

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER

Yüksek Lisans Tezi

Gökhan AYDOĞAN

Ankara- 2013

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER

Yüksek Lisans Tezi

Gökhan AYDOĞAN

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Korkut ÖZKORKUT

Ankara- 2013

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER

Yüksek Lisans Tezi

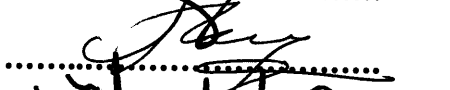
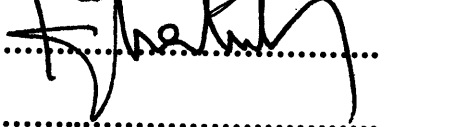
Tez Danışmanı : Doç. Dr. Korkut ÖZKORKUT

Tez Jüri Üyeleri

Adı ve Soyadı

Prof. Dr. Selal GÖLGE
Prof. Dr. Asuman TURANOY
Doç. Dr. Murat ÖZKORKUT

İmza

Tez Sınavı Tarihi 28.3.2013

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	I
KISALTMALAR	VIII

GİRİŞ

I.KONUNUN TAKDİMİ	1
II.TEZ PLANI VE KONUNUN SINIRLANDIRILMASI	2

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER

I. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	5
1-Genel Olarak	5
2-Pay Senetlerine Dönüştürme Hakkı Veren Tahviller	6
II. TARİHİ GELİŞİM	11
1-Amerika Birleşik Devletleri'nde.....	11
2-Almanya'da.....	14
3-İsviçre'de	18
4-Türkiye'de.....	19
A-1926 ve 1956 Tarihli Türk Ticaret Kanunları.....	19
B-Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu ve Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muaflıklar Verilmesine Dair Kanun	21

C-2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurul Tebliğleri	25
D-6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu	26
E- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.....	29
III. YARARLARI VE SAKINCALARI.....	30
1-İhraççı Şirket Açısından	30
2-Yatırımcı Açısından.....	34
IV. HUKUKİ NİTELİĞİ.....	37
1-Kıymetli Evrak Niteliği	37
2-Temelindeki Hukuki İlişkinin Niteliği.....	41
3-Menkul Kıymet Niteliği.....	45
A-İlgili Düzenlemeler	45
a-6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre	45
b-2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve Seri:II No:22 Sayılı Tebliğ’e Göre	46
c-6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre	51
B-Hukuki Sonuçları	54
4-Hibrit Menkul Kıymet Niteliği	59
5-Ticari İş Niteliği.....	60
V. BENZER KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI	67
1-Değiştirilebilir Tahviller	67
2-Opsiyonlu Tahviller	68
3-Varantlar	71

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİL İHRACI

I. TARAFLAR.....	75
1-İhraççı	75
2-Yatırımcı	80
3-Aracı Kurum veya Banka	81
II.İHRAÇ SÜRECİ	84
1-Yetkili Organ Kararı	84
A-Yetkili Organ	84
B-Toplantı ve Karar Nisapları	90
a-Genel Kurul Kararıyla HDT İhracında	90
b-Yönetim Kurulu Kararıyla HDT İhracında	94
C-Kararın Ön Koşulları.....	95
a-Mülga Ön Koşullar	96
b-HDT İhraç Limitinden Doğan Ön Koşullar.....	98
aa-HDT İhraç Limitinin Belirlenmesi	99
aaa-TTK ve SerPK’nın İlgili Düzenlemeleri.....	99
i-Genel Olarak	99
ii-Kayıtlı Sermaye Sistemini Benimseyen Anonim Şirketlerin Gerçekleştireceği İhraçlarda HDT’ler İçin Özel Sınır	103
iii-Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Kapsamında Gerçekleştirilecek İhraçlarda Özel Sınır.....	109

bbb-Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ve 2009/15344 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı.....	110
ccc-SPK'nın 1/2 Sayılı İlke Kararı	114
bb-Miktarın Belirlenmesinin Önemi.....	116
c-HDT İhraç Edilebilecek Azami Miktara Aykırılığın Yaptırımları ..	119
aa-Yetkili Organ Kararının Sakatlığı.....	119
aaa-Genel Kurul Kararıyla HDT İhracında	119
bbb-Yönetim Kurulu Kararıyla HDT İhracında	123
ccc-İptal Davası Açılmasının ve İptal Kararının Kesinleşmesinin Sonuçları.....	127
bb-Ticaret Sicili İşlemleri	131
cc-SPK İşlemleri	134
D-Kararın Kapsamı	136
2-Kararın Yerine Getirilmesi	140
3-Derecelendirme Yapılması	142
4-İzahnamenin Onaylanması Zorunluluğu.....	145
A-Genel Olarak	145
B-İzahnamenin İçeriği	147
C-Kurul'a Ödenecek Ücret	150
D-İzahnamenin Onaylanması.....	152
E-İzahnamenin Yayımlanması ile Diğer İlân ve Reklamlar	155
5-Satış.....	157
6-Satış Sonuçlarının Kurul'a Bildirilmesi ve Satılamayan Tahvillerin İptali...	159
7-Borsaya Kotasyon	160

A-2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve İMKB'nin İlgili Düzenlemeleri	160
B-6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun İlgili Düzenlemeleri.....	165
III. SERİ:II NO:22 SAYILI TEBLİĞ'E GÖRE HDT'LERİN İHRAÇCI PAYLARINA DÖNÜŞTÜRÜLMESİ	168
1-İtfa Planına Bağlı Dönüştürme	168
2-Ortaklığın Talebine Bağlı Dönüştürme	171
3-Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Dönüştürme	173
4-Ortak Hükümler	175
5-Değerlendirme	178
IV. DÖNÜŞTÜRME HAKKININ SONA ERMESİ	182

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TARAFLARIN HAK VE BORÇLARI, BAZI ÖZEL DURUMLAR VE İLGİLİLERİN KORUNMASI

I.TARAFLARIN HAK VE BORÇLARI	187
1-HDT'lerin Yatırımcılara Teslimi ve Bedelin Şirkete Ödenmesi	187
2-Anapara Güvencesi	192
3-Faiz	193
4-Dönüştürme.....	196
A-Genel Olarak	196
B-Hukuki Nitelik	199
C-Sonuçları	202

II.ÖZEL DURUMLAR..... 206

1-Dönüştürme Haklarını Kullanan HDT Sahiplerine Verilecek Payların Temini	206
A-Genel Olarak.....	206
B-Sermaye Artırımı Yapılması Yoluyla Payların Temini	209
a-Esas Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Yoluyla	215
b-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Yoluyla	217
c-Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Yoluyla	221
C-Sermaye Artırımı Yapılmaksızın Payların Temini	230
2-HDT’lerin Devri	238
3-Sürelı Anonim Şirketlerin HDT İhraç Edip Edemeyecekleri Sorunu	244
4-HDT İhraççısı Şirketin İflası	246

