları ve sermaye birikiminin oluşmasına hizmet eden faaliyetleriyle, sermaye piyasasının önemli çarklarından birini oluştururlar. Dolayısıyla bu çarkın düzenli ve güvenli işlemesi, sistemin bütününe doğru ve güvenli çalışması için gereklidir. Bu nedenle tedrici tasfiye, yatırım kuruluşlarının mali durumunu ya da diğer deyimle işleyişini bozan sebeplerin varlığı halinde, bunun, sistemin bütününe zarar vermesini önleme amacı güden özel bir tedbir niteliği taşımaktadır. Ayrıca gelişmiş ülke ekonomilerinde gerçekleştirilmek istenen amaçlardan biri de iflasların olabildiğince azaltılmasıdır. Yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesine ilişkin düzenlemelerde de bu amaç etkili olmuştur². Zira büyük sermayelerin münferit alacaklılar (küçük tasarruf sahipleri) karşısında parçalanıp dağılması ekonomik düzene zarar verir³. Ancak unutulmamalıdır ki, idari otoritenin geniş takdir yetkisinin bulunduğu tedrici tasfiyede, idari otoritenin yetkilerini ne şekilde yorumlayacağı, tedbir uygulamalarını nasıl gerçekleştireceği ve bu konularda üreteceği temel politikalar son derece önemlidir⁴.

¹ **Tevetoğlu**, s.89-90; 94-95.

² Yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesine ilişkin düzenlemeler, bu kuruluşların iflasının hem diğer yatırım kuruluşları hem de yatırımcılar bakımından söz konusu olumsuz etkilerini bertaraf ederek, bu kuruluşlarla işlem yapanların güven içinde hareketini temin için öngörülse de, bu husus anılan kuruluşların iflas etmeyeceği anlamına gelmez. Yatırım kuruluşları mali durumlarının bozulması sonucunda tedrici tasfiye sürecine girmeden ya da bu süreç tamamlandıktan sonra iflas edebilirler. Yargıtay, yatırım kuruluşları bakımından tedrici tasfiye ile iflas kurumu arasındaki bağlantıyı şu şekilde sonuca bağlamıştır: “.....Kurul’un tedrici tasfiye yoluna gitmesi ihtimalinin gündeme gelebileceği, ancak bu prosedürün işletilmesi olanağının verilen diğer iflas kararı nedeniyle mümkün olmadığı.....”. Bu karardan da anlaşılabileceği üzere, SerPK m.43 gereği bir anonim şirket şeklinde kurulmak zorunda olan yatırım kuruluşlarının tüzel kişi tacir sıfatları nedeniyle iflaslarının istenebilmesi elbette mümkündür (TTK.124; TTK.16 ve 18). Ancak bu kuruluşlar hakkında sermaye piyasası mevzuatında öngörülen özel bir tedbir niteliğinde olan tedrici tasfiye prosedürünün işletilmesi, bunlar hakkında iflas kararı verilmesi halinde mümkün olamamaktadır (Yarg. 23. HD.,25.01.2013, E.2012/5171, K.2013/405, www.kazanci.com.tr, Erişim: 04.02.2015).

³ **Menekşe**, s.8.

⁴ **Tevetoğlu**, s.97-98.

Yatırım kuruluşlarının tedrici tasfiyesi bakımından anılan idari otorite SPK'dır. SPK, yukarıda YTM başlığı¹ altında incelediğimiz tazmin süreci kapsamında haklarında tazmin kararı verilen kuruluşlar hakkında, bankalar hariç olmak üzere, tazmin sürecinin kapanmasına ilişkin kararı ile birlikte tedricî tasfiye kararı da verebilir. Bu durumda tedricî tasfiye işlemleri YTM tarafından yürütülür. Tedricî tasfiyenin amacı, tedricî tasfiyesine karar verilen yatırım kuruluşlarının malvarlığını aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, tazmin süreci kapsamında yatırımcıların tazmin edilmeyen bakiye alacakları ile YTM'nin yatırımcılara halef olmasından kaynaklanan alacaklarının ödenmesidir. Kurul, yatırım kuruluşlarının tazmin ve tedrici tasfiyesine aynı anda da karar verebilir. Bu durumda, öncelikli olarak tazmine ilişkin hükümler uygulanır (SerPK.86/I ve II; Tazmin Yönetmeliği m.20). Kanaatimizce tedrici tasfiyeye ilişkin anılan hükümlerde, bankaların kapsam dışı bırakılması isabetli olmamıştır². Zira tazmin süreci kapsamında karşılanamayan yatırımcı alacaklarının ödenmesine hizmet edecek bu yöntemin, bankaların aracılık başta olmak üzere gerçekleştirdikleri yatırım hizmetleri bağlamında, yerine getiremedikleri yükümlülükleri nedeniyle zarara uğrayan yatırımcılar hakkında da öngörülmesi gerekirdi.

Tazmin süreciyle söz konusu olan bu özel nitelikli hukuki korumanın tedrici tasfiye ile neden devam etmeyeceğine ilişkin bir açıklama, kanun koyucu tarafından yapılmamıştır. Zira kanun koyucu yatırımcı tazminiyle ilgili düzenlemesinde, bankalar hakkında tazmin kararı verilebilmesi için BDDK'nın görüşünün alınacağını belirterek, bankaların sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle zarara uğrayan yatırımcıların bu hükümler kapsamında korunacağını açıkça düzenlemiştir (SerPK.82/II). Dolayısıyla

¹ bkz. Dördüncü Bölüm, §11, V, A, 1.

² eSerPK.46'nın (h) bendinde SPK'nın; "*Sermaye piyasası kurumlarının, mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun tespiti halinde; verilecek uygun süre içinde, mali durumlarının güçlendirilmesini istemeye; kurum görevlilerinin imza yetkilerini sınırlandırmaya veya kaldırmaya; verilen bu süre içinde; bu kurumlar tarafından gerekli tedbirlerin alınmaması halinde veya mali durumlarının taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespiti halinde gerekli tedbirleri almaya, herhangi bir süre vermeksizin kurumların faaliyetlerini geçici olarak durdurmaya veya sürekli olarak durdurarak yetkilerini kaldırmaya; bu tedbirlerden netice alınmadığı takdirde tedrici tasfiyelerine karar vermeye tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedrici tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemeye*", yetkili olduğu düzenlenmişti. Hükümde geçen ve tedrici tasfiyesine karar verilebilecek olan sermaye piyasası kurumları eSerPK.32'de belirtilmişti. Bankalar bu maddede açıkça sayılmasa da, eSerPK.50/a'da, (V.) bölümde öngörülen faaliyetlerde bulunan bankaların bu kanun hükümlerine tabi olacağı düzenlenmişti. (V.) bölümde düzenlenen faaliyetlere baktığımızda, bunların aracılık başta olmak üzere yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği gibi sermaye piyasası kurumlarınca gerçekleştirilen faaliyetler olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bankalar eSerPK'da tedrici tasfiyenin dışında tutulmamıştı.

bankanın yatırım kuruluğu olarak verdiği hizmetlere bağlı olarak zarara uğrayan ve fakat zararı tazmin sürecinin sonlanmasına rağmen tamamen karşılanamayan yatırımcıların korumasız bırakılmaması gerekir. Burada da tazmin kararı verilebilmesi için aranan BDDK'nın uygun görüğu bir ön koğu olarak öngörülebilir. Fakat bankaların tamamen tedrici tasfiye kapsamı dışına itilmesini, yatırımcının korunmasını merkezine alan SerPK'nın amacına ve ruhuna uygun bulmuyoruz. Genel anlamda sermaye piyasası yatırımcıları açısından belirttiğimiz bu gerekçeler, evleviyetle borçlanma aracı yatırımcılarının korunması bakımından da geçerlidir.

Tedrici tasfiye, yatırım kuruluşlarının malvarlığının kaynağının yatırımcılar olduğu ve bu malvarlığının öncelikle yatırımcı alacaklarını karşılamak üzere tahsis edilmesi gerektiği anlayışına dayanmaktadır. Bu yöntem, mali güçlüğe düşen yatırım kuruluşundan alacaklı olanlar arasında, kanun koyucu tarafından yatırımcılara öncelik verilmesi anlamına gelmektedir¹. Böylece yatırım kuruluşlarının varlıkları arasında yer alan ve onların müşterisi konumundaki yatırımcıların varlıkları, diğer alacaklarla birlikte başka alacaklılarca tahsil edilme riski ile bunlar üzerinde ihtiyati tedbir, haciz ve ipotek tesisi gibi yatırımcının alacak ve mülkiyet hakkını kısıtlayan işlemlerden korunmuş olmaktadır².

SerPK ve Tazmin Yönetmeliği hükümlerini incelediğimizde, tedrici tasfiye ile güdülen bu amacın gerçekleştirilmesi yönünde somut ve ayrıntılı bir tedbirler dizisi öngörüldüğu dikkatimizi çekmektedir. Öncelikle Kurul'ca haklarında tedrici tasfiye kararı verilen yatırım kuruluşlarının kanuni organlarının görev ve yetkileri, tedrici tasfiye kararından tasfiye sonuçlanıncaya kadar, YTM tarafından yerine getirilir. Hakkında tedrici tasfiye kararı verilenlerin ödemeleri durur ve tüm malvarlığı üzerinde, sadece YTM tarafından tasarruf edilebilir (SerPK.86/III ve IV).

Hakkında tedrici tasfiye kararı alınan yatırım kuruluşlarının malvarlıkları, yetkinin kaldırılmasına ilişkin Kurul kararının alındığı tarihten itibaren tedrici tasfiye işlemlerinin tamamlandığı ilan edilinceye; tedrici tasfiyeyi takiben veya doğrudan iflas talebinde bulunulması halinde, iflas talebinin mahkemece esastan karara bağlanması

¹ Gerekçe, SerPK.86.

² **Manavgat**, Çağlar, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1991, s.154.

kadar, Kurul ve tedrici tasfiye çerçevesinde YTM tarafından yapılacak işlemler hariç, devredilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, tedbir konulamaz, haczedilemez. Bunlar hakkında yapılmış olan tüm hacizler ve uygulanmış tüm ihtiyati tedbirler düşer ve tüm icra ve iflas takipleri kendiliğinden durur¹, bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşüren müddetler işlemez (Tazmin Yönetmeliği m.22/I).

Görüldüğü üzere anılan hükümlerde, mali durumunun bozulması nedeniyle yatırımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getiremeyip onların zarara uğramasına yol açan yatırım kuruluşlarının, tedrici tasfiye kararından itibaren onların durumunu daha da ağırlaştıracak işlem ve eylemler yapmamalarını teminen, organlarının yetkilerinin YTM'ye intikal edeceği düzenlenmiştir. Bu durum tedrici tasfiyenin sonuçlandığının ilan edildiği tarihe kadar devam edecektir. Bu tarihte başkaca bir işleme gerek kalmaksızın, yatırım kuruluşunun tedricî tasfiye kararı tarihinden önceki kanuni organları görev ve yetkilerini yeniden üstlenirler (SerPK.86/III, c.son; Tazmin Yönetmeliği m.21).

Buna paralel olarak, kaynağı yatırımcı varlıkları olan yatırım kuruluşlarının malvarlığı üzerinde tasarruf yetkisinin de sadece YTM'ye ait olduğu belirtilerek, yatırımcıların menfaati, alacak ve mülkiyet haklarının güvenliği temin edilmeye çalışılmıştır. Fakat bu hususta Tazmin Yönetmeliği ile SerPK arasında bir farklılık göze çarpmaktadır. Yönetmelikte yatırım kuruluşlarının doğrudan iflasının talebi halinde, bu talebin mahkemece esastan karara bağlanmasına kadar malvarlığının korunmasına yönelik yasak ve tedbirlerin devam edeceği düzenlenmiş, SerPK'da ise bundan bahsedilmemiştir. Esasında bu farklılık, tedrici tasfiye kararının alınmasına ilişkin hükümler arasında da söz konusudur. SerPK'da Kurul'un yatırım kuruluşları hakkında tazmin sürecinin kapanmasına ilişkin kararıyla birlikte tedrici tasfiye kararı da

¹ Bu sonuç, tasfiye haline giren bir şirketin ehliyetinin tasfiye gayesiyle sınırlanması gerçeğinin yansımasıdır. Sınırlanan bu ehliyetin hak ehliyeti mi fiil ehliyeti mi olduğu konusu Türk doktrininde tartışmalı olmakla birlikte; hakim görüş, tasfiye haline girmekle şirketin medeni haklardan yararlanma ehliyetinin, yani hak ehliyetinin sınırlandığı yönündedir. Dolayısıyla tasfiye gayesinin dışında işlem yapılması halinde, hak ehliyetinin bulunmayışı yüzünden bu işlem yokluk müeyyidesine tabi olup, ne şirketi ne de karşı tarafı bağlar (**Karahana**, Sami, Anonim Şirketlerde Tasfiye, Konya, 1998, s.23-24, dn.77-81'de anılan yazarlar). Yargıtay da bir kararında; "yetkileri kaldırılan sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiye işlemlerinin tamamlandığı ilan edilinceye,.....kadar, başlamış tüm icra takiplerinin kendiliğinden duracağını" içtihat etmiştir (Yarg. 12. HD., 16.05.2002, E.2002/9056, K.2002/10234, www.kazanci.com.tr, Erişim: 04.02.2015).

verebileceği belirtilmiş ve iflas talebinde bulunmasından söz edilmemiştir (SerPK.86/I). Oysa bu hükmün yönetmelikte düzenleniş şekli, Kurul'un tedrici tasfiye kararı verebileceği veya doğrudan iflas talebinde bulunabileceği şeklindedir (Tazmin Yönetmeliği m.20/I). Bu durumda SerPK'nın anılan hükmünün lafzi yorumu, Kurul'un iflas talebinde bulunma yetkisinin olmadığı sonucunu doğurmakta ve bu halde yönetmeliğin, kanunda bulunmayan bir yetkiyi Kurul'a verdiği izlenimi oluşturmaktadır. Ancak gerek tedrici tasfiyeye ilişkin hükümlerin amaçsal yorumu gerekse mülga kanun döneminde de Kurul'un iflas talebinin kabul ediliyor olması¹, yatırımcıyı daha fazla korumayı hedefleyen yeni sermaye piyasası mevzuatının bunu reddetmesi için haklı bir gerekçeyi bize sunmamaktadır. Fakat bu yetkinin kanunda açıkça belirtilmesinin, bu konuda yaşanacak olası tereddütleri² gidermek bakımından gerekli olduğunu düşünüyoruz.

Yatırımcının korunmasını teminen tedrici tasfiye sürecinde öngörülen bir tedbir de, yatırım kuruluşuna yapılacak tüm ödemelerin sadece YTM'ye yapılacağına ve YTM'ye yapılanlar dışındaki ödemelerin borcu sona erdirmeyeceğine ilişkin düzenlemedir. Ayrıca yatırım kuruluşunun MKK nezdindeki müşteri hesaplarında bu müşteriler tarafından tesis edilmiş blokajlar YTM'nin talebi üzerine MKK tarafından kaldırılır (Tazmin Yönetmeliği m.22/III).

¹ eSerPK.46/h'de, Kurul'un sermaye piyasası kurumlarının tedrici tasfiyelerine karar vermeye, tasfiyenin bitmesini takiben gerektiğinde veya tedrici tasfiyeye gitmeksizin doğrudan iflaslarını istemeye, yetkili olduğu düzenlenmişti.

² eSerPK'da 4487 syl. Kanun ile değişiklik yapılmadan önceki dönemde, SPK'nın bir aracı kurumun iflasına ilişkin açtığı davada, buna ilişkin yetkisinin bulunup bulunmadığına ilişkin Yargıtay kararına da konu olan bir tereddüt yaşanmıştı. Bu tereddüt, SerPK'nın Kurul'a iflas isteme yetkisini tanıyan 46/h maddesini değiştiren 558 syl. KHK'nın Anayasa Mahkemesi'nce 1995 yılında iptal edilmesi üzerine yaşanmıştı. Bu davada Yargıtay, "Davacı SPK, davalı şirketin iflasını istemiş ise de, buna yetki veren yasa hükmü anayasa mahkemesince iptal edilince, talebin reddine karar verilip kesinleştikten sonra yürürlüğe giren ve davacıya iflas isteme yetkisi veren yeni yasa hükmü karşısında bu kez açılan davada önceki dava sonunda verilen hüküm, kesin hüküm teşkil etmez. Yeni kanun önceki mahkemenin konusu olmayan bir hak yaratırsa yeni kanun uygulanabilir. Bu durumda önceki davada söz konusu olan yargılama engeli ortadan kaldırıldığından yeni iflas davası yönünden kesin hüküm teşkil etmez. Somut olayda davalı aracı kurumun kesin hüküm itirazı yerinde olmadığından ve davalı aracı kurumun mali durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıfladığı tespit edildiğinden davalının iflasına karar verilmesinde bir isabetsizlik bulunmamaktadır" şeklinde karar vermişti (Yarg. 19. HD., 10.04.2003, E.2002/7014, K.2003/3883, www.kazanci.com.tr, Erişim: 31.01.2015). Benzer yönde bir tereddüt ve tartışmayı içeren diğer bir karar için bkz. Yarg. 19. HD., 05.07.1996, E.1996/4023, K.1996/6940, www.kazanci.com.tr, Erişim: 31.01.2015). Geçmişteki bu tartışma ve tereddütlerin yaşanmaması için Kurul'un iflas isteme yetkisinin yönetmelik yerine SerPK'da düzenlenmesi daha isabetli olurdu.

Malvarlığının korunmasına yönelik bu düzenlemeler dışında, alacaklı konumundaki borçlanma aracı yatırımcılarının muhafazası için, yatırım kuruluşunun yönetimi ve denetimini elinde bulunduran pay sahipleri ile yakınlarına yönelik, ihtiyati tedbir, ihtiyati haciz ve yurt dışı çıkış yasağı dahil birtakım önlemler daha öngörülmüştür (SerPK m.86/VII; Tazmin Yönetmeliği m.24). Yatırımcı haklarını temin için korunmasına bu denli önem verilen yatırım kuruluşunun malvarlığının nasıl tasfiye edileceğine ve tasfiye bakiyesinin nasıl dağıtılacağına gelince; öncelikle YTM, tasfiye kapsamında yer alan gerçek hak sahiplerini ve bunların alacak ve borç tutarlarını, tazmin sürecinde elde edilen bilgi ve belgelere dayanarak tespit eder. YTM'nin yatırımcılara halef olmasından kaynaklanan alacakları ile tasfiye giderleri de YTM alacağı olarak dikkate alınır. Haklarında tedricî tasfiye kararı verilen kuruluşların aktiflerinden nakit olanlar doğrudan doğruya, olmayanlar ise paraya çevrilmek suretiyle, bu alacakların ödenmesinde kullanılır. Aktiflerden öncelikle müşteri alacakları ödenir (SerPK.86/V; Tazmin Yönetmeliği m.25/II ve III).

Tasfiye halindeki yatırım kuruluşunun nakit ve YTM tarafından nakde çevrilen malvarlığı tasfiye bakiyesini oluşturur. Tasfiye bakiyesi, tazmin sürecinde alacağının tamamı karşılanamayan hak sahiplerinin kalan alacakları, kamu alacakları, YTM'nin alacakları ile varsa diğer alacaklıların alacaklarının ödenmesinde kullanılır. Yatırım kuruluşu malvarlığının nakde çevrilmesini takiben, yatırımcıların tazmin edilmeyen alacaklarını gösteren bir dağıtım listesi hazırlanır. Bu listenin temin edilebileceği yerler, yapılacak ödemelerin esasları ile ödemelerin yapılacağı tarih ve yerler ilan¹ edilir (Tazmin Yönetmeliği m.28).

Tasfiye bakiyesi yatırımcı alacaklarının ödenmesinde kullanılır. Bakiye, bu alacakların tamamının karşılanmasına yetmezse; ödemeler, tasfiye bakiyesinin söz konusu alacaklar toplamına bölünmesi suretiyle bulunacak oran dikkate alınarak garameten yapılır. İhtilaf konusu alacaklar için yapılacak ödemelerde kesinleşmiş yargı kararları esas alınır. Yatırımcı alacakları tamamen karşılandıktan sonra artan kısımdan, öncelikle garameten kamu alacakları ve kalandan YTM'nin SerPK.85

¹ Söz konusu ilan, YTM tarafından ülke çapında günlük olarak yayımlanan en az 2 gazete ve TTSG ile KAP ve YTM tarafından uygun görülen diğer yerlerde yapılır. İlanın şekli ve içeriği YTM tarafından belirlenir (Tazmin Yönetmeliği m.32).

kapsamında yaptığı ödemeler ve tasfiye giderleri nedeniyle doğan alacakları ödenir. Bakiye, işçi alacakları dahil diğer alacaklılara tahsis edilir (SerPK.85/V; Tazmin Yönetmeliği m.29). YTM alacağına tazmin ödemelerinin yapıldığı günden itibaren, tasfiye giderlerine ise giderin yapıldığı tarihten itibaren 3095 syl. Kanuni Faiz ve Temerrüt Faizine İlişkin Kanun'un 2. maddesi uyarınca kanuni temerrüt faizi yürütülür (Tazmin Yönetmeliği m.29/III, c.son). Anılan yönetmelik hükmüyle birlikte, tedricen tasfiyesine karar verilmiş bir kuruluşun mütemerrit sayılıp sayılmayacağına ve buna bağlı olarak temerrüt faizi ödemesinin gerekip gerekmediğine ilişkin, Yargıtay'ın da çelişkili kararlar¹ vermesine neden olan bu husus aydınlığa kavuşturulmuş ve yatırımcıların zararını kısmen tazmin edip tedrici tasfiyeyi yürüten YTM'nin, gerek bu tazmin ve gerekse tasfiye giderleri bağlamında söz konusu olan alacağı² bakımından temerrüt faizi yürütülmesi hüküm altına alınmıştır. Böylece YTM'nin alacağına geç kavuşması nedeniyle varsayılan zararının önceden tespit edilip tazmini amaçlanmış, bu da yatırımcıların haklarına en kısa sürede kavuşmalarını sağlamak üzere dizayn edilmiş bir kuruluşun bu işlevini kesintisiz yürütmesi bakımından olumlu olmuştur³.

Tasfiye bakiyesinin öncelikle yatırımcı alacaklarının ödenmesi için tahsis edilmesi gereken tedrici tasfiye sürecinin tamamlanmasının ardından, Kurul, YTM'nin başvurusu üzerine tedrici tasfiyenin kapatılmasına karar verir. Haklarında tedrici tasfiye kararı verilen yatırım kuruluşlarının aktiflerinin, tasfiyenin amacı kapsamındaki hak sahiplerinin alacaklarını, tazmin kapsamında yapılan ödemeleri ve tasfiye giderlerini

¹ Yargıtay önceleri bu konuya ilişkin bir kararında, tedrici tasfiye halinin kanuni bir mecburiyet olması sebebiyle, tedricen tasfiyesine karar verilmiş olan bir kuruluşun mütemerrit duruma düşmesinin ve temerrüt faizi ödemesinin mümkün olamayacağı sonucuna varmıştır (TD., 28.12.1963, E.2785, K.4832, naklen, **Menekşe**, s.43-44 ve dn.60). Yargıtay bundan sonra verdiği başka bir kararında ise aksi görüşü benimseyerek, tedrici tasfiyeye giren kuruluşun, vadeden sonraki devre için temerrüt faizi ödemekle yükümlü olduğuna hükmetmiştir (TD., 13.02.1968, E.2061, K.891; TD., 09.07.1968, E.491, K.4372, naklen, **Menekşe**, s.44-45 ve dn.61). Temerrüt faizi bakımından Yargıtay kararları arasında ortaya çıkan bu uyumsuzluk, bir içtihadı birleştirme kararıyla son bulmuştur. Bu kararda, tedrici tasfiyeye girmiş kuruluşların ödemekle yükümlü oldukları borçlarına, temerrüt şartları bulunan hallerde temerrüt faizinin yürütülmesi gerekeceği, ifade edilmiştir (YHBİBGK, 24.05.1972, E.5, K.9, naklen, **Menekşe**, s.45-46 ve dn.62).

² Tasfiye giderlerinin YTM alacağı sayılmasının nedeni, söz konusu giderlerin, sözleşmelerde yatırım kuruluşunun taraf olması şartı aranmaksızın, doğrudan YTM malvarlığından yapılmasıdır (Tazmin Yönetmeliği m.31).

³ Anılan yönetmelik hükmünün hukuki dayanağı, tedrici tasfiye çerçevesinde yapılacak ödeme usul ve esaslarına ilişkin hususların Kurul'ca belirleneceğine ilişkin SerPK.86/V hükmüdür.

karşılamaya yetmediğinin tespiti halinde, YTM, Kurul'un uygun görüşüyle ilgililerin¹ iflasını da isteyebilir (SerPK.86/VIII; Tazmin Yönetmeliği m.30/I).

B. DİĞER DÜZENLEMELER

Borçlanma araçlarının halka arz sürecine ilişkin yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul'ca izin verilen yatırım kuruluşlarına, icra edecekleri yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gösteren yetki belgesi verilir. Söz konusu faaliyetlerde bulunmak üzere Kurul'dan izin almayanlar ile aldıkları izinler iptal olanlar², bu hizmet ve faaliyetlerde bulunamayacakları gibi, esas sözleşmelerinde, ticaret unvanlarında veya ilan ve reklamlarında bu hizmetler ve faaliyetlerde bulundukları intibasını uyandıracak hiçbir kelime veya ibare kullanamazlar (SerPK.40/I ve II). Kanun bu hükümle tüm sermaye piyasası araçları gibi borçlanma araçları bakımından da yatırım kuruluşları tarafından verilecek yatırım hizmet ve faaliyetlerinin ciddiyetini ve önemini; Kurul'ca izin verilmeyen ya da izinleri iptal edilenlerin bu faaliyetleri yapamayacaklarını ve bu hususta yanlış izlenim uyandıramayacaklarını belirtmek suretiyle vurgulamak istemiştir. Böylece yatırımcıların yetkisiz kuruluşlar tarafından aldatılmalarının ve zarara uğramalarının önü kesilmek istenmiş, piyasa ve işlem güvenliği korunmaya çalışılmıştır.

SerPK'da benzer biçimde yatırım kuruluşlarının hizmet ve faaliyetleri neticesinde yatırımcıların zarar görmelerini önleyici, koruyucu nitelikte başka düzenlemeler de söz konusudur. Bu çerçevede borçlanma aracı yatırımcılarının korunması açısından da anılan düzenlemeleri incelememizde yarar vardır. Bunlardan biri, Kurul'un yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunulabilmesi için

¹ Burada sözü edilen ilgililer; yatırım kuruluşunun yönetim ve denetimini doğrudan veya dolaylı olarak, tek başına veya birlikte elinde bulunduran ortakları ile tüzel kişi ortaklarının sermayesinin yüzde beşinden fazlasına sahip gerçek kişi pay sahiplerinin kendileri, eşleri ve velayet altındaki çocuklarıdır (Tazmin Yönetmeliği m.24/I).

² Kurul'un bu kanun kapsamında yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere vermiş olduğu yetki belgesi ile faaliyet izinlerini iptal edebildiği haller şunlardır: a) Faaliyette bulunma yetkisinden açıkça feragat edilmesi veya faaliyet izninin verildiği tarihten itibaren 2 yıl süreyle ilgili izin kapsamında herhangi bir faaliyette bulunulmaması, b) Faaliyet izninin yanlış veya yanıltıcı beyanlarda bulunularak ya da hukuka aykırı diğer yollarla alınmış olması, c) Faaliyet izninin alınması sırasında aranan şartların kaybedildiğinin Kurul'ca tespitinden itibaren 3 ay içinde bu şartların yeniden sağlanamaması (SerPK.41/I).

Faaliyet izinlerinin tamamı iptal edilenlerin, sona erme kararı almaları veya en geç 3 ay içinde esas sözleşmelerindeki ticaret unvanı ile amaç ve faaliyet konuları da dahil olmak üzere ilgili hükümleri yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmeleri zorunludur (SerPK.41/II).

mesleki sorumluluk sigortası yaptırılmasını zorunlu tutabileceğine dair hükümdür (SerPK.39/VI).

Bunun dışında, yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetler itibarıyla yüklenilebilecek mali sorumluluğun azami sınırı ve yatırım kuruluşlarındaki yöneticiler ile bu hizmetleri ve faaliyetleri yürütmekle görevlendirilecek personelde aranacak asgari şartların Kurul’ca belirleneceğine ilişkin hüküm de aynı amaca hizmet eder niteliktedir. Zira bu şekilde yatırım kuruluşlarının, örneğin aracılık yükleniminden dolayı borçlanma aracı yatırımcılarına ödeme güçlerini aşacak şekilde taahhütte bulunmaları ve fakat bu taahhütlerini hiç veya kısmen yerine getirememeleri sonucu onlara zarar verme tehlikesi bertaraf edilmiş olacaktır. Aynı şekilde söz konusu kuruluşların yöneticileri ve personeline belirli bir mesleki liyakat düzeyini sağlamaya yönelik hüküm de borçlanma aracı yatırımcılarının korunmasında bir diğer önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ayrıca, yatırım kuruluşları içerisinde yer alan aracı kurumların kuruluşuna ve kurucularına ilişkin SerPK’da aranılan şartları incelediğimizde de, tüm diğer sermaye piyasası yatırımcıları gibi borçlanma aracı yatırımcılarının da bu hükümler sayesinde koruma altında oldukları net biçimde görülecektir. Örneğin aracı kurumların kuruluşuna izin verilebilmesi için sermayelerinin Kurul’ca belirlenen miktardan az olmamasına, ortaklık yapılarının şeffaf ve açık olmasına ilişkin hükümler (SerPK.43/I, ç ve f), yine aracı kurumların borçlanma aracı yatırımcıları karşısında mali açıdan güçlü olmalarını ve böylece yatırımcı haklarının temininde bir sorun yaşanmamasını sağlayabilecek türde hükümlerdir. Benzer şekilde aracı kurumların kurucu ortaklarının müflis olmaması, konkordato ilan etmiş olmaması ya da haklarında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmamasına¹, gerekli mali güç ve işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip bulunmasına ilişkin şartlar da aynı çerçevede değerlendirebileceğimiz hükümlerdir (SerPK.44/I, a ve e).

SerPK.45’teki yatırım kuruluşu yöneticilerinin Kurul’ca belirlenecek tecrübe ve eğitim şartlarını taşıma zorunluluğuna, borsada işlem yapacak yatırım kuruluşlarının

¹ Bu şartlar, iflasın kaldırılmasına, kapatılmasına veya konkordato teklifinin tasdikine ilişkin kararın kesinleşme tarihinden itibaren on yıl geçmesi halinde dikkate alınmaz (SerPK.44/I, c.son).

ilgili borsadan işlem yapma yetkisi alma zorunluluğuna, Kurul'un yatırım kuruluşlarının yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinin icrası esnasında yatırımcılara sağlanacak korumanın belirlenmesi amacıyla yatırımcıları sınıflandırma yetkisine ilişkin düzenlemeleri de bu çerçevede düşünmek gerekir (m.45/II, III ve IV).

Bu konuda özellikle dikkati çeken düzenleme ise, yatırım kuruluşlarını, faaliyetleri nedeniyle oluşabilecek riskleri de dikkate alacak şekilde, sundukları yatırım hizmet ve faaliyetlerine uygun, yatırımcı hak ve yararlarını gözeterek ve bu hizmet ve faaliyetlerden doğan yatırımcı şikayetlerinin takibi ve sonuçlanmasını sağlamak üzere gerekli iç kontrol birim ve sistemlerini oluşturmakla yükümlü kılan hükümdür (m.45/V). Yani örneğin borçlanma aracı halka arz sürecinde, bir aracı kurum veya bankanın (yatırım kuruluşunun), aracılık yükleniminde bulunarak veya bulunmadan gerçekleştirdiği satışa aracılık faaliyeti esnasında, yatırımcıların hak ve yararlarını gözetmek ve şikayetlerini sonuçlandırmak üzere bir iç kontrol sistemi oluşturması, bu hüküm çerçevesinde ilgili yatırım kuruluşunun bir yükümlülüğü olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu hususun borçlanma aracı yatırımcısının korunması meselesinde ne kadar önemli olduğu ise tartışmadan uzaktır.

Son olarak “teminatlar, yatırımcı varlıkları ve kullanım esasları” kenar başlıklı SerPK.46 hükmünde de yatırım kuruluşlarına karşı borçlanma aracı yatırımcılarının korunmasında etkili olabilecek düzenlemeler mevcuttur. Buna göre Kurul, yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunacaklara teminat yatırma veya bulundurma zorunluluğu getirebilir. Aynı şekilde borsalar ile takas ve saklama kuruluşları da yatırım kuruluşlarından yatırım hizmetleri ve faaliyetleri kapsamında teminat verilmesini isteyebilirler (m.46/I ve II). Söz konusu teminatlar tevdi amaçları dışında kullanılamaz, üçüncü kişilere devredilemez, kamu alacakları için olsa dahi haczedilemez, rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez ve üzerlerine ihtiyati tedbir konulamaz. Yatırımcıların her ne surette olursa olsun yatırım kuruluşları nezdinde bulunan nakitleri ve borçlanma araçları yatırım kuruluşlarının malvarlıklarından ayrı izlenir. Söz konusu varlıklar, yatırımcıların yazılı açık izni olmaksızın tevdi edilen kurumlar tarafından tevdi amacı dışında kendilerine veya üçüncü kişilere menfaat sağlayacak şekilde kullanılamazlar. Yatırımcıların her ne surette olursa olsun yatırım kuruluşları nezdinde

bulunan nakitleri ve borçlanma araçları, yatırım kuruluşlarının borçları nedeniyle, kamu alacakları için olsa dahi haczedilemez, yatırımcıların ayrıca yazılı ön izni olmaksızın rehnedilemez, iflas masasına dahil edilemez ve üzerlerine ihtiyati tedbir konulamaz (m.46/IV-VI).

VI. ŞARTLI SERMAYE SİSTEMİNDE DEĞİŞTİRME/ALIM HAKKI SAHİBİ YATIRIMCILARI KORUYAN DÜZENLEMELER

A. KANUNDA ÖNGÖRÜLEN KORUMA SİSTEMİNE GENEL BAKIŞ

Şartlı sermaye artırımını çerçevesinde ihraç edilen tahvil ve benzeri borçlanma araçları nedeniyle değiştirme veya alım hakkına sahip olanlar, başka bir deyişle bu artırımını gerçekleştiren şirket veya topluluk şirketlerinin borçlanma aracı yatırımcıları, diğer alacaklılara göre farklı bir konuma sahiptirler. Çünkü bu kişiler gelecekte şirketin pay sahibi olma konusunda beklemece bir hakka sahiptirler. Dolayısıyla bunların diğer şirket alacaklılarına göre farklı işleme tabi tutulup özel olarak korunmaları gerekir¹.

Özellikle değiştirme/alım hakkı sahiplerinin, pay sahipleri gibi oy haklarının ve dolayısıyla denetim haklarının bulunmadığı dikkate alındığında, anılan hak sahiplerinin korunması özel bir önem taşır². Değiştirme/alım hakkı sahipleri yeni payları iktisap etmedikleri sürece, genel kurulun şirket paylarının borsa ya da rayiç değerlerini önemli oranda etkileyecek bir sermaye artırım kararı alma riskini taşırlar³. Sermaye artırımını gibi şirket yapısını etkileyebilecek esas sözleşme değişikliklerinin değiştirme/alım hakkı sahiplerini de etkileyeceği muhakkaktır. Zira sermayenin değişmesi, pay değerinin ve buna paralel olarak değiştirme/alım değerinin değişmesine de neden olur⁴.

İşte yukarıda açıkladığımız nedenlerden ötürü kanun koyucu, değiştirme/alım hakkı sahiplerini çifte koruma altına alan bir sistem öngörmüştür. Öncelikle, kendilerine nama yazılı payları iktisap etme hakkı tanınmış bulunan değiştirme veya alım hakkı sahiplerinin, bu tür payların devirlerinin sınırlandırılmış olduğu gerekçesiyle, söz konusu hakları kullanmaktan engellenemeyecekleri belirtilmiş; ancak esas sözleşme ve

¹ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.197, dn.1.

² **Saraç**, s.201.

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1810.

⁴ **Saraç**, s.201.

izahnamede saklı tutulmuşsa, devir sınırlamalarının geçerli olacağı düzenlenmiştir (TTK.467/I)¹.

İkinci olarak kanun koyucu, değiştirme fiyatı indirilmedikçe, hak sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlanmadıkça ya da pay sahiplerinin hakları da aynı şekilde kayba uğratılmış olmadıkça, değiştirme veya alım haklarının sermaye artırımı yapılması, yeni değiştirme veya alım hakları tanınması veya başka bir yolla kayba uğratılamayacağını öngörmüştür (TTK.467/II). Böylece değiştirme/alım haklarının sermaye artırımlarıyla sulandırılmasına engel olmak amaçlanmıştır². Kısacası TTK.467 hükmü, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin belli bir süre sonra şirket ortağına dönüştüklerinde sahip olacakları sermaye oranlarının aşınmasına yol açacak davranışlardan kaçınılması ilkesini benimsemiştir³. Mehaz İsviçre Hukuku'nda olduğu gibi, bizim hukukumuzda da değiştirme/alım hakkı sahiplerinin asgari düzeyde korunmasına yönelik bu hüküm emredici niteliktedir. Bu nedenle hak sahipleri ile şirket arasında akdedilecek bir sözleşme ile bu asgari düzeyde korumanın kaldırılması mümkün değildir. Sözleşme ile hak sahiplerinin konumu güçlendirilebilir, fakat zayıflatılamaz⁴.

Ayrıca kanun koyucu değiştirme/alım hakkının kullanılabilmesi amacıyla mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakkının ortadan kaldırılmasını da mümkün kılmıştır (TTK.461/II). Çünkü rüçhan hakları var olduğu sürece, yeni ihraç edilen paylar mevcut pay sahiplerince iktisap edilecektir. Dolayısıyla değiştirme/alım hakkı sahiplerinin yeni

¹ Şarta bağlı sermaye artırımı kurumunun güven verebilmesi ve işlerlik kazanabilmesi için, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin, pay devirlerini sınırlayan esas sözleşme hükümlerine karşı korunmaları gerekir. Söz konusu hükümler anılan hakların kullanılmasını engellerse, değiştirme/alım hakları belirsizlik nedeniyle cazibelerini yitirir ve sermaye piyasası aktörleri başta olmak üzere, kimse bu hakları edinmeye talip olmaz. Ancak şirket bu hakkın açıkça, yani şartlı sermaye artırımı yapılması halinde de nama yazılı paylara ilişkin esas sözleşmedeki sınırlayıcı hükümlerin aynen uygulanacağını yine esas sözleşmede belirtmişse, sınırlamalar uygulanır. Buna karşılık genel ifadeli esas sözleşme hükümleri istenen sonucu doğurmaz (Gerekçe, TTK.467/I).

² Gerekçe, TTK.467/II. Şirket sermayesinin olağan veya kayıtlı sermaye yoluyla artırılması, payların borsa veya rayiç değerinin düşmesine ve dolayısıyla değiştirme/alım hakkı sahiplerinin zarar görmesine neden olur. Bu durumda payların ihraç fiyatı ile güncel borsa veya rayiç değeri arasındaki fark, sermayenin sulandırılmasının hesabında temel olarak dikkate alınır (**Pulaşlı**, Sermaye Artırımı, s.84).

³ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.197.

⁴ **Biçer**, s.246-247; **Saraç**, s.203.

payları edinmesi mümkün olamayacaktır. Bu nedenle rüçhan hakkının varlığı, şartlı sermaye artırımını işlevselleştiren değiştirme/alım hakkının tanınma amacına aykırıdır¹.

B. HAKKIN KAYBI VEYA AŞINMASI RİSKİNE KARŞI HAK SAHİPLERİNİN KORUNMASI

1. Koruma Gerektiren Durumlar

TTK.467/II’de değiştirme/alım haklarının, sermaye artırımını yapılması, yeni değiştirme veya alım hakkı tanınması veya başka bir yolla kayba uğratılamayacağı düzenlendiğinden, hükümde belirtilenlerin dışında hak sahiplerini zarara uğratacak her türlü duruma karşı koruma söz konusu olacaktır.

Fakat unutmamak gerekir ki, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin korunması ile, onların tamamen risklerden arındırılması anlaşılmamalıdır. Zira konjoktöre bağlı değişimler, kur kayıpları, ülke içinde veya dışındaki ekonomik krizler payın piyasa değerini olumsuz etkileyebilir. Bu tür nedenlerden ötürü payın piyasa değerinde oluşacak düşüşleri değiştirme/alım hakkı sahipleri kabullenmelidir. Dolayısıyla koruma gerektiren halleri, şirketlerin bilinçli işlemleri sonucunda değiştirme/alım hakkının kaybına yol açanlar şeklinde düşünmek gerekir².

a. Sermaye Artırımı

Değiştirme/alım hakkı kullanılmadan yapılacak bir sermaye artırımını, gerçek değerinin altında bir fiyatla yeni payların ihracına ve dolayısıyla sermayenin sulandırılmasına yol açar. Bu da değiştirme/alım hakkı sahiplerinin çıkarlarını zedeler. Çünkü değiştirme/alım hakkının ekonomik değeri, büyük ölçüde payın piyasa değerine bağlıdır³. Sermaye artırımını pay sayısını artırdığından, bir yandan oy hakkının zayıflamasına, öte yandan da payların değerinin düşmesine neden olur. Bu durumda değiştirme/alım hakkı karşılığında daha düşük faiz almaya razı olan borçlanma aracı

¹ **Saraç**, s.202.

² **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.198, dn.8; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1811; **Biçer**, s.282.

³ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.200; **Saraç**, s.205; **Biçer**, s.248.

yatırımcıları, hem daha yüksek faiz oranıyla borç veremedikleri hem de düşük değerli bir pay için yüksek bir değiştirme/alım fiyatı ödedikleri için zarara uğrarlar¹.

b. Yeni Değiştirme veya Alım Hakkı Tanınması

Mevcut değiştirme/alım hakkı sahipleri henüz haklarını kullanmadan yeni değiştirme/alım haklarının tanınması, öncelikli olmalarına rağmen hak sahiplerinin haklarının kullanılamamasına veya aşınmasına neden olur².

c. Diğer Haller

Yukarıda belirttiğimiz haller sınırlayıcı olarak sayılmadığından, bunların dışında hak sahiplerini kayba uğratabilecek ve korunmalarını gerektirecek durumlar da karşımıza çıkabilir. Sermayenin azaltılması, şirketlerin birleşmesi, payların bölünmesi, birleştirilmesi veya türlerinin değiştirilmesi, yedeklerin dağıtılması, şirketin tür değiştirmesi, tasfiye, değiştirme/alım hakkı ihracına dayanak oluşturan genel kurul kararının iptali bu durumlara örnek olarak gösterilebilir³.

Sermayenin azaltılması durumunda, artırımın aksine değiştirme/alım hakkı değer kazanır. Ancak hakkın değer kazanmasına rağmen, sermaye indiriminde değiştirme/alım hakkına ilişkin şartlarda bir değişikliğe gerek olmadığı belirtilmektedir. Bununla birlikte hak sahipleri ile şirket arasında bir sözleşme ilişkisi bulunduğundan, sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde gerekli değişikliklerin yapılmasının kararlaştırılması da mümkündür⁴.

Şirketlerin birleşmesi durumunda ise, TTK.142 uyarınca devralan şirket, devrolunan şirketin ortaklarına pay verebilmek için sermayesini artırmak zorundadır. Bu durumda şartlı sermaye artırımını çerçevesinde değiştirme/alım hakkı içeren borçlanma araçları ihraç etmiş bir şirket, başka bir şirketi devralarak birleştiğinde, yeni bir sermaye artırımını yapması kaçınılmaz olacak; sermayenin artırılması ise

¹ **Saraç**, s.206.

² **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.201; **Saraç**, s.206.

³ **Biçer**, s.250 vd.; **Saraç**, s.207 vd.; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.202 vd.; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1811.

⁴ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.59.

değiştirme/alım hakkı sahiplerinin sulanma nedeniyle zararına yol açacaktır¹. İhraççı şirketin payları bölerek, birleştirerek (TTK.477/II) veya türlerini değiştirerek (TTK.485/I) esas sermaye yapısını değiştirmesi halinde de değiştirme/alım hakkı sahipleri için bir risk söz konusudur. Eğer bu durumda değiştirme/alım hakkı sahipleri aynı oranda pay elde edebiliyorsa uygun bir denkleştirme sağlanmış olur. Ancak aksi halde hak sahipleri zarar görür².

Yedeklerin dağıtılması durumuna gelince, ihraççı şirkete ait açık ve gizli yedek akçelerin çözülmesi ve bunların pay sahiplerine dağıtılması sonucu geçici olarak oluşan kâr dağıtımındaki artış, pay ve değiştirme/alım hakkı tanınan borçlanma aracı fiyatlarının yükselmesine yol açar. Şirket sermayesinin azalmasına yol açan bu davranışın değiştirme/alım hakkı sahiplerinin –hakkın sulanması/aşınması nedeniyle– zararına olacağı ortadadır. Bu durumda hak sahiplerinin onayına başvurulması çözüm olarak düşünülebilir. Ancak bu çözüm açık yedek akçelerin dağıtılması bakımından olup, gizli yedek akçeler bakımından sorun çözülmüş olmamaktadır³.

İhraççı şirketin tür değiştirmesi durumunda, doktrinde bir görüş, değiştirme/alım hakkı veren tahvil veya borçlanma aracından doğan alacağın (anapara ve faiz alacağı) devam edeceği, buna karşılık değiştirme/alım hakkının ortadan kalkacağını, zira tür değiştiren şirketin söz konusu tahvil ve borçlanma araçları karşılığında yeni pay ihracının mümkün olmadığını ileri sürmektedir⁴. Kanaatimizce bu hususta böyle katı bir yoruma gitmek yerine, tür değiştirerek örneğin bir limited şirkete dönüşen ihraççı anonim şirkete karşı değiştirme/alım hakkına sahip borçlanma aracı hamillerine, limited şirket esas sermaye paylarından verilmesinin teklif edilebileceği, fakat ilgili hak sahiplerinin bu teklifi kabul zorunluluğunun bulunmadığı şeklindeki yorum tarzı daha isabetli olacaktır. Ancak elbette tür değişikliği değiştirme/alım hakkı sahiplerine zarar verecektir. Zira anonim şirketin limited şirkete dönüşmesi halinde değiştirme/alım hakkı sahiplerine verilecek payların nasıl temin edileceği sorunuyla karşılaşılacaktır. Çünkü limited şirket şartlı sermaye artırımına gidemeyecektir. Ayrıca ihraççı anonim şirket değiştirme/alım hakkı sahiplerine herhangi bir şirket türüne ait

¹ **Biçer**, s.251-252; **Saraç**, s.207; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.203.

² **Saraç**, s.208; **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1811.

³ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.61.

⁴ **Kubilay**, Değiştirilebilir Tahviller, s.62.

payları değil, kendi paylarını vermeyi taahhüt etmiştir. Bu nedenle böyle bir durumda değiştirme/alım hakkı sahiplerinin nakit parayla hak kayıplarının tazmini gerekebilecektir¹.

İhraççı şirketin tasfiye haline girmesi halinde de değiştirme/alım hakkı sahiplerinin zarar göreceği ortadadır. Fakat bu zararın derecesi, tasfiye halindeki bir şirketin sermaye artırımına gidip gidemeyeceğine göre farklı olacaktır. Zira Alman Hukuku'nda olduğu gibi, bu halde dahi tasfiye amacı içinde kalmak koşuluyla genel kurulun sermaye artırımını yapabileceği görüşü² benimsenecek olursa, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin haklarını kullanabilmeleri mümkün olur. Ancak bizim de haklı bulduğumuz, esas sermaye artırımının tasfiye için yararlı ve kolaylaştırıcı nitelikte olmadığı, bu yüzden genel kurulun sermaye artırımını yapamayacağı³ görüşü⁴ benimsenecek olursa, ihraççı şirketin değiştirme/alım haklarını yerine getirmesi mümkün olamaz. Değiştirme/alım hakkının kullanılabilmesi ve pay alınabileceği kabul edilse dahi, tasfiye halindeki bir şirkete ait payları almanın, ilgili hak sahipleri için ciddi bir kayba yol açacağı ortadadır⁵.

Son olarak, değiştirme/alım hakkının dayanağı olan genel kurul kararının iptali hususuna değinmek istiyoruz. Şartlı sermaye artırımını için gerekli esas sözleşme değişikliğine ilişkin olup, borçlanma aracı yatırımcılarının değiştirme/alım hakkının da dayanağını oluşturan genel kurul kararı hakkında iptal davası açılmış olması, bu kararın hüküm doğurması için engel ve uygulanmaması için de tek başına bir neden oluşturmaz⁶. Mahkemenin iptale ilişkin hükmü kesinleşinceye kadar söz konusu genel

¹ **Saraç**, s.210-211; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.204-205.

² **Arslanlı**, Halil, Anonim Şirketler, Anonim Şirketin Hesapları-Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi, C. IV-V, İstanbul, 1961, s.152; **Doğanay**, İsmail, Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C.II, 4. B., İstanbul, (Haziran) 2004, s.1291.

³ Sermaye artırımını, kar elde etmeye yönelik faaliyette bulunan şirketlerin başvurabileceği bir yöntemdir. Bilanço ilkeleri açısından bakıldığında da aynı sonuca ulaşılır. Zira bilançolama açısından bir pasif kalemi olan sermaye, şirket yatırımlarının finansman kaynaklarından biridir. Tasfiye halinde ise yatırımdan bahsedilemeyeceği için sermaye artırımını yapılması da mümkün değildir (**Karahan**, Tasfiye, s.45; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar Hukuku, C.II, 2. B., İstanbul, 1976, s.151).

⁴ **Karahan**, Tasfiye, s.45; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C.II, s.150-151.

⁵ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.206.

⁶ Yargıtay da bu hususa ilişkin kararlarında, “.....genel kurul kararının iptaline dair dava açılması, iptali istenen kararın geçerliliğini kural olarak etkilemez. Karar iptal edinceye kadar geçerliliğini muhafaza eder....Ayrıca eTTK'nın 382. maddesi uyarınca mahkeme gerekli bulursa iptali dava edilen kararın uygulanmasının geri bırakılmasına karar verebilir...”, Yarg. 11.HD., 22.03.1985,

kurul kararı geçerlidir ve aksine haklı bir neden olmadıkça da uygulanması zorunludur (TTK.375/f)¹. Ancak dayanak oluşturan genel kurul kararının iptaline karar verilir ve karar kesinleşirse, bu kesin hüküm tüm pay sahipleri ile organlar hakkında geçerlidir (TTK.450) ve geçmişe etkili olarak sonuç doğurur. Bu geçmişe etki şirket içi ilişkilerde ve genel kurul kararının şirketle üçüncü kişiler arasındaki ilişkinin unsuru veya geçerlilik şartı olduğu hallerde söz konusudur ².

Bu durumda genel kurul kararının iptali, şartlı sermaye artırım işleminin dayanaksız kalmasına ve bu karara dayanılarak yapılan sermaye artırım işlemlerinin tamamının geçersizliğine neden olacaktır. Eğer dayanak kararı esas sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescil edildiği, ancak henüz değiştirme/alım haklarının tanınmamış olduğu dönemde iptal edilmişse, büyük bir sorunla karşılaşılmaz. Çünkü henüz şirket bir yükümlülük altına girmediği gibi, anılan hakların kullanımı ve dolayısıyla şirket sermayesinde bir değişiklik de olmamıştır. Değiştirme/alım hakları tanındıktan sonra ve fakat kullanılmadan önce genel kurul kararının iptalinde ise bazı sorunlar yaşanabilir. Zira iptalle birlikte hakların ortadan kalkması, hak sahiplerinin menfaatini zedeler. Bu durumda şirketin iki seçeneği vardır. Şirket piyasadan pay toplayıp bunları değiştirme/alım hakkı sahiplerine verebilir. Ancak bu yolun tercihi kur farkı nedeniyle şirketin zararına olacaktır. Bu nedenle hak sahiplerinin menfaati için en uygun bulduğumuz çözüm, şirketin yeni bir şartlı sermaye artırım kararı alması ve hakların kullanımının ardından yeni karara dayanarak ihraç edilen payları onlara

E.85/1464, K.85/1630, **Moroğlu**, Erdoğan/**Kendigelen**, Abuzer, İçtihatlı-Notlu Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat, 10. B., İstanbul, 2014, s.353; “....İptali gereken kararlar, baştan itibaren geçersiz olmadıklarından, iptal edilinceye kadar geçerli bir kararın hüküm ve sonuçlarını doğururlar”, Yarg.HGK, 21.03.2007, E.2007/11-149, K.2007/159, UYAP Mevzuat-İçtihat Programı, Erişim Tarihi: 18.07.2014), ifadeleriyle aynı ilkeyi benimsediğini ortaya koymuştur.

¹ **Moroğlu**, Erdoğan, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 6. B., İstanbul, 2012, s.317; **Moroğlu**, Erdoğan, “Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma ve İptal Davaları”, Makaleler II, İstanbul, (Mayıs) 2006, s.28. Genel kurul kararı aleyhine iptal davası açıldığı takdirde mahkeme, yönetim kurulunun görüşünü aldıktan sonra, dava konusu kararın yürütülmesinin geri bırakılmasına karar verebilir (TTK.449). Ancak açılacak her iptal davasının sonucunda şartlı sermaye artırımının yürütülmesini durdurmak, bu sistemin uygulanabilirliğini imkansız kılar. Burada yönetim kurulu belki de, yaptıracağı bilirkişi incelemesinden sonra, genel kurul kararının iptal edilebileceği yönünde ciddi bir kanaate ulaşırsa, ancak o zaman mahkeme kararını beklemeli ve bu dönem içerisinde değiştirme/alım hakkı tanınamalıdır (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.125).

² **Moroğlu**, Hükümsüzlük, s.292-294. İyiniyetli üçüncü kişilere ilişkin TTK.371/I ve IV hükümleri saklıdır.

vermesidir¹. Eğer şirket şartlı sermayeyi kabul edemezse, değiştirme/alım hakkı sahiplerine tazminat ödenmesi gündeme gelmelidir².

Genel kurul kararının iptali halinde en çetrefilli durum, değiştirme/alım haklarının kullanımından sonra dayanak kararın iptal edilmesidir. Doktrinde *Kaya*'ya göre bu durum hak sahiplerini hiçbir şekilde etkilemez. Çünkü onlar haklarını kullandıktan sonra artık pay sahibi olmuşlardır. Bu kişilere farklı muamele yapmak eşit işlem ilkesine³ aykırıdır⁴. Ancak biz bu görüşe katılmıyoruz. Zira değiştirme/alım haklarının dayanağı genel kurul kararının iptali hükmü kesinleştiğinde, hem genel kurul kararı hem de buna dayanılarak hak sahiplerine verilen paylar geçersiz olur. Yukarıda iptalin üçüncü kişiler bakımından geçmişe etkisinin, genel kurul kararının hukuki ilişkilerdeki temel unsur olması gereğine işaret etmiştik. Bu nedenle hakların kullanımı sonrasında dahi söz konusu olsa, kesin hüküm niteliğindeki iptal kararı hak sahiplerinin ellerindeki payları geçersiz kılar.

Payların geçersizliği elbette hak sahiplerinin mağduriyetine neden olur. Bu hususta doktrinde bazı çözümler önerilmiştir. *Saraç*, şirketin sermaye azaltımı yapmasını ve geçmişe etkili olarak değiştirme/alım hakkı sahiplerine, ödedikleri

¹ **Saraç**, s.259-261; **Biçer**, s.252-253. Doktrinde *Kaya*, değiştirme/alım hakları tanındıktan sonra şartlı sermaye artırımına dayanak oluşturan genel kurul kararının iptali halinde, şirketin yukarıda ifade ettiğimiz serbest piyasadan payları satın alarak hak sahiplerine vermek gibi farklı yollara başvurabileceğini, ancak TTK.465/III hükmü nedeniyle yeni bir şartlı sermaye artırım kararı alamayacağını; zira bu hükmü göre şartlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliğinin tescilinden önce tanınmış bulunan değiştirme/alım haklarının batıl olduğunu ileri sürmüştür (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.124, dn.118). Bu konuda bizim de haklı olarak eleştirilerine katıldığımız *Biçer* ise, şirketin değiştirme/alım hakkı sahiplerine pay temini için, genel kurul kararının iptaline neden olan hususları gidermek suretiyle yeni bir genel kurul kararı alabileceğini ifade etmektedir. Genel kurul kararının iptal edilmesi, şirketin bir daha şartlı sermayeyi kabul edebilecek bir genel kurul kararı alamayacağı, şeklinde yorumlanmamalıdır (**Biçer**, s.286, dn.916).

² **Biçer**, s.252-253.

³ Eşit işlem ilkesi, şirketin gücünü ve çoğunluğun etkisini azınlık yararına olarak sınırlandıran genel bir hukuk ilkesidir. Anonim şirketler hukukunda eşit işlem ilkesi, tüm pay sahipleri bakımından eşit işlem yapılması anlamına gelmemektedir. İlke hiçbir zaman keyfi bir eşitliği ifade etmeyip, aynı koşullar altında eşitliği anlatır. Nisbi eşitlik olarak ifade edebileceğimiz bu durum, aynı gruba giren payların sahiplerine eşit haklar sağlanmasını gerektirir. Kısaca bu ilke, aynı durumdaki pay sahiplerine eşit işlem yapılmasını ve bunlar arasında keyfi ayrımlar yapılmamasını emreder (**Yıldız**, Şükrü, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, 1. B., Ankara, (Ocak) 2004, s.59; 75; 223-224; **Omağ**, Merih Kemal, "Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi", MÜHAD, C.I, 1986, s.2). Anonim şirketlerde eşit işlem ilkesinin fonksiyonları ve hukuki niteliğine ilişkin geniş bilgi için bkz. **Yıldız**, Eşit İşlem, s.60 vd.

⁴ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.125.

sermayeleri iade etmesi gerektiğini ileri sürmektedir¹. Ancak değiştirme/alım hakkı sahiplerinin menfaati için en hakkaniyetli bulunduğumuz çözüm, iptal davasının olumlu sonuçlanması ve hak sahiplerinin ellerindeki payların hükümsüz hale gelmesi ihtimaline karşı, şirketin %51 ve daha fazla payına sahip ortaklarından ve/veya aracı kuruluştan yazılı bir garanti alınmasıdır. Bu garanti ile egemen pay sahipleri ve/veya aracı kuruluş, derhal yeterli miktarda sermaye artırımına gideceklerini, çıkarılacak payları geçersiz kalan eskileriyle değiştireceklerini ve payları hükümsüz kalan kişilerin bu nedenle uğrayacakları zararları ödemeyi taahhüt etmelidirler. Egemen pay sahiplerinden ve/veya aracı kuruluşlardan, uğranılacak zararların tazmininin sigorta ettirilmesi de istenebilir. Böylece hak sahiplerine taahhüt edilen payların halka arz yoluyla satılması halinde, pazarlık ve şantaj yollu iptal davaları ile büyük tutarlı halka arzları engelleme çabalarının da önüne geçilmiş olur². Ayrıca SPK ve Borsa İstanbul A.ř. yönetimi, açılan iptal davalarının hukuki gerekçeleri ile gidişatı konularında yapacağı incelemeye göre anılan güvencelere gerek de duymayabilir³.

2. Koruma Yöntemleri

a. Değiştirme/Alım Fiyatının İndirilmesi

Değiştirme/alım fiyatının indirilmesi, hak sahiplerinin korunması için alınabilecek en etkili önlemlerden biridir (TTK.467/II). Henüz değiştirme/alım hakları kullanılmadan önce sermaye artırımı yapılması veya yeni değiştirme/alım hakları tanınması durumunda yeni bir değiştirme/alım fiyatı belirlenmesi, hak sahiplerinin korunması için gereklidir. Böylece değiştirme/alım hakkına ilişkin koşullar, şirketçe yapılan işlemlerden sonra oluşan yeni duruma uyarlanmış olmaktadır. Değiştirme/alım fiyatının indirilmesinde farklı formülasyonlar kullanılmakla birlikte, temel ölçüt, yeni pay alma hakkının fiyatıdır. Yani değiştirme/alım hakkı sahiplerinin, pay sahibi

¹ Saraç, s.261-262.

² Moroğlu, Halka Açılma, s.30; Moroğlu, Hükümsüzlük, s.319.

³ SPK ve İMKB, merkezi Ankara'da bulunan Favori Dinlenme Yerleri A.ř. unvanlı bir şirketle ilgili olarak bu yönde bir uygulamaya gitmişlerdir (SPK, 29.05.2000–02.06.2000, 2000/21 syl. Haftalık Bülten, http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2000&sayi=21_&submenuheader=null, Erişim: 18.04.2014).

olsalardı yeni pay almak için ödeyecekleri bedelden daha fazlasını, değiştirme fiyatı olarak ödemelerine engel olunmaktadır¹.

b. Diğer Yöntemler

TTK m.467/II'de değiştirme/alım hakkı sahiplerinin korunması için değiştirme fiyatının indirilmesi dışında, hak sahiplerine uygun bir denkleştirmenin sağlanması gerektiğinden söz edilmektedir. Uygun diğer denkleştirme yöntemlerinin neler olduğu kanunda belirtilmemiştir. Hak sahiplerine yeni pay almada öncelik (rüçhan) hakkı tanınması, önerilmeye muhatap olma hakkı tanınması ve nakit tazminat ödeme yöntemi bunlara örnek gösterilebilir.

Değiştirme/alım hakkı sahiplerine rüçhan hakkı tanınması halinde, pay sahibi olmamalarına rağmen yeni ihraç edilecek payları alabilme imkanına sahip olurlar. Rüçhan hakkı devredilebilip borsada ticareti yapılabileceğinden, hak sahipleri için bu durum ekonomik bir avantaja da dönüşür. Rüçhan hakkını tanımak genel kurulun yetkisindedir².

Bunun dışında, ihraççı şirket tarafından yeni değiştirme/alım hakkı tanınmak istenmesi halinde, bu hakları veren tahvil ve benzeri borçlanma araçları, öncelikle halihazırda bu hakka sahip olanlara önerilebilir. Böylece değiştirme/alım hakkı sahipleri, gerek rüçhan ve gerekse önerilmeye muhatap olma haklarının tanınması halinde, henüz pay sahibi olup olmayacakları belli değilken, sadece pay sahiplerince kullanılabilen hakları önceden elde etmiş olurlar. Ancak her iki hakkın tanınması da mevcut pay sahiplerinin bu haklarının kaldırılmasına³ bağlıdır. Bu nedenle şirketin

¹ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.207-208; **Saraç**, s.213-214.

² **Saraç**, s.214.

³ Bilindiği üzere TTK.461/II ve 466/II hükümleri uyarınca pay sahiplerinin sermaye artırımında söz konusu olan bu önemli iki hakkı, ancak haklı sebeplerin varlığında kaldırılabilir veya kısıtlanabilir. Dolayısıyla değiştirme/alım hakkı sahipleri için uygun denkleştirmenin mevcut pay sahiplerinin rüçhan ve önerilmeye muhatap olma haklarının kaldırılması olduğu ve bunun da haklı sebep oluşturduğu, somut kriterlere göre değerlendirilmelidir. Burada bizim de katıldığımız görüş uyarınca, hakların kaldırılmasına, ancak diğer alternatiflere göre, bunun şirketin amacına ulaşması için en uygun yol olması halinde başvurulmalıdır (**Kaya**, Şartlı Sermaye, s.210).

mevcut pay sahipleri sermaye artırımındaki bu önemli haklarını kaybetmek istemiyorlarsa, değiştirme fiyatının indirilmesi yoluna gidilmek gerekir¹.

Son olarak değiştirme/alım hakkı sahiplerinin kayıpları, nakit ödeme yoluyla, yani hak sahiplerinin zararlarının tazmini suretiyle karşılanabilir. Bu yöntem hak sahiplerinin mağduriyetini büyük ölçüde giderse de, şirket açısından uygun değildir. Zira şirketin sermaye artırımı ve değiştirme/alım hakkı ihracıyla elde ettiği sermayeyi tekrar dağıtması sonucunu doğurur. Oysa diğer yöntemlerde nakit değil pay çıkışı söz konusu olduğundan, şirket yeni şartlı sermaye artırımlarıyla ihtiyacı olan nakdi zaman içinde temin edebilir. Nakit ödemede ise elde edilen sermayenin derhal çıkarılması söz konusudur².

C. PAY DEVRİ SINIRLAMALARINA KARŞI HAK SAHİPLERİNİN KORUNMASI

Kendilerine nama yazılı payları iktisap etme hakkı tanınmış bulunan değiştirme/alım hakkı sahibi borçlanma aracı alacaklıları veya diğer deyimle yatırımcıları, esas sözleşme ve izahnamede açıkça belirtilmedikçe, bu tür payların devirlerinin sınırlandırılmış olduğu gerekçesiyle söz konusu hakları kullanmaktan engellenemezler (TTK.467/I).

Şartlı sermaye artırımını kurumunun güven verebilmesi ve işlerlik kazanabilmesi için, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin, pay devirlerini sınırlayan esas sözleşme hükümlerine karşı korunmaları gerekir. Söz konusu hükümler anılan hakların kullanılmasını engellerse, değiştirme/alım hakları belirsizlik sebebiyle cazibelerini yitirir ve sermaye piyasası aktörleri başta olmak üzere, kimse bu hakları edinmeye talip olmaz. Ancak şirket bu hakkın açıkça, yani şartlı sermaye artırımını yapılması halinde de nama yazılı paylara ilişkin, esas sözleşmedeki sınırlayıcı hükümlerin aynen uygulanacağını gene esas sözleşmede belirtmişse, sınırlamalar uygulanır. Buna karşılık genel ifadeli esas sözleşme hükümleri istenen sonucu doğurmaz³.

¹ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.209-210; **Saraç**, s.215.

² **Saraç**, s.215-216; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.211-212.

³ Gerekçe, TTK.467/I.

Görüldüğü üzere kanun koyucu değiştirme/alım hakkı sahiplerini pay devri sınırlamalarına karşı korumayı amaçlamış, ancak bu korumanın sınırsız olmadığını da belirtmiştir. Kanun hükmünden anlaşıldığı üzere değiştirme/alım hakkı sahiplerinin edinecekleri paylar nama yazılıdır¹. Nama yazılı payların devri ise, esas sözleşmede öngörülen haklı sebepler² doğrultusunda, şirket onayına bağlanmak suretiyle sınırlandırılabilir³ (TTK.492/I, 493/I). Nama yazılı payların devrini sınırlayan esas sözleşmedeki hükümler “bağlam”⁴ adını alır ve bu paylara da bağlı nama yazılı pay denir⁵. İşte değiştirme/alım hakkı sahipleri bakımından bağlam adı verilen bu devir sınırlamalarına uyulmamış olması, onların haklarını kullanmalarına ve pay sahibi olmalarına engel oluşturmaz. Zira bağlam, nama yazılı payların devren iktisabında geçerli bir devir engelidir. Oysa değiştirme/alım hakkı sahiplerinin payları iktisabı aslen gerçekleşmektedir⁶. Fakat daha önce belirttiğimiz üzere, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin nama yazılı payları iktisap etme hakları sınırsız değildir. TTK.467/I’e göre devir sınırlamaları, esas sözleşme ve izahnamede öngörülmek koşuluyla, değiştirme/alım hakkı sahiplerini de bağlar. Bu düzenlemeyle bağlamın dolanılmasını⁷

¹ Hükümün öngörülme amacı, değiştirme/alım haklarını içeren menkul kıymetlerin çoğunlukla hamiline yazılı olması ve şirket kontrolünün bu menkul kıymetlerin iktisabı yoluyla el değiştirmesi tehlikesidir. Dolayısıyla değiştirme/alım haklarının nama yazılı pay edinme hakkı vermesi sağlanarak, şirket pay sahipliği yapısının korunması hedeflenmiştir (**Uzel**, Necdet, Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, 1.B., İstanbul, (Nisan) 2013, s.152-153).

² Haklı/önemli sebep kavramı ve kavramın somutlaştırılmasına ilişkin daha fazla bilgi için bkz. **Akın**, Murat Yusuf, Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler, 1. B., İstanbul, (Mart) 2014, s.36 vd.

³ Anonim şirketlerde kural payın serbestçe devredilebilirliği olduğu halde, bu serbestinin esas sözleşmeye konulan hükümlerle sınırlandırılmasına cevaz verilmiştir. Bu sınırlamaların temel amacı, ekonomik durumları zayıf olan kişilerin şirkette pay sahibi olmalarını engellemek, şirketin özgün yapısını korumak, şirket paylarının istenilmeyen kişilere geçmesini ve şirkette başkalarının egemen olmasını, yani şirketin yabancılaşmasını önlemektir (**Bahtiyar**, Mehmet, Anonim Ortaklık Anasözleşmesi, 1. B., İstanbul, (Temmuz) 2001, s.197; **Pulaşlı**, Hasan, Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri, Ankara, 1992, s.115 vd.; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.595, N.1158).

⁴ Esas sözleşmesel bağlamın özellikleri ve etkileri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Uzel**, s.93 vd.

⁵ **Pulaşlı**, Bağlı Nama, s.111; **Bahtiyar**, Anasözleşme, s.197; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.594, N.1155.

⁶ **Saraç**, s.218; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.215. Ayrıca bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar 2010, s.429, N.809; s.433, N.827 vd.; **Taşdelen**, Nihat, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının Kazanılması, İstanbul, 2005, s.59 vd.; **Bahtiyar**, Mehmet, Ortaklıklar Hukuku, 8.B., İstanbul, (Şubat) 2014, s.257-258.

⁷ Bağlam hükümleri şirketi iç ve dış yabancılaşmaya karşı korumaktadır. Bu nedenle dolanma hangi şekilde olursa olsun, bağlamın amacına ters düşen ve onu tehdit eden hukuki bir olgudur. Tarafların dolanma amacıyla yaptıkları işlemler, genel olarak hukuken geçerli kurumlar olup, bunlar aracılığıyla ulaşılmak istenen hedefler meşru ve hukuki değildir. Bağlam hükümlerini dolanma amacıyla yapılan işlemlere örnek olarak; oy hakkının kullanılmasına ilişkin temsil yetkisi verilmesi, oy sözleşmeleri ve payların inançlı işlemle devredilmesi gösterilebilir (**Pulaşlı**, Bağlı Nama, s.220 vd.).

amaçlayan devirlerin önlenmesi ve böylece şirketin pay sahipliği yapısının denetim altında tutulması sağlanmak istenmiştir¹. Ancak hükümde öngörülen bu istisnai düzenlemenin uygulanabilmesi, devir sınırlamasının esas sözleşme ve izahnamenin her ikisinde de yer almasına bağlıdır. Bu koşula uyulmaması halinde pay devri kısıtlamasının değiştirme/alım hakkı sahiplerine ileri sürülmesi mümkün değildir. Devir sınırlamalarının ihraç izahnamesinde gösterilmiş olması, aynı zamanda üçüncü kişilerin iyiniyet iddialarını da bertaraf eder. Fakat izahnamede bu sınırlamalar gösterilmezse, değiştirme/alım hakkı sahibinin pay sahibi olması engellenemez².

Değiştirme/alım hakkı sahiplerine esas sözleşme ve izahnamede öngörülme koşuluyla ileri sürülebilecek devir sınırlamalarının kapsamı ise, payların borsaya kote edilmiş olup olmamasına göre değişmektedir. Zira TTK'da pay devri onayının reddi sebepleri, anılan kategorideki paylara göre farklı şekilde düzenlenmiştir (TTK.493, 495)³. Dolayısıyla borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar bakımından, esas sözleşmede öngörülen önemli sebepler ileri sürülerek değiştirme/alım hakkı sahiplerinin pay defterine kaydından kaçınılabılır⁴.

Borsaya kote edilmiş nama yazılı paylar bakımından ise doktrinde iki farklı görüş ileri sürülmüştür. *Kaya*'ya göre, değiştirme/alım hakkı sahibine pay devri sınırlamasının ileri sürülmesi, ancak sermayeyi esas alan ve yüzde ile ifade edilen bir iktisap üst sınırının öngörülmesi ve bu üst sınırın aşılması halinde mümkündür (TTK.495/I)⁵. Ancak *Uzel*, borsaya kote edilmiş nama yazılı paylar bakımından, değiştirme/alım haklarının esas sözleşmede öngörülen yüzdesel sınır uyarınca devrinin engellenmesinin mümkün olmayıp, bu halde devralanın sadece oydan yoksun pay sahibi olarak pay defterine kaydedileceğini ileri sürmektedir⁶. Kanaatimizce, gerek

¹ **Uzel**, s.153. Burada normalde şirket paylarını iktisap edemeyecek olanların, değiştirme/alım hakkı sahibi olarak şirketin paylarını elde etmeleri engellenmek istenmiştir. Yani şirketin bağlamı ileri sürerek pay devrine onay vermemesi, değiştirme/alım hakkının kendisine değil, hak sahibinin kişiliğine yöneliktir. Böylece şirketin pay sahibi olmasını uygun bulmadığı kimseleri önlemek için koyduğu bağlamların hileli olarak dolanılmasının, dolayısıyla şirketin yapısının istenilmeyen biçimde değiştirilmesinin önüne geçilmiş olur (**Saraç**, s.218).

² **Saraç**, s.219; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.217.

³ Borsaya kote edilmiş ve edilmemiş paylar bakımından söz konusu esas sözleşmesel red sebepleri ve hukuki sonuçları hakkında geniş bilgi için bkz. **Uzel**, s.204 vd.

⁴ **Uzel**, s.153.

⁵ **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.217.

⁶ **Uzel**, s.153.

değiştirme/alım hakkı sahiplerinin korunması hususuna önem veren Ticaret Kanunumuz ve gerekse anılan hak sahiplerinin aynı zamanda sermaye piyasası mevzuatımızın korunmasını temel amaç olarak benimsediği yatırımcılar olduğu dikkate alındığında, bağlam hükümlerinin hileli olarak dolanılmaması için gerekli yasal tedbirler de alındığından, hükmün bu şekilde yorumlanması ve hak sahibinin yönetsel haklardan olmasa da mali haklardan yararlandırılması, hakkaniyetli bir çözüm yolu gibi gözükmektedir.

Son olarak, değiştirme/alım hakkı sahiplerinin önerilmeye muhatap olma hakkını kullanmaları nedeniyle pay sahibi olmaları halinde, devir sınırlamalarının ileri sürülüp sürülemeyeceği hususuna değinmek istiyoruz. Doktrinde bazı yazarlar, önerilmeye muhatap olma hakkına dayanarak değiştirme/alım hakkını kazanmış kimselerin, zaten şirkette pay sahibi oldukları için ve ayrıca rüçhan hakkı ile önerilmeye muhatap olma hakkının koruduğu pay sahipliği hakları ve ortak amaçlar dikkate alındığında, rüçhan hakkı sahiplerine kıyasen önerilmeye muhatap olma hakkı sahiplerine de devir sınırlamalarının ileri sürülemeyeceği görüşündedirler¹. Ancak biz bu konuda esas sözleşmesel bağlam hükümlerinin öngörülme amacından hareketle farklı düşünmekteyiz. Zira borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar bakımından öngörülen esas sözleşmesel devir sınırlamaları, temelde üçüncü kişilerin pay sahibi olmasını engellemeye yöneliktir. Ancak payların mevcut bir pay sahibinin elinde toplanmasının yaratacağı sorunların önlenmesi de amaçlanır. Dolayısıyla bağlamın mevcut pay sahiplerini de kapsamına aldığı ve pay sahipliği haklarının tek bir kişide yoğunlaşmasını önleyen bir özelliği olduğu unutulmamalıdır². Buradan hareketle, önerilmeye muhatap olma hakkı dolayısıyla değiştirme/alım hakkı bulunan pay sahipleri için kanun hükmünü aşan bir koruma sağlamanın gereksiz olduğu inancındayız. Zaten anılan pay sahipleri değiştirme/alım hakkı nedeniyle, bu hakka sahip üçüncü kişiler gibi şirket alacaklısı sıfatına sahip olmakta ve haklarının kaynağını bu sıfatları oluşturmaktadır. Bu nedenle onlara diğer hak sahiplerinden farklı bir muamale yapmanın anlamı yoktur.