III.İLGİLİLERİN KORUNMASI..... 251

1-Pay Sahiplerinin Korunması	252
A-Tahsisli Satış Yönteminin Tercih Edilmesi	253
B-Halka Arz Yönteminde İşlem Sınırlandırmalarından Yararlanılması ...	253
C-Pay Sahiplerine HDT’ler Üzerinde Rüçhan Hakkı Tanınması ve “Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı	254
a-Terminoloji	255
b-Hakkın Hukuki Niteliği ve Kapsamı	257
c-Hakkın Sınırlandırılması veya Kaldırılması	261
2-HDT Sahiplerinin Korunması.....	264
A-Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmede Pay Sahiplerinin Sorumluluğu.....	266

B-Payın Devri Sınırlandırmalarına Karşı Korunma	267
C-Diğer Durumlara İlişkin Korunma	268
SONUÇ.....	271
KAYNAKÇA	287
ÖZET.....	300
ABSTRACT	301

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
AktG	: Aktiengesetz (Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu)
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
B.	: Band (Cilt-Sayı)
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch (Alman Medeni Kanunu)
bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
DET	: Değiştirilebilir Tahvil
dpn.	: Dipnot
EDÇKn.	: Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu
EÜHFD	: Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
GÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
HDT	: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil, Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahvil
HMK	: Hukuk Muhakemeleri Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kotasyon Yönetmeliği:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği
Krş.	: Karşılaştırınız
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu

m.	: Madde
MKK	: Merkezî Kayıt Kuruluşu
Mük.	: Mükerrer
No., Nr.	: Number (Numara)
OR	: Obligationenrecht (İsviçre Borçlar Kanunu)
RG.	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
eSerPK	: 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TCMBK	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu
Tebliğ	: Seri:II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TST	: Ticaret Sicili Tüzüğü
TSY	: Ticaret Sicili Yönetmeliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
Vol.	: Volume (Sayı)

Y. : Yıl

YKD. : Yargıtay Kararları Dergisi

GİRİŞ

I. KONUNUN TAKDİMİ

Anonim şirketlerin mali kaynak elde edebilmek amacıyla başvurdukları bir finansal araç olan tahviller, klasik anlamıyla sahibine anaparanın korunması güvencesiyle birlikte faiz hakkı verirler. Ancak tahvillerin yatırımcılar açısından daha çekici hale getirilmesi amacıyla bu borçlanma aracına farklı hukuki semerelerin bağlanması düşüncesi gelişmiştir. Bu düşünce tahvilleri ihraççı şirket ile tahvil sahibi arasında kurulan basit bir ödünç ilişkisi olmaktan çıkartmış; farklı menfaatlerin söz konusu olduğu çeşitli hakların bu hukuki ilişki içerisine dâhil olması sonucunu doğurmuştur.

Faizden farklı hukuki semereler sunan tahviller, çok çeşitli olmakla birlikte, bunların arasında anonim şirket paylarının elde edilmesi imkânı sunan tahviller, “hisse senedine dönüştürülebilir tahvil”, “değiştirilebilir tahvil”, “opsiyonlu tahvil” gibi terimlerle ifade edilen türlere ayrılmaktadır. Çalışmanın konusunu, sahibine tahvilini ihraççı şirket paylarına dönüştürme hakkı sunan “hisse senedine dönüştürülebilir tahvil (HDT)” oluşturmaktadır.

Yabancı ülkelerde uzunca bir geçmişe sahip ve sık kullanılan bir finansman aracı olan HDT’ler, ülkemizde henüz yaygınlık kazanamamıştır. Anonim şirket tahvillerinin gelişiminin önündeki engellerin yanı sıra HDT sahiplerinin ve ihraççı şirket pay sahiplerinin haklarını koruyucu ve HDT’lere işlerlik kazandıracak bir hukuki yapının oluşturulamaması bu durumun temel sebeplerini oluşturmaktadır.

Kanun koyucu, tarihsel süreç içerisinde, anonim şirketlerin duydukları sermaye ihtiyacını gidermede HDT’lerin önemli bir araç olduğu bilinciyle hareket

etmiştir. Öyle ki, Türk hukukuna 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu (eSerPK) ile dâhil olan kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımının ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)¹ ile dâhil olan şarta bağlı sermaye artırımının düzenlenme gerekçelerinden biri, HDT'lere işlerlik kazandıracak yasal zeminin kurulması amacıdır. Ayrıca, 6102 sayılı TTK ile birlikte anonim şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin olanağın esnekleştirilmesi ile birlikte dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların sermaye artırımı yapılmaksızın temin edilmesinin önü açılmıştır.

HDT'lere yabancı hukuk sistemlerinde ve sermaye piyasalarında verilen önem ve hukuk sistemimizde yürürlüğe konulan yeni düzenlemeler bağlamında konunun incelenmesi gerekliliği “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”in tez konusu olarak belirlenmesinde etkili olmuştur. 6102 sayılı TTK ile getirilen yeni olanaklara sermaye piyasası mevzuatının tam uyumunun sağlanması ile birlikte, HDT'ler tasarrufların sermaye piyasasına aktarılmasında ve anonim şirketlerin finansmanında önemli bir rol oynayacaktır.

II. TEZ PLANI VE KONUNUN SINIRLANDIRILMASI

HDT'ler, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK)² ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”

¹RG. 14.02.2011, S. 27846. Çalışmada kullanılan “TTK” kısaltması, aksi belirtilmedikçe, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nu ifade etmektedir.

²RG. 30.12.2012, S. 28513. Çalışmada kullanılan “SerPK” kısaltması, aksi belirtilmedikçe, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu ifade etmektedir.

(Tebliğ)³ düzenlemeleri ekseninde ele alınmıştır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun yorumlanmasında, 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu ile bu Kanun döneminde elde edilen doktrinel birikimden yararlanılmıştır. Ayrıca HDT ihracıyla ilgili olabilecek diğer düzenlemeler de göz önünde bulundurulmuştur. Bu çerçevede olmak üzere, HDT’ler üç ana bölümde incelenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, yabancı hukuk sistemleri göz önünde bulundurularak HDT’lerin kavramsal çerçevesi irdelenmiştir. Aynı şekilde, yabancı ülkelerde ve Türkiye’de HDT ihracılarının ve ilgili mevzuat hükümlerinin tarihsel gelişim süreci ortaya konulmaya çalışılmıştır. İhraççı şirketler ve yatırımcılar açısından ayrı ayrı ele alınarak HDT ihracından doğabilecek yarar ve sakıncalar belirtilmiştir. HDT’lerin ve HDT ihracının hukuki niteliğine ilişkin tespitlerde bulunulmuş ve son olarak benzer finansal araçlarla karşılaştırılması yapılarak taşıdığı farklılıklar üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde, yürürlükteki hukuka göre HDT ihraç süreci ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bu bölümde, HDT ihracına yönelik yetkili organ kararının alınması ile başlayan ve satışın tamamlanmasına kadar süren ihraç süreci, 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Seri:II No:22 sayılı Tebliğ çerçevesinde ve 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilgili düzenlemelerine de değinilerek aktarılmıştır. Ayrıca Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de öngörülen dönüştürme esasları ile birlikte dönüştürme hakkının son bulmasına yol açan haller irdelenmiştir.

³RG. 21.01.2009, S. 27117. Çalışmada kullanılan “Tebliğ” kısaltması, aksi belirtilmedikçe, Seri:II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”i ifade etmektedir.