¹ **Saraç**, s.218; **Kaya**, Şartlı Sermaye, s.216.

² **Uzel**, s.93-94.

VII. KÂR PAYI HAKKINA SAHİP TAHVİL YATIRIMCILARINI KORUYAN DÜZENLEMELER

A. TTK ÇERÇEVESİNDE KORUMAYA İLİŞKİN ESASLAR

Anonim şirketlerde kâr dağıtımı konusuna işletme finansmanı açısından bakıldığında, gittikçe farklı boyutlar kazanan ekonomik şartların, şirketleri öncelikle firma değerini yükseltmeye yarayacak politikalar üretmeye zorladığı, bunun da yüksek kâr dağıtımını arka plana ittiği görülmektedir. Oysa küçük pay sahipleri için yüksek kâr payı elde etmek son derece önemlidir¹.

Özellikle SerPK'ya tabi halka açık anonim şirketlerde yönetime katılma düşüncesi ve imkanı olmayan küçük pay sahiplerinin yüksek kâr payı hedefi, söz konusu şirketlerin ihraç ettiği ve şirket kârına katılma hakkı sağlayan pay dışındaki diğer menkul kıymetlerin yatırımcılarında da söz konusudur. Zira bu yatırımcıların şirket yönetimine katılma düşünceleri değil, hakları yoktur ve şirkete karşı üçüncü kişi durumunda olup, pay sahipleri ile tek ortak noktaları kâr payı hakkına sahip olmalarıdır. Tek amaçları ise yüksek oranda kâr payı elde etmektir. Dolayısıyla yukarıda değindiğimiz kâr dağıtım politikası hususunda şirket ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışması, kâra katılmalı tahvil sahipleri ile ihraççı arasında da yaşanacaktır. Bu durumda hakkaniyete uygun olan çözüm, kâr dağıtımının şirketi mali yönden zayıf düşürecek düzeye ulaşmaması, fakat finansman ihtiyacı için de sadece “kâr dağıtmama” yoluna gidilmemesidir.

Bilindiği üzere anonim şirketlerin yıllık kârı üzerinde tasarruf yetkisi münhasıran genel kurula ait olup (TTK.408/II-d), kâr dağıtımı konusunda geniş bir takdir yetkisi vardır. Fakat genel kurul bu konuda tamamen serbest olmayıp, kanun ve esas sözleşme ile öngörülen sınırlamalara uymak zorundadır. Buna göre öncelikle yıllık kârın %5'i ödenmiş sermayenin %20'sini bulana dek yedek akçe ayrılmalı, pay sahiplerine %5 kâr payı ödenmeli ve geri kalan tutarın %10'u da tekrar yedek akçeye ayrılmalıdır (TTK.519). Bunun dışında dağıtılabılır kârın esas sözleşme ile, isteğe bağlı yedek akçe (TTK.521) veya yöneticiler, çalışanlar, işçiler lehine yardım ve hayır amaçlı

¹ **Bozgeyik**, s.118-119.

yedek akçe ayrılması suretiyle sınırlandırılması (TTK.522) da mümkündür¹. Fakat en önemli kısıtlama, kanun ve esas sözleşme ile öngörülme dahi genel kurula başka yedek akçe ayırma yetkisi verilmesidir (TTK.523/II)². İşte tahvil sahipleri bakımından yukarıda bahsettiğimiz menfaat çatışması bu durumda gündeme gelmektedir. Genel kurul bu hükme dayanarak bazen hiç kâr dağıtılmamasına veya çok düşük oranda dağıtılmasına karar verebilmektedir. Genel kurulun kanunda verilen bu yetkiyi kötüniyetle³ suiistimali ve keyfi davranması halinde de tahvil sahiplerinin kâr payı hakkı ihlal edilmektedir.

TTK.523/II hükmündeki şartlar dahilinde kanun ve esas sözleşmede öngörülme de genel kurula verilen ve olağanüstü yedek akçe⁴ adı verilen bu yedek akçe ayırma yetkisinin sınırını, her hak ve yetkide olduğu gibi dürüstlük kuralları çizecektir⁵. Dolayısıyla genel kurulun şirketin devamlı gelişmesi için bu hakkı kullanırken, kârdan pay alma amacıyla şirkete finansman sağlayan tüm hak sahiplerinin olduğu gibi, tahvil sahiplerinin de yeterince kâr elde etme amacını gözetmesi gerekir⁶. Nitekim genel kurul kararlarının madde hükmünde belirtilen amaçları taşıyıp taşımadığının gerekçeleriyle⁷ ortaya konulması ve bunun için gerekirse uzman görüşü alınması gerektiği Yargıtay içtihatlarında da önemle vurgulanmıştır⁸. Doktrinde genel

¹ Yedek akçe türleri hakkında geniş bilgi için bkz. **Ateşagaoglu**, s.56 vd.

² Bu hüküm uyarınca genel kurul; a) aktiflerin yeniden sağlanabilmesi için gerekliyse, b) Bütün pay sahiplerinin menfaatleri dikkate alındığında, şirketin sürekli gelişimi ve olabildiğince kararlı kâr payı dağıtımı yönünden haklı görülüyorsa, kanunda ve esas sözleşmede öngörülenlerden başka yedek akçe ayrılmasına da karar verebilir.

³ Yargıtay da bir kararında uzun yıllar boyunca davalı şirket genel kurulunda kâr payı dağıtımı yolunda bir karar alınmamasının, *kötüniyetli* bir davranış olarak kabulünü mümkün kılacak hususların kanıtlanmaması halinde, kâr payı dağıtımının yapılamayacağına hükmetmiştir (11. HD., 08.03.2012, E.10281, K.3488), (**Eriş**, C.III, s.3359).

⁴ **Tekinalp**, Bilanço, s.280; **Erimez**, s.269; **Ateşagaoglu**, s.70 vd.

⁵ Yargıtay da bunu doğrular şekilde; “iyiniyet kurallarıyla bağdaştığı ölçüde, ortaklığın devamlı kâr payı dağıtımını sağlamak için kârdan yedek akçe ayrılabilir” içtihadında bulunmuştur (HGK, 26.11.1986, E.11-6, K.1000), (**Eriş**, Anonim Şirketler, s.779).

⁶ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1408-1409.

⁷ Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmeliğin (RG: 28.08.2012, S.28395), yıllık faaliyet raporunun finansal durum başlıklı 12.maddesinin (d) bendinde de, *kâr dağıtımı yapılmıyacaksa, bunun gerekçesi ile birlikte ayrıca, dağıtılmayan kârın nasıl kullanılacağına ilişkin önerinin* de yer alması aranmaktadır.

⁸ “....anonim şirketler eTK.469/II’de (TTK.523/II) öngörülen bu hakkını keyfi bir şekilde kullanma yetkisine sahip bulunmamaktadır. davalı şirketin hangi gerekçeye dayandığını açıklaması ve bu konudaki ispat külfetinin de davalı şirkete yükletilmesi gerekir....gerekirse yeni bir bilirkişi kurulu aracılığıyla gerçekten kâr payından bir bölümün ihtiyari yedek akçeye ayrılması kararının (şirketin inkişafı veya mümkün merteye istikrarlı kâr payı dağıtmaya) yönelik olup olmadığı (makul ve objektif ölçüler) içinde değerlendirildikten sonra hasıl olacak sonuç dairesinde....”, 11. HD.,

kurulun sadece esas sözleşme ile pay sahiplerine tahsis edilen kârdan olağanüstü yedek akçe ayrımı yapabileceği ve esas sözleşme ile kâra katılma hakkı verilen üçüncü şahıs durumundakilerin haklarına dokunarak onlara tahsis edilen kaynağı olağanüstü yedek akçeye ayıramayacağı ifade edilmiştir¹. Ancak TTK.523/II hükmündeki sınırlama, m.519'daki zorunlu ayırım ve ödemeler gerçekleştirildikten sonra kalan ve hem pay sahipleri için ikinci tertip kâr payını hem de kârdan pay alacak diğer kimselere verilecek kârı oluşturan dağıtılabilir kârdan yapılacağından, uygun ve yararlı olduğunda da bu kârın tümü yedek akçeye ayrılabilirliğinden², kanaatimizce bu sonucun kabulü için ancak kanunda açıkça düzenlenmesi icap eder. Nitekim intifa senetleri için kanun koyucu bu hususu açıkça belirtmiştir. TTK.348'de, dağıtılacak kâr mevcut ise, şirket kârın dağıtılmamasını kararlaştırmış olsa bile kurucu intifa sahiplerinin esas sözleşmede öngörülen kâr paylarını alacağı hükme bağlanmıştır. Aynı sonuç, TTK.502'de bu hükme yapılan atıf dolayısıyla net kâra katılma hakkı veren (katılma) intifa senetleri hakkında da uygulanacaktır³. Fakat tahviller hakkında böyle bir hüküm TTK ve SerPK'da yoktur. Eğer kâra katılmalı tahvillere yatırımcının ilgisi artırılmak isteniyorsa, böyle bir korumanın tahvil hamillerine de tanınması yararlı ve isabetli olacaktır.

Zira tahvil sahiplerinin böyle bir durumda azınlık ya da küçük pay sahiplerinin kullanabileceği haklı nedenle fesih (TTK.531) ya da iptal davası (TTK.445) açma hakları yoktur. Dolayısıyla tahvil hamilleri, iptal davası yolunu işleten küçük pay

09.02.1982, E.487, K.479; "...Olağan dışı yedek akçe ayrılabilirliği öngörülerek anılan koşullarla kâr payı dağıtmama kararı alınabilmesi olanaklı kılınmıştır. Bu konuda kâr payının gereksiz biçimde azaltılması ya da dağıtılmamasının anonim ortaklıklara karşı güven ve ilgiyi sarsabileceğinin ve kararın objektif iyiniyet kurallarına aykırı olmaması kuralı da özenle gözetilmelidir", 11. HD., 14.10.1982, E.3556, K.3887; 11. HD., 04.06.1986, E.2782, K.3425; 11.HD., 28.09.1992, E.2334, K.9298; 11. HD., 04.12.1992, E.6928, K.11163), (Eriş, Anonim Şirketler, s.782 vd.). 2007 tarihli bir kararında da Yargıtay bu isabetli düşüncesini, daha detaylı ve bilimsel gerekçelere dayandırarak devam ettirmiştir: "...TTK'nun 469/II hükmünce kârın bulunması halinde, dağıtılmayıp yedek akçede ayrılması mümkündür. Ancak anonim ortaklık yasada öngörülen bu hakkı keyfi şekilde kullanmak yetkisine sahip değildir. Genel kurul bu yolda takdir hakkını kullanırken objektif iyiniyet kurallarına uygun davranmalıdır.....yargılama sırasında alınan....iki ayrı bilirkişi raporunda, yönetim kurulunun kâr teklifinde ileri sürdüğü gerekçeler şirket kayıtları ile birlikte de değerlendirilmemiştir. Mahkemece, şirket kayıtları üzerinde yaptırılacak bilirkişi incelemesi ile, yönetim kurulunun teklifinde gösterilen gerekçelerin yerinde olup olmadığı araştırılarak....alınan kararın objektif iyiniyet kurallarına aykırı olup olmadığının değerlendirilmesi gerekirken...." diyerek yerel mahkeme kararını bozmuştur (11. HD., 23.11.2007, E.7658, K.14806), (Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, s.469, N.906).

¹ Erimez, s.144-145.

² Tekinalp, Bilanço, s.343.

³ Yavuz, Kâr Payı, s.94-95.

sahiplerinin, doktrin¹ ve Yargıtay kararlarında² benimsenen, mahkemenin kâr dağıtımına karar vermesi gibi çok önemli bir imkandan da yararlanamayacaklardır. Bu nedenle söz konusu yatırımcıların korunması, intifa senetlerinde olduğu gibi, kâr payı haklarını her durumda alacaklarına ilişkin yasal bir düzenlemenin bulunmasına bağlıdır. Yahut da eTK’da öngörülen tahvil sahipleri genel kurulu (m.430), eskiden olduğu gibi şirket lehine tahvil sahiplerinin haklarını kısıtlayan bir kurul değil, yatırımcıların haklarını korumak üzere oluşturulan özel bir kurul olarak yeniden düzenlenmeli ve genel kurul kararlarının yürürlüğü için bu kurulun onayı aranmalıdır.

B. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI ÇERÇEVESİNDE KORUMAYA İLİŞKİN ESASLAR

Tahvil hamillerinin kâr payı hakkının korunması noktasında sermaye piyasası mevzuatımızda yer alan düzenlemelere de kısaca göz atmak faydalı olacaktır. Öncelikle SerPK’da yer alan örtülü kazanç aktarımı yasağına ilişkin düzenleme (m.21), halka açık anonim şirketlerin kârlarını azaltarak veya artmasına engel olarak yaptıkları hileli işlemleri yasakladığı için, tahvil hamillerinin kâr payı alacaklarının hiç veya yeterince ödenmemesi tehlikesine karşı önleyici nitelikte önemli bir düzenlemedir. Bu hüküm uyarınca halka açık anonim şirketler ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıklarının; yönetim, denetim veya sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulundukları gerçek veya tüzel kişiler ile emsallerine uygunluk, piyasa teamülleri, ticari

¹ Keyfi şekilde kârın dağıtılmamasına veya cüzi miktarda dağıtılmasına ilişkin genel kurul kararını iptal eden mahkemenin, kârın dağıtımı hakkında karar verebileceğini savunan görüş için bkz. **Arslanlı, Halil/Domaniç**, Hayri, Limited Şirketler Hukuku ve Uygulaması, C.III, İstanbul, 1989, s.454; **Moroğlu**, Hükümsüzlük, s.300; **Karahan**, Sami, “Kâr Dağıtımına İlişkin Genel Kurul Kararını İptal Eden Mahkeme, Kârın Dağıtılmasına Karar Verebilir Mi?”, Regesta, C.3, S.1, 2013, s.25 vd. Doktrinde PULAŞLI, bu durumda mahkemenin genel kurul kararını yenilik doğurucu anlamda değiştiremeyeceğini ve mahkemeden genel kurul kararının yerine yeni bir karar alınmasının kural olarak talep edilemeyeceğini kabul etmekle beraber, bunun tek istisnasının hakkın kötüye kullanılması olduğunu belirtmektedir (**Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.933; C.II, s.1410).

² TD., 13.02.1965, E.3723, K.3263; 11. HD., 15.10.1985, E.4091, K.5289; 11. HD., 08.04.1986, E.1195, K.1250. Bu konuya ilişkin yakın dönemde verdiği bir kararda Yargıtay, kâr dağıtımı için esas alınacak hususları şöyle tespit etmiştir: “.....somut olayda da davalı şirketin kuruluşundan beri kâr payı dağıtmadığı.....ve davalı şirketin direngen hale geldiği anlaşıldığından, davacı ortağın kâr payının tespit ve tahsilini mahkemeden isteme hakkı olduğunun kabulü gerekir. Bu durumda mahkemece, davalı şirketin faaliyet gösterdiği sektörün genel gelişimi, davalı şirketin ekonomik faaliyet ve amaçları ayrıca şirket işlemlerinin devamlı gelişmesini veyahut mümkün olduğu kadar istikrarlı kâr payı dağıtılmasını temin bakımından.....yılında davalı şirketin kâr payı dağıtımının gerekip gerekmediği, gerekiyor ise, ne oranda dağıtması gerektiği yolunda bu sahada uzman kişilere bilirkişi incelemesi yaptırılarak, sonucuna göre karar verilmesi gerekir iken, sadece şirket bilançosu esas alınarak yazılı gerekçeyle davanın kısmen kabulüne karar verilmesi yerinde değildir”, 11. HD., 16.05.2003, E.13209, K.5053 (**Karahan**, Kâr Dağıtımı, s.23-24 ve dn.5).

hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı olarak farklı fiyat, ücret, bedel veya şartlar içeren anlaşmalar, ticari uygulamalar yapmak veya işlem hacmi üretmek gibi işlemlerde bulunmak suretiyle kârlarını veya malvarlıklarını azaltarak veya kârlarının veya malvarlıklarının artmasını engelleyerek kazanç aktarımında bulunmaları yasak olduğu gibi; esas sözleşmeleri veya iç tüzükleri çerçevesinde basiretli ve dürüst bir tacir olarak veya piyasa teamülleri uyarınca kârlarını ya da malvarlıklarını korumak veya artırmak için yapmaları beklenen faaliyetleri yapmamaları yoluyla ilişkili oldukları gerçek veya tüzel kişilerin kârlarının ya da malvarlıklarının artmasını sağlamaları da örtülü kazanç aktarımı sayılmaktadır (m.21/I ve II).

Halka açık şirketler, yatırımcıların kararlarını etkileyen bilgileri zamanında ve doğru olarak iletmelidirler. Kâra katılmalı tahvil sahipleri bakımından kârın doğru tahakkuku ve kâr hakkındaki bilgilerin doğru olması, yatırım kararlarında birincil etkiye sahiptir. Örtülü kazanç aktarımı halinde, malvarlığına etkisi bir yana, kâr düşük olacağından yatırımcıların kararı olumsuz olacak ve tahvillerin değeri de düşecektir. İşte SerPK.21 hükmü ile, halka açık anonim şirketlerde kontrolü elinde bulunduran kişi veya grubun, şirket kârını azaltan veya artmasını engelleyen özel yönetsel uygulamalarına karşı sermaye piyasası yatırımcıları korunmaktadır. Böylece grup şirketler ile yapılan ve halka açık şirketin kaynaklarını grup şirketlere ve halka açık şirkete ortak olan veya olmayan ilişkili kişilere¹ aktaran işlemler yoluyla yatırımcı haklarının ihlali önlenmekte; gücü ve kontrolü elinde bulunduranların şirket yönetim kurulu üzerinden yapacakları/yaptıracakları şirket kârını azaltan ya da artmasını engelleyen kaynak transferi işlemlerine hukuken müdahale imkanı doğmaktadır².

Ayrıca sadece aktif davranışla kârın azaltılması veya artmasının engellenmesi değil, pasif şekilde kârı korumak ve artırmak için beklenen faaliyetleri yapmayarak

¹ İlişkili kişi veya taraf sayılabilmek için; işletme üzerinde, bir veya birden fazla aracı yoluyla doğrudan veya dolaylı kontrole ya da önemli bir etkiye sahip olan kişi veya başka bir işletme olmak; işletmenin, bir veya birden fazla aracı yoluyla, üzerinde doğrudan veya dolaylı kontrole ya da önemli bir etkiye sahip olduğu başka bir işletme olmak ve kontrole sahip ortakların aynı olması, ortakların yakın aile üyeleri olması veya kilit yöneticilerin aynı olmasından dolayı işletme ile ortak kontrol altında bulunan başka bir işletme olmak gerekmektedir (İlişkili Taraflar (BDS 50) Hakkında Tebliğ / Türkiye Denetim Standartları Tebliği No: 23, m.10/a, A4-A7 Paragrafları), (RG: 29.01.2014, S.28897).

² Karş. **Kaya**, Arslan, “Halka Açık Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağı (SerPK M.21)”, İÜHFİM, C.LXXI, S.2, 2013, s.193-194.

ilişkili kişilerin kârının artmasını sağlamak da örtülü kazanç aktarımı yasağı kapsamında sayılmış ve koruma kapsamı genişletilmiştir¹. Hükümdeki örtülü işlem kavramı da sadece fiyat farkı bulunan işlemleri kapsar şekilde dar yorumlanamaz. Çünkü uygulamadaki kârı azaltıcı işlemlerin çoğu, örneğin ilişkili şahıs yararına ihaleye girilmemesi, yüksek fiyat verilmesi veya bazı işlerin onlara nakledilmesi gibi yollarla gerçekleştirilmektedir. Finans masraflarının yüklenilmesi veya yükletilmesi de örtülü işlem kapsamına girer².

İşte bu gibi hileli ya da muvazaalı işlem ve uygulamalar ile tahvil sahiplerinin kâr payı hakkı için hayati önem taşıyan şirket kazancının ilişkili kişiler yararına azalmasını yasaklayan kanun koyucu, hak sahiplerinin bu yasağın ihlali halinde korunmaları için gereken tüm tedbir ve düzenlemeleri de öngörmüştür. Hükme aykırılığın özel hukuk alanındaki ilk sonucu, halka açık şirket ile onun iştiraki veya bağlı şirketi yöneticilerinin ve kaynak aktarılan kişilerin tazminat sorumluluğunun doğmasıdır³. Bunun dışında kazanç aktarımının Kurul’ca tespiti halinde, halka açık şirketler ile bağlı şirketler, Kurul’ca belirlenecek süre içinde, kendilerine kazanç aktarımı yapılan taraflardan aktarılan tutarın kanuni faizi ile birlikte iadesini talep ederler. Kendilerine kazanç aktarımı yapılan taraflar, aktarılan tutarı kanuni faizi ile birlikte iade etmek zorundadır (SerPK.21/IV). İade davasını açmaya Kurul da yetkilidir (SerPK.94).

Ayrıca Kurul, ilgililerden aykırılıkların giderilmesi için tedbir almasını istemeye, gerektiğinde durumu ilgili mercilere intikal ettirmeye; bu durum ve işlemlerin hukuka aykırılığının Kurul’ca tespiti tarihinden itibaren 3 ay ve her halde durum ve

¹ **Kaya**, Örtülü Kazanç, s.196.

² **Tekinalp**, Esaslar, s.77; **Akbulak/Akbulak**, s.395.

³ **Tekinalp**, Esaslar, s.77. SerPK’da bu yasağın ihlalinin sonuçlarını düzenleyen hükümlerde (m.21/IV, m.92, m.94 ve m.110) doğrudan ilgili şirketin yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu düzenlenmiş değildir. Ancak örtülü kazanç aktarımı yasağına aykırılığın şirkete zarar verdiği kesin olarak kabul edilmiştir. Yönetim kurulu bu yolda karar almış ve uygulamışsa, tazminat sorumluluğundan kurtulma olasılığı çok düşüktür. Zira böyle bir karar bulunmasa bile, yönetim kurulunun bu işlemlerden haberdar olduğunun veya özen yükümlülüğü kapsamında haberdar olması gerektiğinin gösterilmesi, sorumluluğun doğması için yeterli olacaktır. Bu nedenle ilişkili taraf işlemlerinin emsallerine, piyasa teamüllerine, ticari hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine uygun şartlarda gerçekleştirildiğine dair en az sekiz yıl saklanması öngörülen bilgi ve belgeler (SerPK.21/III), yönetim kurulu üyelerinin sorumluluktan kurtulabilmeleri için son derece önemlidir (**Boztosun**, N. Ayşe Odman, Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, 1. B., Ankara, (Mayıs) 2013, 151-152).

işlemin vukuu tarihinden itibaren 3 yıl içinde iptal ve 5 yıl içinde de butlan veya yokluğun tespiti davası açmaya; mahkemenin izniyle ilgili yetkililerin imza yetkilerini kaldırmaya, haklarında suç duyurusunda bulunulan ilgilileri ceza yargılaması sonuçlanıncaya kadar görevden almaya, ilk genel kurula kadar görev yapmak üzere yeni yönetim kurulu üyeleri atamaya da yetkilidir (SerPK.92/I).

Son olarak SerPK.110/I-b’de, SerPK.21/I’de belirlenen örtülü kazanç aktarımı yasağına giren eylemin, güveni kötüye kullanma suçunun nitelikli halini oluşturduğu düzenlenmiştir. Ancak bu durumda 5237 syl. TCK.155/II’ye göre hükmolunacak ceza üç yıldan az olamaz. Ayrıca güveni kötüye kullanma suçunu işleyen kişi, etkin pişmanlık göstererek m.21/IV’te yer alan ödemenin yanı sıra, bunun iki katı parayı Hazineye; a) henüz soruşturma başlamadan önce ödediği takdirde hakkında cezaya hükmolunmaz, b) soruşturma evresinde ödediği takdirde verilecek ceza yarısı oranında indirilir, c) kovuşturma evresinde hüküm verilinceye kadar ödediği takdirde ise, verilecek ceza üçte biri oranında indirilir (SerPK.110/III).

Örtülü kazanç aktarımı yasağı dışında Kurul Tebliği ile öngörülen hakkın korunmasında etkili diğer düzenlemeler ise şöyledir: Öncelikle II-31.1/Teb.’de, aynı koşullara sahip tahvillere ödenecek kâr payının, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut tahvillerin tümüne, bunların ihraç ve vade tarihleri dikkate alınmadan dağıtılacağı düzenlenmiştir (m.16/V). Böylece aynı koşullar altındaki tahvil yatırımcıları arasında, kâr payı dağıtımına ilişkin olarak eşitlik ilkesine aykırı uygulamalar önlenmeye çalışılmıştır. II-19.1/Teb.’de yer alan kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenleme de, aynı şekilde tahvil yatırımcılarının kâr payı haklarının korunmasında son derece etkilidir. Zira söz konusu düzenleme uyarınca, payları borsada işlem gören şirketlerin kâr dağıtımına ilişkin yönetim kurulu önerisi, şekli ve içeriği Kurul’ca belirlenen kâr dağıtım tablosu ile birlikte Kurul’un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulmalı ve kâr dağıtım tablosu en geç olağan genel kurul gündeminin ilan edildiği tarihte kamuya açıklanmalıdır (m.8/I). Benzer yönde düzenleme payları borsada işlem görmeyen şirketler için de öngörülmüştür (m.8/II). Böylece tahvil sahipleri daha genel kurulda kâr dağıtımına ilişkin karar alınmadan, yönetim kurulunun bu konudaki önerisinin ilanı sayesinde önceden bilgi

sahibi olacak ve bu çerçevede ellerindeki tahvili ikincil piyasada satmanın mı yoksa itfa edilinceye kadar ellerinde tutmanın mı daha faydalı bir yatırım kararı olacağı konusunda doğru karar verebileceklerdir.

§12. YATIRIMCILARIN BAŞVURABİLECEĞİ DİĞER HUKUKİ YOLLAR

I. TAZMİNAT DAVASI AÇMA HAKKI

A. BELGELERİN VE BEYANLARIN KANUNA AYKIRI OLMASI DURUMUNDA

TTK'nın anonim şirketlere ilişkin hukuki sorumluluk hallerinden biri olarak, “belgelerin ve beyanların kanuna aykırı olması” kenar başlığı altında düzenlediği m.549 hükmü, kuruluş, sermayesinin artırılması ve azaltılması ile birleşme, bölünme, tür değiştirme ve menkul kıymet çıkarma gibi işlemlerle ilgili belgelerin, izahnamelerin, taahhütlerin, beyanların ve garantilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı halinde bunlara katılanların sorumlu olacağını düzenlemektedir. 549. madde gerekçesinde de ifade edildiği üzere, hükümdeki sorumluluk; sınırlı sayıda (*numerus clausus*) belirtilmemiş işlemleri, halka açılmayla ilgili olarak izahnameleri ve bu işlemler bağlamında düzenlenen belgeleri de kapsamaktadır. Ayrıca hükümde sadece izahname anılmış olmasına rağmen, halka açılmayla ilgili her türlü belge sorumluluk kapsamındadır¹.

Bu bağlamda borçlanma aracı halka arzında bulunan ve anonim şirket şeklinde kurulan kuruluşlar, anılan menkul kıymetleri alanlar ile bu kıymetlerin sonraki müktesiplerine karşı, söz konusu belgelerdeki yanlışlık, sahtelik, gerçeğe aykırılık ya da diğer kanuna aykırılıklardan dolayı hukuken sorumlu olacaklardır (TTK.549). Borçlanma aracı sahiplerinin tazminat davasını açabileceği kişiler ise, söz konusu metinleri “düzenleyenler” ile bu maddede anılan –gerçeğe aykırı, yanlış, hileli bilgi verilmesi, gerçeğin saklanması gibi– eylemlere “katılanlardır”. TTK m.549 hükmünün

¹ bkz. Gerekçe, TTK.549.

gerekçesinde, “düzenleyenler” ve “katılanlar” kavramlarının öğreti ve yargı kararlarıyla belirleneceği ifade edilmiştir¹.

TTK.549 hükmünün gerekçesinde, belgeleri düzenleyenler için kusursuz, katılanlar bakımından ise kusurlu sorumluluğun kabul edildiği belirtilmiştir. Bu durumda, TTK.549 kapsamına da dahil olmakla birlikte SerPK.10 ve 32 hükümlerinde özel olarak düzenlenen izahname ve diğer kamuyu aydınlatma belgeleri nedeniyle yatırımcıların açacağı davaya öncelikle özel nitelikteki bu hükümler uygulanmalıdır. Bunlar arasında yer alan en önemli kamuyu aydınlatma belgesi hakkında ise, bizatihi izahnameyi düzenleyen SerPK.10 hükmünü esas almamız gerekir. Tezimizin ikinci bölümünde de belirttiğimiz gibi², SerPK.10 hükmü, izahname sorumluluğunu kademeli biçimde ve farklı sorumluluk sistemleri öngörmek suretiyle düzenlemiştir.

Hükümde izahnameden doğrudan ihraççının sorumlu olduğu, zararın ihraççıdan tazmin edilememesi halinde ise, aracı kurum ve yönetim kurulu üyeleri gibi diğer sorumluların ancak kusurları varsa bu zarardan sorumlu oldukları ifade edilmiştir. Dolayısıyla SerPK.10 hükmünün birinci derecede sorumlu ihraççı için kusursuz sorumluluk öngördüğü anlaşılmaktadır. Bu halde SerPK.10 ve TTK.549’da düzenleyenler için öngörülen kusursuz sorumluluk rejimi örtüşmektedir ve ihraççının belgeyi (izahname) düzenleyen olarak kusursuz sorumluluğu söz konusudur. Fakat yatırımcının izahname dışındaki diğer kamuyu aydınlatma belgeleri nedeniyle açacağı tazminat davası bakımından uygulanacak SerPK.32 hükmü ile TTK.549 arasında böyle bir uyumun bulunduğunu göremiyoruz. Özellikle anılan belgelerdeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi hususunda kast veya ağır ihmallerinin bulunmadığını ispatlayanların sorumlu olmayacağına ilişkin düzenleme (m.32/III) isabetli değildir. Bu durum, SerPK.10 ve TTK.549’un, ihraççı tüzel kişiliğine ve düzenleyen sıfatıyla bu belgede imzası bulunan gerçek kişi sorumlulara karşı kusursuz olarak zararın tazmini için başvurulmasını öngören hükümlerle çelişki oluşturmaktadır.

¹ bkz. Gerekçe, TTK.549. İsviçre öğretisinde bu kişilerin resmi kurucular, bilhassa yönetim kurulu ve denetçiler olmak üzere şirket organları, izahnameyi veya buna benzer belgeleri ve açıklamaları imzalayan kişiler, bankalar ve menkul kıymetlerin yatırılmasına yardım eden diğer kuruluşlar, danışmanlar, avukatlar ve noterler olabilecekleri belirtilmektedir (**Karahan/ Koşut**, Şirketler, s.784).

² bkz. İkinci Bölüm, §5, I, E.

Borçlanma araçları ihraççıları ile bunların halka arzında aracılık eden yatırım kuruluşlarının, finansal yapısı güçlü ve özellikle bankalar gibi itibar müessesesi niteliğinde anonim şirketler oldukları düşünüldüğünde, sorumluluk için hafif kusurun yeterli görülmemesi, SerPK'nın yatırımcının korunması amacına ters düşer. Dolayısıyla ilgili fıkra da bir revizyona gidilmesi kanaatindeyiz.

O halde, TTK.549 hükmü bağlamında borçlanma aracı yatırımcılarının hukuki sorumluluk mekanizmasını işletebilmeleri, hükümde sayılan izahname ve diğer halka açılma belgeleri nedeniyle değil, eTK döneminde olduğu gibi kuruluş belgeleri, örneğin hükümde açıkça zikredilen “beyanlar” ifadesi nedeniyle m.349’da düzenlenen kurucular beyanı, yine hükümde yer verilen sermaye azaltımı¹ ve artırımı gibi işlemler nedeniyle olabilmelidir.

B. SERMAYE HAKKINDA YANLIŞ BEYANLAR YAPILMASI VE ÖDEME YETERSİZLİĞİNİN BİLİNMESİ DURUMUNDA

TTK.550 hükmü uyarınca, anonim şirketlerde sermaye tamamıyla taahhüt olunmamış veya karşılığı kanun veya esas sözleşme hükümleri gereğince ödenmemişken, taahhüt edilmiş veya ödenmiş gibi gösterenler ile kusurlu olmaları şartıyla şirket yetkilileri, bu payları üstlenmiş kabul edilirler ve payların karşılıkları ile zararı faiziyle birlikte müteselsilen öderler. Hükmün devam eden fıkrası da, sermaye taahhüdünde bulunanların ödeme yeterliliğinin bulunmadığını bilen ve buna onay verenlerin, söz konusu borcun ödenmemesinden doğan zarardan sorumlu olduklarını düzenlemiştir (m.550/I ve II).

Malvarlığının korunması ilkesinin bir uygulaması olan bu hüküm, aynı ilke bağlamında öngörülmüş olan 549. maddenin tamamlayıcısı niteliğindedir². Bu

¹ TTK.549 hükmünde, kuruluş, sermaye artırılması ve azaltılması, birleşme, bölünme, tür değiştirme gibi sınırlı sayıda belirtilmemiş pek çok işlemle ilgili belgelerin, taahhütlerin, beyanların ve garantilerin yanlış, gerçeğe aykırı, hileli olması ya da diğer kanuna aykırılıklar nedeniyle zarar doğmuş olmasından söz edilmektedir. Dolayısıyla örneğin borçlanma aracı halka arz eden bir kuruluş sermaye azaltımına gidebilir ve bu durum borçlanma aracı yatırımcılarının elde etmeyi umdukları getiriyi ve hatta anapara alacaklarını dahi riske sokmasına rağmen; ihraççı tarafından yapılan açıklamalar, beyanlar ya da düzenlenen belgeler, ihraççının gerçek mali durumunu yansıtmıyor olabilir. İşte bu durumda zarara uğrayan borçlanma aracı yatırımcıları da, söz konusu zararlarının tazmini için bu hükme dayanarak dava açmaya yetkilidirler.

² bkz. Gerekçe, TTK.550.

bağlamda borçlanma aracı ihraççısı kuruluşların sermayesine yönelik olarak, anılan hükümde sözü edilen hukuka aykırılıkların gündeme gelmesi durumunda, alacaklı sıfatı ile yatırımcıların haklarının tehlikeye düşmesi de kaçınılmaz olacaktır. Zira ihraççı tüzel kişinin malvarlığı, alacaklı sıfatına sahip borçlanma aracı yatırımcılarının güvencesi niteliğindedir. İşte TTK.550 hükmü, yatırımcıların böyle bir riske maruz kalmaları durumunda işletebilecekleri hukuki sorumluluk mekanizmasının yasal dayanağıdır. Ancak hükümde eTK.306’da olduğu gibi, bu eylemden dolayı hukuken sorumlu olanların kurucular ile onlara katılanlar olduğu açıkça belirtilmemiştir. Hüküm gerekçesinde ise, sermaye tamamen taahhüt olunmamışken ödenmiş gibi gösterilmişse, sermaye taahhüdünde bulunanların 341. maddeye göre ve onayan noterin de düzenleyen olarak 549. maddeye göre sorumlu olacakları ve onlara katılanların da aynı hüküm kapsamında oldukları ifade edilmiştir¹.

Sağlıklı bir kuruluşun gereği olan sermayenin korunmasına ilişkin denetimi noter aşamasında başlatan ve esas sermayeyi oluşturan payların tamamının kurucular tarafından taahhüt olunduğunu esas sözleşmenin altına şerh düşmek suretiyle onaylayan noteri de kuruluştaki sorumluluk taşıyan kişiler arasına katan 341. madde ile m.549-550 hükümlerini, hüküm gerekçeleri² ile birlikte yorumladığımızda, ihraççı kuruluşun sermayesine yönelik yanlış beyanlardan dolayı zarar gören borçlanma aracı yatırımcılarının tazminat davası açabileceği kişiler, kurucular ve onlara katılanlar olacaktır. Burada da TTK.549’da düzenleyenler için öngörüldüğü gibi, sermaye tamamen taahhüt edilmemiş veya karşılığı ödenmemişken, taahhüt edilmiş veya ödenmiş gibi gösterenler nedeniyle uğranılan zararlar için, yatırımcılar kusur şartı olmaksızın tazminat davası açabilecek; bunun dışındaki diğer şirket yetkililerine açılacak davada ise kusur aranacaktır.

Burada eTK’den farklı olarak borçlanma aracı yatırımcıları, söz konusu eylemden doğan zararlar için noteri de davalılar arasında gösterebilecektir. Ayrıca m.550/1 hükmü, sorumlular arasına “şirket yetkilisi” kavramı kapsamında değerlendirilebilecek oldukça geniş bir kesimi de dahil etmiştir. Hüküm gerekçesinden³

¹ bkz. Gerekçe, TTK.550.

² bkz. Gerekçe, TTK.341; 549-550.

³ bkz. Gerekçe, TTK.550/1.

yola çıkarak ve ihraççı kuruluşlar açısından durumu ele aldığımızda, “şirket yetkilisi” kapsamında yatırımcıların dava açabileceği kişiler, yönetim kurulu üyeleri ve müdürler olabilecektir. Ayrıca “şirket yetkilisi” kapsamındaki kişilerin söz konusu tazminat davasındaki pasif dava ehliyeti, kusur şartına bağlanmıştır.