Nihayet, üçüncü ve son bölümde HDT sahipleri ile ihraççı şirketin hak ve borçları ile HDT ihracında söz konusu olabilecek bazı özel durumlar ve ilgililerin korunması konularına yer verilmiştir. Özel durumlar kapsamında, HDT ihracının önündeki en önemli engellerden biri olarak görülen dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların temin edilmesi, HDT'lerin devri, sürekli anonim şirketlerin HDT ihraç edip edemeyecekleri sorunu ve HDT ihraççısı şirketin iflâsının HDT sahiplerinin haklarına etkisi incelenmiştir. Üçüncü bölümün son kısmında ise HDT ihracının tercih edilmesinde ve HDT'lere piyasada oluşacak talep üzerinde etkili olmaları sebebiyle HDT'lerin işlerlik kazanabilmesi için en önemli konulardan bir diğerini teşkil eden pay sahiplerinin ve HDT sahiplerinin korunması konularına değinilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER

I. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1-Genel Olarak

Tahvil sözcüğü dilimizde farklı anlamlarda kullanılmaktadır. Kelime anlamı olarak “*cins değiştirme*”, “*çevirme*”, “*dönüştürme*”⁴ gibi anlamların yanı sıra “*devletin, ortaklıkların veya kurumların borç sağlamak amacı ile çıkarttıkları senetler; ihraç vadesi bir yıldan uzun menkul kıymet*”⁵ anlamına da gelmektedir.

Batı dillerinde borçlanma aracı olan tahvili ifade etmek amacıyla kullanılan terimler incelendiğinde, İngiltere ve ABD hukukunda “*bond*” ve “*debenture*”, Alman ve İsviçre hukukunda ise “*Schuldverschreibung*” ve “*Anleihe*” terimlerinin kullanıldığı görülmektedir. Belirtilen ülkelerde kullanılan terimlerin bir yükümlülüğü, borcu ifade eden “*obligation*” kavramı ile açıklandığı⁶ ve bu borcun bağlandığı senet anlamını taşıdığı göz önünde bulundurulduğunda, Türk hukukunda

⁴Bkz. Türkçe Sözlük (Türk Dil Kurumu), 11. Bası, Ankara 2010, s. 2246.

⁵Yılmaz, E.: Hukuk Sözlüğü, Ankara 2011, s. 1312.

⁶Garner, B. A.: Black’s Law Dictionary, 8. Edition, USA. 2007, s. 187, 430; Herbst, R.: Dictionary of Commercial, Financial and Legal Terms, 3. Edition, Zug 1968, s. 118, 119; Metzger, P.: Schweizerisches juristisches Wörterbuch, Bern/Stuttgart/Wien 1996, s. 37.

Tahvili ifade etmek için Latince’de kullanılan terim “*obligatio*” dur (Tekil, F.: Anonim Şirketler Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1998, s. 460). “*Obligatio*” terimi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Georges, K. E.: Ausführliches Lateinisch-Deutsches Handwörterbuch, B. II, 9. Auflage, Hannover 1913, s. 1247; Kabağaç, S./Alova, E.: Latince Türkçe Sözlük, İstanbul 1995, s. 396.

bu kavramın karşılığı olarak benimsenen ve tür değiştirme anlamını taşıyan “*tahvil*” teriminin söz konusu ilişkiyle uyum içerisinde olmadığı düşünölmektedir⁷.

Kanun koyucu borç senedi niteliğindeki tahvili 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun 420. maddesinde “*anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri*” olarak tanımlamıştır. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda (TTK) ise 6762 sayılı Kanun’dan farklı olarak tahvilin yasal bir tanımına yer verilmemiştir.

6762 sayılı Kanun’da yer alan tanımdan da anlaşılaacağı üzere, tahviller en yalın ifadeyle, anonim şirketlerin bütönlük arz eden borcunun kıymetli evrak niteliğindeki parçalarını ifade eden senetlerdir. Bu senetler ile tahvil ihraç eden şirket ile tahvil sahibi arasında koşulları ilgili yasal düzenlemelerin çizdiği sınırda ve izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde bir hukuki ilişki kurulmuş olmaktadır. Ancak anılan yasal tanımla birlikte ikincil düzenlemeler ve doktrin bir arada değerlendirildiğinde bu senetlerin karakteristik vasıflarıyla bütönlük yönlerini kavrayabilmek mümkün olabilir.

2-Pay Senetlerine Dönüştirme Hakkı Veren Tahviller

şirketler, esas sözleşmelerinde yazılı işletme konularını gerçekleştirebilmek ve amaçlarına ulaşabilmek için bulundukları ticari faaliyetlerinde mali kaynak ihtiyacı içerisine girebilirler. Bu durumda, şirket, sermaye artırımını yoluyla ya da para

⁷“Tahvil” teriminin eleştirisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Poroy, R.:** Değiştirilebilir Tahviller, Ord. Prof . Dr. Ernst E. Hirsh’e Armağan, Ankara 1964, s. 479; **Erem, T. S.:** Ticaret Hukuku Prensipleri (C. II Ticaret şirketleri), 3. Bası, İstanbul 1969, s. 317, dpn. 62.

piyasasından kredi temin ederek ihtiyaç duyduğu sermaye ihtiyacını giderebileceği gibi tahvil ihraç ederek bu borçlanma aracının sağladığı olanaklardan yararlanabilir.

Klasik anlamıyla tahvil, ihraççının⁸ belirli bir vade sonunda anaparanın yanı sıra oranı önceden kararlaştırılmış bir faiz borcunu ödemekle yükümlü olduğu bir borçlanma aracı iken gelişen ekonomik ihtiyaçlar ve bu ihtiyaçların sermaye piyasası hukukunda beraberinde getirdiği hızlı değişim ve gelişim tahvilin klasik anlamından farklılaşmasına yol açmıştır. Bunun sonucu olarak, tahvil yatırımcısına, anapara ve faiz ile birlikte veya faiz hakkı söz konusu olmaksızın başka hak ve menfaatlerin sunulması düşüncesi gelişmiştir. Bu düşünce tahvili basit bir ödünç ilişkisi olmaktan çıkartmış ve farklı menfaatlerin söz konusu olduğu çeşitli hakların bu hukuki ilişki içerisine girmesi sonucunu doğurmuştur.

Yatırımcısına sahip olduğu tahvili ihraççı şirketin veya başka şirketlerin payları (pay senetleri)⁹ ile değiştirme hakkı veren tahviller, mevzuatımızda, 6102

⁸2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Türkçe'nin dilbilgisi kurallarına aykırı olarak "ihraççı" ifadesinin kullanılması sebebiyle, kanuni ifade şekline uyum açısından doktrinde bu ifade yaygın olarak kullanılmıştır. Ancak 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile bu hata giderilmiştir. Bu durum göz önünde bulundurularak, çalışmada, düzenlemelerin aynen aktarımı hariç olmak üzere, "ihraççı" ifadesi tercih edilmiştir.