TTK ile sermayenin korunması ilkesinin bir diğer uygulanma örneği olarak yeni getirilen bir hüküm olan m.550/II hükmü¹ ise, borçlanma aracı ihraççısı tüzel kişilerin kuruluşu aşamasında sermayeye yönelik bir usulsüzlük olması durumunda, alacaklı sıfatıyla zarara uğrayan borçlanma aracı yatırımcılarının tazminat davası hakkına yasal dayanak oluşturmaktadır. Bu hükümde düzenlenen husus, kuruluş aşamasında sermaye taahhüdünde bulunan kişilerin ödeme yeterliliğinin bulunmamasıdır. İşte bu durumu bilmesine rağmen söz konusu kişilerin kurucu olmasına onay verenler, bundan dolayı vadede taahhüt edilen para alacaklarının ödenmemesi nedeniyle zarar gören borçlanma aracı yatırımcılarının tazminat davasına da maruz kalabileceklerdir. Hükümde söz konusu sorumluluğun kusura dayanıp dayanmadığına ilişkin bir açıklık yoktur. Ancak gerekçede anılan hükmün kusur ilkesine dayalı bir sorumluluğu düzenlediği ifade edilmektedir². Dolayısıyla yatırımcılar, kurucular arasında ödeme yeterliliği olmayanların bulunduğunu bilenlere ve bu durumu bilmesine rağmen ilgili ihraççının esas sözleşmesini onayan notere, bu hüküm gereği tazminat davası açabileceklerdir.

C. DEĞER BİÇMEDE YOLSUZLUK YAPILMASI DURUMUNDA

TTK.551’de düzenlenen bu hükmün uygulanabilmesi için, eTK’da bu düzenlemenin karşılığını oluşturan m.307’de³ olduğu üzere hile yapılmasına gerek yoktur. Aynı sermayeye emsaline nazaran yüksek fiyat biçilmiş olması veya işletme

¹ bkz. Gerekçe, TTK.550/II.

² bkz. Gerekçe, TTK m.550/II.

³ eTK.307 hükmü uyarınca kurucular ve onlara katılan kimselerin anonim ortaklığa ve dolaylı olarak da pay sahiplerine ve ortaklık alacaklılarına verdikleri zarardan dolayı sorumluluklarını gerektiren bir diğer durum, ayın türünden bir sermaye veya devralınması kararlaştırılan bir işletmeye veya bazı aylara değer biçilmesinde hile kullanımı teşkil etmekteydi. Bu hükmü eTK.309/I hükmü ile birlikte ve borçlanma aracı ihraççıları bakımından düşündüğümüzde, ilgili ihraççıların kuruluşu sırasında hükümde anılan hallerde hileye başvuran kuruculara ve onlara katılan kişilere karşı, alacaklı sıfatıyla borçlanma aracı yatırımcıları da tazminat davası açma hakkına sahip olabilecekti. Ancak bu dava sonucunda hükmolunacak tazminat ihraççının tüzel kişiliğine ait olacaktı (eTK.309/I, c.son).

veya aynın niteliğinin¹ ya da durumunun² farklı gösterilmesi yahut başka bir şekilde yolsuzluk yapılması³ yeterlidir.

Hüküm gerekçesine göre buradaki sorumluluk kusur esasına dayalıdır ve aktif dava ehliyeti şirkete, pay sahiplerine ve alacaklılara aittir⁴. İşte bu hükümde sözü edilen aynı sermayeye değer biçilmesine ilişkin yolsuzluk halleri, bir borçlanma aracı ihraççısı kuruluşta gerçekleşmiş ve bundan dolayı ihraççının borçlanma araçlarına yatırım yapanlar, para alacaklarını vadesinde ve tam olarak elde edememişlerse, m.551 hükmü alacaklı sıfatıyla yatırımcılara tazminat davası açma hakkını vermektedir. Fakat bu hüküm eTK.307'den farklı olarak, yatırımcıların dava edebileceği kişilerin kurucular ile onlara katılan kimseler olduklarını net olarak belirtmemektedir. Zira hükmün gerekçesinde de pasif dava ehliyetinin somut olaya göre belirleneceği ifade edilmiştir⁵. Dolayısıyla borçlanma aracı yatırımcıları, kurucular dışında “değer biçmede yolsuzluk” eylemini gerçekleştiren diğer ihraççı kuruluş yetkililerine, bu bağlamda yönetim kurulu üyeleri ve müdürler ile diğer görevlilere karşı da dava açabileceklerdir.

D. KANUNDAN VEYA ESAS SÖZLEŞMEDEN DOĞAN YÜKÜMLÜLÜKLERİN İHLAL EDİLMESİ DURUMUNDA

1. Kuruculara, Yönetim Kurulu Üyelerine, Yöneticilere ve Tasfiye Memurlarına Karşı

Yukarıda, anonim ortaklıklara ilişkin TTK hükümleri doğrultusunda, bir borçlanma aracı ihraççısının kuruluş işlemlerine yönelik hukuka aykırılıkların bulunması halinde, ihraççının alacaklısı sıfatıyla borçlanma aracı yatırımcılarının zararının nasıl tazmin edilebileceğini incelemeye çalıştık. Ancak hukuka aykırılıklar şüphesiz ki ihraççıların kuruluşundan sonraki faaliyet döneminde de tekrarlanabilir ve alacaklı olarak borçlanma aracı yatırımcılarının zarara uğraması yeniden gündeme gelebilir. İşte bu noktada yatırımcılar, TTK'nın kanundan veya esas sözleşmeden doğan

¹ Örneğin arsa iken bina; sosyal amaçlı yapı iken üretim birimi; mesken iken turistik tesis gösterilmesi gibi (bkz. Gerekçe, TTK.551).

² Örneğin imar durumu yokken varmış gibi gösterme; imar durumunu olduğundan iyi gösterme; imar durumu hakkında belirtme yapmama gibi (bkz. Gerekçe, TTK.551).

³ Kurucular kabul etmemişken etmiş göstermek; mahkeme bilirkişisi yerine özel bilirkişiden rapor almak vs. gibi (bkz. Gerekçe, TTK.551).

⁴ bkz. Gerekçe, TTK.551.

⁵ bkz. Gerekçe, TTK.551.

yükümlülüklerin ihlali neticesinde zarara uğrayan anonim ortaklık alacaklılarına tanıdığı tazminat davası açma hakkından yararlanabilirler (m.553).

Bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcıları, ihraççı kuruluşun yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerinin veya kuruluş belgelerini düzenleyenler ile bunlara katılanların, kanun veya esas sözleşmeden doğan yükümlerine aykırı olarak kusurlu eylem ve işlemleri sonucunda, bireysel olarak doğrudan doğruya zarara uğramış olabilirler. Yani hem borçlanma aracı ihraççısı kuruluşun menfaatlerini hem de alacaklıları –borçlanma aracı yatırımcıları da bu alacaklı grubunun içindedir- korumayı sağlayan hükümlerin yöneticiler ve diğer ilgililerce ihlal edilmesi halinde, doğrudan zarar söz konusu olur¹. Örneğin ihraççının yönetim kurulu üyelerinin mali duruma ilişkin yanıltıcı bilgi vermesi ve bilançodaki bilgilerin doğruluğuna güvenen tasarruf sahipleri tarafından söz konusu ihraççının borçlanma araçlarına yatırım yapılması, ihraççı kuruluşun alacaklısı olan borçlanma aracı yatırımcılarının doğrudan zararını oluşturur².

Bu konuda Yargıtay 11. HD'nin bir banka ile ilgili olarak verdiği karar, borçlanma aracı yatırımcılarına da uyarlanabilmesi bakımından dikkat çekicidir. Yargıtay bu kararında, (Y) bankasının bir müşterisi tarafından, kötü yönetimleriyle bankanın Fon'a devredilmesine sebep olan ve banka nezdindeki borsada işlem gören menkul kıymetlerine Fon tarafından el konulması sonucunda uğradığı doğrudan zararın tazmini için yönetim kurulu üyeleri aleyhine açılan tazminat davasında, davalıların hukuki durumunun ve sorumluluk koşullarının irdelenmesi gereğine hükmetmiştir³. Dolayısıyla bir bankanın ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yaparak banka alacaklısı sıfatını kazanan gerçek ya da tüzel kişi yatırımcılar, böyle bir olayda banka

¹ Karş. **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2045-2046.

² Karş. **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2046; **Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, Ortaklıklar 2010, s.311, N.609. Nitekim Yargıtay yayımlanmamış bir kararında, kusurlu ve kötü yönetimleri ile anonim ortaklık faaliyetlerinin durmasına ve sonucunda ortaklık aleyhine takip yapan alacaklının alacağını tahsil edememesine neden olan yönetim kurulu üyelerinin alacaklı davacıya karşı doğrudan doğruya sorumlu olduğu görüşünü benimsemiştir (11.HD., 11.03.2002, E.2001/9198; K.2002/2097). Aynı Daire, daha yeni bir kararında, alacaklıları zarara uğratmak amacıyla bilinçli bir şekilde ortaklık malvarlığını yapay işlemlerle azaltan yöneticilerin, alacaklıları doğrudan doğruya zarara uğrattıkları sonucuna vararak, alacaklıların bu takdirde yönetim kurulu üyelerine karşı, kendilerine ödenmek üzere tazminat davası açabilecekleri içtihatında bulunmuştur (11. HD., 14.02.2006, E.14844, K.1396). Anılan Yargıtay kararlarında benimsenen sonuçlar, borçlanma aracı ihraççısı kuruluşun yönetim kurulu üyelerinin kusurlu eylem ve işlemleri nedeniyle, söz konusu kuruluşun araçlarına yatırım yapan ve fakat vadede alacağını elde edemeyen borçlanma aracı yatırımcıları bakımından da pekala geçerli olacaktır.

³ 11. HD., 20.02.2006, E.1813, K.1617 (**Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, Ortaklıklar 2010, s.312, N.609).

yönetim kurulu üyelerinin herhangi bir kusuru yoksa ya da yönetim kurulu üyelerinin eylemleriyle bankanın Fon'a devri işlemi arasında nedensellik bağı kurulamıyorsa, ilgili yönetim kurulu üyeleri aleyhine mevcut zararları için tazminat davası açamayacaklardır. Örneğin banka piyasa koşullarından ötürü mali gücünü kaybetmişse veya uzun süreden beri Fon'a devrini gerektirecek düzeyde mali zaafiyet içinde bulunuyorsa, yönetim kurulu üyelerinin borçlanma aracı yatırımcılarına karşı hukuki sorumlulukları da söz konusu olmayacaktır¹.

Borçlanma aracı yatırımcıları, yukarıda bahsettiğimiz doğrudan uğradıkları zarara ilişkin açacakları davada, tazminatın kendilerine verilmesini isterler. Zira bireysel olarak zarara uğramışlardır ve dolayısıyla talepleri bu zararların giderilmesine yöneliktir. Bu davanın hukuki dayanağı ise, ihraççı kuruluş ile yönetim kurulu arasındaki sözleşmesel ilişkinin ihlalidir². Ancak borçlanma aracı yatırımcıları sadece doğrudan uğradıkları zararlar için değil, dolayısıyla zararları için de yönetim kurulu üyeleri aleyhine tazminat davası açabilirler. Burada doğrudan zarar nedeniyle açılan davadan farklı olarak, yatırımcılar tazminatın ihraççıya verilmesini talep ederler. Gerçekten yönetim kurulunun ihraççı kuruluşun malvarlığını azaltan veya kötüleştiren her türlü eylem ve işlemi, ihraççının alacaklısı olarak yatırımcıların alacaklarını tam olarak elde edememelerine neden oluyorsa, bu durumda ihraççının gördüğü doğrudan bir zarar, borçlanma aracı yatırımcıları için dolayısıyla zarar anlamına gelir³.

Alacaklı olarak yatırımcılar, TTK.556/I hükmü uyarınca, ancak ihraççının iflası halinde tazminatın ihraççıya ödenmesini isteme hakkına sahip olurlar⁴. Böylece bunların dolaylı zararı, ihraççının malvarlığının mali yönden iyileştirilmesiyle dolaylı şekilde tazmin edilmiş olur. Burada önemle hatırlatmamız gerekir ki, borçlanma aracı yatırımcılarının alacağı tam olarak karşılanmış ise, ihraççı kuruluşun malvarlığı ne kadar kötü duruma gelmiş olursa olsun, yatırımcıların dolayısıyla zararından bahsedilemez. Bu nedenle de, dava şartı olan zarar oluşmadığı için söz konusu tazminat

¹ Karş. **Poroy/ Tekinalp/ Çamoğlu**, s.312, N.609.

² Karş. **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2047; **Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, Ortaklıklar 2010, s.312, N.610-611.

³ Karş. **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2048; **Çamoğlu (Poroy/Tekinalp)**, Ortaklıklar 2010, s.310, N.604.

⁴ Alacaklı olarak borçlanma aracı yatırımcılarının bu istemlerinin öncelikle iflas idaresi tarafından ileri sürülmesi gerekir. İflas idaresi bu tazminat davasını açmadığı takdirde, ilgili ihraççıdan alacağını alamamış olan her bir yatırımcı bu davayı açabilir. Elde edilen meblağ ise, İİK hükümleri uyarınca, önce dava açan yatırımcıların alacaklarının ödenmesine tahsis olunur (bkz. TTK.556/I ve II).

davası dinlenemez¹. Yatırımcıların gerek doğrudan gerekse dolayısıyla zararları için açtıkları tazminat davasında hükmedilecek miktardan, ihraççı kuruluş yönetim kurulu üyeleri bireysel ve müteselsil olarak sorumludurlar (TTK.557/I). Söz konusu davada yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun dayanağı, ihraççı tüzel kişi ile üyeler arasındaki sözleşmesel ilişkidir². Buna paralel olarak yatırımcıların dava hakkı da sözleşmeye aykırılığa dayanır. Bu nedenle dava açıldığı tarihte alacaklı sıfatını kaybetmiş olan borçlanma aracı yatırımcılarının dava hakları yoktur³.

2. Denetçi ve Özel Denetçilere Karşı

Alacaklı sıfatıyla borçlanma aracı yatırımcıları, kanundan veya esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlu eylem ve işlemleriyle ihlal eden -ihraççı kuruluş- kurucularına, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri ile tasfiye memurlarına karşı, müteselsil sorumluluk esasları çerçevesinde, uğradıkları doğrudan ve dolayısıyla zararları için tazminat davası açma hakkına sahip oldukları gibi (TTK.553; 556-557); ihraççı kuruluştaki değişik biçimlerde denetim görevi yapan ve yasal görevini yerine getirdiği esnada kusurlu davranışları nedeniyle zarara uğramalarına neden olan denetçilere ve özel denetçilere karşı da tazminat davası açabileceklerdir (TTK.554). Anılan davada denetçi ve özel denetçilerin söz konusu zararlardan sorumluluğu ise, m.557'deki koşulların varlığı⁴ halinde müteselsil nitelikte olacaktır.

Bu bağlamda, gerek ihraççı kuruluşun yıl sonu ve konsolide finansal tablolarını, raporlarını ve hesaplarını denetleyen hesap denetçileri ve gerekse belirli olayları açıklığa kavuşturmak için TTK.438 vd. hükümleri uyarınca mahkemece atanan özel denetçiler, TTK.554 hükmünün açık ifadesi karşısında, söz konusu işlemleri yaptıkları sırada kusurlu (kasten veya ihmalen) hareket etmeleri nedeniyle borçlanma aracı yatırımcılarının alacaklarını tam olarak elde edememelerine yol açmış iseler,

¹ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2049.

² Dolayısıyla zararlar nedeniyle açılan davanın hukuki dayanağının ne olduğuna ilişkin doktrindeki tartışmalı görüşler için bkz. **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2049, dn.89-90'da anılan yazarlar.

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.2050.

⁴ Borçlanma aracı yatırımcılarının uğradığı zararı birden çok denetçinin tazminle yükümlü olması halinde, bunlardan her biri, kusuruna ve durumun gereklerine göre, zarar şahsen kendisine yükletilebildiği ölçüde, bu zarardan diğerleriyle birlikte müteselsilen sorumlu olacaktır (bkz. TTK.557/I).

yatırımcıların söz konusu zararlarını müteselsil sorumluluk kuralları dairesinde tazmin etmekle yükümlüdürler.

II. ESAS SERMAYE AZALTIMINDA ALACAĞIN ÖDENMESİ, TEMİNAT VE İPTAL TALEPLERİ

Esas sermayenin azaltılması, esas sözleşmede bulunan ve ticaret siciline tescil edilmiş olan esas sermayenin nominal değerinin düşürülmesi demektir¹. Esas sermaye, anonim şirket alacaklılarının temel güvencesi olduğundan, azaltılması da doğal olarak şirket alacaklılarının teminatını eksiltecektir². İşte kanun koyucu, anonim şirketler hukukunda alacaklıların korunması prensibini esas sermaye azaltımı işlemleri sırasında da ihmal etmeyerek, onların korunmasına hizmet eden düzenlemeler öngörmüştür. Söz konusu koruyucu hükümlerin, ihraççı kuruluş alacaklısı olarak borçlanma aracı yatırımcılarının korunması bakımından da uygulanacağı tabiidir. TTK.474–475 hükümleriyle getirilen düzenlemelerin borçlanma aracı yatırımcıları bakımından uygulanması şu şekilde olacaktır:

İhraççı kuruluş genel kurulu sermayenin azaltılmasına karar verdikten sonra, yönetim kurulu bu kararı TTK.35’te anılan TTSG’de ve esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde, yedişer gün arayla üç defa ilan eder. Üçüncü ilandan itibaren 2 ay içinde alacaklarını bildirerek bunların ödenmesini veya teminat altına alınmasını isteyebileceklerini borçlanma aracı yatırımcılarına bildirir. Adları ve adresleri bilinen yatırımcılara ayrıca çağrı mektupları gönderilir (TTK.474/I). Bu süre içinde ihraççıya başvurmuş yatırımcıların vadesi gelmiş alacaklarının ödenmesi, vadesi gelmemiş olanlara ise teminat verilmesi gerekir. Süre bitiminden sonraki başvurularda böyle bir zorunluluk yoktur³. Ancak ödeme ve teminat talebi hakkı, sadece ilk ilan tarihinden önce borçlanma aracı almak suretiyle alacaklı sıfatını kazanan yatırımcılar bakımından söz konusudur. Dolayısıyla ilk ilan tarihinden sonra ihraç edilen borçlanma araçlarını alan yatırımcılar bakımından böyle bir hak talebi mümkün olmaz. Çünkü ilandan sonra ihraççı ile hukuki ilişkiye girenler, bu durumu biliyorlar demektir. Fakat bu durum

¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, s.682, N.1417; Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1864.

² Çağlar, Hayrettin, Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması, Ankara, 2010, s.43; Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1864.

³ Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1873.

elbette ki onların alacaklarının ödenmeyeceği anlamına gelmez. Anılan yatırımcılar sadece vadeden önce ödeme veya teminat isteme hakkına sahip olmazlar¹.

TTK.475/I hükmü uyarınca borçlanma aracı yatırımcılarının esas sermaye azaltılması durumunda sahip oldukları bir diğer hak ise, sermaye azaltımı işlemi hakkında iptal davası açabilmektir. Buna göre, genel kurulca alınan sermaye azaltımı kararı, ancak yatırımcılara alacaklarını bildirmeleri için verilen sürenin sona ermesinden ve beyan edilen alacakların ödenmesinden veya teminat altına alınmasından sonra icra edilebilir. Eğer anılan koşullar oluşmadan sermaye azaltımı kararı fiilen uygulamaya geçirilirse, bu halde yatırımcılar ihraççı merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde, sermayenin azaltılması işleminin tescil ve ilanından itibaren iki yıl içinde bu işlem hakkında iptal davası açabilirler. İhraççı tarafından verilen teminatın yetersizliği halinde de yatırımcılar aynı hakka sahiptirler.

III. İHRAÇÇININ BİRLEŞME, BÖLÜNME VE TÜR DEĞİŞTİRMESİNDE SÖZ KONUSU TALEP VE DAVA HAKLARI

A. TEMİNAT TALEBİ

1. Alacaklı Sıfatıyla İleri Sürülebilecek Talep

Teminat talebi birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yeniden yapılandırma modellerinin tamamında görülen ve alacaklıların korunmasına yönelik tedbir niteliğinde bir düzenlemedir. Birleşmede 157. maddede, bölünmede 174-175. maddelerde ve tür değiştirmede de 190. madde çerçevesinde söz konusu talebe ilişkin düzenlemeler mevcuttur. Pay sahipliği, kâra katılma, mülkiyet gibi özel haklar içerenlerin dışında, tedavül gören borçlanma aracı niteliğindeki menkul kıymet yatırımcılarının çoğunluğu da bu bağlamda ihraççısı anonim şirket ya da banka niteliğindeki kuruluşların alacaklısı sıfatıyla söz konusu hukuki koruma tedbirinden yararlanma hakkına sahip bir kesimi oluşturmaktadır.

eTK’da birleşmede alacaklıların korunması hususunda, teminat talebi yerine 150. maddede alacaklıların birleşmeye itiraz hakları düzenlenmişti. Maddeye göre birleşen şirketlerin alacaklılarından herbiri, ilan tarihinden itibaren 3 ay içinde yetkili

¹ Karş. **Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1873.

mahkemeye başvurarak birleşmeye itiraz edebiliyordu. Birleşmenin hüküm doğurabilmesi için de bu itirazın kaldırılması şarttı. Anonim şirketler bakımından da m.451 gereği, devralan şirketin yönetim kurulu üyeleri, alacaklılara karşı, infisah eden şirket malvarlığının ayrı yönetileceği hususunda şahsen ve müteselsilen sorumlu oluyorlardı. TTK'da ise birleşmeye katılan ortaklıkların alacaklıları, birleşmenin hukuken geçerlilik kazanmasından itibaren 3 ay içinde talepte bulunurlarsa, devralan ortaklığın bunların alacaklarını güvence altına alacağı düzenlenmiştir (m.157/I)¹.

Söz konusu alacaklar birleşmeden önce doğmuş olmalıdır. Hükümde güvencenin niteliğine ilişkin bir açıklama ise yer almamaktadır². Yatırımcıların alacaklarının teminat altına alınmasını talep edebilmeleri için alacaklarının tehlikeye düşmesi gerekir. Ayrıca birleşmede devrolunan şirket sona erdiğinden, yatırımcılara teminat sağlama yükümlülüğü devralan şirkete ait olacaktır. Bu yükümlülük birleşmeye katılan tüm şirketlerin borçlarını kapsar³. Yeni düzenleme ile alacaklıların ve bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcılarının sadece teminat talep etme hakkı söz konusu olmakta, artık eTK'da olduğu gibi ihraççı şirketlerin birleşme kararına karşı itiraz hakları bulunmamaktadır⁴.

Kanundaki bu düzenleme uyarınca birleşmeye katılan ihraççı şirketler, alacaklısı olarak borçlanma aracı yatırımcılarına, TTSG'de yedişer gün aralıklarla üç defa yapacakları ilanla ve ayrıca internet sitelerine konulacak ilanla haklarını bildirirler. Diğer alacaklıların zarara uğramayacaklarının anlaşılması halinde, yükümlü şirket yatırımcılara teminat göstermek yerine borcu ödemeyi de tercih edebilir (TTK.157/II ve IV). Birleşmeye paralel olarak bölünme ve tür değiştirme gibi yeniden yapılanma

¹ Madde gerekçesinde, eTK.150 ve 451 hükümlerinin alacaklıları koruma yönünden yeterli ve amaca uygun olmadığı belirtilmiştir. Bu hükme kaynaklık teşkil eden İsviçre Birleşme Kanunu (İBirK)'nın gerekçesi ise, çoğu birleşmenin alacaklıların haklarını ihlal etmeyebileceğine, sonuçta iki veya daha fazla malvarlığının birleşmesiyle alacaklılar için daha güvenceli bir durum oluşabileceğine, alacaklıların korunmasının abartılmaması gereğine işaret etmiştir. İşte TTK.157'deki düzenleme bu anlayışı yansıtmaktadır. Ancak bu gerekçe her birleşme için doğru değildir. Birleşen şirketlerden biri veya bazıları zararda, hatta borca batık ise, finansal durumu güçlü olan şirket zararları kapatıyor demektir. Durum bu şirketin alacaklıları açısından önem arzedebilir (bkz. Gerekçe, TTK.157).

² Güvence olarak uygulamadaki kişisel teminatlar (kefalet, garanti, üçüncü kişinin borca dahil olması, kefil değişimi gibi) ve aynı teminatlar (rehin ve ipotek) söz konusudur (**Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.175).

³ **Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.175-176.

⁴ Yeni düzenlemede birleşmede alacaklıların korunması, birleşmenin uygulanmasından sonra başlamaktadır. Yani şirketlerin birleşerek yeniden yapılanmalarına yönelik hukuki düzenlemelerde alacaklılara söz hakkı tanınmamış ve böylece alacaklıların birleşme kararına katılma veya birleşmenin geçerlilik kazanmasını engelleme hakkı bulunmamaktadır (**Pulaşlı**, Şerh, C.I, s.174).

modellerinde de alacaklı olarak borçlanma aracı yatırımcıları sadece teminat talep etme hakkına sahip olacaklardır (TTK.174, 175/I; TTK.190). Burada da sistem yine aynı şekilde işleyecek, yatırımcılar söz konusu yeniden yapılanma işleminden haberdar edilerek alacaklarını bildirmeye ve güvence verilmesi için talepte bulunmaya çağrılacaklardır.

Yatırımcıların sahip olduğu bu teminat talep etme hakkı, birleşmeden farklı olarak bölünmede, bölünme işlemlerinin tamamlanmasından sonra değil, henüz bu işlemler tamamlanmadan, özellikle bölünmeye ilişkin olarak genel kurul karar vermeden önce kullanılacaktır¹. Zira bölünme sözleşmesi veya planı genel kurulun onayına ancak 175. maddede belirtilen bir teminatın sağlanmasından sonra sunulabilir².

2. Özel Hak Sahibi Sıfatıyla İleri Sürülebilecek Talep

Unutmamamız gerekir ki, borçlanma araçlarının sağladığı hak, hepsinde sadece para edimi içeren bir alacak hakkı niteliğinde olmadığından, bazı durumlarda bu hakka ilaveten ya da bundan ayrı olarak pay sahipliği, mülkiyet ya da kâr payı alma gibi haklar da gündeme gelebildiğinden, borçlanma aracı yatırımcılarının birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yeniden yapılanma işlemleri sırasında korunması gereken sınıflar içerisinde yer alan çalışanların ve alacaklıların yanında, ayrı bir kategori olarak özel hak sahipleri içerisinde değerlendirilmesi, hem bu hükümlerin kaynağını oluşturan İBirk hem de AB'nin 78/855/EEC Syl. Birleşme Yönergesi hükümlerine daha uygun olacaktır. Ancak maalesef TTK'da özel hak sahiplerinin korunması konusunda açık bir düzenlemeye yer verilmemiştir³.

Oysa 78/855/EEC Syl. Birleşme Yönergesi m.15 hükmü: “*kendilerine özel hakların bağlı olduğu, hisse senedi niteliğinde olmayan (other than shares/ keine Aktien*

¹ Her ne kadar bölünme nedeniyle alacaklıların bir itiraz hakkı bulunmasa da, bölünmede birleşmeye nazaran alacaklıların korunması daha ayrıntılı ve etkili şekilde düzenlenmiştir. Nitekim TTK.174 hükmü m.173 ile birlikte değerlendirildiğinde, alacaklıların teminat sorunlarının bölünme kararından önce çözülmesi gerektiği, aksi halde kararın alınamayacağı anlaşılmaktadır (Pulaşlı, Şerh, C.I, s.240).

² Ağaoğlu, Cahit, “Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkleştirmeler”, MÜHFHAD, Özel Sayı, 6102 sa. Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken, C.XVIII, S.2, 2012, s.228.

³ Çoştan, Hülya, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmede Özel Hak Sahiplerinin Korunması”, Batider, C.XXIV, S.3, (Haziran) 2008, s.403.

sind) menkul kıymetlerin sahiplerine, edinen şirkette, en azından edinilen şirkette sahip olduklarına eşdeğer haklar verilmelidir, meğer ki söz konusu hakların tadil edilmesi (ulusal yasalarda böyle bir toplantı öngörülmüş ise) bu menkul kıymetlerin hamillerinin bir toplantısında veya bireysel olarak menkul kıymetlerin hamillerince onaylanmış olsun veya bu hamillere sahip oldukları menkul kıymetleri edinen şirkete geri satın aldırtma yetkisi verilsin”¹ düzenlemesini içermektedir. Bu düzenlemenin amacı, pay (senedi) dışındaki menkul kıymet sahiplerine tanınan özel hakların korunmasıdır². Yönerge’nin m.5/II hükmünün (f) bendinde ise, “kendilerine özel haklar bağlı olan hisselerin hamillerine ve hisse dışındaki menkul kıymetlerin hamillerine, edinen şirketçe tanınan haklar veya onlarla ilgili olarak önerilen tedbirlere” de birleşme sözleşmesinde yer verileceği hükme bağlanmıştır. Yönerge’de hangi hakların özel hak olduğu tanımlanmamakla birlikte, bu hakların pay veya pay dışındaki menkul kıymetlere tanınabileceği sonucuna ulaşılmaktadır³.

Borçlanma araçları içerisinde en çok bilinen türlerden biri olarak tahvilin içerdiği alacak hakkının karşılığı olan geri ödemenin, değiştirilebilir/dönüştürülebilir tahviller söz konusu olduğunda ortaklık payı ile değiştirme hakkı veya belli şartların gerçekleşmesi halinde ortaklık payı alma hakkı vasıtasıyla ifasının mümkün olduğu düşünüldüğünde yahut kâra katılma hakkı veren tahvillerde olduğu üzere, esasında ortaklık statüsünden kaynaklanan hakların sağlandığı bu menkul kıymet hamillerinin, sırf borçlar hukukuna dayanan alacaklı statüsünü aşan özel bir alacaklı sınıfını oluşturduğu görülmektedir. Bundan dolayı gerek Fransız, Alman ve Avusturya Hukuku’nda ve gerekse TTK’nın birleşme hükümlerinin kaynağı İsviçre Hukuku’ndaki

¹ Yönerge’nin Türkçe çevirisi için bkz. <http://www.abgm.adalet.gov.tr>.

² **Çoştan**, Özel Hak Sahipleri, s.406. 1994 tarihli Alman Nevi Değiştirme Kanunu (Umwandlungsgesetz) da (m.125 atfıyla 23. madde) devreden ortaklıkta oy hakkı vermeyen hakların sahipleri lehine bir etkisizleştirme koruması öngörmektedir. Burada bahsedilen hak sahipleri içerisinde borçlanma aracı sahiplerinin girdiği de kuşkusuzdur. Zira özellikle ihraççı ortaklığa karşı alacaklılık hakkı sağlama unsuru ağır basan söz konusu borçlanma aracı hamilleri, birleşme, bölünme veya tür değiştirme gibi ihraççının yeniden yapılanması gibi bir sonuç doğuran önemli nitelikte bir karar için oy kullanarak bir etkide bulunma imkanına sahip değillerdir. Bu nedenle de anılan işlemler ile onların hakları etkisizleştirilmeden önce korunmalıdır. Söz konusu düzenlemelerin temelinde yatan amaç budur (**Çebi**, Hakan, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Ortaklıkların Bölünmesi, 1. B., İstanbul, (Haziran) 2010, s.270).

³ **Çoştan**, Özel Hak Sahipleri, s.406-407.

düzenlemelerde, söz konusu özel hak sahiplerine devralan şirkette eş değerde haklar¹ sağlanacağından, bu hakların değiştirileceğinden ya da uygun bir karşılıkla devralan şirketin bunları tazmin yükümlülüğünden bahsedilmektedir².

Yukarıda değindiğimiz üzere TTK'da özel hak sahiplerinin korunması başlığı altında ayrı bir düzenleme öngörülmemiştir. TTK.140/IV'te "paylara bağlı imtiyaz hakları" ifadesinin karşılığı olarak aynı hükmün gerekçesinde "özel haklar" terimi kullanılmış ve bu terimin anlamı için tür değiştirmede şirket payının ve haklarının korunmasını düzenleyen 183. maddenin gerekçesine atıf yapılmıştır. TTK.183/II'de imtiyazlı paylar karşılığında aynı değerde paylar verileceği veya uygun bir tazminat ödeneceği belirtilmiş, hükmün gerekçesinde ise kaynakta tanımlanmamış olan "özel haklar" teriminin geniş yorumlanacağı ve kapsamına,.....pay kategorilerinin ve grupların temsili, kuruculara ve diğer kişilere sağlanan menfaatler, şarta bağlı sermaye artırımındaki alım ve değiştirme haklarının gireceği belirtilmiştir.

Tür değiştirme ile ilgili hükümlerin yer aldığı 183. maddenin 3. fıkrasında ise, sadece intifa senetleriyle ilgili olarak tür değiştirme halinde bu senetler karşılığında aynı değerde haklar verileceği veya tür değiştirme planının düzenlendiği tarihte gerçek değerlerin ödeneceği belirtilmiş, tahvil ve bunun dışındaki menkul kıymet hamillerine ilişkin bir düzenleme getirilmemiştir. Dolayısıyla bu hükmün kıyasen borçlanma aracı sahibi yatırımcılara uygulanması kanaatimizce mümkün gözükmemektedir. Görüldüğü üzere TTK Gerekçesi kaynak İBirk'ya uygun olarak "özel haklar" kavramını kullanmasına rağmen, TTK'da buna uyum arzetmeyen "paylara bağlı imtiyazlar" ifadesi tercih edilmiştir.

Buna paralel olarak eş değerde haklar yahut uygun karşılıkla tazmin şeklindeki hakkaniyete uygun olduğuna inandığımız çözüm tarzı ise, sadece tür değiştirmede ve

¹ Eşdeğer kavramı şekli hukuk anlamında değil, ekonomik anlamda anlaşılmalı ve böyle değerlendirilmelidir. Örneğin bir borçlanma aracı olarak değiştirilebilir tahvillerde, değişim ya da gelir oranının tam olarak devreden ortaklıktaki asıl orana uygun olması gerektiği anlamına gelmemektedir. Yine kâra iştirakli tahvillerde kâr payına yüzde hesabıyla bağlama açık biçimde korunmalıdır. Fakat devreden ortaklığın değiştirilebilir tahvil sahiplerinin, sahip oldukları tahvilleri devralan bir ortaklığın kâra iştirakli tahvilleriyle değiştirmeleri biçiminde bir kombinasyon öngörülemez ya da bu şekilde bir dönüşüm yapılamaz, çünkü söz konusu iştirak şekilleri eşdeğer değildir (Çebi, s.270).

² Çoştan, Özel Hak Sahipleri, s.408-410; Çebi, s.270-271.

intifa senedi sahipleriyle sınırlı olarak öngörülmüştür. TTK.183/II gerekçesinde kuruculara ve diğer kişilere sağlanan menfaatler ile şarta bağlı sermaye artırımındaki alım ve değiştirme haklarının da özel hak olduğunun belirtilmesi, ortaklar dışında kalan kişilerin de özel hak sahibi olabileceği yorumunu mümkün kılmaktadır. Buna ilaveten TTK.140/IV'ün gerekçesinde “....özel haklar geniş anlam taşır ve imtiyazlı payları içermekle birlikte imtiyazlı paylara özgülenemez....” ifadesine yer verilmiş olması da bu yorumu doğrulamaktadır. Buradan hareketle değiştirme veya alım hakkı tanıyan tahvil alacaklılarının da TTK Gerekçesi'ne göre özel hak sahibi olarak nitelendirilebileceği görüşüne katılmaktayız¹.

Bu konuda SPK'ca yayımlanan ve taraflardan en az birinin halka açık ortaklık olduğu birleşme ve bölünme işlemlerinde uyulacak esas ve usulleri düzenleyen II-23.2 syl. Birleşme ve Bölünme Tebliği² de yine benzer bir düzenlemeyi içermektedir. Tebliğ uyarınca devrolunan şirkette mevcut bulunan imtiyazlı paylar karşılığında, devralan şirkette eş değerde haklar veya uzman kuruluş görüşü dikkate alınarak belirlenen bir karşılık verilir. Şu kadar ki, farklı bir imtiyaz öngörülmesi veya farklı bir imtiyaz öngörülmesi ile aynı anda karşılık ödenmesi de mümkündür (m.11/III).

İntifa senetleri ile ilgili olarak da yukarıda yer verdiğimiz TTK'daki tür değiştirme ile ilgili hükümdeki düzenlemeye benzer biçimde, devralan şirketin devrolunan şirketin intifa senedi sahiplerine eş değerli haklar tanımak veya intifa senetlerini, uzman kuruluş görüşü dikkate alınarak belirlenen değeriyle satın almak zorunda olduğu düzenlenmiştir (m.11/IV). Tebliğ'de TTK hükümlerinden farklı olarak eş değerli hakların tanınması veya uygun karşılıkla satın alma zorunluluğu hususunda, isabetli olarak uzman kuruluş görüşünün de dikkate alınacağı belirtilmiştir. Fakat anılan Tebliğ de tahvil, değiştirilebilir tahvil ve bono gibi borçlanma aracı sahipleri için bu yönde bir koruma maalesef öngörmemiştir. Bu nedenle temel amacı yatırımcının korunması olan sermaye piyasası mevzuatının, bu türlü yeniden yapılanma işlemleri esnasında, borçlanma aracı sahiplerine de, imtiyazlı paylar ve intifa senetlerinde olduğu gibi, koruyucu yönde tedbirler ve haklar sağlaması gerektiği düşüncesindeyiz. Kanaatimizce, sadece tahvil hamilleri bakımından değil, tüm borçlanma aracı

¹ Çoştan, Özel Hak Sahipleri, s.416-417; Çebi, s.269.

² RG: 28.12.2013, S.28865.

niteliğindeki menkul kıymet yatırımcılarını birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yeniden yapılanma işlemleri esnasında sıradan alacaklı olarak değil, özel hak sahibi kategorisinde yer alan bir grup olarak değerlendirmek; sahip oldukları korumayı “teminat talebi”nden öteye taşıyacak ve yatırımcının korunmasını hedefleyen sermaye piyasası mevzuatımızla da uyum içinde olacaktır.

Teminat talebi ötesindeki korumadan ne anlaşılması gerektiği hususunda 78/855/EEC syl. Birleşme Yönergesi’nin yukarıda zikrettiğimiz 15. maddesinde sözü edilen, anılan yeniden yapılanma işlemlerine ilişkin menkul kıymet sahiplerinin bir toplantısında yapılacak oylama veya bireysel olarak hamillerin izninin arandığı bir koruma yöntemine ilişkin düzenleme, kanaatimizce hukukumuz bakımından da yol gösterici olacaktır. Ancak TTK’da eTK.429 vd.’da düzenlenen tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hükümlere yer verilmemiştir. Bu nedenle borçlanma aracı sahiplerinin haklarında, birleşme, bölünme ve tür değiştirme nedeniyle meydana gelecek değişikliklerin tahvil sahipleri genel kurulu gibi özel bir kurulda onaylanması TTK hükümlerine göre mümkün değildir. Tahviller gibi ödünç niteliği taşıyan borçlanma araçları bakımından ise, alacaklıların korunmasına ilişkin TTK.157’nin gündeme geleceği söylenebilir¹.