⁹6102 sayılı TTK'da "hisse senetleri" yerine "pay senetleri" terimi kanuni terim olarak benimsenmiştir (bkz. TTK "Madde Gerekçeleri", m. 484). Aynı zamanda bu Kanun'da anonim şirket sermayesinin bölünmesi sonucu oluşan birimi ifade eden "pay" terimi, borsaya kote edilen şirket paylarının Merkezî Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde kaydi olarak yer alması ve bu paylar için fiziki varlığı olan "senet" bastırılmaması, bastırılanların da imha edilerek "kaydi haklar" düzenine geçilmesi nedenleriyle bu şirketler açısından "pay senedi" kavramını karşılayacak anlamda da kullanılmıştır (bkz. TTK "Madde Gerekçeleri", m. 493). Kanun koyucunun belirtilen tercihlerine paralel olarak bu çalışmada,

sayılı Türk Ticaret Kanunu, 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu başta olmak üzere değişik kanunlarda ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK, Kurul) düzenlemelerinde yer bulmuştur.

6102 sayılı TTK’da şarta bağlı sermaye artırımının düzenlendiği 463 ilâ 472. maddeleri arasında sermayenin şarta bağlı artırılmasını sağlayan bir araç olarak “*değiştirme ve alım hakkı*” içeren tahvillere ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. HDT’ler bu düzenlemelerde değiştirme hakkı içeren tahvillerin kapsamına dâhildir.

2499 sayılı mülga SerPK’nın 14. maddesinde “hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil”ler¹⁰ genel olarak düzenlenmiştir. Bu maddenin birinci fıkrası ile SPK, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin şeklini, çıkarılma ve değiştirme şart ve usullerini belirleme ile yetkili kılınmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu da bu yetkiye dayanarak ilk olarak Seri:II No:3 sayılı “Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği”¹¹ ile HDT’leri düzenlemiştir. 1992 yılında 3794 sayılı Kanun¹² ile SerPK üzerinde yapılan kapsamlı değişikliklerden sonra Seri:II No:15 sayılı “Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği”¹³ ile Seri:II No:3 sayılı Tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. Nihayet, son olarak Seri:II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar

düzenlemelerin aynen aktarımı hariç olmak üzere, “hisse senedi” terimi yerine “pay senedi” tercih edilmiş; “pay” terimi, “pay senedi” kavramını da kapsar şekilde kullanılmıştır.

¹⁰Hukuk sistemimizde aynı kavramı ifade etmek üzere kullanılan farklı terimler olan “hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil” ve “hisse senedine dönüştürülebilir tahvil” bu çalışmada “HDT” kısaltması ile ifade edilmiştir.

¹¹RG. 12.05.1982, S. 17692.

¹²RG. 13.05.1992, S. 21227.

¹³RG. 14.07.1992, S. 21284.

Hakkında Tebliğ” ile bu alanda düzenlemeler getirilmiştir. Hemen belirtelim ki, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ önceki tebliğlerden farklı olarak sadece HDT'lere özgü düzenlemeler içermemektedir. Bu Tebliğ’de HDT’lerin yanı sıra genel olarak tahviller, değiştirilebilir tahviller, finansman bonoları, altın, gümüş ve platin bonoları, banka bonoları ve bu Tebliğ’de sayılmamakla birlikte, niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu Kurul tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemeler bir arada toplanmıştır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ incelendiğinde, tahvillerin pay senedine çevrilebilmesi olanağı veren iki tahvil türü olarak “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*” ve “*değiştirilebilir tahvil*” (DET) karşımıza çıkmaktadır. Anılan Tebliğ’in “*Tanımlar ve Kısaltmalar*” kenar başlıklı 3. maddesinde bu iki tahvil türü tanımlanmıştır. Buna göre hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, “*ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetleri*” ifade eder (m. 3/1-f). Kurul’un Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer verdiği “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*”, bu Tebliğ’in yürürlüğe girmesinden önceki tebliğlerde ve SerPK’nın 14. maddesinde “*hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil*” terimi kullanılarak düzenlenmiştir. Bu tahvil türünde, tahvil sahibinin değiştirme hakkını kullanmak istemesi halinde verilecek pay senetlerini tahvil ihraççısı anonim şirketin kendi pay senetleri olacaktır. Önceki düzenlemelerde “*hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil*”lerin başka bir anonim şirket payları ile değiştirme hakkını içermemesi ve bu

hakkı içeren ayrı bir tahvil türüne yer verilmemesi doktrinde eleştirilmiştir¹⁴. Bu eleştirilerin bir sonucu olarak, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de değiştirilebilir tahvillere yer verilmiştir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer alan tanıma göre değiştirilebilir tahvil, *“ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetleri”* (m. 3/1-d) ifade eder. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile *“değiştirilebilir tahvil”*lerin (*exchangeable bonds, Umtauschanleihen*) değiştirme hakkı içeren yeni bir tahvil türü olarak hukuk sistemimize dâhil olmasıyla birlikte ihraççı şirketler, başka şirketlere ait paylar ile değiştirme hakkı veren tahvil ihraç etme olanağına kavuşmuştur. Önceki düzenlemelerdeki *“hisse senediyle değiştirilebilir tahvil”*ler yerine de *“hisse senedine dönüştürülebilir tahvil”*ler (*convertible bonds, Wandelanleihen*) terimi tercih edilmiştir. Bu tercih ile söz konusu tahvil türleri, yabancı hukuk sistemlerinde yapılan ayrımlara paralel olarak farklı terimlerle adlandırılmıştır. Aralarındaki temel farklılık ise tahvil yatırımcısının sahip olduğu hakkını kullanmak istemesi halinde elindeki tahvil karşılığında elde edebileceği payların ihraççı şirkete mi yoksa bir başka şirkete mi ait olacağı noktasındadır¹⁵.

¹⁴**Tekinalp, Ü. (Poroy, R./Çamoğlu, E.):** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11. Bası, İstanbul 2009, s. 727.

¹⁵Değiştirme ve dönüştürme haklarının, ilgili mevzuat hükümlerinde eş anlamlı olarak kullanılması hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. s. 25-29, 196-198. Aynen aktarılan düzenlemeler hariç olmak üzere, bu çalışmada, terim birliğini sağlamak adına, tez başlığı ve bu borçlanma aracı için yabancı hukuk sistemlerindeki yaygın kullanıma paralel olarak “dönüştürme hakkı” ifadesi tercih edilmiştir.

Nihayet, SerPK’da, eSerPK’dan farklı olarak, HDT’ler hakkında genel ve doğrudan nitelikte bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Ancak kayıtlı sermaye sisteminin düzenlendiği 18. maddede “*pay ile değiştirilebilir tahvil*” terimi ile HDT’lere işaret edilmiştir (m. 18/9).

II . TARİHİ GELİŞİM

1-Amerika Birleşik Devletleri’nde

Dönüştürme hakkını içeren ilk kıymetli evrakın 17. yüzyılın başlarında İngiltere’de tedavüle çıkarıldığı ve ilk dönüştürmenin tahvilin pay senedine dönüştürülmesi şeklinde değil, pay senedinin tahvile dönüştürülmesi şeklinde gerçekleşmiştir¹⁶. Dönüştürülebilir senet ihracına ilk olarak İngiltere’de rastlanılmasına rağmen HDT’lerin ABD’deki uygulamasının bu borçlanma aracının yaygınlaşmasındaki etkisi açısından özel bir önem taşıdığı kabul edilmektedir. Öyle ki, ABD, HDT’lerin anavatanı olarak kabul edilmektedir¹⁷. Geçmişten bugüne en yaygın şekilde ABD’de kullanıldığı¹⁸ göz önünde bulundurulduğunda ABD uygulaması daha da önem kazanmaktadır.