Fakat farklı türde haklar içeren borçlanma aracı yatırımcıları bakımından TTK.157’ye göre sağlanan bir korumanın yeterli olamayacağı görüşündeyiz. Zira pay ile değiştirme veya pay alma hakkı sağlayan ya da kâra katılma hakkı veren araçlarda söz konusu hakların ne şekilde teminat altına alınabileceği sorunu, bunu açıkça ortaya koymaktadır. TTK.140/IV ve V’in uygulama alanı sadece paylara tanınmış imtiyazlar ve intifa senedi sahipleri ile sınırlı olduğundan, borçlanma araçlarının sağladığı özel hakların korunmasının ayrı bir başlık altında düzenlenmesi ve bu korumanın kaynak kanun ile AB mevzuatına uygun olarak, söz konusu haklara karşılık olarak devralan şirkette eş değerde haklar tanınması veya bu hakların şirket tarafından satın alınacağını² hükme bağlanması, şeklinde öngörülmesi bize göre en isabetli yoldur¹.

¹ **Çoştan**, Özel Hak Sahipleri, s.423.

² Devralan ortaklık eşdeğerde hakların verilmesi yerine satın alma yoluna gittiği zaman, birleşme/bölünme/tür değiştirme sözleşmesinin yapıldığı tarihteki gerçek değeriyle satın almak zorundadır (**Çebi**, s.271).

B. ORTAKLARIN KİŞİSEL SORUMLULUĞUNA İLİŞKİN İSTEMLER

TTK.158 hükmü uyarınca, devrolunan şirketin borçlarından birleşmeden önce sorumlu olan ortakların sorumlulukları birleşmeden sonra da devam eder (f.1). Devreden şirketin borçlarından dolayı ikinci dereceden kişisel olarak sorumlu olan ortakların, birleşmeden sonra da söz konusu sorumluluklarının devam ettirilerek alacaklıların bu yeniden yapılanma işlemi nedeniyle zarar görmelerinin engellenmesi düşüncesine dayanan bu düzenleme, m.177 hükmü atfıyla bölünme ve m.190 hükmü atfıyla tür değiştirmede de geçerlidir.

Bu hükümle, kişisel sorumluluğun sınırlandırılmaksızın devamına güvenerek şirketle hukuki ilişkiye giren alacaklıların güveni korunmuştur². Hükümle güdülen amaç, bir sermaye şirketine devrolunmak suretiyle birleşen şahıs şirketinde, şirket alacaklarından sınırsız sorumlu olan ortakların, bu devir neticesinde sınırlı sorumluluk rejimine tabi olmalarından ötürü alacaklıların zarar görmesinin önüne geçerek hukuk güvenliğini sağlamaktır³.

Acaba borçlanma aracı yatırımcıları da şirket alacaklısı olarak bu hükümle sağlanan koruma kapsamında sayılabilir mi? TTK.158/III'te, kamuya arz edilmiş olan tahvil ve diğer borç senetlerinde, söz konusu bu sorumluluğun itfa tarihine kadar devam edeceği, eğer izahnamede sorumluluk rejimine yönelik farklı bir düzenleme mevcutsa bunun uygulanacağı düzenlenmiştir. TTK.158'in gerekçesinde, hükmün kaynağını oluşturan İBirK.26 (3)'ün hukukumuzda uygulanma olanağı bulunmadığı için alınmadığı ifade edilmesine rağmen, m.158 hükmüne bu düzenleme üçüncü fıkra olarak eklenmiştir⁴.

¹ Aynı yönde bkz. **Çoştan**, Özel Hak Sahipleri, s.423; 425; **Çebi**, s.271.

² **Çoştan**, Hülya, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması, Ankara, 2009, s.222.

³ Gerekçe, TTK.158.

⁴ **Al Kılıç**, Şengül, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi, 1. B., İstanbul, (Haziran) 2009, s.204. *Al Kılıç*, anılan nedenden ötürü madde gerekçesi ile madde metninin uyumlu hale getirilmesi bakımından m.158/III'ün metinden çıkarılması gerektiğini ileri sürmektedir. Doktrinde *Eriş* ise, fıkra düzenlendiğine göre değerlendirilmesi gerektiğini ve tahvil ve diğer borç senetleri çıkarılırken izahnamede özel bir düzenleme varsa bunun dikkate alınması gerektiğini, eğer özel hüküm yoksa 3. fıkradaki gibi sorumluluğun itfa tarihine kadar devam edeceğini belirtmektedir (**Eriş**, C.II, s.1936).

Kanaatimizce bu hükmün uygulanma kabiliyeti, sermayesi paylara bölünmüş (paylı) komandit şirketler için söz konusu olabilir. Şöyle ki, eTK.420 hükmünde tahviller; anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari değerleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri, şeklinde tanımlanmıştı. Paylı komandit şirketler de aksine hüküm olmadıkça anonim şirket hükümlerine tabi olduğundan (eTK.476/II), anılan şirketler de tahvil çıkarma yetkisine sahipti. Ancak uygulamada tahviller her zaman anonim şirketlerce çıkarılmaktaydı. TTK'da paylı komandit şirketler bakımından yine, aksine hüküm bulunmadıkça anonim şirket hükümlerinin uygulanacağı belirtilmektedir (m.565/II). Bu durumda uygulamada böyle bir ihtimalle karşılaşma olasılığı düşük de olsa, anılan şirketlerce tahvil ya da diğer bir borçlanma aracı ihracı halinde, söz konusu şirketin bir sermaye şirketine devrolunmak suretiyle birleşmesi ihtimalinde, bu şirketin sınırsız sorumlu komandite ortaklarının, borçlanma aracı yatırımcılarının alacakları bakımından da TTK.158/III'te öngörülen şartlarla sınırsız sorumluluk rejimine tabi olacakları söylenebilecektir.

C. İKİNCİ DERECEDE SORUMLU ŞİRKETİ TAKİP VE DAVA HAKKI

Birleşmede, birleşmeye katılan şirketlerin alacaklılara karşı sorumluluğunun teminatını oluşturan malvarlığı tek bir şirket çatısı altında toplanmasına karşın, bölünmede devreden ve devralan şirketlerin malvarlıklarının aktif ve pasif değerleri arasındaki oran önemli ölçüde farklılaşmaktadır¹. Dolayısıyla bölünmenin devreden ve devralan şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirmesini olumsuz etkilemesi riski, diğer yeniden yapılanma modellerine göre çok daha fazladır. Bu nedenle kaynağı İBK.47 olan TTK.176 hükmü, bölünmede alacaklıların teminat ve ortakların devam eden kişisel sorumluluğu vasıtasıyla bireysel olarak korunması yanında, bölünmeye katılan şirketlerin ikinci derecede sorumluluğunu öngörmüştür².

¹ Birleşmeden farklı olarak bölünmede, devreden ortaklığın alacaklılarının teminatı olan şirket malvarlığının bir parçası, onların rızası dışında devredilmektedir. Tam bölünmede asıl borçlu ortadan kalkıp bunun yerini devralan ortaklık alırken; kısmi bölünmede bölünen ortaklığın malvarlığı, devralan ortaklığa devredilen kısmi malvarlığı parçası miktarı ve oranında azalmaktadır. Böylelikle alacaklılar için sorumluluk temeli küçülmektedir. Ayrıca duruma göre devralan ortaklığın alacaklılarının hakları da ihlal edilebilir. Zira devralınan malvarlığında pasif (borç) unsurların daha fazla olması, devralan ortaklığın ödeme gücünü olumsuz etkileyebilir (**Pulaşlı**, Şerh I, s.239-240).

² **Çoştan**, Alacaklının Korunması, s.233.

Buna göre bölünme sözleşmesi veya bölünme planıyla kendisine borç tahsis edilen şirket, bu suretle birinci derecede sorumlu bulunan şirket alacaklıların alacaklarını ifa etmezse, bölünmeye katılan diğer şirketler (ikinci derecede sorumlu şirketler) müteselsilen sorumlu olurlar (m.176/I)¹. İkinci derecede sorumlu olan şirketlerin takip edilebilmeleri için, alacağın teminat altına alınmamış ve birinci derecede sorumlu şirketin iflas etmiş, konkordato süresi almış, aleyhinde yapılan bir icra takibinde kesin aciz vesikası alınmasının şartları doğmuş, merkezi yurt dışına taşınmış ve artık Türkiye’de takip edilemez duruma gelmiş veya yurt dışındaki merkezinin yeri değiştirilmiş ve bu sebeple hukuken takibinin önemli derecede güçleşmiş olması gerekir (m.176/II)².

Borçların bölünme sözleşmesi ve planına göre tahsisi esas alındığından, müteselsil sorumluluk sadece bölünme tarihinde mevcut alacaklar için söz konusudur. Ayrıca İBirk ve TTK müteselsil sorumluluğu bir süre ile sınırlandırmamaktadır. Bu nedenle müteselsil sorumluluk ilgili alacağın zamanaşımı süresine tabidir. Alman Nevi Değiştirme Kanunu ise, Türk ve İsviçre sisteminden farklı olarak doğrudan ve sınırsız müteselsil sorumluluğu öngörmektedir. Buna göre devreden ortaklığın bölünmenin geçerli olmasından önce tesis edilmiş olan borçları için, bölünmeye katılan ortaklıklar müteselsilen sorumludurlar ve bu sorumluluk 5 yıllık bir süreyle sınırlandırılmıştır³.

¹ TTK.176’da borcu devralan şirket dışındaki şirketlerin müteselsil sorumluluğu öngörülmüştür. Dolayısıyla borcu devralan şirket ile diğer şirketler arasında müteselsil borçluluk ilişkisi bulunmamakta, ikinci derecede müteselsil sorumlu tutulan şirketlerin bu sorumluluğu feri borç niteliği taşımaktadır (Çoştan, Alacaklının Korunması, s.236). Hem birinci derecede hem de ikinci derecede sorumlu şirketleri kapsamı bakımından müteselsil sorumluluğun iki yönlü olduğu görüşü için bkz. Çoştan, Alacaklının Korunması, s.236, dn.15’te anılan yazarlar.

² Doktrinde Eriş, maddenin ikinci fıkrasında açıkça öngörülmemiş olmakla birlikte, müteselsilen sorumluluğu bulunan bir şirketin dahi, fıkra da belirtilen olumsuz durumlarla karşılaşır, diğer şirketlere alacak için müteselsilen sorumluluk nedeniyle başvurulabileceğini ileri sürmektedir (Eriş, C.II, s.1959). Kanaatimizce bunun mümkün olamaması gerekir. Zira m.176 hükmü gerekçesinde, birinci derecede sorumlu şirkete başvurmadan, diğer (ikinci derecede) sorumlu şirketlere başvurulamayacağı belirtilmektedir. Ayrıca m.176/II’de ikinci derecede sorumlu şirketlerin takip edilebilmeleri için gereken alacağın teminat altına alınmamış olması koşulunun, yukarıda saydığımız birinci derecede sorumlu şirket hakkındaki koşullara alternatif olarak öngörülmediğini, arada bulunan “ve” bağlacı nedeniyle her iki koşulun birlikte arandığını düşündüğümüzden, sadece teminat sağlanmamış olması ve buna ilaveten müteselsil sorumlu şirketlerden biri hakkında yukarıda sayılan durumların gerçekleşmiş olmasının yeterli olmadığını düşünüyoruz.

³ Nevi Değiştirme Kanunu’nda müteselsil sorumluluğun devreden ortaklığın muaccel olan eski borçlarıyla sınırlandırılmasından isabetli olarak vazgeçilmiştir. Yeni Nevi Değiştirme Kanunu’na göre, bölünmenin geçerli olmasından önce tesis edildikleri takdirde, tüm borçlar için müteselsil sorumluluk söz konusudur (Çebi, s.264-265). Alman Hukuku’nda asıl korunan alacaklılar, bölünme

Yukarıda kısaca açıklamaya çalıştığımız TTK.176 hükmü, ihraççısı bölünme işlemine tabi olan borçlanma aracı yatırımcıları bakımından da önem arzeder. Zira bu yatırımcılar aynı zamanda şirket alacaklısı sıfatına sahip olduğundan, alacaklının korunmasına ilişkin TTK düzenlemeleri, yatırımcının korunması amacına da hizmet etmekte ve bu bağlamda incelememizi gerekli kılmaktadır. Herşeyden önce bölünme nedeniyle korunması gerekli yatırımcılar, bölünmeye katılan ve borçlanma aracı ihraç etmiş olan tüm şirketlerin yatırımcılarıdır. Yatırımcıların bölünme ve diğer yeniden yapılanma işlemleri nedeniyle korunmalarını gerektiren en önemli neden ise, bölünme (birleşme ya da tür değiştirme) kararının alınmasına hiçbir şekilde müdahale imkanlarının olmamasıdır. Bunun farklı şekilde ifadesi, bölünen şirketin yatırımcılarının, ihraççının ve dolayısıyla borçlunun kişiliğinin değişimine müdahale hakkının bulunmamasıdır. Yani burada borcun nakli (üstlenilmesi) için, alacaklının borçlu değişimine rıza göstermesine ilişkin kural uygulama alanı bulmaz (TBK.195 vd.)¹.

TTK.176'nın lafzına ve gerekçedeki açıklamaya göre müteselsil sorumluluğun uygulama alanına baktığımızda ise, devredilip ifa edilmeyen yükümlülükler ile sınırlandırıldığını görüyoruz. Başka bir ifadeyle ikinci derecede sorumluluk, kısmen bölünen şirketin bölünme planı/sözleşmesi ile devredilmeyen yükümlülükleri ile devralan şirketin bölünme öncesinde doğmuş eski yükümlülükleri için geçerli değildir. Ancak kanaatimizce, devredilmeyen yükümlülüklerin sorumluluk kapsamı dışında tutulması isabetli değildir ve alacaklı olarak bölünmeden doğan risklere maruz kalan yatırımcılara eşit işlem ilkesine aykırı muamele edilmesine neden olabilecektir². Zira kısmi bölünmede malvarlığı bölümlerinin devredilmiş olması, bölünen şirkette kalan ve yatırımcılara yapılacak ödemelerin de içinde olduğu borçların ifası için

sözleşmesi veya planının yapıldığı tarihe kadar bölünen ortaklığın alacaklısı olanlardır. Böylece bölünen ortaklığın alacaklıları, malvarlığı birden fazla parçaya bölünmüş olsa da, eski malvarlığı üzerinden alacaklarını almaya devam edeceklerdir. Bölünme sözleşmesi veya planında yer almayan yeni alacaklılar ise, alacaklarını ancak borçlusundan tahsil edebileceklerdir. Eski alacaklılar bakımından ise borcun hangi ortaklığa isabet ettiği önem taşımaz. 5 yıllık zamanaşımı süresinin başlangıcı ise bölünmenin tescilinin ilanı anıdır. Bu süre içinde alacaklılar istedikleri ortaklıktan alacaklarını tahsil edebilirler. Eğer borçlu ortaklık borcunun varlığını yazılı olarak ikrar ederse, bunun tahsili için davaya gerek yoktur (**Helvacı**, Mehmet, Anonim Ortaklıkların Bölünmesi, 1. B., İstanbul, (Kasım) 2004, s.128).

¹ **Helvacı**, Bölünme, s.122-123.

² Aynı yönde bkz. **Çoştan**, Alacaklının Korunması, s.235; 247.

başvurulabilecek malvarlığını azaltmaktadır. Bu nedenle “bölünme planı veya sözleşmesi ile tahsis edilmiş yükümlülükler” ifadesinin lafzi yorumu, kısmi bölünmede devreden şirkette kalan yükümlülükleri kapsamamakla birlikte, amaçsal yorum yöntemiyle bu yükümlülükler de hükmün uygulama alanı içinde değerlendirilmelidir. Bölünme nedeniyle kısmen bölünen şirketin malvarlığında oluşan azalma, devredilmeyen borçların alacaklılarını, ki bunlar içerisinde kısmen bölünen şirketin ihraç ettiği borçlanma aracı yatırımcıları da olabilir, olumsuz etkiler. Bu nedenle bölünmeye katılan şirketler, kısmen bölünen şirketin bölünme planı/sözleşmesi ile devredilmemiş yükümlülükleri için de ikinci dereceden müteselsil sorumlu olmalıdır¹.

Yatırımcıların müteselsil sorumluluk kapsamında talep edebileceği alacakların, bölünmenin ilanından önce doğmuş olması gerekir. TTK.176/II'deki şartların gerçekleşmesiyle birlikte yatırımcı, alacağını ikinci dereceden sorumlu şirketlerin herhangi birisinden talep edebilecektir. TTK.176'da müteselsil sorumluluk için zaman ya da miktar itibarıyla bir sınırlama ise öngörülmemiştir. Bölünme Yönergesi de sorumluluğun zaman itibarıyla sınırı konusunda herhangi bir hükme yer vermemiştir. Fakat Yönerge'nin 12. maddesinde, bölünmeye katılanların ikinci dereceden sorumluluğunun, devralınan net aktif malvarlığı ile sınırlandırılmasına imkan tanınmıştır (f.3).

Yatırımcılar açısından baktığımızda sorumluluğun sınırlandırılmasının isabetli olmayacağı açıktır. Ancak yatırımcıların ve bölünmeye katılan şirketlerin çatışan menfaatlerini en iyi şekilde dengeleyen bir koruma sisteminin sağlanması gerekmektedir. Sorumluluğun sınırlandırılmamış olması, bölünmeye katılan şirketlerin mali durumunu ve bu şirketlere ileride yatırım yapmayı düşünenlerin kararlarını olumsuz etkileyebilecektir². Zira bölünmeye katılmış olan şirketlerden herhangi birisine yatırımda bulunan yatırımcının, bu yatırımıyla bölünmeye katılan diğer şirketlerin bir kısım pasiflerini ve bunlara bağlı riskleri de üstlenmesi söz konusu olabilecektir. Hangi riskleri göze aldığını bilmesi gereken yatırımcının göstermesi gerekli özen yükümü, bu durumda bölünmeye katılan tüm diğer şirketleri kapsayacak, aksine bir tutum yatırımcının özensiz davranmasına yol açabilecektir. Çevre ve ürün sorumluluğu gibi

¹ Çoştan, Alacaklının Korunması, s.235; 247.

² Çoştan, Alacaklının Korunması, s.247-248.

bilançoda yansıtılmayan risklerden doğan sorumlulukların gerçekleşmesi ihtimali dikkate alındığında, yatırımcının neredeyse hiç ilgilenmediği şirketler hakkında göstermesi gereken özen yükümünün zaman ve masraf kaybına neden olacağı da ortadadır. Sonuçta bölünmenin yatırımcılar üzerindeki etkileri, şirketlerin bölünme yerine başka bir yapılanma modelini tercih etmesine yol açacaktır. Bu nedenle ikinci dereceden müteselsil sorumluluğun zaman itibarıyla sınırlanmasının yerinde olacağını düşünüyoruz¹. Buna karşın müteselsil sorumluluğun TTK'da miktar itibarıyla sınırlanmamasının isabetli olduğunu düşünüyoruz. Zira miktar itibarıyla sorumluluk sınırlaması yatırımcı menfaatlerine uygun değildir. Şöyle ki, devralan ortaklıklara taksim edilen malvarlığı bölümleri yatırımcılara, faaliyette olan devreden ortaklığın mevcut gelir değerinden çok az bir teminat sağlar².

Son olarak TTK.168/III hükmü, tam bölünmenin söz konusu olduğu durumda, bölünmeye katılan şirketlerin, bölünme sözleşmesi veya planına göre herhangi bir şirkete tahsis edilmeyen borçlardan müteselsilen sorumlu olduklarını düzenlemiştir. Dolayısıyla tam bölünmenin söz konusu olduğu ve borçlanma aracı yatırımcılarının alacaklarından sorumluluk hususunda bölünme sözleşmesi veya planında herhangi bir tahsisatın bulunmaması ihtimalinde, yatırımcılar bu hükme dayanmak suretiyle bölünmeye katılan tüm şirketlerin doğrudan müteselsil sorumluluğu yoluna gidebileceklerdir.

D. SORUMLULUK DAVASI AÇMA HAKKI

Kaynağını İBirK.108'den alan TTK.193 hükmünde; birleşme, bölünme veya tür değiştirme işlemlerine herhangi bir şekilde katılmış bulunan bütün kişilerin, şirketlere, ortaklara ve alacaklılara karşı kusurlarıyla verdikleri zararlardan sorumlu oldukları düzenlenmiştir. Hükmün gerekçesinde, 553. maddeye benzer bir şekilde ve özel bir sorumluluk halinin düzenlendiği ifade edilmiştir.

¹ Aynı yönde bkz. **Çoştan**, Alacaklının Korunması, s.248.

² **Çebi**, s.269. Doktrinde **Çoştan** bu konuda aksi görüşü savunmaktadır. Yazara göre kısmen bölünen şirketin sorumluluğu, devrettiği net pasif miktarı ile sınırlanmalıdır. Böylece bölünmeye katılan şirketin müteselsil sorumluluğunun azami miktarının şirketin bilançosundan anlaşılması sağlanabilecektir. Yazar, devralınan net aktif malvarlığı miktarıyla sınırlamanın, bölünmeye katılan şirketin sorumluluğunun bölünmeden sağladığı menfaatle sınırlanması anlamına geldiği için adil bir çözüm olduğunu düşünmektedir (**Çoştan**, Alacaklının Korunması, s.246; 249).

Sorumluluk davası yoluyla alacaklıların ve konumuz bağlamında borçlanma aracı yatırımcılarının korunması, kurumsal ve bireysel yolla olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Buna göre yatırımcılara doğrudan zararları için tanınmış olan sorumluluk davası açma hakkı bireysel bir koruma aracı olmakta, ihraççı şirketin doğrudan zararları için dava açmalarına ilişkin düzenlemeler de kurumsal olarak korunma sağlamaktadır. Böylece yeniden yapılanmaya ilişkin hükümlerde aleniyet, sermayenin korunması, teminat, kişisel sorumluluğun devamı ve bölünmeye katılanların ikinci dereceden sorumluluğu vasıtasıyla sağlanan alacaklı/yatırımcı koruması, yeniden yapılanmaya özgü sorumluluk davası ile güvence altına alınmıştır¹. TTK.193'te birleşme, bölünme veya tür değiştirme işlemlerine herhangi bir şekilde katılanlar ile kastedilen, anılan işlemlere katılan şirketlerin yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri olabileceği gibi, görevli olmadığı halde yönetime karışan, talimat veren, yönetimi yönlendiren, bir bakıma arkadan yöneten büyük pay sahipleri başta olmak üzere, gizli yöneticiler (doktrindeki deyimle fiili organlar) de olabilir².

Yeniden yapılanma işlemleri esnasında, hem devrolunan hem de devralan şirketin yatırımcılarının zarara uğraması söz konusu olabilir. Örneğin anılan işlemlerin hükümsüz olması³, pay sahiplerinin olduğu kadar şirket alacaklısı sıfatıyla yatırımcıların da zarara uğramasına neden olabilecektir. Zira bu durumda malvarlığının aynen geri alınması mümkün olmaz. Bazı aktifler devredilmiş, piyasa kaybedilmiş olabilir. Yahut devrolunan şirketin pasifinin aktifinden fazla olması gibi ihtimaller, devralan şirketin malvarlığının zayıflamasına yol açar. Bu husus pay sahipleri için olduğu kadar, en önemli güvencesi ihraççı şirketin malvarlığı olan yatırımcılar bakımından da dolayısıyla zarar anlamına gelir⁴.

¹ **Çoştan**, Alacaklıların Korunması, s.253-254.

² bkz. Gerekçe, TTK.553/I.

³ Bu işlemlerden biri olan birleşmenin yokluk ya da butlan sebebiyle hükümsüzlüğü ihtimalini ele alalım. Bu halde birleşme geçmişe etkili olarak ortadan kalkar. Bu durumda malvarlığının intikali, sermaye artırımı, ortaklık haklarının değişimi vb. hiç yapılmamış sayılır. Devralan ortaklığın sermaye artırımından ve birleşmeden sonra alacaklı/yatırımcı olanlar, alacaklarını artırılmış bu sermaye üzerinden alma imkanına sahipken, birleşmenin hükümsüzlüğüyle birlikte artırılan bu sermaye devreden ortaklığa tekrar iade edilir. Borçlu olarak devralan ortaklık gözüktür. Bu durum ise alacaklıların/yatırımcıların aleyhinedir (**Yasaman**, Hamdi, Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Ankara, 1987, s.125).

⁴ Karş. **Yasaman**, Birleşme, s.128.

Yeniden yapılanma işlemleri nedeniyle sorumluluğa ilişkin bir diğer düzenleme de TTK.549’da yer almaktadır. Bu hükmü göre birleşme, bölünme, tür değiştirme gibi işlemlerle ilgili belgelerin, izahnamelerin, taahhütlerin, beyanların ve garantilerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar ile kusurlarının varlığı halinde bunlara katılanlar sorumludur. Bu durumda TTK.549 ve 193 hükümlerinden hangisinin uygulanacağı sorunu ile karşılaşmak mümkündür. Ancak TTK.549 hükmünde anonim şirketler hukukuna ilişkin bir dava söz konusu olup, m.193 hükmü ise yeniden yapılanma işlemlerine katılan tüm şirket türlerini kapsamaktadır. TTK.193’e göre “şirketler, ortaklar ve alacaklılar”, m.549’a göre ise “zarar görenler” sorumluluk davası açabilecektir. Pasif dava ehliyeti ise m.193’te yeniden yapılanma işlemlerine “herhangi bir şekilde katılan bütün kişilere” tanınmış iken, m.549’da “belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar” ile “katılanlara” tanınmıştır.

TTK.549’daki sorumluluğun m.193’ten farklı olan tarafı, belgeleri düzenleyenler veya beyanları yapanlar bakımından kusura dayanmayan (kusursuz) bir sorumluluk öngörmüş olmasıdır. TTK.549 hükmüne göre açılacak sorumluluk davasında aktif dava ehliyeti “zarar görenler”e ait olup, bunlar somut olayın özelliklerine göre, menkul değerleri alanlar, bu menkul değerlerin sonraki müktesipleri olabilir. Pasif dava ehliyeti ise, “düzenleyenler” ile maddede anılan eylemlere “katılanlar”dır. Bunların kim olacağının tanımı yapılmamış, ancak düzenleyenler için kusursuz sorumluluk, katılanlar için kusurlu sorumluluk esası kabul edilmiştir. Bu bağlamda birleşme, bölünme ve tür değiştirme işlemlerini yürüten yönetim organları veya yöneticiler, düzenlemiş oldukları belgelerin yanlış, hileli, sahte, gerçeğe aykırı olmasından, gerçeğin saklanmış bulunmasından ve diğer kanuna aykırılıklardan doğan zararlardan kusursuz olarak sorumludurlar. Bu sorumluluğun şartları ise, kanuna aykırı, doğru olmayan, gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmayan beyanlar ve bazı hususların gizlenmiş olması, bundan zarar doğmuş bulunması ve uygun nedensellik bağıdır¹.

¹ bkz. Gerekçe, TTK.549.

Görüldüğü üzere TTK.549'daki düzenleme, konumuz bağlamında borçlanma aracı yatırımcılarının açacağı sorumluluk davası için kusursuz sorumluluk esasını benimsemiştir. Dolayısıyla kusur sorumluluğunu esas alan m.193 hükmü karşısında yatırımcıları koruma niteliğinin daha fazla olduğu ortadadır. TTK.549'un anonim şirketler hukukuna özgü olması da yatırımcıların bu hükme dayanmasına engel teşkil etmeyecektir. Zira söz konusu borçlanma aracı ihraççıları zaten anonim şirketler veya bu nitelikte kurulmak zorunda bulunan, örneğin bankalar gibi tüzel kişiliğe sahip kuruluşlardır (SerPK.3/h; Borçlanma Araçları Tebliği 3/g). Ancak konuya genel olarak yaklaştığımızda, m.549 ile 193 arasında kusur bakımından yaratılmış bu fark yüzünden, yeniden yapılanma işlemleri nedeniyle zarar gören şahıs ve sermaye şirketi alacaklılarının yararlanabileceği korumanın değişkenlik göstermesini biz de isabetli bulmamaktayız¹.

Az önce TTK.549 ile 193 arasında yaptığımız kıyaslamayı, m.193 ile 553 arasında da yapmamız icap eder. TTK.193'te kurucuların sorumluluğuna ilişkin hükümler saklı tutulmuştur. Bu nedenle yeniden yapılanma çerçevesinde gerçekleşen anonim şirket kuruluşları nedeniyle kuruculara karşı dava m.553'e göre açılmalıdır. Kurulardan doğan sorumluluğu düzenleyen hükümler sermaye artırımlarında da uygulanacağı için, m.193'ün kurulardan doğan sorumluluğu saklı tutan ifadesi, sermaye artırımını yoluyla gerçekleşen yeniden yapılanmalar için de geçerli olmalıdır. Yönetim kurulu üyelerine ve yöneticilere karşı yeniden yapılanma nedeniyle açılacak davaların ise, m.193'e ya da 553'e dayandırılmasına göre farklılıklar doğabilecektir. Şöyle ki m.193'te pasif dava ehliyeti, yeniden yapılanma işlemlerine “.....herhangi biçimde katılmış bütün kişiler” denilmek suretiyle oldukça geniş kapsamda düzenlenmiştir. Oysa m.553'te “kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler² ve tasfiye memurları”

¹ bkz. **Çoştan**, Alacaklının Korunması, s.257.

² TTK, eTK'dan farklı olarak m.553/I'de sorumluluk konusunu, yönetim kurulu üyesi sıfatını taşımamakla birlikte, şirkette yönetim görevi üstlenen tüm diğer kişileri de içine alacak biçimde bir bütün olarak düzenlemiştir. Dolayısıyla zarar doğurucu eylemlerin gerçekleşmesinde katkısı olan, yönetim kurulu üyeleri dışındaki diğer “yöneticiler” de, açılacak sorumluluk davalarında davalı olarak yer alabilecek, daha teknik bir ifadeyle, kendilerine de yönetim kurulu üyeleriyle birlikte husumet yöneltilenlerdir. Bu bağlamda TTK.553/I'de yer alan “yöneticiler” kavramının kapsamına müdürlerin girdiğinde tereddüt olmamakla birlikte, yönetici deyimini temsil yetkisi bulunmayan diğer görevlileri de içine alacak biçimde yorumlanmalıdır (**Teoman**, Ömer, Yaşayan Ticaret Hukuku, Hukuki Mütalâalar, Kitap 15, İstanbul, (Ocak) 2014, s.155). Ayrıca bkz. **Kendigelen**, s.458.

şeklinde bir belirleme söz konusudur. Ancak bu hususta m.193'ün kaynağı olan İBirk m.108'e ilişkin olarak doktrinde, pasif dava ehliyetinin kanunun lafzına dayanılarak gerekçelendirilemeyeceği, böyle bir yorumun karar verme yetkisine sahip olanlar için öngörülmüş sorumluluğun, alt kademedede çalışanlara ve şirkete danışmanlık hizmeti verenlere kadar genişletilmesine yol açacağı ileri sürülmektedir¹.

Borçlanma aracı yatırımcılarının korunması bakımından düşündüğümüzde, m.193'ün uygulanması ve söz konusu işlemlere herhangi bir biçimde katılan bütün kişiler aleyhine sorumluluk davasının açılabilmesi daha isabetli olsa gerektir. Zira zaten m.193'ün benimsediği kusurlu sorumluluk esası, yukarıda bahsedilen, sorumluluğun adilane olmayan tarzda genişletilmesi endişesini bertaraf eder, kanaatindeyiz. Fakat bu konudaki belirsizliğin giderilmesi ve hukuk güvenliğinin sağlanması bakımından, sorumluluk davaları arasında farklılığa yol açan anılan maddeler arasındaki uyumsuzluk giderilmelidir.

IV. HAKİMİYETİN HUKUKA AYKIRI KULLANIMI VE GÜVENDEN DOĞAN SORUMLULUK KAPSAMINDA YATIRIMCILARIN DAVA HAKLARI

A. HAKİMİYETİN HUKUKA AYKIRI KULLANIMI NEDENİYLE YATIRIMCILARIN TAZMİNAT DAVASI AÇMA HAKLARI

1. Kısmi Hakimiyet Halinde

TTK'daki şirketler topluluğuna ilişkin sorumluluk hükümleri, bağlı şirketin malvarlığını korumayı amaçlamaktadır². Bağlı şirketin malvarlığının korunmasında ise, bağlı şirket pay sahipleri ve alacaklılarının menfaati vardır. Bağlı şirket borçlanma aracı ihraç ettiğinde, söz konusu borçlanma aracı yatırımcıları, şirket alacaklısı sıfatıyla menfaati korunması gereken bir alacaklılar grubunu oluşturmaktadır. Zira bunların da

¹ Çoştan, Alacaklının Korunması, s.258-259.

² Şirketler topluluğu içerisinde faaliyette bulunan bir şirket, bazen kendi menfaati yerine topluluk menfaatini tercih etmek durumunda kalabilir. Yani burada bir menfaat ihtilafı riski söz konusudur. İşte kanundaki şirketler topluluğuna ilişkin bölüm, bu menfaat ihtilafının olumsuz sonuçlarını gidermek ve bağlı şirket malvarlığını korumak amacı gütmektedir (Okutan Nilsson, Gül, "Şirketler Topluluğu", Bankacılar Dergisi, S.79, (Aralık) 2011, s.90-91).

diğer şirket alacaklıları gibi, şirketteki kararların alınmasında etkileri söz konusu değildir¹.

Bağlı şirket üzerindeki hakimiyetin tam olup olmamasına göre yatırımcıların açacağı tazminat davasına uygulanacak hükümler farklıdır. Kısmi hakimiyetin kötüye kullanımı halinde yatırımcıların açacağı davanın hukuki dayanağı TTK.202'dir. TTK.202/I-a hükmüne göre hakim şirket bağlı şirketi hukuki işlemler veya maddi fiiller yoluyla kayba uğratamaz². Burada belirtilen hukuki işlem ve fiiller örnek olarak sayılmıştır. Dolayısıyla benzer durumlarda da yatırımcılar TTK.202'ye dayanarak dava açabilecektir. TTK.202/I-a'daki işlem ve fiillerin ortak özelliği, şirketin ticari faaliyetlerinin yürütülmesiyle ilgili olması ve bunların yönetim kurulunun faaliyet alanına girmesidir³.

Hakim şirketin bağlı şirketi kayba uğratmaması esas olmakla birlikte, hakim şirket bir denkleştirme sağlayarak bağlı şirketi bu işlemleri yapmaya yönlendirebilir ve onu zarara uğratabilir. Denkleştirme, hakim şirketin yönlendirmesiyle bağlı şirketin yaptığı veya yapmaktan kaçındığı fiil ve işlemler nedeniyle uğradığı kaybın tamamen giderilmesidir⁴. Böylece hakim şirketin denkleştirme yapması koşuluyla, bağlı şirketin hakimiyetin hukuka aykırı kullanımı yoluyla kayba uğratılması, hukuka uygun hale gelmektedir⁵. Denkleştirmenin o faaliyet yılı içinde fiilen gerçekleştirilmesi veya kaybın nasıl ve ne zaman denkleştirileceği belirtilmek suretiyle en geç o faaliyet yılı sonuna kadar, bağlı şirkete denk değerde bir istem hakkı tanınması gerekir (TTK.202/I, c.son).

Hakimiyetin kötüye kullanımına rağmen bağlı şirkete denkleştirme sağlanmazsa, bu şirketin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapanlar, alacaklı

¹ **Gürel**, Murat, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Sorumluluk, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009, s.91.

² TTK.202'de öngörülen herhangi bir işlem veya fiil kanunen hukuka aykırı değildir. Hukuka aykırılık, işlemin, fiilin ya da uygulanmasından kaçınılan önlemin bağlı şirketin kaybına sebep olmasından ve şirkete, pay sahiplerine ve şirket alacaklılarına zarar vermesinden kaynaklanmaktadır (bkz. Gerekçe, TTK.202).

³ **Şener**, Oruç Hami, Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku, 1. B., Ankara, (Kasım) 2012, s.178. Doktrinde bu fıkraya ilişkin olarak "*bağlı şirketin yönetimine yapılan müdahalelerden sorumluluk*" ifadesinin kullanımı için bkz. **Okutan Nilsson**, Topluluk, s.96.

⁴ **Okutan Nilsson**, Şirketler Topluluğu Hukuku, s.281; **Usluel**, Aslı E. Gürbüz, "Şirketler Topluluğunda Denkleştirme", MÜHAD (Özel Sayı), 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nu Beklerken, C.XVIII, S.2, 2012, s.283.

⁵ **Usluel**, Denkleştirme, s.283; **Şener**, Ortaklıklar, s.178; **Pulaşlı**, Hasan, Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 2. B., Ankara, (Şubat) 2013, s.173.

sıfıyla hakim şirketten ve onun kayba sebep olan yönetim kurulu üyelerinden bağlı şirketin zararını gidermelerini talep edebilirler (TTK.202/I-b ve c)¹. Yatırımcılar bu davayı dolayısıyla zarar² gören sıfıfıyla ve TTK.556'nın aksine şirketin iflası koşulu gerçekleşmeksizin açabilirler. Davalı sıfıfı hakim şirket ve onun kayba sebep olan yönetim kurulu üyelerine ait olup, yatırımcılar tarafından öncelikle bağlı şirket yönetim kuruluna gidilmesi gibi bir ön şart söz konusu değildir³. Ancak kanaatimizce yatırımcılar bağlı şirket yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri aleyhine de dava açabilirler. Zira TTK.202/V'te, bağlı şirket yöneticilerinin, bu madde hükümleri dolayısıyla doğabilecek sorumluluklarının tüm hukuki sonuçlarını, bir sözleşmeyle üstlenmesini hakim şirketten isteyebileceği, düzenlenmiştir. Dolayısıyla hükmün karşıt anlamı, bağlı şirket yöneticilerinin de davalılar arasında bulunduğunu gösterir⁴.