ABD’de ilk *convertible bond* ihracını 1843 yılında özel bir demiryolu şirketi (*New York and Erie Railroad Company*) gerçekleştirmiştir¹⁹. Bu ihraç sonrasında

¹⁶**Herzog, H.:** Options- und Wandelanleihen schweizerischer Gesellschaften, Bern/Stuttgart 1991, s. 43; **Wilson, R. S./Fabozzi, F. J.:** Corporate Bonds, Structures&Analysis, Pennsylvania 1996, s. 152, dpn. 2.

¹⁷**Dallwig, K.:** Convertible Bonds, Würzburg 1935, s. 2.

¹⁸**Choudhry, M.:** Corporate Bonds and Structured Financial Products, London 2004, s. 170.

¹⁹**Huppertz, H.:** Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere “Mischformen”, New York 1930, s. 12.

HDT'ler 19. yüzyılın ikinci yarısında da yine demiryolu sektöründe sıklıkla kullanılan bir finansman aracı olmuştur²⁰. 1861-1865 yılları arasında yaşanan Amerikan İç Savaşı sonrası yaşanan ekonomik kriz ortamında demiryolu inşası için pay senetleriyle değiştirme hakkı veren tahviller finansal bir araç olarak kullanılmıştır²¹. 20. yüzyılın henüz başlarında 1905 ve 1906 yılları ile 1928-1930 yılları arasında yüksek ihrac hacimlerine ulaşılmıştır²². Ayrıca modern anlamda HDT piyasasının oluşumu 1950'li yıllarda yine ABD'de gerçekleşmiştir²³.

ABD hukukunda borçlanma araçlarının başlıcalarını “*note*”, “*bond*” ve “*debenture*” oluşturmaktadır. “*Note*” terimi kısa vadeli ve genellikle teminatsız borç senetlerini ifade ederken; “*bond*” bir taşınmaz veya finansal araçla teminat altına alınmış uzun vadeli borçlanma aracını ifade eder. “*Debenture*” ise yine uzun vadeli bir borçlanma aracı olmakla birlikte herhangi bir teminata sahip değildir²⁴. ABD Menkul Kıymetler Kanunu (*Securities Act of 1933*) m. 2'de bu borçlanma araçlarının menkul kıymetlerin (*securities*) örneklerinden olduğu hükme bağlanmıştır. Belirtilen

²⁰The Railway Company Chicago, Milwaukee&St. Paul Railway 1860 ve 1880 yılları arasında “convertible bond” ihracı yoluna gitmiştir (bkz. **Stefanini, F.**: Investment Strategies of Hedge Funds, Chichester 2006, s. 101, 102).

²¹**Rasch, H.**: Wandel-Schuldverschreibungen (Convertible Bonds) nach nordamerikanischem und deutschem Recht, Mannheim/Berlin/Leipzig 1929, s. 4.

²²**Herzog**, s. 43, 44. 1901 yılında *Baltimore&Ohio Railroad* 15 milyon, *Union Pacific Railroad* 100 milyon dolarlık; 1906 yılında ise *American Telephone&Telgraph Company* 150 milyon dolarlık bir ihrac gerçekleştirmiştir (bkz. **Stefanini**, s. 101).

²³**Stefanini**, s. 101.

²⁴**Bainbridge, S. M.**: Corporation Law and Economics, New York 2002, s. 68; **Wilson/Fabozzi**, s. 5-7.

düzenlemeye paralel olarak “*convertible securities*” terimi de dönüştürülebilir menkul kıymetleri ifade etmektedir.

ABD hukukunda pay senetleriyle değiştirme hakkı veren tahviller tahvil sahibine ihraççı şirketin paylarına dönüştürme hakkı veren “*convertible bond*” ve ihraççı şirketin dışındaki şirketlerin paylarıyla tahvili değiştirme hakkı veren “*exchangeable bond*” olmak üzere iki tür olarak karşımıza çıkmaktadır²⁵. Bu iki finansal araç da dönüştürülebilir menkul kıymetlerin alt dallarını oluşturmaktadır. Ancak ABD hukukunda dönüştürülebilir menkul kıymetler bunlardan ibaret değildir. Şirketlerin ihraç ettiği bir başka menkul kıymete dönüştürülebilir bütün menkul kıymetler “*convertible securities*” terimi ile ifade edilmekte olup bunların en yaygın tiplerini dönüştürülebilir tahviller (*convertible bonds*) ile dönüştürülebilir pay senetleri (*convertible preferred stock*) oluşturmaktadır²⁶. Hemen belirtelim ki ABD’de “*note*”, “*bond*” ve “*debenture*” olarak tahvillerin vadesine ve garantili olup olmamasına göre yaratılan terminoloji farklılığı dönüştürülebilir tahviller açısından da geçerli olmakla birlikte, “*convertible bond*” terimi sıklıkla “*convertible note*” ve “*convertible debenture*” yerine de kullanılmaktadır²⁷.

Kayıtlı sermaye sisteminin kullanılması ve şirketin kendi paylarını iktisap edebilme imkânının varlığı ABD’de pay senedine dönüştürülebilir tahvillerin yapısına uygun bir zemin hazırlamıştır²⁸. HDT’lerin ABD’de gelişip yaygınlaşması, bu imkânların varlığı ile açıklanabilir. Kuşkusuz, sermaye piyasalarının bu ülkedeki gelişmişliği de etkili olmuştur. Ancak HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını

²⁵Fabozzi, F. J.: Bond Markets, Analysis and Strategies, 7. Edition, New Jersey 2010, 465-467.

²⁶Bainbridge, s. 70.

²⁷Wilson/Fabozzi, s. 151.

²⁸Poroy, s. 484; İmregün, O.: Anonim Ortaklıklar, 4. Bası, İstanbul 1989, s. 424.

kullanmaları halinde, şirketin bu kişilere verilecek pay senetlerinin nasıl temin edileceği sorunu, bu tahvil türünün kullanılmasının önündeki önemli engellerden biridir. Gerçekten şirketin sermaye artırımına gitmesiyle oluşturulacak yeni payların dönüştürme haklarını kullanan tahvil sahiplerine sunmak istemesi halinde sermaye artırım süreci ve süreçte yaşanabilecek problemler tahvil sahiplerinin haklarını zarara uğratma tehlikesini içinde barındırmaktadır. Anonim şirketlerde esas sözleşme ile belirlenmiş ve ticaret siciline tescil olunmuş azami bir miktara kadar bazı formalitelere bağlı olmaksızın, yönetim kurulu kararı ile sermayenin artırılması olarak tanımlanan²⁹ kayıtlı sermaye sistemi, yeni oluşturulacak payların tahvil sahiplerine sunulmasını kolaylaştırmaktadır. Yine, şirketin tercihiyle bağlı olarak, sermaye artırımına gidilmeksizin, tahvil sahiplerine pay senetlerinin sunulması için kendi paylarını elinde bulundurabilme imkânına sahip olabilmesi gerekir. Bu durumda, şirketin doğrudan elinde bulundurduğu payları tahvil sahiplerine devretmesi ile bu sorun aşılmaktadır.

2-Almanya’da

Pay senedine dönüştürülebilir tahvillerin Kıta Avrupası hukuk sisteminde ilk olarak Almanya’da ihraç edilmiştir³⁰. ABD’de ilk defa uygulanıp yaygınlaşmaya başladığı dönemlerde HDT’lerin hukuki nitelik itibarıyla Kıta Avrupası hukuk sisteminin sermaye sistemleri ve sermayenin artırılmasına ilişkin düzenlemeleri ile uyum içerisinde olduğu söylenemez. Kıta Avrupası sisteminde ilk ihraçların

²⁹**Bahtiyar, M.:** Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul 1996, s.

34.

³⁰**Poroy,** s. 485.

Almanya’da gerçekleşmesi ve HDT ihracına uygun yapısal düzenlemelerin Avrupa’ya yayılması açılarından HDT’lerin Avrupa’daki tarihsel gelişiminde Almanya özel bir yere sahiptir.

Almanya’da ilk HDT ihracı 1857 yılında *Dortmunder Verein* tarafından yapılmıştır³¹. Bu ihraç sonrasında HDT’lere uzun süre başvurulmamış ancak kaybedilen Birinci Dünya Savaşı’nın ekonomik etkileri ve özellikle bu dönemde yaşanan enflasyon, Almanya’da sermaye temini amacıyla HDT’lere tekrar başvurulmasına yol açmıştır. Birinci Dünya Savaşı sonrasında ilk ihraç ise 1924 yılında *Harpener Bergbau A.G.* tarafından gerçekleştirilmiştir³². 1924 yılında gerçekleştirilen ihraç HDT’lerin Almanya’da yaygınlaşma sürecini başlatan ihratır. Bu dönemde HDT sahibine verilecek payların temininde genellikle şirketin yedek pay senetleri (*Vorratsaktien*) kullanılmıştır³³.

Alman Hukukunda HDT’ler, kara iştirakli tahviller (*Gewinnschuldverschreibungen*) ile birlikte Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nun (AktG) 221. paragrafında düzenlenmiştir. Anılan düzenlemedeki yasal tarife göre pay senedine dönüştürülebilir tahviller (*Wandelschuldverschreibung*), alacaklılara pay

³¹**Rusch, H.:** Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956, s. 24; **Engelhardt, C.:** Convertible Bonds im Squeeze-Out, Berlin 2007, s. 43.

³²**Dallwig,** s. 8,9.

³³**Kubilay, H.:** Hisse Senetleriyle Değıştirilebilir Tahviller, Ankara 1986, s. 26. Bazı eserlerde ilk ihraç olarak da nitelendirilen *Die Harpener Bergbau A.G.*’nin 1924 tarihli HDT ihracında da yedek hisse senetleri kullanılmıştır (bkz. **Schlegel, E.:** Convertible Bonds und ähnliche Einrichtungen, Borna-Leipzig 1931, s. 7).

Üçüncü bir kişi tarafından kendi adına ve fakat şirket hesabına taahhüt edilen hisse senetleri yedek hisse senetleri (ihtiyat hisse senetleri, *Vorratsaktien*) olarak adlandırılmaktadır (bkz. **Hirsch, E.:** Ticaret Hukuku Dersleri, 2. Bası, İstanbul 1946, s. 548).

senetleri ile değiştirme hakkı (*das Umtauschrecht*) veya yeni pay alma hakkı (*das Bezugsrecht*) tanıyan tahvilleri ifade eder.

Wandelshuldverschreibung teriminin yanında yıllar içerisinde *Wandelanleihe* terimi gelişmiş ve alacaklıların pay senetleriyle değiştirme hakkına (*das Umtauschrecht*) sahip olduğu tahvilleri ifade etmek amacıyla kullanılmıştır³⁴. O halde *Wandelanleihe*, *Wandelshuldverschreibung* kavramının bir alt türünü oluşturmaktadır. Yeni pay alma hakkı (*das Bezugsrecht*) tanıyan tahviller ise *Optionsanleihe*³⁵ olarak adlandırılmakta ve tahvil sahibinin yeni pay alma konusunda opsiyon hakkına (*das Optionsrecht*) sahip olduğu kabul edilmektedir³⁶. Bu bağlamda, Alman Hukukunda *Wandelanleihe* dar anlamda HDT’yi ifade etmekle birlikte, her iki tahvil türü de geniş anlamda HDT’lerin alt türlerini teşkil etmektedir.

Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nun 221. paragrafında HDT’lerin genel kurul kararıyla ihraç edilebileceği ve bu kararın esas sermayenin dörtte üçünü kapsayan bir çoğunluğu gerektirdiği düzenlenmiştir. Esas sözleşme ile farklı bir çoğunluk ya da ek şartlar belirlenebilmesine de izin verilmiştir. Anılan paragrafın ikinci fıkrasında HDT ihracına yönelik olarak yönetim kurulunun en fazla 5 yıl için yetkilendirilebileceği hükme bağlanmıştır. Yönetim kurulu ile gözetim kurulu başkanının HDT ihraç kararının ticaret siciline tescil etmesi gerekmektedir. Nihayet,

³⁴Engelhardt, s. 40.

³⁵Türk hukukunda yeni pay alma alma hakkı tanıyan tahviller “opsiyonlu tahviller” ve “rüçhanlı tahviller” olarak adlandırılmaktadır (bkz. **Tekinalp, Ü.**: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 63, 64).

³⁶Terminoloji konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **Hofmeister, H.**: Der Erleichterte Bezugsrechtsausschluß bei Wandelschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und Genußrechten, Frankfurt 2000, s. 23-28; **Engelhardt**, s. 39-50.

pay sahiplerinin korunması açısından son derece önem taşıyan bir düzenleme olarak, pay sahiplerinin HDT'ler³⁷ üzerinde rüçhan hakkına sahip olduğunu hükme bağlayan dördüncü fıkra gösterilebilir. Bu düzenlemeye göre ihraç edilen HDT'ler öncelikle pay sahiplerine önerilecek ve böylelikle dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların sermaye artırımını ile oluşturulması halinde, yeni payların bu kişilere HDT sahiplerine sunulabilmesi için kısıtlanan yeni pay alma hakları dolayısıyla zarar görmeleri engellenmiş olacaktır.

Almanya'da esas sermaye sisteminin sakıncalarını gidermek amacıyla kayıtlı sermaye sistemi ve şarta bağlı sermaye artırımının kabul edilmesi, HDT ihracında yaşanan yapısal güçlüklerin de aşılmasını sağlamıştır. Şarta bağlı sermaye artırımını ilk defa 1937 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda düzenlenmiştir (AktG §159-168) ³⁸. Bu sermaye artırımını yöntemi, 1965 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda da düzenleme bulmuştur (AktG §192-201).

Sermaye artırımında kolaylık sağlayan bir diğer düzenleme olarak kayıtlı sermaye sistemi, 1937 sayılı Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda ilk defa düzenlenmiştir³⁹ (AktG §169-173). Şarta bağlı sermaye artırımını yöntemine ilişkin hükümlerde olduğu gibi kayıtlı sermaye sistemine ilişkin düzenlemelere de 1965 tarihli Kanun'da da yer verilmiştir (AktG §202-206). Böylece Almanya'da HDT'lerin yaygın şekilde kullanılmasının önü açılmıştır.