Yatırımcıların hakim şirket ve onun yönetim kurulu üyelerine karşı açacağı davanın hukuki niteliği tartışmalıdır. Bir görüş haksız fiil niteliğinde olduğunu savunmaktadır⁵. Bizim de katıldığımız diğere görüşe göre, hakim ve bağlı şirket arasında güçlü bir hukuki ilişki vardır ve bu nedenle bağlı şirket hakim şirket karşısında herhangi bir üçüncü kişi gibi değerlendirilemez. Dolayısıyla hakimiyetin kötüye kullanımı yüzünden bağlı şirketin zararının talep edildiğı dava, asli edimi bulunmayan kanuni bir borç yükümünün ihlaline dayanır ve sözleşmesel ilişki hükümlerinin uygulanmasını

¹ Bu davada TTK.202/I-a bendinde bilinçli olarak kullanılan "kayıp" sözcüğünün yerini, tazminat hukukunun "zarar" kavramı almıştır. Çünkü bağlı şirket açısından bir malvarlığı eksilmesi yaratmasına rağmen, faaliyet yılı içinde giderileceği beklentisiyle geçici nitelikte olan veya tanınacak talep hakkı nedeniyle telafi edileceği umulan kayıp, hakim şirketçe giderilmeyince kesinleşmiştir. Kaybın telafisi ile tazminat yer değiştirmiş ve tazminat hukukunun uygulanma zorunluluğı doğmuştur. Tazminat davasında talep edilecek olan "kayıp" değil "zarar"dır ve zarar kayıptan fazla da olabilir (**Tekinalp**, Tek Kişi, s.247).

² Hakimiyetin kötüye kullanımıyla bağlı şirkete verilmiş olan kayıp, süresi içinde denkleştirilmeyerek şirketin zararı haline gelir ve bu zarar yatırımcı bakımından dolayısıyla (yansıma) zarardır (Karş. **Tekinalp**, Tek Kişi, s.248).

³ **Karahan/Giray**, Şirketler, s.150-151.

⁴ Aynı yönde bkz. **Kendigelen**, s.185; **İyigün**, Serdar, "Şirketler Topluluğunda (TTK.195-209) Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması", <http://www.iyigun.av.tr/?pnum=48&pt=%C5%9Eirketler+Toplulu%C4%9Funda+T%C3%BCzel+Ki%C5%9Filik+Perdesinin+Kald%C4%B1r%C4%B1lmas%C4%B1>, Erişim: 12.03.2015. Sorumluluğun hukuki sonuçlarının üstlenilmesine ilişkin sözleşmenin, yatırımcıların bağlı şirket yönetim kurulu üyelerine tazminat davası açmada engel olmayacağı görüşündeyiz. Zira hakim şirket/teşebbüs ile bağlı şirket yönetim kurulu üyeleri arasındaki bu sözleşme, sadece sözleşmenin tarafları bakımından hüküm ifade eder. Dolayısıyla bağlı şirket alacaklısı yatırımcılar, hakim şirketin ya da teşebbüsün hukuka aykırı talimatlarına uymaları nedeniyle doğan zarar yüzünden bağlı şirket yönetim kurulu üyelerini dava edebilirler (TTK.205). Aynı yönde bkz. **Gürel**, s.125.

⁵ **Tekinalp**, Tek Kişi, s.247; **Aytaç**, Zühtü, "Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukuku'ndaki Görünümü", Batider, C.VIII, S.4, 1976, s.119; **Gürel**, s.92.

gerektirir¹. Ancak davanın niteliğine ilişkin bu tespitimizin, yatırımcıların dolayısıyla zararları için açacağı davaya ilişkin olduğunu belirtmek isteriz. Yatırımcılar hakimiyetin hukuka aykırı kullanımı sonucunda, hakim şirket ve yöneticileri aleyhine, malvarlıklarına doğrudan gelen zararlar için de dava açabilirler². Bunun için ya TBK.49'a aykırılık olmalı veya anonim şirkete özgü koruyucu bir norm ihlal edilmeli yahut culpa in contrahendoya dayanılmalıdır. Koruyucu kurala dayanılması için de bağlı şirketin zarar görmesi şarttır³.

Yatırımcıların dolayısıyla zarar nedeniyle hakim şirket ve onun yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava açma koşullarını sıralayacak olursak⁴:

i) Hakimiyet TTK.202/I-a hükmü anlamında hukuka aykırı kullanılmış olmalıdır,

ii) Bu sebeple bağlı şirket kayba uğramalıdır,

iii) Kayıp ile hakimiyetin hukuka aykırı kullanımı arasında illiyet bağı bulunmalıdır,

iv) Hakim şirket yönetim kurulu üyeleri özen yükümlülüğüne aykırı hareket etmiş olmalıdır,

vi) Bağlı şirketin kaybı faaliyet yılı içinde denkleştirilmemeli veya faaliyet yılı sonuna kadar bağlı şirkete kaybın giderilmesi için denk değerde bir istem hakkı tanınmamış olmalıdır.

Yatırımcılar tarafından bu davanın açılabilmesi için ihraççı bağlı şirketin uğradığı kaybın denkleştirilmemesi ve bundan dolayı yatırımcıların zarar görmesi gereklidir. Dolayısıyla sadece kaybın denkleştirilmemiş olması dava hakkı vermez. Zira yatırımcılar alacaklarını alabildikleri sürece zarara uğramış sayılamazlar. Onların zarar gördüklerinin kanıtı, önce ihraççı bağlı şirketten alacağın talep edilmesine rağmen alınamamış olmasıdır⁵.

¹ **Okutan Nilsson**, Şirketler Topluluğu Hukuku, s.322; 326.

² **Çamoğlu**, s.140; **Tekinalp**, Tek Kişi, s.248.

³ **Tekinalp**, Tek Kişi, s.248.

⁴ Dava koşullarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Gürel**, s.94 vd.

⁵ **Okutan Nilsson**, Şirketler Topluluğu, s.431; **Karahan/Giray**, Şirketler, s.153. Ayrıca bkz. Gerekçe, TTK.202.

Bu davada kıyas yoluyla uygulanacağı belirtilen TTK.553 ve 557 hükümleri gereğince, hakim şirket ve yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu kusura dayanır ve davalılar farklılaştırılmış teselsül esasına göre, ancak kendilerine atfedilebilecek zararlardan dolayı sorumlu tutulurlar (TTK.202/I-e).

Dava şartları arasında yer alan hakimiyetin hukuka aykırı kullanımı pek çok yolla mümkün olabilir. Ancak maddede sayılan işlem ve fiilleri sistematize ettiğimizde, hakim şirketin bağlı şirketi aktifini azaltmaya, malvarlığını aynı veya kişisel haklarla sınırlandırmaya veya pasifini artırmaya zorlaması hukuka aykırılık şartının başlıklarını oluşturabilir¹. Burada yatırımcılar için önemli bir durum, SPK'nın 2009/40 syl. Haftalık Bülten'inde² yayımladığı İlke Kararı³ nedeniyle gündeme gelmektedir. Buna göre, payları borsada işlem gören şirketlerin, mali tablolarını hazırlarken tam konsolidasyon kapsamına dahil ettikleri şirketler lehine verdikleri teminat, rehin ve ipoteklere herhangi bir sınırlama getirilmemiştir. Burada sadece yatırım kararları için önemli olduğunda, özel durum açıklaması yapma yükümlülüğü söz konusu olmaktadır. Acaba borçlanma aracı yatırımcısının dava açacağı hakim şirket, böyle bir savunmayla yatırımcıya karşı sorumluluktan kurtulabilecek midir? Kanaatimizce, yatırımcının yukarıda belirttiğimiz dava şartları olduğu müddetçe, hakim şirket ve yönetim kurulu üyelerine tazminat davası açabilmesi gerekir. Ancak hakimiyetin kullanılması sonucu da olsa, ihraççı bağlı şirketin kendi borcuna karşılık malvarlığını aynı veya kişisel haklarla sınırlandırması halinde yatırımcıların dava hakkı yoktur⁴.

Bu davada yatırımcıların zorluk çekeceği en önemli husus, ihraççı bağlı şirkette oluşan kayıp miktarının ispatıdır. Bu konuda TTK.199'da bağlı şirketçe düzenlenmesi öngörülen bağlılık raporu yol gösterici olacaktır. Yatırımcılar bu rapora dayanarak bağlı şirketin kaybını ve kendilerinin dolayısıyla zararlarını tespit edebilirler. Ancak rapor esas olarak geçmişe yönelik bilgi verme özelliği nedeniyle, ihraççı şirketin güncel durumunu yansıtmayabilir. Her ne kadar TTK'da raporun doğru ve dürüst hesap verme ilkelerine uygun olması gerektiği (m.199/II) ve raporun hiç veya gereği gibi hazırlanmaması halinde cezai yaptırım uygulanacağı (m.562/III) belirtilse de,

¹ Gürel, s.97.

² <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2009910&subid=0&ct=c> (Erişim: 17.05.2015).

³ 09.09.2009, 28/780.

⁴ Aynı yönde bkz. Gürel, s.100.

yatırımcılar gibi güveni yüksek ölçüde korunması gereken hak sahipleri bakımından, raporun bağımsız denetimden geçeceğine ilişkin bir hükmün de bulunması isabetli olurdu¹.

Burada yatırımcının menfaati için dikkat çekmek istediğimiz diğer bir husus, TTK.202/I-e’de kıyasen uygulanacağı belirtilen ve iflas koşulunu arayan TTK.556 ile bu koşulu aramadan yatırımcıya dava hakkı tanıyan TTK.202/I-c hükümlerinin nasıl telif edileceğidir. TTK.202/I-c’de yer alan “şirket iflas etmemiş olsa bile” ibaresi, ihraççı bağlı şirketin iflası halinde TTK.556’nın uygulanacağı şeklinde yorumlanmamalıdır. Dolayısıyla TTK.202/I-c hükmü özel niteliktedir ve bağlı şirket iflas etmiş olsa dahi yatırımcı bu hükme dayanarak dava açabilmelidir. Ancak bağlı şirketin iflas etmediği ihtimalde TTK.202/I-c’ye dayanılarak açılan davada, TTK.556’nın değil, TTK.555’nin kıyasen uygulanmasının, yatırımcının korunması adına daha yararlı olacağı inancındayız². Şöyle ki, TTK.556’yı kıyasen uygularsak dava giderlerini yatırımcıların karşılaması gerekecektir. Oysa TTK.555’i kıyasen uygularsak, bu giderlerin davalı hakim şirketle yatırımcılar arasında hakkaniyet ölçüsünde paylaşılması gündeme gelebilecektir³.

Anılan davada, hakim şirket yönetim kurulu üyeleri için TTK’da sorumluluktan kurtulma imkanı tanınmıştır (m.202/I-d). Bunun için davalıların, bağlı şirkete yaptırılan ve kayba sebep olan işlemin, bağımsız bir şirkette aynı ve benzer koşullar altında, şirketin menfaatlerini dürüstlük kuralına uygun olarak gözetin ve tedbirli bir yöneticinin özenıyla hareket eden yönetim kurulu üyelerince de yapılabileceğini veya yapılmasından kaçınılabileceğini ispatlamaları zorunludur. Bu durumda mahkemece tazminata hükmedilemeyecektir. Kanaatimizce böyle bir düzenleme, alacaklı olarak yatırımcıların üzerinden kusuru ispat yükünü kaldırması bakımından isabetli olmuştur. Dolayısıyla yatırımcının hakim şirket yönetim kurulu üyeleri aleyhine açtığı davada üyelerin özenli hareket ettikleri karine olmayıp, davalı üyeler tedbirli ve bağımsız bir yönetici gibi davrandıklarını ispatla yükümlü olacaklardır.

¹ **Gürel**, s.105 ve dn.317.

² bkz. **Gürel**, s.120-121.

³ **Gürel**, s.121.

Ayrıca bu davanın bir diğer özelliği, hakim şirketin veya teşebbüsün merkezinin yurt dışında bulunması halinde, yatırımcılar ihraççı bağlı şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde de dava açabilecektir (TTK.202/I-e).

2. Tam Hakimiyet Halinde

Tam hakimiyet halinde hakim şirket yönetim kurulu (organı), topluluğun belirlenmiş ve somut politikalarının gereği olmak şartıyla, bağlı şirketin kaybına neden olacak nitelik taşısa bile, bu şirketin yönlendirilmesine ve yönetimine ilişkin talimatlar verebilir. Bağlı şirket yönetim kurulu (organı) kural olarak bu talimatlara uymakla yükümlüdür (TTK.203).

Ancak hakim şirketçe talimat verilmesi bazı bakımlardan sınırlandırılmıştır. Öncelikle bu talimatlar topluluğun belirlenmiş ve somut politikalarının gereği olmalıdır. Bu nitelikte olmayan herhangi bir talimat verilirse, bağlı şirket yöneticileri buna uymamalıdır. Aksi halde sorumlulukları söz konusudur. Böylece bağlı şirket malvarlığının hakim şirket yöneticileri veya yakınları lehine kullanımı önlenmiş; ihraççı bağlı şirketin alacaklısı olarak bu malvarlığının korunmasında menfaati bulunan borçlanma aracı yatırımcıları da güvenceye alınmış olacaktır¹. Talimatlara getirilen diğer bir sınırlama TTK.204'te düzenlenmiştir. Buna göre, bağlı şirketin ödeme gücünü açıkça aşan, varlığını tehlikeye düşürebilecek olan veya önemli varlıklarını kaybetmesine yol açabilecek nitelik taşıyan talimatlar verilemez. Verilirse bağlı şirket yönetim kurulu bu talimatlara uymamalıdır. Bağlı şirketin borçlanma aracı ihraç etme ihtimalinde, bu hüküm sayesinde yatırımcıların teminatı olan şirket malvarlığı korunmaktadır².

Şayet hakim şirketçe verilen talimat TTK.203 ve 204'teki sınırlandırmalara uygunsa, bağlı şirketin yöneticileri, uğranılan kayıplar nedeniyle artık şirkete ve şirketin tek pay sahibi olan hakim şirkete/teşebbüse karşı sorumlu tutulamayacaktır (TTK.205). Görüldüğü üzere bu hüküm, alacaklıların bağlı şirket yöneticilerine karşı dava açma

¹ bkz. **Okutan Nilsson**, Şirketler Topluluğu Hukuku, s.423; 425.

² bkz. **Şener**, Ortaklıklar, s.187; 189. Aynı yönde bkz. **Okutan Nilsson**, Şirketler Topluluğu Hukuku, s.426.

hakkını ortadan kaldırmamaktadır. Borçlanma aracı yatırımcıları bu ihtimalde, ihraççı bağlı şirketteki kayıp yüzünden dolayısıyla zarar gördüklerini ispat ederek, şirket yöneticilerinden bunun tazminini talep edebileceklerdir.

Buraya kadarki açıklamalarımızda, yatırımcıların ihraççı bağlı şirket yöneticilerine karşı dava açma hakkını ele aldık. Fakat yatırımcıların kısmi hakimiyette olduğu üzere, tam hakimiyetin bulunduğu durumlarda da hakim şirket ve yöneticilerine karşı dava açma hakkı vardır. Bunun dayanağını TTK.206 hükmü oluşturur. Buna göre, TTK.203 uyarınca verilen talimatlar dolayısıyla bağlı şirkette bir kayıp meydana gelmiş ve bu kayıp o hesap yılı içinde denkleştirilmemiş veya zamanı ve şekli belirtilerek şirkete denk bir istem hakkı tanınmamışsa, zarara uğrayan bağlı şirket yatırımcıları, hakim şirkete ve onun kayıptan sorumlu yönetim kurulu üyelerine karşı tazminat davası açabilirler (m.206/I). Burada, aslında bağlı şirketten alacaklı olan yatırımcılar, hakim şirket ve yöneticilerine karşı dava açma olanağına sahip kılınmıştır. Dolayısıyla bu dava, tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasının özel bir türü olarak nitelendirilebilir¹.

Tam hakimiyet halinde verilen talimatlar nedeniyle, yatırımcıların hakim şirket ve yöneticilerine karşı tazminat davası açma koşullarını sıralayacak olursak²:

- i) Verilen talimat bağlı şirketin malvarlığında kayba yol açmalıdır,
- ii) Hakim şirket yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğünü ihlal etmesi gerekir,
- iii) Bağlı şirketin kaybı ile hakim şirketin talimatı arasında illiyet bağı bulunmalıdır,
- iv) Bağlı şirketin malvarlığındaki eksilme faaliyet yılı içinde denkleştirilmemeli veya faaliyet yılı sonuna kadar bağlı şirkete eksilmenin giderilmesi için istem hakkı tanınmamalıdır.

Yatırımcıların dava açabilmesi için ihraççı bağlı şirkette oluşan kaybın belli bir niceliğe ulaşması gerekmez. Yani kaybın meydana gelmesi için malvarlığı eksilmesinin

¹ Şener, Ortaklıklar, s.187. Aynı yönde bkz. İyigün, IV, D, <http://www.iyigun.av.tr/?pnunm=48&pt=%C5%9Eirketler+Toplulu%C4%9Funda+T%C3%BCzel+Ki%C5%9Filik+Perdesinin+Kald%C4%B1r%C4%B1lmas%C4%B1>.

² Dava açma koşulları hakkında detaylı bilgi için bkz. Gürel, s.136 vd.

TTK.204'teki düzeye ulaşması şart değildir. Zira sorumluluğu düzenleyen TTK.206 hükmü, doğrudan m.203 çerçevesinde verilen talimatlara atıf yapmaktadır¹.

Yapılan yollama uyarınca bu dava hakkında da TTK.202/I-d ve e bentleri uygulanacaktır. Dolayısıyla hakim şirket yönetim kurulu üyelerinin özen yükümünü ihlal şartına ilişkin olarak, kısmi hakimiyet halinde açılacak davayla ilgili belirttiğimiz hususlar aynen geçerlidir. TTK.202/I-e'ye yapılan atıf sebebiyle uygulanacak TTK.553/III gereği, bağlı şirkette oluşan kayıpla hakim şirketin talimatı arasında illiyet bağı olması gerektiği de yine bir dava şartı olarak karşımıza çıkar².

TTK.206/I uyarınca yatırımcılar tarafından açılacak bu dava sonunda hükmolunacak tazminatın, ihraççı bağlı şirkete mi yoksa doğrudan davacı yatırımcılara mı ödeneceği hususunda, TTK.202/I-c hükmünde olduğu gibi bir açıklık yoktur. Ancak kanaatimizce hükmün ifade tarzı ve amaçsal yorumu, tam hakimiyet halinde açılacak bu davada da tazminatın şirkete verilmesi gerektiğini gösterir. Fakat bu kez de TTK.202/I-c'dekine benzer bir açıklık olmadığından, TTK.206'ya dayanan davanın şirketin iflasından önce açılmaması gibi bir sorunla karşılaşılır³. Kanaatimizce TTK.206 hükmünde de, şirketin iflası koşulu aranmaksızın bu davanın açılabileceği açıkça düzenlenmeliydi. Zira burada kısmi hakimiyetin aksine korunması gereken tek menfaat grubu alacaklılardan oluşmaktadır. Bu nedenle TTK.202/I-c'de alacaklılara sağlanan bu imkanın tam hakimiyet halinde evleviyetle bulunması gerekir. Böylece bağlı şirket alacaklısı olan yatırımcılar da bu imkandan faydalanabilecek ve alacağını daha kolay elde edebilecektir.

Bu davaya ilişkin olarak değinmemiz gereken hususlardan biri de, TTK.206/II hükmünde davalı hakim şirket ve yönetim kurulu üyelerine tanınmış olan sorumluluktan kurtulma şartıdır. Buna göre davalılar, krediden ve benzeri sebeplerden kaynaklanan alacaklarda, davacının denkleştirmenin yapılmadığını veya istem hakkının tanınmadığını bilerek söz konusu alacağı doğuran ilişkiye girdiğini veya işin niteliği gereği bu durumu bilmesi gerektiğini ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilirler. Kısmi hakimiyet halinde sorumluluğa ilişkin TTK.202'de böyle bir sorumluluktan kurtulma

¹ **Gürel**, s.136-137.

² **Gürel**, s.137-138; **Karahan/Giray**, Şirketler, s.153.

³ **Kendigelen**, s.189.

hükümü yoktur. TTK.206/II'nin gerekçesi de bu hususta bir açıklama içermemektedir. Ancak hükümde “kredi ve benzeri sebeplerden kaynaklanan alacaklar” ifadesiyle, sorumluluk davası açabilecek bağlı şirket alacaklıları bakımından bir farklılık yaratılmıştır¹. Burada kastedilen alacaklılar içerisine bağlı şirket borçlanma aracı yatırımcılarının da girdiği kanaatindeyiz. Zira alacaklının bağlı şirket kaybının denkleştirilmediğini bilmesi veya bilebilecek durumda olması için, bağlı şirketle öncelikle iradi bir borç ilişkisine girmesi gerekir. Bu da her zaman bağlı şirketle alacaklılar arasında akdi bir ilişkinin varlığını zorunlu kılar². Nitekim hükümdeki “krediden ve benzeri sebeplerden kaynaklanan alacaklar” ifadesi ile buna dikkat çekilmiştir. Bu bağlamda borçlanma aracı yatırımcıları, ihraççı şirkete ödünç fon temin eden bir kesimi oluşturdıklarından, bir bakıma bağlı şirkete “kredi sağlayan” konumundadırlar. Dolayısıyla yatırımcılar da bu hüküm kapsamındadır.

Bu durumda hakim şirketçe yatırımcının bildiği veya bilmesi gerektiği hususunun nasıl ispatlanacağı çözümlenmesi gereken bir sorundur. Bilinme, müspet vukufun ispatını gerektirir. İşin niteliği gereği bilinme ise, yatırımcı gerekli özeni gösterseydi durumu bilebilecek olmasıdır. TMK.3 gereği kişinin iyiniyeti karine olduğundan, yatırımcının bağlı şirket kaybının hakim şirketçe denkleştirilmediğini bilmemesi asıldır. Bunun için de yatırım yaptığı anda iyiniyetli olması yeterlidir. Borçlanma aracı vadesinin ve borç ilişkisinin devamı süresince denkleştirme yapılmayacağını bilmemesi gerekmez³. Burada yatırımcının bilmesi gerekli durumlar her bir yatırım ilişkisi çerçevesinde ayrı ayrı değerlendirilmelidir. Ayrıca hakim şirket bağlı şirketin ödeme kabiliyetinin korunacağına, bağlı şirketin borcunu kendi borcuymuş gibi telakki edeceğine dair veya benzeri ifadelerle koruma beyanında⁴

¹ **Gürel**, s.139.

² bkz. **Okutan Nilsson**, Şirketler Topluluğu Hukuku, s.433.

³ **Gürel**, s.140-141.

⁴ Şirketler topluluğu ilişkisinin bulunduğu durumlarda koruma beyanı ile, çoğunlukla bağlı şirketin kredibilitesini artırmak için onun alacaklısına yönelik olarak yapılan ve belirli bir durum veya davranışın temin edildiğine ilişkin beyanlar kastedilmektedir (**Yılmaz**, Asuman, Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Şirketler Topluluğuna Güvenen Doğan Sorumluluk, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2010, s.200). Bağlı şirket alacaklısı, koruma beyanına dayanarak edimin doğrudan kendisine ifa edilmesini talep etme hakkına sahip değildir. Ancak bu durum, bağlı şirket, koruma beyanıyla teminat altına alınan sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirdiği sürece geçerlidir. Koruma beyanına konu olan borç ifa edilmediğinde, bağlı şirketin alacaklısı hakim şirkete başvurarak doğrudan ödeme talep edebilecektir. Diğer bir deyişle hakim şirketin koruma beyanıyla üstlendiği borç, bağlı şirket alacaklısına doğrudan ödenecek bir tazminat yükümlülüğüne

bulunmuşsa, hakim şirketin TTK.206/II çerçevesinde yatırımcının kaybın denkleştirilmeyeceğini bildiği veya bilmesi gerektiği iddiası dinlenmemelidir, kanaatindeyiz¹. Zira burada yatırımcı, hakim şirketin yarattığı güvenden ötürü bağlı şirketle bu ilişkiye girmiş ve zararı da bu güvenin boşa çıkması nedeniyle oluşmuştur. Dolayısıyla hakim şirketten bunun tazminini, aşağıda inceleyeceğimiz TTK.209 çerçevesinde isteyebilecektir.

B. GÜVENDEN DOĞAN SORUMLULUĞA DAYANAN DAVA HAKKI

İhraççı şirketin topluluk ilişkisine dahil bağımlı bir şirket olması ve yatırımcıların bu topluluk itibarının kullanılması suretiyle borçlanma aracı ilişkisine yönlendirilmesi; neticede ise yaratılan güvenin boşa çıkması yüzünden zarar görmeleri durumunda, TTK.209'a dayanarak hakim şirketten bunun tazminini talep edebilirler². Bu düzenlemeye göre hakim şirket, topluluk itibarının, topluma veya tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hallerde, bu itibarın kullanılmasının uyandırdığı güvenden sorumludur.

Hakim şirketin güvenden doğan sorumluluğu, esasında, sözleşmenin kurulacağı veya edimin usulüne uygun olarak ifa edileceği hususunda, bizzat sözleşme ilişkisinin tarafıymış gibi kendisine yönelik güven uyandıran ve bu güveni hakkaniyete aykırı şekilde boşa çıkaran üçüncü kişinin güven sorumluluğunu ifade etmektedir³. Dolayısıyla yatırımcıların dava açabilmesi için, ihraççı şirketin dahil olduğu topluluğa duyulan soyut güven yeterli değildir. Sorumluluğun temelini oluşturan güven olgusu, hakim şirketin kendisine yönelik yüksek düzeyde güven uyandırmaya elverişli davranış veya beyanlarıyla yaratılmalıdır. Hakim şirketin bu davranış veya beyanları olmaksızın, yalnızca ihraççı bağlı şirketin topluluk mensubu olmasına duyulan güven, hukuk düzeni tarafından korunmaz. Korunmaya layık güven, hakim şirketin yeterli derecede somut ve

dönüşmektedir. Fakat unutmamak gerekli ki, hakim şirketin beyanının sorumluluk doğurması, beyanın muğlak ifadeler taşımasına bağlıdır. Bu nedenle hakim şirketin ahlaki sorumluluk üstlenmesine yol açacak ve centilmenlik anlaşması niteliğindeki beyanlardan dolayı sorumluluk gerçekleşmez (**Yılmaz**, Güven, s.209; 214).

¹ bkz. **Gürel**, s.141.

² Ancak bu talep, yatırımcıların asıl sorumlu ihraççı bağlı şirketi dava etmelerine engel olmaz. Dolayısıyla TTK.209, sorumlu kişiyi değiştiren bir hüküm değil, sorumlu sayısını artıran bir düzenlemedir (**Battal**, Ahmet, “Şirketler Topluluğunda Güvenden Doğan Sorumluluk”, MÜHAD (Özel Sayı), 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken, C.XVIII, S.2, 2012, s.250).

³ **Yılmaz**, Güven, s.183-184.

yatırımcıda belirli beklentiler uyandırmaya elverişli bir davranışta bulunmasını gerekli kılar¹.

Hakim şirketçe yapılan açıklamalar, bağlı şirket yatırımcısı üzerinde somut anlamda bir güven yarattığında, hakim şirketle bağlı şirketin yatırımcısı arasında sözleşme görüşmeleri ilişkisine benzer özel bir hukuki ilişki oluşur. Bu ilişkiden kaynaklanan, dayanağını dürüstlük kuralının oluşturduğu koruma ve aydınlatma yükümlülüklerinin ihlali ise, hakim şirketin tazminat yükümlülüğü sonucunu doğurur. Bu anlamda söz konusu sorumluluğun, culpa in contrahendo sorumluluğuna ilişkin ilkelerin genelleştirilmesinden ortaya çıktığı söylenebilir².

Yatırımcının TTK.209 uyarınca hakim şirkete güven sorumluluğu kapsamında tazminat davası açabilme koşullarını sıralayacak olursak³:

- i) Hakim şirketin, kendisine yönelik özel ölçüde güven sağlamaya elverişli bir davranışta bulunması ve yatırımcının da yaratılan bu güvene itibar etmesi,
- ii) duyulan güvenin korunmaya değer olması,
- iii) hakim şirketle bağlı şirketin yatırımcısı arasında hukuki işlemsel temastan kaynaklanan özel bir hukuki ilişkinin varlığı,
- iv) güven uyandıran davranışın hakim şirkete isnat edilebilir olması,
- v) yatırımcının bağlı şirketçe ihraç edilen borçlanma aracına yatırım yapmasında, duyduğu güvenin önemli ölçüde etkili olması,
- vi) hakim şirketin yatırımcı nezdinde yarattığı güveni, aralarındaki özel hukuki ilişkiden kaynaklanan koruma yükümlülüklerini kusurlu olarak ihlal ederek boşa çıkarması,
- vii) yatırımcının zarara uğramış olması,
- viii) koruma yükümlülüklerinin ihlali ile oluşan zarar arasında nedensellik bağının bulunması gerekir.

Haklı ve somut beklentisinin boşa çıkması durumunda davacı yatırımcı, hakim şirketten uğradığı zararın giderilmesini talep edebilecektir. Burada yatırımcı, güvene

¹ **Yılmaz**, Güven, s.184.

² **Yılmaz**, Güven, s.185.

³ Dava açma koşulları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Yılmaz**, Güven, s.249 vd.; **Şener**, Ortaklıklar, s.191 vd.

aykırı davranış olmasaydı malvarlığının içinde bulunacağı durumla, güvene aykırı davranış nedeniyle içinde bulunduğu durum arasındaki farkı isteyecektir. Zararı ispat yükü yatırımcı üzerindedir¹.

V. İHRAÇÇI KURULUŞUN FESHİNİ TALEP VE DAVA HAKKI

Borçlanma aracı yatırımcılarının ihraççı kuruluşun alacaklısı sıfatıyla sahip olduğu yasal haklardan biri de, organ eksikliği, yokluğu veya boşluğu olarak nitelendirebileceğimiz durumun varlığı halinde, ihraççıya karşı fesih davası açabilmektir.

Öncelikle borçlanma aracı ihraççısı kuruluşların da TTK açısından tereddütsüz kabul etmemiz gereken zorunlu organları, genel kurul ve yönetim kuruludur. Denetçilerin zorunlu organ olup olmadığı ise tartışmalıdır. Zira TTK.530 hükmü gerekçesinde, “kanunen gerekli olan organlar” teriminin ne anlama geldiğinin öğreti ve mahkeme kararlarına bırakıldığı ve hükmün anlamının denetçinin organ olup olmadığı sorusunun cevabıyla açıklık kazanacağı belirtilmiştir². Kanaatimizce, yokluğu fesih sebebi teşkil eden zorunlu organlar, genel kurul ve yönetim kuruludur. Biz de doktrindeki çoğunluk gibi, denetçilerin artık anonim şirket organı olmadığı kanaatindeyiz³.

İhraççı kuruluş açısından, söz konusu zorunlu organlardan birinin –şeklen–mevcut olmaması ya da mevcut olmasına rağmen faaliyet gösterememesi,

¹ Şener, Ortaklıklar, s.194.

² bkz. Gerekçe, TTK.530. eTK da TTK gibi anonim ortaklıkların zorunlu organlarını açıkça belirtmiş değildi. Ancak eTK.435/I hükmünde bahsedilen zorunlu organların genel kurul, yönetim kurulu ve denetçiler olduğu doktrinde tartışmasız kabul edilmekteydi (Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, s.730, N.1556; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s.479; Ansay, s.163; Tekil, Fahiman, Şirketler Hukuku, C.II, Anonim Şirketler Hukuku, 2. B., İstanbul, 1978, s.729.

³ Pulaşlı, Şerh, C.II, s.1785; Soykan, İsmail Cem, Anonim Ortaklıklarda Organ Yokluğu, 1. B., İstanbul, (Ocak) 2012, s.314 vd.; Köksal, Aytaç, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın 397 İlâ 406 Maddeleri Arasında Düzenlenen Denetçinin Anonim Ortaklığın Bir Organı Olup Olmadığı Sorunu”, Fırat Öztan’a Armağan, C.I, Ankara, (Şubat) 2010, s.1406. Karşı görüşte bkz. Alışkan, Murat, Türk Ticaret Kanunu’na Göre Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın Anonim Şirketleri Denetlemesi ve İlgili Fesih Davaları, 1. B., İstanbul, (Şubat) 2007, s.235-236. Ancak kanaatimizce, gerek denetçilerin organ niteliğinin tartışmalı olduğunu belirten TTK.530/I, 399/I ve 437/II hüküm gerekçeleri ve gerekse TTK.530 hükmünde “kanunen gerekli olan organlar” şeklinde çoğul bir ibare kullanımının ardından, genel kurulun toplanamamasının ayrıca zikredilmesi, burada bahsedilen “organlar” sözcüğünün yönetim kurulu yanında denetçileri de ifade ettiği anlamının çıkarılmasına neden olacağından, bu hususun doktrin ve mahkeme kararlarına bırakılmasının hatalı olduğu ve yasa koyucunun bu durumu bir an önce netliğe kavuşturması gerektiği inancındayız.

organ yokluğu¹ veya boşluğu sorununu teşkil edecektir. Böyle bir sorunun tezahürü ise, ihraççı kuruluş alacaklıları bakımından söz konusu kuruluşu karşı fesih davası açma hakkını gündeme getirecektir. Bu alacaklılar grubu içerisinde, borçlanma aracı yatırımcıları da bulunur. Buna göre yatırımcılar, uzun süreden beri ihraççının yasal zorunlu organlarından biri mevcut değilse veya genel kurul toplanamıyorsa, ihraççı kuruluşun merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden bu kuruluşun feshini talep ve dava edebilirler (TTK.530/I).

Bu hüküm gereği borçlanma aracı yatırımcılarının alacaklı sıfatıyla açacakları fesih davası, TTK'nın benimsediği sistem uyarınca, genel kurulun toplanamaması veya yönetim kurulu üyeliklerine atama yapılamaması yahut yapılmayarak organın oluşmasına engel olunması² gibi, genel kurul³ ve yönetim kurulu⁴ organlarına ilişkin boşluk oluşması durumlarında söz konusu olacaktır.

¹ Organ yokluğu kavramı hakkında geniş bilgi için bkz. **Soykan**, s.63 vd.

² Yönetim kurulu üyeliklerine atama yapılmayarak organın oluşumuna engel olunması, genel kurulda yönetim kurulu üyesi seçimine ilişkin toplantı sırasında oyların kilitlenmesi ve çoğunluğun sağlanamaması biçiminde karşımıza çıkar (**Pulaşlı**, Şerh, C.II, s.1786).

³ Genel kurula ilişkin organ yokluğu veya boşluğu durumu, genel kurulun toplanamamasını ifade eder. Bu husus genel kurulun işlevsizliği ve kilitlenmesi şeklinde de adlandırılabilir. Ancak toplanamama durumu yanında, genel kurulun sürekli olarak ret kararı vermesi veya oy kitlemesine muhatap olması halleri de aynı şekilde genel kurula ilişkin bir organ boşluğuna ve dolayısıyla feshe sebep olacaktır (**Soykan**, s.226-227).

⁴ Yönetim kuruluna ilişkin organ yokluğu veya boşluğu durumu, üyelik boşalmaları nedeniyle organın üye sayısının kanun, esas sözleşme veya genel kurulun seçim kararında belirlenen sayının altına düşmesi; organın kanun, esas sözleşme veya genel kurul kararında belirlenen görev süresinin dolması ve organın seçimine ilişkin genel kurul kararının mahkemece iptali ya da yokluğu veya butlanının tespiti hallerinde söz konusu olacaktır (**Soykan**, s.84).

SONUÇ

Türkiye’de 1980’li yılların başından itibaren, gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi liberal politikalar uygulamaya konulmuştur. Daha önce mevcut olmayan birincil ve ikincil piyasalar kurulmuştur. Kamu açıklarını karşılamak amacıyla 1986 yılında Hazine tarafından bono ve tahvil satışına başlanmıştır. Ayrıca 1986 yılında bankalararası para piyasası (*interbank*) kurulmuş, aynı yıl İMKB faaliyete başlamış; 1989 yılında da Türk lirası konvertibil yapılmış ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır. Liberal politikaların uygulanması ve mali piyasalar arasındaki sınırların azalması ise, faiz ve enflasyon oranları üzerindeki dalgalanmaları artırmıştır. Sabit kurdan serbest kur sistemine geçilmesini müteakip enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı neticesinde oluşan risklerden korunmak için, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de klasik finansman ve yatırım yönelimleri yerine, farklı tipte yöntemlere ve araçlara olan talep artmıştır. İşte tez konumuzu oluşturan özel sektör borçlanma araçları, bu şekilde sermaye piyasamıza dahil olmuş ve zaman içinde de piyasada tedavül gören araç çeşitliliği artmıştır.

Borçlanma araçları, sermaye piyasası taraflarından biri ve en önemlisi olarak tasarruf sahiplerine, birikimlerini güvenli piyasalarda ve o ana dek kendilerine sunulan klasik yatırım alternatiflerinin ötesine taşan yeni finansal enstrümanlarda değerlendirme olanağı vermekte; aynı şekilde kaynak arayışında olanlar için de ana kadar yararlanabildikleri yollardan daha avantajlı olabilecek yeni alternatifler anlamına gelmektedir. SerPK’da borçlanma aracı kavramına ilişkin bir tanım bulunmamakla birlikte, borçlanma araçlarının menkul kıymet sayıldıkları (m.3/o-2) ve menkul kıymetlerin de sermaye piyasası aracı kavramı içerisine dahil oldukları düzenlenmiştir (m.3/ş). SerPK’nın verdiği yetkiye dayanılarak Kurul’ca çıkarılan Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1) de “borçlanma aracı” kavramına ilişkin bir tanım içermemektedir. Tebliğ’de sadece nelerin borçlanma aracı sayılacağı sınırlı olmayan bir şekilde sayılmıştır. Kanaatimizce, borçlanma aracı kavramını; ihraççılar tarafından sermaye piyasasından borçlanma amacıyla ve bu piyasada işlem görmek üzere ihraç edilen, halka arz edilerek veya edilmeksizin satılan; ihraca, satışa ilişkin şartları, usul ve esasları Kurul’ca tespit edilen, ayrıca gelişen piyasa koşullarının doğurduğu ihtiyaçlar

nedeniyle Kurul’ca bu kapsama dahil edilebilecek türdeki sermaye piyasası araçlarının ortak adı, olarak tanımlamak mümkündür.