³⁷Bu düzenlemeye göre pay sahipleri, HDT'lerin yanı sıra kara iştirakli tahviller (*Gewinnschuldverschreibungen*) ve intifa hakları (*Genussrechte*) üzerinde de rüçhan hakkına sahiptir.

³⁸**Biçer, L.:** Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye, İstanbul 2010, s. 54;

³⁹**Bahtiyar,** Kayıtlı Sermaye, s. 38.

Alman Medeni Kanunu'nun (BGB) 793-808 paragrafları ile Tahvil Kanunu ("*Schuldverschreibungsgesetz*", "*Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen*") tahviller hakkında genel nitelikte düzenlemeler içermektedir.

3-İsviçre'de

İsviçre'de HDT'lerin ihracı Almanya kadar uzun bir geçmişe sahip değildir. İlk ihraç 1957 yılında *Landis&Gyr Holding in Zug* tarafından gerçekleştirilmiştir⁴⁰. HDT'lerin bu ülkedeki gelişimi, Almanya'nın yapmış olduğu düzenlemelerden yararlanılması yoluyla sağlanmıştır.

Almanya'da ilk defa 1937 tarihli Kanun'da düzenlenmiş ve 1965 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda da yer verilen kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı ve şarta bağlı sermaye artırımı yöntemleri İsviçre hukukuna 01.07.1992 tarihinde yürürlüğe giren revizyon ile girmiştir. Şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin düzenlemeler, büyük ölçüde 1965 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun şarta bağlı sermaye artırımının düzenlendiği 192 ilâ 201. paragrafları arasında yer alan düzenlemelerden yararlanılarak hazırlanmıştır⁴¹. Hemen belirtelim ki, İsviçre'de, Almanya'da farklı olarak HDT'ler için ayrı bir madde ihdas edilmemiştir.

⁴⁰**Kormann, R.:** Die Wandelanleihe im schweizerischen Recht, Bern 1965, s. V, VI; **Heller, F. M.:** Exchangeable Bonds-hybrides Finanzderivat mit Chancen und Risiken, Zurich 2005, s. 24.

⁴¹**Karayalçın, Y.:** İsviçre Borçlar Kanunu'nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler, Batider 1993, C. 17, S. 1, s. 12.

İsviçre uygulamasının taşıdığı önem, Türk hukukuna 6102 sayılı TTK ile giren şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin düzenlemelerin mehzazını İsviçre Borçlar Kanunu'nda yer alan hükümler (m. 653-653i) oluşturmaktadır⁴².

İsviçre'de HDT'lere şarta bağlı sermaye artırımının düzenlendiği İsviçre Borçlar Kanunu'nun (OR) 653. maddesi kaynaklık etmektedir. Mehazını Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu oluşturan İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653. maddesinde genel kurulun esas sözleşmede yeni ihraç olunan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya şirket çalışanlarına, dönüştürme hakkı (*Wandelrecht*) veya alım hakkını (*Optionsrecht*) kullanarak yeni payları edinme hakkının verilmesini kararlaştırabileceği kabul edilmiştir. Dönüştürme hakkı içeren tahviller *Wandelanleihe*, alım hakkı içeren tahviller ise *Optionanleihe* olarak adlandırılmıştır.

4-Türkiye'de

A-1926 ve 1956 Tarihli Türk Ticaret Kanunları

1926 tarihli Türk Ticaret Kanunu'nun 431. maddesinin dördüncü bendinde, tahvil sahipleri umumi heyetinin, tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık olmak üzere, şirketin pay senetlerini kabul etme yetkisi düzenlenmiştir. Bu düzenleme Türk hukukunda HDT ihraç edilebilmesinin mümkün olduğu şeklinde yorumlanmıştır⁴³. HDT'leri Türk doktrinde ilk defa ele alan *Hirsch*, HDT'ler ile ilgili temel sorunun anonim şirketin bu tür tahvillerle değiştirilmek üzere ihtiyaç duyduğu pay senetlerinin ne şekilde temin edileceği hususu olduğunu vurgulamış ve bu konuda

⁴²Bkz. TTK "Madde Gereççeleri", m. 463.

⁴³*Hirsch*, s. 548; *Onsun, K. Ş.*: Ticaret Şirketleri, Ankara 1949, s. 173.

sunduğu alternatifler ile Türk hukuk doktrinde benimsenen çözüm yollarının temelini oluşturmıştır⁴⁴.

1956 tarihi TTK'da, 1926 tarihli Kanun'daki düzenlemeye paralel olarak, tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık hisse senedi almalarının kabul edilmesi tahvil sahipleri umumi heyetinin yetkileri arasında varlığını korumuştur (m. 430). Anılan düzenlemeler HDT'leri açıkça ve doğrudan hükme bağlamamakla birlikte, ihracına dolaylı olarak izin vererek HDT'lerin kanuni dayanağını oluşturduğu şeklinde yorumlanmıştır⁴⁵. Ancak her ne kadar 1956 tarihli Türk Ticaret Kanunu düzenlemeleri HDT'leri yasaklamamış olsa da, özellikle sabit sermaye sisteminde genel kurul kararıyla gerçekleştirilen sermaye artırımının birçok güçlüğü içinde barındırması ihracını engellemiştir⁴⁶. Yine şirketin kendi paylarını iktisap yasağı HDT'lere başvurulmasının önündeki önemli engellerden birisi olarak görülmüştür⁴⁷. 1956 tarihli Türk Ticaret Kanunu sisteminin HDT ihracına yaklaşımı, henüz 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmediği dönemde, Türk Ticaret Kanunu'nun tasarruf sahibinin ilgisini çekecek değişik tür menkul kıymetlerin

⁴⁴Ayrıntılı bilgi için bkz. **Hirsch**, s. 548.

⁴⁵**Poroy**, s. 506; **Erem, T. S.**: Türk Ticaret Hukukunda Konvertibl Tahviller, II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (10-18 Mayıs 1961), Ankara 1962, s. 472; **Bozer, A./Göle, C.**: Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi, 9. Bası, Ankara 1992, s. 242; **Tekinalp, Ü.**: Tahvil Sahipleri Genel Kurulu'nun Görev ve Yetkileri, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C. 17, S. 6, s. 256, 257; **Moroğlu, E.**: Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, İstanbul 2003, s. 160, 161.

⁴⁶**Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 160, 161.

⁴⁷**Ansay, T.**: Anonim Şirketler Hukuku, 6. Bası, Ankara 1982, s. 287.

ıkarılması konusunda yarattığı glklere en iyi örnek olarak gösterilmesine neden olmuştur⁴⁸.

B-Ereğli Demir elik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu ve Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muaflıklar Verilmesine Dair Kanun

2499 sayılı mülga SerPK yürürlüğe girinceye kadar 1926 ve 1956 tarihli TTK’larda bulunan dolaylı düzenlemelerin yanında Ereğli Demir elik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu (EDKn)⁴⁹ ve Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muaflıklar Verilmesine Dair Kanun⁵⁰ ile HDT’lere ilişkin özel nitelikte düzenlemelere rastlanılmaktadır.