Borçlanma araçları SerPK.3/o hükmünde menkul kıymet türleri arasında sayılmış, SerPK.3/ş hükmünde de menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olduğu ifade edilmiştir. SerPK.13/1 hükmünde ise, sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracının esas olduğu düzenlenmiştir. Bu hükümlerden hareketle borçlanma araçlarının hukuki niteliğini, “kaydi sermaye piyasası aracı” olarak belirlememiz gerekir. Ayrıca genel hükümlerin uygulanması ve işlem güvenliğini sağlamak adına, borçlanma araçları taşınır eşya olarak nitelendirilmeli; eşya için aranılan maddi varlığa sahip olma unsuru da esnek yorumlanıp, elektronik kayıtların bu unsur için yeterli olduğu kabul edilmelidir.

Kaydi sermaye piyasası aracı olarak borçlanma araçları; hem Borçlanma araçları Tebliği’nde düzenlenen tahvilleri, PDT ve DET’leri, bonoları ve kıymetli maden bonolarını, hem de Kurul’un ayrıca düzenlediği VİDMK’leri, teminatlı menkul kıymetleri, gayrimenkul ve kira sertifikalarını kapsamaktadır. Değişik türde ihraç edilseler de, borçlanma araçları SerPK.3/o hükmünde menkul kıymetin türleri arasında zikredilmiştir. Dolayısıyla her birinde menkul kıymet kavramına ilişkin unsur ya da özellikler bulunmaktadır. Bu bağlamda borçlanma araçları, genellikle sahibi lehine alacaklılık hakkı sağlayan ve fakat DET ve PDT’lerde olduğu gibi değiştirme/dönüştürme hakkının kullanımı söz konusu olduğunda ortaklık hakkı içerebilen, belirli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, bazı türlerde periyodik aralıklarla bazılarında ise tamamı bir defada ödenecek şekilde gelir getiren, bütünlük gösteren bir ihraçta her biri aynı hakları sağlayıp borçları yüklediği için birbirinin yerine ikame olabilen, yani misli niteliğe sahip bulunan, çok sayıda ve seri halinde çıkarılan, aynı ibareleri taşıyan ve şartları Kurul tarafından belirlenen finansal araçlardır. Ancak unutmamamız gereken husus, menkul kıymet kavramının zamana, mekana ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak değişkenlik gösterebileceği ve bu nedenle belirttiğimiz bu özelliklerin borçlanma aracı türlerinin hepsinde birebir karşılığının bulunmayabileceğidir. Bu nedenle yatırım aracı olma, ortaklık ya da alacaklılık sağlama ve gelir getirme gibi temel bazı özelliklerin bulunması kanaatimizce yeterli olacaktır.

Borçlanma aracı yatırımcıları sermaye piyasasının diğer aktörlerine göre, özellikle bilgisel açıdan daha zayıf durumdadır. Ayrıca sermaye piyasasında aracı kurumların varlığından kaynaklanan birtakım olumsuzluklar da sorunlara neden olabilmektedir. Bu nedenle yatırımcıların korunması gerekmektedir. Yatırımcıların korunmasını gerektiren risk faktörleri; piyasadaki fiyat hareketleri nedeniyle araçların değerinde oluşabilecek kayıplar şeklinde (piyasa riski), yatırımcıların araçları istedikleri anda nakde dönüştürememeleri (likidite riski) yahut da ihraççının yükümlülüklerini yerine getirememesi (ihraççı riski) şeklinde ortaya çıkabilir. Mevzuatımızda düzenlenen yatırımcıları koruyan düzenlemeler, daha çok ihraççı ve aracılık faaliyetini gerçekleştiren yatırım kuruluşlarının zarar verici eylem ve davranışlarına ilişkindir. Bu bağlamda tüm diğer anonim şirket alacaklıları gibi borçlanma aracı yatırımcılarının alacağının güvencesi olan şirket malvarlığının, önce gerektiği gibi teşekkül etmesine ve ardından da korunmasına ilişkin düzenlemeler öngörülmüştür. Bunun yanında, uzmanlaşma ve profesyonelleşmeyi esas alan bir yönetim sistemi olan kurumsal yönetime ilişkin ilkelerin benimsenmesi de yatırımcıların zarar görme riskini en aza indirmede etkili olacaktır.

Borçlanma araçlarının değerini ve yatırım kararının verilmesini etkileyecek önemli hususlarda eksik ya da yanıltıcı bilgi verilmemesini ve aksi halde yatırımcılara karşı sorumluluğu öngören kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne ilişkin düzenlemeler, ihraççı kuruluşun finansal tabloları ile faaliyet sonuçlarının bağımsız denetime tabi tutulmasına, yatırım kuruluşları için öngörülen teminat yükümlülüğü ile yatırımcıların bu kuruluşlar nezdindeki nakitleri ve araçlarına, yatırım kuruluşlarının borçları nedeniyle başvurulamamasına ilişkin düzenlemeler de yatırımcıların korunmasında son derece önemlidir. Ayrıca şartlı sermaye sisteminde değiştirme/alım hakkı sahibi yatırımcıları koruyan değiştirme/alım fiyatının indirilmesi ve diğer koruma yöntemlerine ilişkin hükümler ile sermaye piyasası mevzuatımızda öngörülen örtülü kazanç aktarımı yasağı, yatırımcıları koruyan düzenlemeler kapsamında yer alır. Bunun yanı sıra, yatırımcıların TTK.549 vd. hükümleri uyarınca kurucular, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, tasfiye memurları ve denetçilere karşı açabilecekleri tazminat davası, esas sermaye azaltımı halinde TTK.474-475 hükümleri çerçevesinde gündeme gelecek alacağın ödenmesi, teminat ve iptal talepleri; ihraççının birleşme, bölünme ve

tür değiştirme gibi yeniden yapılanma işlemleri neticesinde yatırımcıların alacaklı veya özel hak sahibi sıfatıyla teminat veya eş değerde hak sağlanması ile işkin talepleri; bölünme halinde ikinci derecede sorumlu şirketi takip ve dava edebilme ile söz konusu yeniden yapılanma işlemleri nedeniyle uğradıkları zararın karşılanması için sorumluluk davası açabilmeleri ve nihayet organ yokluğu ya da boşluğu nedeniyle ihraççı kuruluşun feshini dava edebilmeleri (TTK.530) de, yatırımcıların korunmasında söz konusu diğer hukuki koruma yollarını oluşturmaktadır.

Sermaye piyasasının temel amacı ekonomik kalkınmanın etkin bir şekilde sağlanmasıdır. Bu amacın gerçekteşmesi piyasanın gelişimine, bu gelişim ise piyasanın finansal genişlik ve derinliğe ulaştırılmasına bağlıdır. Finansal derinleşmenin göstergelerinden biri de, sermaye piyasası aracı ya da geniş anlamda finansal araç çeşitliliğinin artmasıdır. Özel sektörün sermaye piyasalarının borçlanma tarafındaki ağırlılığının artırılması, kaynakların etkin dağılımında ve ekonomik dengelerin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Gelişmiş ekonomilerde özel sektörün sermaye piyasası araçları ile borçlanmasının, en az özsermaye finansmanı kadar, hatta bazı ülkelerde daha da yaygın olarak kullanıldığı görölmektedir. Bunun sonucunda reel sektörün fon maliyeti ve fonlama riskleri önemli ölçüde azalmakta, buna paralel olarak verimlilik, yatırımlar ve ekonomik büyüme artmaktadır.

Dolayısıyla borçlanma araçları, sermaye piyasasında tedavöl eden finansal araçların önemli bir bölümünü oluşturduğundan, ülkemiz sermaye piyasası ve bu piyasanın gelişmesiyle doğru orantılı olarak ekonomik kalkınmamız bakımından hayati önem taşımaktadır. Özellikle kamu borçlanma araçlarına sağlanan vergi avantajı nedeniyle ülkemiz sermaye piyasasında çok yaygın bir ihraç kapasitesi olamayan özel sektör borçlanma araçları, vergisel eşitlik sağlanması ve faiz oranlarının düşmesi sonucunda 2009 yılından itibaren yeniden görölmeye başlanmış; BDDK'nın 2010 yılı Eylül ayından itibaren Türk bankalarının yurt içinde tahvil ve bono ihraç etmelerine izin vermesiyle de borçlanma aracı ihracı önemli oranda artmıştır. Ayrıca onaylanan izahnamenin on iki ay boyunca gerçekteştirilecek ihraçlar için geçerli kılınması, Kurul'un borçlanma araçlarının ihracına işkin esasları tek bir tebliğde düzenlemesi, izahname ve diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden dolayı etkin bir koruma

mekanizması sağlanması gibi olumlu gelişmelerin, borçlanma aracı piyasasının canlanması bakımından önümüzdeki dönemde etkili olacağı kanaatindeyiz.

Ancak tasarruf sahiplerinin fonlarını borçlanma araçlarına yönlendirmeleri bakımından yapılması gerekenler bunlarla sınırlı kalmamalıdır. Zira tasarruf sahiplerinin mevduata, devlet tahviline ya da bireysel emeklilik gibi yatırım alternatiflerine yönelim oranı halen çok yüksektir. Bunun aşılması için, borçlanma araçları hakkında yatırımcıların daha çok bilgilendirilmesine yönelik ilan ve tanıtımlar yapılması, bu yapılırken araçların diğer yatırım alternatifleri karşısında üstünlüklerinin karşılaştırmalı olarak yatırımcılara aktarılması gerekir. Zira bilinçli yatırım yapma düzeyi arttıkça, örneğin bir yatırımcının mevduat yerine banka bonosuna yatırım yaptığında sağlayacağı vergi avantajını öngörebilmesi mümkün hale gelecek ve bu da borçlanma araçlarına olan talebi artıracaktır. Talebi artıracak bir diğer uygulama, yatırımcıların borçlanma araçlarına olan güveninin sağlanması bakımından, araç performanslarının derecelendirme kuruluşlarınca ölçülüp duyurulmasıdır.

Aynı şekilde ihraççıların da talebi artırmak için çaba sarfetmesi gerekmektedir. Örneğin ihraççı sabit faiz yerine değişir faiz oranlı araçlar ihraç ederek yatırımcıları borçlanma araçlarına yönlendirmelidir. Zira Borçlanma Araçları Tebliği buna imkan vermektedir (m.14/II). Bunun yanı sıra piyango, ikramiye, ödül, tasfiye sürecinde öncelik ya da büyük montanlı alım yapan yatırımcı gruplarına farklı faiz uygulamaları getirilmesi gibi, yatırımcılar için söz konusu araçların cazibesini artıracak ek getiri ve olanaklar sunulmasının da faydalı olacağı kanaatindeyiz.

Yatırımcıların dini sebeplerle tercih ettikleri bir yatırım aracı olarak kira sertifikalarına ilişkin Kurul'un yeni tebliği, bu araçların özellikle son dönemde daha fazla rağbet görmesini sağlamıştır. Bu bağlamda Kurul, sertifikalara ilişkin ilk düzenlemelerinde sadece kira sözleşmesine dayalı olan türe yer vermişken, uluslararası sukuk uygulamalarına paralel olarak diğer türleri de düzenlemiştir. Bu son derece yerinde bir adım olmuştur. Zira araçların değişik kombinasyonlarda ihracı ve tür çeşitliliği borçlanma aracı piyasasının gelişimi için çok önemlidir. Ancak kira sertifikalarında da, İslami tahvil veya bono olarak nitelendirdiğimiz sukukta olduğu gibi, İslami prensiplere uygunluğun bir İslami danışma kurulu tarafından onaylanması

sağlanmalıdır. Zira geleneksel yatırımcılar yatırım yapacakları araçtan elde edilen finansmanın niçin kullanılacağıyla hiç ilgilenmezken, sertifika yatırımcıları yatırımlarının niçin kullanılacağını dini nedenlerle bilmek isterler¹.

Yatırımcıların korunması noktasında ise, izahname/ihraç belgesi onayı olmadan yapılan bir borçlanma aracı yatırımı işleminde, yatırımcıya sözleşmeyi iptal etme hakkı tanıyan bir hükmün SerPK'ya eklenmesi çözüm olarak düşünülebilir. Zira izahname veya ihraç belgesi onayı olmadan yapılan ihraç ve satışlar için SerPK.109/I'de öngörülen hapis ve para cezası yaptırımları etkin koruma için yeterli değildir. Burada SerPK'nın yatırımcıyı koruma amacından hareketle, izahname onayı zorunluluğuna ilişkin SerPK.4/I hükmünün nisbi emredici nitelikte kabul edilerek, yatırımcı tarafından sözleşmenin geçersizliğinin ileri sürülüp, ihraççı tarafından ise öne sürülememesi şeklinde bir yorum tarzı da benimsenebilir.

Bir diğer koruma yolu olarak, eTK döneminde her ne kadar ihraççı kuruluş lehine kararlar alma yetkileriyle donatılsa da, "tahvil sahipleri genel kurulu" şeklinde ifade edilen kurulun (m.430), tahvil ve benzeri borçlanma aracı yatırımcıları için yeniden dizayn edilerek, şirket ve yatırımcı menfaatlerini dengeli biçimde koruyan bir yapıya kavuşturulması sağlanabilir. Zira nakit karşılığı çıkarılan ve bu anlamda borçlanma araçlarıyla benzerlik arzeden katılma intifa senetleri için böyle bir kurul, SPK'ca öngörülmüştür (VII-128.1/Teb.39).

¹ **Yakar/Kandır/Önal**, s.74.

KAYNAKÇA

- ADIGÜZEL, Burak. İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, 1. B., İstanbul, (Mart) 2008.
- AĞAOĞLU, Cahit. “Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkleştirmeler”, MÜHFHAD, Özel Sayı, 6102 sa. Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken, C.XVIII, S.2, 2012, S.221-230.
- AKAY, Hüseyin. Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Araç: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Muhasebeleştirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1994.
- AKBAY, Ahmet. Türk Bankacılık Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1994.
- AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz. Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 2004.
- AKDEMİR, Adem. Likidite Riski ([www.koprugrubu.org//Dr Adem Akdemir Likidite Riski . doc](http://www.koprugrubu.org//Dr_Adem_Akdemir_Likidite_Riski_.doc), Erişim: 28.04.2015).
- AKGÜÇ, Öztin. Banka Yönetimi ve Performans Analizi, 1. B., İstanbul, 2007.
- AKIN, M. Yusuf. Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler, 1. B., İstanbul, (Mart) 2014.
- AKINTÜRK, Turgut/ KARAMAN, Derya Ateş. Borçlar Hukuku, 19. B., İstanbul, (Eylül) 2012.
- AKİPEK, Jale G. Türk Eşya Hukuku, C.II, 2. B., Ankara, 1973.
- AKPINAR, Bircan. “Özel Sektör Borçlanma Araçları”, Geniş Açı, (Nisan) 2013, s.6-27 ([http://www.isyatirim.com.tr/AssetDocs/ Genis_Aci_Nisan_2013 - Ozel sektor borclanma araclari.pdf](http://www.isyatirim.com.tr/AssetDocs/ Genis_Aci_Nisan_2013_-_Ozel_sektor_borclanma_araclari.pdf), Erişim: 13.06.2015).
- AKSOY, Ahmet/ TANRIÖVEN, Cihan. Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi, 3. B., Ankara, (Mayıs) 2007.
- AKSOY, Tamer. Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık (Sistematik ve Analitik Bir Yaklaşım), 1. B., Ankara, (Ocak) 1998.
- AKTAŞ, M. Murat. Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Ankara, 2006.
- ALIŞKAN, Murat. Türk Ticaret Kanunu’na Göre Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın Anonim Şirketleri Denetlemesi ve İlgili Fesih Davaları, 1. B., İstanbul, (Şubat) 2007.

- AL KILIÇ, Şengül. Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi, 1. B., İstanbul, (Haziran) 2009.
- ALTAN, Mikail. Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2001.
- ALTAŞ, Soner. “Eski ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Mali Durumu Bozulan Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Görevleri ve Sorumlulukları”, Mali Çözüm Dergisi, (Temmuz-Ağustos) 2011, s.163-179 (http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/106_malicozum/soneraltas.pdf, Erişim: 02.06.2015).
- ALTAY, Sümer. Türk İflas Hukuku, 1. B., İstanbul, (Ocak) 2004.
- ALTINTAŞ, M. Ayhan, Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği, 1. B., Ankara, (Mart) 2006.
- ANSAY, Tuğrul. Anonim Şirketler Hukuku, 6. B., Ankara, 1982.
- ANTALYA, Gökhan. Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.I, 2. B., İstanbul, (Nisan), 2013.
- AR, Metin. “Sermaye Piyasalarının Reel Sektöre Kaynak Yaratmadaki Önemi”, II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliği’ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler (14-15 Eylül 2004), İstanbul, 2004, s.112-116.
- ARAS, Güler/ MÜSLÜMOV, Alövsat. “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, İktisat-İşletme-Finans Dergisi, S.222, 2004, s.55-65, (http://www.muslumov.com/wp-content/uploads/2012/07/FIN_REGULATION-İşletme-Finans-2004-pdf, Erişim: 05.06.2015).
- ARI, Zekeriyya. Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Aracılık Faaliyetleri ve Bundan Doğan Hukuki Sorumluluğu, Yüksek Lisans Tezi, Sivas, (Eylül) 1996.
- ARKAN, Sabih. Ticari İşletme Hukuku, 18. B., Ankara, 2013 (Ticari İşletme).
- ARKAN, Sabih. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara, 1976.
- ARSLAN, Çetin/ KIRMIZI, Mustafa. Türk Hukukunda Faiz ve Munzam Zarar, 1. B., Ankara, (Kasım) 2004.
- ARSLANLI, Halil. Anonim Şirketler Umumi Hükümler, C.I, 3. B., İstanbul, 1960 (Umumi Hükümler).
- ARSLANLI, Halil. Anonim Şirketlerin Organizasyonu ve Tahviller, C. II-III, İstanbul, 1960 (Tahviller).

- ARSLANLI, Halil. Anonim Şirketler, Anonim Şirketin Hesapları-Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi, C. IV-V, İstanbul, 1961.
- ARSLANLI, Halil/ DOMANİÇ, Hayri. Limited Şirketler Hukuku ve Uygulaması, C.III, İstanbul, 1989.
- ASLAN, Hakan. Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012.
- ATEŞAĞAOĞLU, Erdem. Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı, 1. B., İstanbul, (Ocak) 2012.
- AYAN, Mehmet. Eşya Hukuku III Sınırlı Ayni Haklar, 5. B., Konya, (Eylül) 2013 (Sınırlı Ayni Haklar).
- AYAN, Mehmet. Eşya Hukuku II Mülkiyet, 5. B., Konya, (Eylül) 2013 (Mülkiyet).
- AYBAY, Aydın/ HATEMİ, Hüseyin. Eşya Hukuku, 3. B., İstanbul, 2012.
- AYDOĞDU, Murat. “6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununda Faiz İle İlgili Düzenlemeler”, DEÜHFD, C.XII, S.1, 2010, s.85-136.
- AYDOĞDU, Murat/ AYAN, Serkan. Türk Borçlar ve Türk Ticaret Hukuku’nda Yer Alan Faiz İle İlgili Düzenlemelerin Değerlendirilmesi, 2. B., Ankara, (Mart) 2014.
- AYDOĞDU, Murat/ KAHVECİ, Nalan. Türk Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri (Sözleşmeler Hukuku), 2. B., Ankara, (Ekim) 2014.
- AYOĞLU, Tolga. Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul, (Ekim) 2008 (Halka Arz).
- AYOĞLU, Tolga. “İzahnameden Doğan Sorumluluk”, İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri, İstanbul, 2009 (İzahname).
- AYTAÇ, Zühtü. Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara, 1988 (Sermaye Piyasası).
- AYTAÇ, Zühtü. “Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar”, Batider, C.XIV, S.3, (Haziran) 1988, s.37-62 (Banka Bonoları).
- AYTAÇ, Zühtü. “Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?”, Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları, Ankara, (Ocak) 2001, s.3-16 (Yatırımcının Korunması).
- AYTAÇ, Zühtü. “Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukuku’ndaki Görünümü”, Batider, C.VIII, S.4, 1976.

- BABUŞCU, Şenol. Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi, Ankara, (Eylül) 2005.
- BABUŞCU, Şenol. Oradan Buradan Azıcık Bankacılık, 1. B., Ankara, (Ekim) 2009 (Bankacılık).
- BABUŞCU, Şenol/ HAZAR, Adalet. Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, Ankara, (Ağustos) 2007.
- BAHTİYAR, Mehmet. Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, 1. B., İstanbul, 1996 (Kayıtlı Sermaye).
- BAHTİYAR, Mehmet. Ortaklıklar Hukuku, 8. B., İstanbul, (Şubat) 2014 (Ortaklıklar).
- BAHTİYAR, Mehmet. Anonim Ortaklık Anasözleşmesi, 1. B., İstanbul, (Temmuz) 2001 (AnaSözleşme).
- BAKLACIOĞLU, Sadık. “ Türkiye’de Sermaye Piyasası-Yapısı ve Araçları- IX- Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar”, Maliye Postası Dergisi, Y. 11, S. 241, (15 Eylül) 1990, s. 56-59.
- BARLAS, Nami. Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri, İstanbul, 2012.
- BARLAS, Nami. Para Borçlarının İfasında Borçlunun Temerrüdü ve Bu Temerrüt Açısından Düzenlenen Genel Sonuçlar, İstanbul, 1992 (Temerrüt).
- BATTAL, Ahmet. “Şirketler Topluluğunda Güvenden Doğan Sorumluluk”, MÜHAD (Özel Sayı), 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken, C.XVIII, S.2, 2012, s.245-253.
- BATTAL, Ahmet. Bankalarla Karşılaştırmalı Olarak Hukuki Yönden Özel Finans Kurumları, 1. B., Ankara, 1999.
- BİÇER, Levent. Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye, İstanbul, 2010.
- BİLGE, Mehmet Emin. Ticari Sırların Korunması, 2. B., Ankara, 2005 (Ticari Sır).
- BİLGE, Necip. Borçlar Hukuku Özel Borç Münasebetleri, Ankara, 1971.
- BİLGİLİ, Fatih. Anonim Ortaklıkların Organlarının Davranışlarından Dolayı Üçüncü Kişiler Karşısındaki Sorumluluğu, Ankara, (Ocak) 2004.
- BİLGİLİ, Fatih/ DEMİRKAPI, Ertan. Şirketler Hukuku, 9. B., Bursa, 2013.
- BİRSEL, Mahmut T. Yargıtay Kararlarının Işığı Altında Şirket Kârı Konusunda Anonim Şirket İle Pay Sahibi Arasındaki Menfaat Çatışması, Ankara, 1971.
- BOZGEYİK, Hayri. “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, Batider, C.XX, S.3, (Haziran) 2000, s.117-156.

- BOZKURT, Murat. Hukuki Yönüyle Hisse Senetlerinin Halka Arzı ve Sonuçları, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998.
- BOZTOSUN, N. Ayşe Odman. Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği, 1. B., Ankara, (Mayıs) 2013.
- BUZ, Vedat. Borçlunun Temerrüdünde Sözleşmeden Dönme, Ankara, 1998.
- BÜYÜKAKIN, Figen/ ÖNYILMAZ, Onur. “Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları”, s.1-16 (<http://dspace.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/745/>, Erişim: 03.06.2015).
- CANSEL, Erol. “Rehinli Tahvilat”, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Bildiriler-Tartışmalar, Ankara, 1964, s.291-313.
- CİMİT, İclal. Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme, Doktora Tezi, İstanbul, 2000.
- ÇAĞLAR, Hayrettin. Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması, Ankara, 2010.
- ÇALIKA, Mehmet Gün. “Kâra ve Zarara Ortaklık Belgesinin Değerlendirilmesi”, Pratik Bilgi Konferansı (11 Mart 1982), Meban Sermaye Piyasası Araştırma Merkezi, İstanbul, 1982, s.41-45.
- ÇAMOĞLU, Ersin. Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 3. B., İstanbul, 2010.
- ÇATALCA, Hasan/ AKTAN, Bora/ SOYDAN, Halit. Ticari Bankalarda Piyasa Riski Yönetimi, 1. B., Ankara, (Temmuz) 2008.
- ÇEBİ, Hakan. Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Ortaklıkların Bölünmesi, 1. B., İstanbul, (Haziran) 2010.
- ÇEKER, Mustafa. “Finansman Bonolarının Hukuki Niteliği”, UÜİİBFD, C.XI, S.1-2, (Mart-Kasım) 1990, s.69-80.
- ÇEKER, Mustafa. Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara, 2007.
- ÇELİKTAŞ, İlyas. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, Doktora Tezi, İstanbul, 2006.
- ÇETİN, Nusret/ TÖREMİŞ, Hatice Ebru/CANTİMUR, Zeynep. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistematiik Analizi, Ankara, 2014.
- ÇEVİK, Orhan Nuri. Anonim Şirketler, 4. B., Ankara, (Mart) 2002.
- ÇINAR, Ömer. “Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikaları”, Haluk Konuralp Anısına Armağan, Ankara, 2009, s.303-325.

- ÇOŞTAN, Hülya. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmede Özel Hak Sahiplerinin Korunması”, Batider, C.XXIV, S.3, (Haziran) 2008, s.403-431 (Özel Hak Sahipleri).
- ÇOŞTAN, Hülya. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Hükümlerine Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması, Ankara, 2009 (Alacaklının Korunması).
- DALAMANLI, Lütfü/ BAĞCIOĞLU, Kemal/ YILMAZ, Hüseyin Cahit/ AYDIN, M. Hilmi, Bankalar Hukuku ve İlgili Yargıtay İçtihatları, Ankara, 1969.
- DEMİRBİLEK, Müslüm. II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliği’ne Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler (14-15 Eylül 2004), TSPAKB Yayınları, İstanbul, 2004.
- DEMİRKAN, Uçar. Sermaye Piyasaları ve Türkiye’deki Uygulamaları, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayın No: 1981/229, Ankara, 1981.
- DESTANOĞLU, Burçak Yıldız. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara, 2004.
- DİNÇ, İlhan. Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2006.
- DOĞAN, Önder. İslami Sermaye Piyasası Araçları Dünyadaki Büyüklüğü Türkiye’de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2011.
- DOĞANAY, İsmail. Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C.II, 4. B., İstanbul, (Haziran) 2004.
- DOĞRU, Halil. Menkul Kıymetleştirme & Mortgage, İstanbul, 2007.
- DOMANIÇ, Hayri. “Tahvil Senetleri”, Batider, C. VII, S. 2, (Aralık) 1973, s. 311-356 (Tahvil Senetleri).
- DOMANIÇ, Hayri. Kıymetli Evrak Hukuku ve Uygulaması- TTK Şerhi IV, İstanbul, 1990 (Kıymetli Evrak).
- DOMANIÇ, Hayri. Anonim Şirketler, İstanbul, 1978 (Anonim Şirketler).
- DÖNMEZ, R. Murat. Anonim ve Limited Şirketlerde Hisse Haczi ve Paraya Çevrilmesi, 2. B., İstanbul, (Ekim) 2006.
- ENGİNCAN, Yakup. “Hisse Senetlerinin Kaydileştirilmesi, Dünya ve Türkiye Uygulaması”, Geleneksel Finans Sempozyumu Bildirileri, M.Ü. Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & M.Ü. Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, İstanbul, 2004, s.170-177.

- ERDEM, H. Ercüment. “Pay Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, <http://web.deu.edu.tr/hukuk/dergiler/ilk/ayiter/ayiter/erdem18.pdf>, s.701-738, Erişim: 19.05.2015 (Değiştirilebilir Tahviller).
- ERDOĞAN, İhsan. Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara, (Kasım) 2013 (Genel Hükümler).
- ERDOĞAN, Meltem. “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, DÜSBD, S.20, (Nisan) 2008, s.1, s.1-20, http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/20/1-20.pdf, Erişim: 05.06.2015.
- ERDÖNMEZ, Pelin Ataman. “Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi”, Bankacılar Dergisi, S.57, 2006, s.75-84 (Aktif).
- ERDÖNMEZ, Pelin Ataman. “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, Bankacılar Dergisi, S.47, 2003, s.38-55 (Yeniden Yapılandırma).
- EREN, Fikret. Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 15. B., Ankara, 2013.
- ERGÜNE, Mehmet Serkan. Hukukumuzda Taşınır Rehninin, Özellikle Teslime Bağlı Taşınır Rehninin Kuruluşu, İstanbul, (Ekim) 2002.
- ERİMEZ, Rüştü. Vergi Hukuku ve Özel Hukuk Açısından Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler, 2. B., İstanbul, 1976.
- ERİŞ, Gönen. Gerekçeli-Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler, C.II-III, Ankara, 2013 (C.II, C.III).
- ERİŞ, Gönen. Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler, 3. B., Ankara, 2004.
- ERİŞ, Gönen. Anonim Şirketler Hukuku, 1. B., Ankara, (Mart) 1995 (Anonim Şirketler).
- EROĞLU, Ömer. Para Teorisi ve Politikası, Isparta, 2004.
- ERTAŞ, Şeref. Eşya Hukuku, 10. B., İzmir, (Kasım) 2012.
- ERTEN, Ali. “Gayrimenkul Sertifikaları”, SPK 15. Yıl Sempozyumu, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1998, s.211-229.
- ERTUNA, Özcan. Finansal Kurumlar, İzmir, 1982.
- ESENER, Turhan/ GÜVEN, Kudret. Eşya Hukuku, 5. B., Ankara, (Kasım) 2012.
- FETTAHOĞLU, Abdurrahman. Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Ankara, 1991.

- FEYZİOĞLU, Feyzi Necmeddin. Borçlar Hukuku, İkinci Kısım, Akdin Muhtelif Nevileri (Özel Borç İlişkileri), C.I, 4. B., İstanbul, 1980.
- GİRAY, Rabia Eda. Anonim Şirketin Kendi Hisse Senetlerini İktisap Etme Yasağı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003.
- GÖKÇE, Gamze. Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara, (Ekim) 1998.
- GÖKGÖZ, Ahmet. “Kira Sertifikalarının (Sukukun) Muhasebeleştirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan/2015, s.151-174.
- GÖKTÜRK, Kürşat. Banka Yönetici ve Ortaklarının Hukuki Sorumluluğu Özellikle Şahsi İflas Kapsamında Sorumluluk, 1. B., Ankara, (Ekim) 2013.
- GÖLE, Celal. Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfada Temerrüt, Ankara, 1976.
- GRACE, Wong. “Why the credit crunch may deepen”, Cnnmoney.com, Sept.13, 2007, http://money.cnn.com/2007/09/13/markets/credit_crunch/index.htm; Commercial paper said to get sweeter”, Cnnmoney.com, Sept. 10, 2007, Developments in Banking and Financial Law: 2009-2010, HeinOnline, Review of Banking & Financial Law, Vol. 29, 2009-2010, s.1-106 ([http:// money.cnn.com/ 2007/ 09/10/ markets/ banks_ paper/index.htm](http://money.cnn.com/2007/09/10/markets/banks_paper/index.htm), Erişim: 20.12.2014.
- GÜCENME, Ümit. Türkiye’de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği (TBB) Yayınları, Yayın No: 181, Ankara, (Nisan) 1994.
- GÜMÜŞ, Mustafa Alper. Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C.I, 3. B., İstanbul, (Eylül) 2013.
- GÜNAL, Vural. Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), 1. B., İMKB Yayınları, İstanbul, (Temmuz) 1997.
- GÜNEY AKDAĞ, Necla. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2012 (Yönetim Kurulu).
- GÜNEY AKDAĞ, Necla. “Bankalar Kanunu’na Göre Yönetim Kurulu Üyelerinin Verdikleri Zararla Sınırlı Şahsi Sorumluluklarının İsviçre Borçlar Kanunu Art. 759’da Yer Alan Farklılaştırılmış Teselsül (Differenzierte Solidarität) Düzenlemesi ile Karşılaştırılması”, Hüseyin Ülgen’e Armağan, C.II, İstanbul, 2007, s.1207-1240 (Teselsül).
- GÜNGÖREN, Muaz. Bir Finansal Enstrüman Olarak Sukuk Katılım Bankalarına Uyum Modellemesi, İstanbul, 2013.
- GÜRBÜZ, A. Hulusi. Bankalarla Ticari Senetler İlişkisi, Ankara, (Haziran) 1981.

- GÜREL, Murat. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasından Doğan Sorumluluk, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009.
- GÜRSOY, Kemal Tahir. Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara, 1977.
- GÜVEN, Tunç. Aracı Kurum Risklerine Karşı Yatırımcının Korunması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002.
- HASELÇİN, İbrahim. Türk Hukuku'nda Kaydi Sistem, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2006.
- HATEMİ, Hüseyin/ GÖKYAYLA, Emre. Borçlar Hukuku Genel Bölüm, 2. B., İstanbul, 2012.
- HELVACI, Mehmet. Borçlar ve Ticaret Kanunu Bakımından Para Borçlarında Faiz Kavramı, 1. B., İstanbul, (Şubat) 2000 (Faiz).
- HELVACI, Mehmet. Anonim Ortaklıkların Bölünmesi, 1. B., İstanbul, (Kasım) 2004 (Bölünme).
- HIRSH, Ernst. Ticaret Hukuku Dersleri, 3. B., İstanbul, 1948.
- İHTİYAR, Mustafa. Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. B., İstanbul, (Mayıs) 2006.
- İMKB. Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul, (Ekim) 2011.
- İMREGÜN, Oğuz. "Sermaye Piyasasının Tekevvününde Tahviller, Çeşitleri ve Oynadıkları Rol", III'üncü Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963), Bildiriler-Tartışmalar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1964, s.261-287 (Tahviller).
- İMREGÜN, Oğuz. Kara Ticaret Hukuku Dersleri, İstanbul, 1984.
- İMREGÜN, Oğuz. Anonim Ortaklıklar, 4. B., İstanbul, 1989 (Anonim Ortaklıklar).
- İMREGÜN, Oğuz. "Anonim Ortaklıklarda Kurucu Senetleri", İÜHFM, C.XLV-XLVII, S.1-4, Atatürk'e Armağan, İstanbul, 1982, s.477-491 (Kurucu Senetleri).
- İNAM, Mehmet. Sermaye Piyasası, 1. B., Ankara, (Kasım) 2007.
- İTO. Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İstanbul, 2005.
- İYİGÜN, Serdar. "Şirketler Topluluğunda (TTK.195-209) Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması", [http:// www. iyigun.av.tr/ ? pnum=48&pt=%C5%9Eirketler](http://www.iyigun.av.tr/?pnum=48&pt=%C5%9Eirketler)

[+Toplulu % C4 %9 Funda+ T% C3% B Czel +Ki%C5%9 Filik+ Perdesinin+Kald%C4%B1r%C4%B1lmas%C4%B1, Erişim: 12.03.2015.](#)

KABAALIOĞLU, Haluk A. Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, 1985.

KAHRAMAN, Özge. Bankacılığın Türk Sermaye Piyasalarında Uygulanması, Yeterlik Etüdü, 1. B., Ankara, (Ekim) 2004.

KALYON, Muharrem. Taşınmaz Satış Vaadi Sözleşmesi, Ankara, 2004.

KAPLAN, Adnan. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1995 (Menkul Kıymetleştirme).

KAPLAN, Cafer. Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, Ankara, (Nisan) 1999 (Finansal Yenilikler).

KAPLAN, İbrahim. “Banka Gizliliği-Bankanın Sır Saklama Borcu”, Batider, C.XV, S.4, (Aralık) 1990, s.3-22 (Sır Saklama).

KARA, Ganimet Gönül. “Anonim Ortaklıkta Tahviller”, Yargıtay Dergisi, S.3, (Temmuz) 1981, s.349-358.

KARABABA, Serdar. Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, 1. B., Ankara, (Ocak) 2001.

KARADAĞ, Nihat. Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, 1. B., Ankara, (Ağustos) 1997.

KARAHAN, Sami. Ticari İşletme Hukuku, 26. B., Konya, (Ekim) 2014 (Ticari İşletme).

KARAHAN, Sami. “Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar”, Batider, C.XVIII, S.3, (Haziran) 1996, s.21-70 (Oydan Yoksun).

KARAHAN, Sami. Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması, İstanbul, 1991 (İmtiyazlı Paylar).

KARAHAN, Sami. Anonim Şirketlerde Tasfiye, Konya, 1998 (Tasfiye).

KARAHAN, Sami. “Kâr Dağıtımına İlişkin Genel Kurul Kararını İptal Eden Mahkeme, Kârın Dağıtılmasına Karar Verebilir Mi?”, Regesta, C.3, S.1, 2013, s.19-32 (Kâr Dağıtımı).

KARAHAN, Sami/ARI, Zekeriyya/ BOZGEYİK, Hayri/ SARAÇ, Tahir/ ÜNAL, Mücahit. Kıymetli Evrak Hukuku, 1. B., Konya, 2013 (Kıymetli Evrak).

KARAHAN/AKIN/BOZGEYİK/GİRAY/HUYSAL/KOŞUT/ÜNAL, Şirketler Hukuku, 2. B., Konya, (Aralık) 2013 (Şirketler).

- KARAHASAN, Mustafa Reşit. Türk Borçlar Hukuku Genel Hükümler (Öğreti, Yargıtay Kararları, İlgili Mevzuat), C.II, İstanbul, (Şubat) 2003.
- KARAMUSTAFA, Osman/ VARICI, İdris/ ER, Bünyamin. “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, Kocaeli Üniversitesi SBED, S.17, 2009/1, s.100-119 (<http://kosbed.kocaeli.edu.tr/say17/karamustafa.pdf>, Erişim: 07.01.2014).
- KARAYALÇIN, Yaşar. “İsviçre Hukukunda Müteselsil Sorumluluk Konusunda Tartışmalar ve Yasal Gelişmeler”, Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C.II, İstanbul, 2003, s.651-672 (Sorumluluk).
- KARAYALÇIN, Yaşar. Muhasebe Hukuku, 2. B., Ankara, 1988 (Muhasebe Hukuku).
- KARAYALÇIN, Yaşar. Ticaret Hukuku Dersleri, C.III, Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri), 4. B., Ankara, 1970 (Ticari Senetler).
- KARGI, Nihal. Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, SPK Yayınları, Yayın No: 115, 1. B., Ankara, 1998.
- KARSLI, Abdurrahim. İcra ve İflas Hukuku, 3. B., İstanbul, 2014 (İcra ve İflas).
- KARSLI, Muharrem. Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler, 2. B., İstanbul, 1989.
- KAYA, Arslan. “Finansman Bonosu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXXV, S.1, (Nisan) 1988, s.18-25 (Finansman Bonosu).
- KAYA, Arslan. “Adi ve Ticari İşlerde Faiz”, İÜHFM, C.LIV, S.1-4, Y.1991-1994, s.347-366 (Faiz).
- KAYA, Arslan. “Halka Açık Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağı (SerPK M.21)”, İÜHFM, C.LXXI, S.2, 2013, s.193-204 (Örtülü Kazanç).
- KAYA, Arslan. Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara, 2001.
- KAYA, Mustafa İsmail. Şartlı Sermaye Artırımı, Ankara, 2009 (Şartlı Sermaye).
- KAYAR, İsmail. Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Konya, 1997.
- KENDİGELEN, Abuzer. Yeni Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. B., İstanbul, 2012.
- KERVANKIRAN, Emrullah. “Alman Hukuku’nda Business Judgment Rule’nin Kodifikasyonu- Türk ve Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, Hüseyin Ülgen’e Armağan, C.I, s.249-263.

- KILIÇ, Saim. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, 1. B., SPK Yayınları, Ankara, (Ekim) 1997.
- KILIÇOĞLU, Ahmet M. Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 18. B., Ankara, 2014.
- KIYILAR, Murat. Finansman Bonosu, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1988.
- KOCAİMAMOĞLU, Sururi. Modern Bankacılıkta Senetler ve İşlemleri, 1. B., Ankara, (Ağustos) 1987.
- KOHN, Meir. Financial Institutions and Markets, Second Edition, Oxford University Press, New York–Oxford, 2004.
- KORKMAZ, Turhan/ CEYLAN, Ali. Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, 5. B., Bursa, 2010.
- KÖKSAL, Aytaç. Bağımsız Denetim Sözleşmesi, 1. B., İstanbul, (Mayıs) 2009 (Bağımsız Denetim).
- KÖKSAL, Aytaç. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın 397 İlâ 406 Maddeleri Arasında Düzenlenen Denetçinin Anonim Ortaklığın Bir Organı Olup Olmadığı Sorunu”, Fırat Öztan’a Armağan, C.I, Ankara, (Şubat) 2010, s.1387-1409.
- KÖPRÜLÜ, Bülent/ KANETİ, Selim. Sınırlı Ayni Haklar, İstanbul, 1982-1983.
- KUBİLAY, Huriye. Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, 1. B., Ankara, 1986 (Değiştirilebilir Tahviller).
- KUBİLAY, Huriye. Türk Hukuku’nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, 1. B., İzmir, 1998 (Kıymetli Madenler).
- KUNTALP, Erden. Kâr Ortaklığı Belgesi, TBB Yayınları, Yayın No: 123, Ankara, 1983 (Kâr Ortaklığı).
- KUNTALP, Erden. Sonuca Katılmalı Ödünç Sözleşmesi (Kavram ve Hukuki Niteliği), TBB Yayınları, Ankara, 1980 (Ödünç).
- KUNTALP, Erden. Karışık Muhtevalı Akit, 2. B., Ankara, 2013 (Karışık Muhtevalı Akit).
- KURAL, Murat. “Özel Sektör Borçlanma Araçları”, Geniş Açı, (Nisan) 2013, s.6-27. (http://www.isyatirim.com.tr/AssetDocs/ Genis_Aci_Nisan_2013 - Ozel_sektor_borclanma_araclari.pdf, Erişim: 13.06.2015).
- KURT, Mustafa/ KAYACAN, Murad. “Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetmel Konular: Kurumsal Yönetim İlkelerinin İçerik Analizi”, Kayacan, Murad, Küreselleşen Dünyamızda Yeni Şirket Gündemi: Kurumsal Yönetim, TEDMER (Türkiye Etik Değerler Merkezi) Vakfı Yayınları, İstanbul, (Aralık) 2006 (<http://www.tedmer.org.tr/pdf/tedmer1.pdf>, Erişim: 07.01.2014).

- KURU, Baki. İcra ve İflas Hukuku, C.I, 3.B., İstanbul, 1988 (İcra).
- KURU, Baki. İflas ve Konkordato Hukuku, Ankara, 1971 (İflas).
- KURU, Baki. İcra ve İflas Hukuku El Kitabı, 2. B., Ankara, (Nisan) 2013 (El Kitabı).
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1999.
- KÜTÜKÇÜ, Doğan. Sermaye Piyasası Hukuku, C. I, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 2004 (Sermaye Piyasası).
- KÜTÜKÇÜ, Doğan. “Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğünü İhlal Etmeleri Nedeniyle Doğan Sorumluluklar”, İBD, LXXVIII, S.2004/1, s.37-83 (Kamuyu Aydınlatma).
- MANAVGAT, Çağlar. “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”, AÜHFD, C.L, S.2, 2001, s.159-191 (Kaydi Sistem).
- MANAVGAT, Çağlar. Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1991.
- MEMİŞ, Tekin/TURAN, Gökçen. Sermaye Piyasası Hukuku, 1.B., Ankara, (Mart) 2015.
- MENEKŞE, Ayhan M. Türk Hukuku’nda Tedrici Tasfiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1983.
- MERİH, Kutlu. “Bankacılık Sisteminde Piyasa Riskleri”, [http:// www. riskonomi.com/ wp/?p=366](http://www.riskonomi.com/wp/?p=366), Erişim: 10.05.2015.
- MKK, Faaliyet Raporu, İstanbul, 2009.
- MKK. Merkezi Kaydi Sistem (MKS) İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları, Yayın Tarihi: 14.04.2014, Sürüm No: 5.6 ([https:// www.mkk.com.tr/ wps /wcm /connect /01d070a9-586b-48cd-a756-ab2c07bfebcb / isvebilisim .pdf? MOD = AJPERES](https://www.mkk.com.tr/wps/wcm/connect/01d070a9-586b-48cd-a756-ab2c07bfebcb/isvebilisim.pdf?MOD=AJPERES), Erişim: 03.07.2014), (MKS İş ve Bilişim).
- MOROĞLU, Erdoğan. Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, 2. B., İstanbul, (Şubat) 2003 (Esas Sermaye).
- MOROĞLU, Erdoğan. “Kurucu İntifa Hakkı Sahiplerinin Kâr Payı Talep Hakları ve Yargıtay Kararları”, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan, İstanbul, 1998, s.397-433.
- MOROĞLU, Erdoğan. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 6. B., İstanbul, 2012 (Hükümsüzlük).

- MOROĞLU, Erdoğan. “Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Açılma ve İptal Davaları”, Makaleler II, İstanbul, (Mayıs) 2006, s.27-30 (Halka Açılma).
- MOROĞLU, Erdoğan/KENDİGELEN, Abuzer. İçtihatlı-Notlu Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat, 10. B., İstanbul, 2014.
- MUŞUL, Timuçin. İcra ve İflas Hukuku, C.I-II, 6. B., Ankara, (Eylül) 2013.
- NOMER, Haluk N. Beklenen Haklar Üzerindeki Tasarrufların Hukuki Sonuçları, 1. B., İstanbul, (Nisan) 2002 (Beklenen Haklar).
- NOMER, Haluk N. Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 13. B., İstanbul, (Ağustos) 2013 (Genel Hükümler).
- OĞUZMAN, M. Kemal. “Özel Sektör Gayrimenkul Sertifikası Sistemi Kurulması”, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul, 1999, s.300-318 (Gayrimenkul Sertifikası).
- OĞUZMAN, M. Kemal. Effets de la dépréciation monétaire sur les rapports juridiques contractuels en droit civil et en droit du travail, Annales de la Faculté de droit d’İstanbul XXI no.37, 1971.
- OĞUZMAN, M. Kemal/ ÖZ, M. Turgut. Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, C.I, 12. B., İstanbul, 2014.
- OĞUZMAN, M. Kemal/ SELİÇİ, Özer/ OKTAY-ÖZDEMİR, Saibe. Eşya Hukuku, 16. B., İstanbul, (Kasım) 2013.
- OKUTAN NILSSON, Gül. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul, 2009 (Şirketler Topluluğu Hukuku).
- OKUTAN NILSSON, Gül. “Şirketler Topluluğu”, Bankacılar Dergisi, S.79, (Aralık) 2011, s.90-103 (Topluluk).
- OMAĞ, Merih Kemal. “Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi”, MÜHAD, C.I, 1986, s.1-8.
- ÖCAL, Nurcan. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, 1. B., Ankara, (Kasım) 1997.
- ÖÇAL, Tezer/ ÇOLAK, Ömer Faruk. Finansal Sistem ve Bankalar, Ankara, (Kasım) 1999.
- ÖNCÜ, Ekrem. “Yeni TTK ve Borçlar Kanunu ile Birlikte Ticari İşlerde Faiz Uygulaması Nasıl Olacaktır?”, [http://www.muhasabetr.com /yazarlarimiz/ekremoncu/033/](http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/ekremoncu/033/), Erişim: 05.02.2015.
- ÖNDER, Mehmet Fahrettin. Türk Hukukunda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun Bankaları Denetimi ve Hukuki Sonuçları, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2002.

- ÖZCAN, Fatma. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikaları, Doktora Tezi, İstanbul, 2004.
- ÖZDAMAR, Mehmet. Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara, 2005.
- ÖZEROĞLU, Ali İhsan. “Sukuk ve Türkiye’de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, Tarih Okulu Dergisi, Y.7, S.XIX, s.751-772.
- ÖZGEN, Eralp. “4389 Sayılı Bankalar Kanunu’nun Getirdiği Yeni Düzenlemeler, Açıklamalar, Değerlendirmeler”, s.1-24, (http://www.tbb.org.tr/dosyalar/konferans_sunumlari/4389.pdf, Erişim: 09.03.2015).
- ÖZKAYA, Eraslan. Vekalet Sözleşmesi ve Kötüye Kullanılması, 3. B., Ankara, 2013 (Vekalet).
- ÖZKAYA, Eraslan. Açıklamalı-İçtihatlı İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları, 5. B., Ankara, 2013.
- ÖZKORKUT, Korkut. Türk Hukuku’nda Depo Sertifikaları, 1. B., Ankara, 2003.
- ÖZKORKUT, Korkut. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim, 2. B., Ankara, 2013.
- ÖZKUL, Levent. Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ve Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2003, s.12 ([http:// spk.gov.tr/yayingoster.aspx?vid=405&ct=f&action=displayfile](http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?vid=405&ct=f&action=displayfile), Erişim: 12.05.2015).
- ÖZSUNAY, Ergun. “Saf İnançlı Muamelelerde Vekalet Sözleşmesine İlişkin Hükümlerin Uygulanması”, Temsil ve Vekalet İlişkin Sorunlar Sempozyumu (14-16 Haziran 1976), Tartışmalar (İnançlı İşlemler), Ankara, s.315-363.
- ÖZTAN, Fırat. Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara, 1997.
- ÖZTAN, Fırat. Kıymetli Evrak Hukuku, 18. B., Ankara, (Ağustos) 2013.
- ÖZTÜRK, İlhami. İç Borçlanmanın Sermaye Piyasasına Etkileri, İAB Yayınları, 1. B., İstanbul, (Kasım) 2011 (İç Borçlanma).
- ÖZTÜRK, İsmet. Bankalardaki Ticari Kredi Uygulamalarında Mali Tahlil ve İstihbaratın Etkinliği, Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep, (Temmuz) 2005, [http:// www3.gantep.edu.tr/ sosyal_bilimler/enstitusu / OrnekTezler/OrnekTez2. doc](http://www3.gantep.edu.tr/sosyal_bilimler/enstitusu/OrnekTezler/OrnekTez2.doc), Erişim: 11.02.2015 (Ticari Kredi).
- PARASIZ, İlker. Para Banka ve Finansal Piyasalar, 7. B., Bursa, (Ocak) 2000 (Finansal Piyasalar).
- PARASIZ, İlker. Modern Bankacılık Teori ve Uygulama, İstanbul, 2000 (Modern Bankacılık).

- PASLI, Ali. Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi Corporate Governance, 2. B., İstanbul, 2005.
- PEKCANITEZ, Hakan/ ATALAY, Oğuz/ ÖZEKES, Muhammet. İcra ve İflas Hukuku Temel Bilgiler, 10. B., Ankara, 2014.
- PENEZOĞLU, Yusuf Gökhan, Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2004.
- POROY, Reha. “Değiştirilebilir Tahviller”, Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’e Armağan, 1964, s.475-508 (Değiştirilebilir Tahviller).
- POROY, Reha/ EREM, Turgut S. Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara, 1964.
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin. Ortaklıklar Hukuku, C.I-II, 2. B., İstanbul, 1975-1976 (Ortaklıklar C.I-II).
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin. Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 10. B., İstanbul, 2005 (Ortaklıklar 2005).
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin. Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 12. B., İstanbul, (Eylül) 2010 (Ortaklıklar 2010).
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal. Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 21. B., İstanbul, 2013 (Kıymetli Evrak).
- PULAŞLI, Hasan. Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları, 3. B., Ankara, (Ocak) 2013 (Kıymetli Evrak).
- PULAŞLI, Hasan. Şirketler Hukuku Şerhi, C.I-II, 2. B., Ankara, (Ocak) 2014 (Şerh, C.I-II).
- PULAŞLI, Hasan. Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 2. B., Ankara, (Şubat) 2013.
- PULAŞLI, Hasan. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü ve Müteselsil Sorumluluğu”, Batider, C.XXV, S.1, (Mart) 2009, s.27-63 (Müteselsil Sorumluluk).
- PULAŞLI, Hasan. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Batider, C.XXIII, S.4, 2006, s.35-90 (Sermaye Artırımı).
- PULAŞLI, Hasan. Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model, Ankara, 2003 (Corporate Governance).
- PULAŞLI, Hasan. Şarta Bağlı İşlemler ve Hukuki Sonuçları, Ankara, 1989 (Şarta Bağlı İşlemler).
- PULAŞLI, Hasan. Pulaşlı, Hasan, Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri, Ankara, 1992 (Bağlı Nama).

- REMZİ, Mehmet/ AYDIN, Sezer. Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 5. B., İstanbul, 2013.
- RODOPLU, Gültekin. Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, 1. B., İstanbul, 1993 (Türkiye’de Sermaye).
- RODOPLU, Gültekin. Para ve Sermaye Piyasaları, Isparta, 2002 (Para ve Sermaye).
- RUHİ, Ahmet Cemal. Sözleşmeler Hukuku, 2. B., Ankara, (Ağustos) 2013.
- SAĞLAM, Kemal. “Kâra ve Zarara Ortaklık Belgesinin Değerlendirilmesi”, Pratik Bilgi Konferansı (11 Mart 1982), İstanbul, 1982, s.13-19.
- SAMUNCU, Meral. Türkiye’de Menkul Sermaye Piyasası ve Bankacılıkta Uygulama Alanları, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1987.
- SARAÇ, Tahir. Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, 1. B., Ankara, (Nisan) 2009.
- SARIKAYA, Murat. “Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler”, C.ÜİİBD, C.III, S.2, 2002, s.99-110, ([http:// iibfdergi.cumhuriyet.edu.tr / archive / asimetrik bilgi cercevesindemuzayedeler. Pdf](http://iibfdergi.cumhuriyet.edu.tr/archive/asimetrikbilgi/ceercevesindemuzayedeler.pdf), Erişim: 05.06.2015).
- SAYAR, A.R. Zafer. Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, 1. B., SPK Yayınları, Ankara, (Aralık) 2003.
- SAYIM, Ferhat/ ER, Selami. Risk Kavramı ve Bankacılıkta Risk”, TMSF Çat Bilimsel Yayın Organı, Y.4, S.22, (Temmuz-Ağustos-Eylül) 2009, s.7-17 ([http:// www.tmsf.org.tr/ Aspx/ kk/ ashx/ file.ashx? type = 1&uploadId=223](http://www.tmsf.org.tr/Aspx/kk/ashx/file.ashx?type=1&uploadId=223), Erişim: 04.06.2015).
- SELÇUK, Mervan. “Revaçta Olan Bir İslami Finansman Aracı: Sukuk”, III. Türkiye Lisansüstü Çalışmaları Kongresi-Bildiriler Kitabı III, s.229-242, [http:// www.tlck.org.tr/wp-content/ uploads/ 2015/ 04/ III TLCK 3. kitap BASKI.pdf # page = 229](http://www.tlck.org.tr/wp-content/uploads/2015/04/III_TLCK_3_kitap_BASKI.pdf#page=229), Erişim: 15.06.2015.
- SEROZAN, Rona. Taşınır Eşya Hukuku, İstanbul, (Aralık) 2002 (Eşya).
- SEROZAN, Rona/ HATEMİ, Hüseyin/ ARPACI, Abdülkadir. Eşya Hukuku, İstanbul, 1991.
- SHARIQ, Nisar. “İslami Hisse Senedi (Sukuk): Giriş ve Uygulama Sukuk Konusunda Son Bilgiler”, Ekonomik Kalkınma ve Değerler (Ed. Şentürk, Recep), İstanbul, (Kasım) 2008, s.171-184.
- SİRMEN, Lale. Alacak Rehni, Ankara, 1990.
- SOMER, Mehmet. Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerinde Etkileri, İstanbul, 1990.

- SONSUZOĞLU, Elif. Türk Vergi Hukukunda Fer'i Borç ve Alacak Olarak Faiz ve Zam, 2. B., İstanbul, 2013.
- SOYKAN, İsmail Cem. Anonim Ortaklıklarda Organ Yokluğu, 1. B., İstanbul, (Ocak) 2012.
- SOYUER, Mine. Para Piyasası Araçlarından Biri: Finansman Bonosu ABD ve Türkiye Yaklaşımı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1989.
- SPK, Araştırma Dairesi. Türkiye’de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü: 1980 Sonrası Dönemin Bir Değerlendirmesi, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1995.
- SPK. Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-9, Ankara, (Mart) 2007.
- SUMER, Ayşe. Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. B., İstanbul, (Kasım) 2002.
- ŞAHİN, Celal. “Finansal Araç Kavramının Türkiye Muhasebe Standartları, Bankacılık Mevzuatı, TTK ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından İrdelenmesi”, Vergi Dünyası Dergisi, Y.28, S.329, (Ocak) 2009, s.93-101.
- ŞAKAR, Hakan. Risk Yönetimi Açısından Bankalarda Aktif Pasif Yönetimi, 1. B., İstanbul, (Temmuz) 2002.
- ŞAKAR, S. Ünal. Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Anadolu Üniversitesi İİBF Yayınları, Yayın No: 109, Eskişehir, 1997 (Sermaye Piyasası).
- ŞAR, Ferda. Anonim Ortaklıklarda Malvarlığının Korunması İlkesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1995.
- ŞENER, Oruç Hami. Adi Ortaklık, Ankara, 2008.
- ŞENER, Oruç Hami. Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku, 1. B., Ankara, (Kasım) 2012 (Ortaklıklar).
- ŞENGÜL, Mehmet. “Seçimlik Borçlara İlişkin Temel Özellikler ve Seçimlik Borçların İfası”, [http:// www.erzincan.edu.tr/ birim/ HukukDergi/ makale/ 2011-2.9.pdf](http://www.erzincan.edu.tr/birim/HukukDergi/makale/2011-2.9.pdf), s.207-248, Erişim: 03.01.2015 (Seçimlik Borçlar).
- ŞENGÜL, Selami. “Finansman Bonolarının (Commercial Paper) ABD’deki Uygulama ve Gelişimi”, Vergi Dünyası Dergisi, Y.VI, S.69, (Mayıs) 1987, s.29-37 (Finansman Bonoları).
- ŞİŞMAN, M. Övünç. Faiz Oranı Getiri Eğrisi Simülasyonu Yöntemleri ve Bankacılıkta Aktif Pasif Yönetimi Üzerine Etkileri: Türkiye’de Ticari Bankalar Üzerine Bir Uygulama, Ankara, 2011 ([http:// www.bddk.org.tr/ WebSitesi/ turkce/Raporlar/ Kitaplar/9613dr_sisman.pdf](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Kitaplar/9613dr_sisman.pdf), Erişim: 10.05.2015).

- TAKAN, Mehmet. Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim, 1. B., Adana, (Mart) 2001.
- TANDOĞAN, Haluk. Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C.I/2, 4. B., İstanbul, 2008 (Özel Borç, C.I/1, C.I/2).
- TANDOĞAN, Haluk. Özel Borç İlişkileri, C.II, 5. B., İstanbul, 2010.
- TANDOĞAN, Haluk. “İnançlı İşlemlerde İnananın Korunması Sorunu ve Bu Sorunun Çözümünde BK m.393’ten Yararlanma Olanağı”, Temsil ve Vekaletle İlişkin Sorunlar Sempozyumu (14-16 Haziran 1976), İstanbul, 1977, s.73-97.
- TANER, Berna/ AKKAYA, G. Cenk. Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara, 2009.
- TANÖR, Reha. “Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Kaydi Değer Olarak İhracına İlişkin Yasal Düzenlemelerin Kendi İçlerinde ve Yasal Düzenlemeler İle Finansal Uygulama Arasında Gözlenen Örtüşmezliğin Hukuksal Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, GSÜHFD, Y.I, S.2, 2002, s.189-210 (Devlet İç Borçlanma Senetleri).
- TANÖR, Reha. ““Sermaye Piyasası Kanunu’nun Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Düzenlemeleri ve Bunların Bankalar Kanunu’na Tabi Kuruluşlara Uygulanabilirliği”, GSÜHFD, Prof. Dr. Kemal Oğuzman’a Armağan, 2002/1, s.661-698 (Kamunun Aydınlatılması).
- TANÖR, Reha. Türk Sermaye Piyasası, C. 2: Halka Arz, 1. B., İstanbul, (Kasım) 2000 (Halka Arz).
- TANTAN, Saadet. Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, 1. B., Ankara, (Mayıs) 1996.
- TAŞDELEN, Nihat. Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının Kazanılması, İstanbul, 2005.
- T.C. KALKINMA BAKANLIĞI. Onuncu Kalkınma Planı (2014-2018), Ankara, 2013.
- TECER, Meral. Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Ankara, 1989.
- TEKİL, Fahiman. Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul, 1998 (Anonim Şirketler (1998).
- TEKİL, Fahiman. Ticari İşletme Hukuku, 3. B., İstanbul, 1997 (Ticari İşletme).
- TEKİL, Fahiman. Şirketler Hukuku, C.II, Anonim Şirketler Hukuku, 2. B., İstanbul, 1978.
- TEKİNALP, Ünal. “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.II, İstanbul, (Eylül) 2010, s.1681-1699 (Sermayenin Korunması).

- TEKİNALP, Ünal. Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları, 2. B., İstanbul, 2011 (Tek Kişi).
- TEKİNALP, Ünal. Ünal Tekinalp'in Banka Hukukunun Esasları, 2. B., İstanbul, 2009 (Banka Hukuku).
- TEKİNALP, Ünal. "Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği, Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s.537 vd. (Nama Yazılı Kaydi Paylar).
- TEKİNALP, Ünal. "Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru", Batider, C.XIV, S.3, (Haziran) 1988, s.1-16 (Evraksız).
- TEKİNALP, Ünal. Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982 (Esaslar).
- TEKİNALP, Ünal. Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. B., İstanbul, 1979 (Bilanço).
- TEKİNALP, Ünal. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul, 1979 (Katılma Sorunları).
- TEKİNALP, Ünal. "Kâra İştirakli Tahvil", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, C.XI, S.10, (Ekim) 1974, s.2-11 (Tahvil).
- TEKİNALP, Ünal. "Katılma İntifa Senetleri", Batider, C.VI, S.2, s.297 vd. (İntifa).
- TEKİNAY, Selahattin Sulhi/ AKMAN, Sermet/ BURCUOĞLU, Haluk/ ALTOP, Atilla. Tekinay Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. B., İstanbul, 1993.
- TEOMAN, Ömer. Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri, İstanbul, (Ocak) 1978 (İntifa Senetleri).
- TEOMAN, Ömer. Yaşayan Ticaret Hukuku, Hukuki Mütalâalar, Kitap 15, İstanbul, (Ocak) 2014.
- TEVETOĞLU, Mete. Mali Durumu Bozulan Aracı Kurumlarda Alınacak Tedbirler ve Özellikle Tedrici Tasfiye, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005.
- TEVFİK, Arman T./ TEVFİK, Gürman. Bankalarda Finansal Yönetime Giriş, İstanbul, 1997.
- TKBB. "Günümüzün Gözde Finansman Aracı: Sukuk", (<http://www.tkbb.org.tr/Documents/OnemliBasliklar/sukukmakalesi8.Pdf>, Erişim: 13.06.2015).
- TOK, Ahmet. İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, (Haziran) 2009.
- TOPUZ, Gökçen. Hisse Haczi ve Satışı, Ankara, 2009.

- TORAMAN, Cengiz/ ABDİOĞLU, Hasan. “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim, 2008, s.96-109, ([http:// journal.mufad.org / attachments /article / 268 / 8. pdf](http://journal.mufad.org/attachments/article/268/8.pdf)).
- TOROSLU, M. Vefa. “Finansman Bonosu”, Vergi Sorunları Dergisi, Y.17, S.123, (Aralık) 1998, s.105-112.
- TÖREMİŞ, Hatice Ebru. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Nama Yazılı Payların Borsada Devri, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2008, ([http:// spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=1007&ct=f&action = displayfile](http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=1007&ct=f&action=displayfile), Erişim:13.06.2015).
- TSPAKB Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubu. Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu Mevcut Durum ve Öneriler, İstanbul, (Haziran) 2005.
- TULGAR, Koray. Ticari Bankalarda Aktif ve Pasif Yönetimi, TBB Yayınları, İstanbul, 1993.
- TUNAY, K. Batu/ UZUNER, Mustafa T./ YİĞİT, Adnan. Ticari Bankalarda Optimal Kaynak Yönetimi, 1. B., İstanbul, (Ağustos) 1998.
- TUNCA, Özlem Kevser. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1993.
- TUNCER, Selahattin. Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), 1. B., İstanbul, (Mayıs) 1985 (Sermaye Piyasası).
- TUNCER, Selahattin. “Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı: SUKUK – Faizsiz Bono”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, S.102, (Haziran) 2012, s.7-15 (Sukuk).
- TUNÇOMAĞ, Kenan. Türk Borçlar Hukuku, C.II, Özel Borç İlişkileri, 3. B., İstanbul, 1977.
- TURANBOY, Asuman. Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara, 2002 (Halka Açık Banka).
- TURANBOY, Asuman. Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara, 1998 (Varakasız).
- TURANBOY, Asuman. “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, AÜHFD, C.XLVIII, S.1-4, 1999, s.39-55 (Kaydi Değer).
- TURANBOY, Asuman. Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara, 2002 (Halka Açık Banka).
- TÜKEL, Ayça. “Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi”, ÜİİİD , Y.4, S.7, Yaz 2011, s.127-144,

([http:// www.iiid.net/ documents/sayi77_MAKALE_127_144.pdf](http://www.iiid.net/documents/sayi77_MAKALE_127_144.pdf), Erişim: 05.06.2015).

TÜRK, Ahmet. “Sermaye Ortaklıklarının ve Kooperatiflerin Borca Batıklık Nedeniyle İflası ve İflasın Ertelenmesi Konusunda İcra ve İflas Kanunu’nda Yapılan Son Değişikliklerin Değerlendirilmesi ve Öneriler”, DEÜHFD, C.VI, S.1, 2004, s. 295-334.

TÜRK, Hikmet Sami. “Temerrüt Faizi, Bileşik Faiz Yöntemiyle Hesaplanabilir Mi?”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, Bildiriler-Tartışmalar, C.X, Ankara, 1993, s.131-193 (“Bileşik Faiz”).

TÜRKOĞLU, Ferah. Aracı Kurumlarda Mali Durumun Bozulması ve Yatırımcıları Koruma Fonu, Doktora Tezi, İstanbul, 2007.

TÜYSÜZ, Mustafa. Sermaye Piyasası Hukukunda Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme, 1. B., Ankara, 2011.

ULUSOY, Yasin. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Dış Denetim, 1. B., Ankara, (Şubat) 2007 (Dış Denetim).

ULUSOY, Yılmaz. Sermaye Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması, Ankara, 1982 (Sermaye Piyasası).

UMAN, Nuri. “Bağımsız İşletme Dışı Denetimin Ekonomilerdeki, Özellikle Sermaye Piyasalarındaki Rolü ve Önemi”, İşletmelerde Bağımsız Dış Denetim Semineri (SPK), Ankara, (10-11 Mayıs) 1985, s.15-33.

URAS, Güngör. “Banka Bonosu Şimdilik Ayşe Hanım İçin Cazip Değil”, <http://ekonomi.milliyet.com.tr/ekonomi/ekonomiyazardetay/03.02.2011/1347623/default.htm>?, Erişim:13.06.2015 (Banka Bonosu).

URAS, Güngör. “Bono Yerine Kira Sertifikası”, [http:// ekonomi.milliyet.com.tr/bono-yerine-kira-sertifikasi/ekonomi/ydetay/1774224/default.htm](http://ekonomi.milliyet.com.tr/bono-yerine-kira-sertifikasi/ekonomi/ydetay/1774224/default.htm), 08.10.2013).

URKAN, Ercan. Kaydileştirilen Halka Açık Anonim Ortaklık Pay Senetleri Üzerinde Ayni Hak Tesisi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, (Kasım) 2005, ([http:// spk.gov.tr/ yayingoster.aspx?yid =1052&ct=f&action=displayfile](http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=1052&ct=f&action=displayfile), Erişim: 15.06.2014).

USLUEL, Aslı E. Gürbüz. Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticari Sırrın Korunması, 1. B., İstanbul, (Nisan) 2009 (Ticari Sır).

USLUEL, Aslı E. Gürbüz. “Şirketler Topluluğunda Denkleştirme”, MÜHAD (Özel Sayı), 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nu Beklerken, C.XVIII, S.2, 2012, s.281-307 (Denkleştirme).

UŞAKLI, Senem Mutlu. “Halka Arz Kavramı ve Halka Arzın Hukuki Niteliği”, Legal Hukuk Dergisi, Y.9, S.101, (Mayıs) 2011, s.1861-1874.

- UYANIK, Senan. “Finansman Bonoları ve Ülkemizdeki Geleceği”, HÜİİBFD, C.IV, S.1-2, 1986, s.187-195.
- UZEL, Necdet. Necdet, Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam, 1.B., İstanbul, (Nisan) 2013.
- ÜÇİŞİK, Güzin. “Kâra İştirakli Tahviller”, MÜHAD, C.IV, S.1-3, (Ocak-Aralık) 1989, s.53-61.
- ÜÇİŞİK, Güzin/ÇELİK, Aydın. Anonim Ortaklıklar Hukuku, C.I, 1.B., Ankara, (Ağustos) 2013.
- ÜLGEN, Hüseyin/ HELVACI, Mehmet/ KENDİGELEN, Abuzer/ KAYA, Arslan. Kıymetli Evrak Hukuku, 8. B., İstanbul, (Ekim) 2013.
- ÜNAL, Mücahit. Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, 1. B., Ankara, (Ağustos) 2011 (Kaydileştirilme).
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, Ankara, (Kasım) 1988 (Menkul Kıymetler).
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Ankara, 1999.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. “SPK. ve TK. ’nda Tahviller”, GÜHFD, C. VII, S. 1-2, (Haziran-Aralık) 2003, s.1-46 (Tahviller).
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, 1. B., Ankara, 2005 (Sermaye Piyasası).
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. “Katılma İntifa Senetleri”, Batider, C.XIX, S.3, (Haziran) 1998, s.79-92.
- ÜYEPAZARCI, Erol. TSKB’nin Öyküsü, TSKB Yayını, İstanbul, (Tarihsiz).
- VATANSEVER, Fahri/ DOĞALI, Gamze. “Klasik Enterpolasyon Yöntemleri ve Yapay Sinir Ağı Yaklaşımlarının Karşılaştırılması”, 6Th International Advanced Technologies Symposium (IATS’11), 16-18 May 2011, Elazığ, s.51-54, <http://web.firat.edu.tr/iats/cd/subjects/Computer/CSC-12.pdf>, Erişim: 22.02.2015.
- VURAL, Aslı. Türk Hukuk Sistemi Çerçevesinde Menkul Kıymetlerin Kaydileştirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999.
- YAHYAĞLU, Güran. “Hazine Bonoları-Devlet Tahvilleri”, Maliye Yazıları Dergisi, (Ocak-Mart) 1992, s.13-16.
- YAKAR, Soner/ KANDIR, Serkan Yılmaz/ ÖNAL, Yıldırım Beyazıt. “Yeni Bir Finansman Aracı Olarak ‘Sukuk-Kira Sertifikası’ ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi”, Bankacılar Dergisi, S.84, 2013, s.72-94.

- YALÇINKAYA, Nurgül. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002.
- YANLI, Veliye. Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, 1. B., İstanbul, (Mart) 2005 (Kamunun Aydınlatılması).
- YANLI, Veliye. “Yeni Ticaret Kanunu ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, Batider, C.XXX, S.1, 2014, s.5-32 (Kâr Dağıtımı).
- YASAMAN, Hamdi. Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, 1992 (Menkul Kıymetler).
- YASAMAN, Hamdi. “Ticari İşlerde Akdi Faiz ve Temerrüt Faizi”, Bankacılar Dergisi, S.76, 2011, s.61-68 (Faiz).
- YASAMAN, Hamdi. Banka Hukuku İle İlgili Makaleler Hukuki Mütalaalar Bilirkişi Raporları, İstanbul, (Eylül) 2005.
- YASAMAN, Hamdi. Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Ankara, 1987 (Birleşme).
- YASİN, Melikşah. Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara, 2002.
- YAVAŞ, Murat. , Borçlunun Üçüncü Şahıslardaki Mal, Hak ve Alacaklarının Haczi (İİK m.89), İstanbul, 2005.
- YAVUZ, Cevdet. Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 9. B., İstanbul, (Ocak) 2014 (Özel Hükümler).
- YAVUZ, Cevdet. “Anonim Ortaklıklarda Kuruluşta Sonra Devir Alma”, İÜHFM, C.L, S.1-4, 1984, s.385-421 (Devir Alma).
- YAVUZ, Mustafa. “Anonim Şirketlerde Kâr Payı Alma Hakkını Kısıtlayan Unsurlar”, Mali Çözüm Dergisi, (Kasım-Aralık) 2013, s.89-97. ([http : // archive. ismmmo. org. tr / docs/ malicozum/ 120malicozum / 9 mustafa yavuz . pdf](http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/120malicozum/9_mustafa_yavuz.pdf), Erişim: 13.04.2015), (Kâr Payı).
- YAYLA, Ümit. “Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Kaydi Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, Bankacılar Dergisi, S.71, 2009, s.104-115.
- YEŞİLKAYA, Sezgin Cüneyt. Tahvil, Bono ve Borsa Kazançlarının Vergilendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009.
- YILDIZ, Şükrü. Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul, 1996.
- YILDIZ, Şükrü. “Avrupa Birliğinin Anonim Şirketlerde Kuruluş ve Sermayenin Korunmasına İlişkin 13 Aralık 1976 Tarih ve 77/91/EEC İkinci Konsey Yönergesi”, Prof. Dr. Hayri Domaniç’e 80. Yaş Günü Armağanı, C.I, İstanbul, 2001, s.599-626 (Yönerge).

- YILDIZ, Şükrü. Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, 1. B., Ankara, (Ocak) 2004 (Eşit İşlem).
- YILMAZ, Asuman. Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Şirketler Topluluğuna Güvenden Doğan Sorumluluk, 1. B., İstanbul, (Ekim) 2010 (Güven).
- YILMAZ, Ejder. Hukuk Sözlüğü, 9. B., Ankara, 2005.
- YILMAZ, Erdal. “Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, (Ocak) 2014, s.81-100, [http :// www.mufad.org.tr /journal/ attachments/ article /727/6. pdf](http://www.mufad.org.tr/journal/attachments/article/727/6.pdf), Erişim: 15.06.2015 (Sukuk).
- YILMAZ, Eyüp. Bankacılıkta ve Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Düzenlemeleri, SPK Yeterlik Etüdü, 1. B., Ankara, (Nisan) 2003 (Bağımsız Denetim).
- YILMAZ, Gülşah. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İle Borsanın Hukuki Sorumluluğu, 1. B., Ankara, (Aralık) 2012.
- YILMAZ, Yavuz. Halka Arza Aracılıkta Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, Doktora Tezi, İstanbul, 2005 (Yatırımcının Korunması).
- YILDIRIM, Ayça Akkayan. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler Konut Finansmanı Sistemi Çerçevesinde, İstanbul, (Aralık) 2013.
- YILMAZ, Yavuz, Halka Arza Aracılıkta Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması, Doktora Tezi, İstanbul, 2005 (Yatırımcının Korunması).
- YÜKSEL, Ali Sait/ RODOPLU, Gültekin. Sermaye Piyasası, İstanbul, 1980.
- YÜKSEL, Ali Sait/ YÜKSEL, Aslı/ YÜKSEL, Ülkü. Bankacılık Hukuku ve İşletmesi, 10. B., İstanbul, 2004 (Bankacılık).
- YÜKSEL, Ali Sait/ YÜKSEL, Aslı/ YÜKSEL, Ülkü. Banka Yönetimi El Kitabı, 1. B., İstanbul, (Nisan) 2002 (Banka Yönetimi).
- ZEVKLİLER, Aydın/ ERTAŞ, Şeref/ HAVUTÇU, Ayşe/ AYDOĞDU, Murat/ CUMALIOĞLU, Emine. Borçlar Hukuku Genel Hükümler ve Özel Borç İlişkileri Ana İlkeler, İzmir, 2. B., (Kasım) 2013.
- ZEVKLİLER, Aydın/ GÖKYAYLA, K. Emre. Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 13. B., Ankara, (Eylül) 2013.