EDKn’nin “*Hisse Senedine evrilecek Tahvil İhracı*” kenar başlıklı 4. maddesinde “*Şirket, çıkardığı tahvillere bilâhara hisse senedi ile mübadele edilmek hakkı bahşedebilir*” düzenlemesine yer verilmiştir. Bu düzenleme ile Ereğli Demir elik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi’nin finansmanında HDT’lerden yararlanılmasının amaçlandığı görülmektedir.

Belirtildiği üzere, 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun yürürlükte olduğu fakat 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu’nun henüz yürürlüğe girmediği dönemde, HDT ihraç eden şirketin tahvil sahiplerine olan taahhütlerini tam olarak ve zamanında yerine getirmesine uygun bir yasal zeminin mevcut olmaması, ihra şirketler tarafından HDT’lere baŐvurulmasını güçleřtirmiŐtir. EDKn ile Ereğli

⁴⁸ **Arkan, S.:** Halka Açık Anonim Ortaklıkların zellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976, s. 4.

⁴⁹ RG. 01.03.1960, S 10445.

⁵⁰ RG. 22.09.1960, S 10610.

Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi ile sınırlı olmak üzere, HDT ihracında bu Şirketin taahhütlerini yerine getirebilmesine olanak sağlanmıştır. Bu amaçla, 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun HDT'lerin işlerlik kazanmasına uygun olmayan hükümlerine istisna oluşturacak nitelikte olmak üzere, Kanun'un 3. maddesi ile 6762 sayılı TTK'nın şirketin kendi pay senetlerini satın alma yasağını düzenleyen 329. maddesinin bu Şirket hakkında uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır⁵¹.

6762 sayılı TTK sistemine istisna teşkil edecek bir diğer düzenleme olarak 6762 sayılı TTK'nın ani ve tedrici kuruluş ile aynı ve nakdî sermayenin konulmasına ilişkin düzenlemelerinin bu Şirket'e uygulanmayacağı kabul edilmiştir (EDÇKn m. 2).

EDÇKn, ülkemizde kayıtlı sermaye sisteminin genel olarak hukuki düzenlemeye kavuşturulmadığı bir dönemde uygulanmasına imkân veren ilk düzenleme olmakla birlikte, kayıtlı sermaye sistemine Türk hukukunda duyulan ihtiyaç doğrultusunda değil, Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi'nin ihtiyaç duyduğu sermayeyi özellikle yabancı ülkelerden sağlamak amacıyla hazırlanmıştır⁵². Şirket esas sözleşmesinin 7. maddesi ile de EDÇKn'nin yarattığı özel rejime dayanarak kayıtlı sermaye sistemi benimsenmiştir. Böylece kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararıyla, kayıtlı sermaye tavanı ile sınırlı olmak üzere, sermaye artırımını gerçekleştirerek şirketin değiştirme haklarını kullanan

⁵¹Anılan Kanun ile ayrıca 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun genel kurul toplantısına davetin şekline ilişkin 368. maddesi, şirket işlerinin görülmesine iştirak edenlerin yönetim kurulu üyelerinin ibrasına ilişkin kararlarda oy hakkına sahip olmadığını düzenleyen 374. maddenin ikinci fıkrası ve tahvil çıkarılabilecek azami miktarı gösteren 422. maddesinin Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketine uygulanmayacağı kabul edilmiştir (EDÇKn. m. 3).

⁵²**Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 49.

tahvil sahiplerine verilecek pay senetlerini esas sermaye sistemine nispeten kolaylıkla temin etmesinin önü açılmıştır.

EDÇKn'nin 4. maddesine 20.07.1961 tarihinde eklenen ek ikinci fıkraya göre ise *“Hisse senedi iktisap hakkı, tahvil sahipleri tarafından müstakilen başkalarına devredilebilir”*. Kıymetli evraka bağlı bir hakkın senetten ayrı olarak devredilebilmesinin mümkün olmaması sebebiyle, bu düzenlemeyle kastedilen tahvil türünün HDT değil, “hisse senedi satma taahhüdü belgesi ekli tahvil” olduğu ileri sürülmüştür⁵³. Bu tahvil türü günümüzde “opsiyonlu tahvil” olarak da adlandırılmaktadır.

Sonuç olarak, özel nitelikteki bu Kanun ile Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi değiştirme haklarını kullanan tahvil sahiplerine verilecek pay senetlerinin kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımına gidilerek veya sermaye artırımına gidilmeksizin kendi paylarını iktisap ederek temini olanaklarına kavuşmuştur. Bu anlamda Şirketin HDT ihraç edebileceği ve yatırımcılarda da ihraç olunan HDT'lere talep oluşturacak bir sistem oluşturulmaya çalışılmıştır. 27.04.2005 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 5335 sayılı “Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”un geçici madde 8 hükmü ile 28.2.1960 tarihli ve 7462 sayılı Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu'nun, Özelleştirme İdaresi Başkanlığına ait şirket pay senetlerinin 24.11.1994 tarihli ve 4046 sayılı Kanun çerçevesinde özelleştirilmesinin tamamlandığı tarihte yürürlükten kalkacağı kararlaştırılmıştır⁵⁴. Hemen belirtelim ki,

⁵³Poroy, s. 502.

⁵⁴Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi özelleştirmesi 27.02.2006 tarihinde tamamlanmıştır. (http://www.oib.gov.tr/portfoy/eregli_dc.htm) (09.07.2012).

HDT ihracına uygun yasal zemini hazırlayan düzenlemeler içerse de, Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihten bugüne Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi HDT ihraç etmemiştir⁵⁵.

HDT'lere ilişkin özel nitelikteki düzenlemelere bir diğer örnek olarak "Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muaflıklar Verilmesine Dair Kanun" gösterilmektedir. Bu Kanun HDT'lere ilişkin doğrudan bir düzenleme içermemekle birlikte, anılan şirket için kayıtlı sermaye sisteminin benimsemesi sebebiyle HDT ihracına imkân sağlayan ve bu tahvil türüne işlerlik kazandırabilecek istisnai nitelikte bir rejim olarak yorumlanmaktadır⁵⁶.

Ülkemizde özellikle kayıtlı sermaye sistemine geçiş ve HDT'lerin yasal düzenlemeye kavuşturulması açısından önemli sayılabilecek nitelikteki bu iki özel

7462 sayılı Kanunun yürürlükten kalkacağı tarihin "özelleştirmenin tamamlandığı tarih" şeklinde önceden bilinme imkânı olmayan bir tarihe bağlanması yasalarda olması gereken "belirlilik", "genellik", "soyutluk" ve "öngörülebilirlik" özelliklerine aykırı olduğu ve Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketine özelleştirme sonucu kamu hissesinin kalmaması durumunda, 7462 sayılı Kanun "zımnen ilga" edilmiş olacağından, esasen böyle bir düzenleme yapılmasına da ihtiyaç bulunmadığı hakkında önerge için bkz. TBMM Tutanak Dergisi Dönem: 22, Yasama Yılı: 3, C.: 78, Birleşim: 74 (23.03.2005), s. 441.

⁵⁵Günümüze gelindiğinde Şirket esas sözleşmesinin "Borçlanma Senedi İhracı" başlıklı 9. maddesi "*Şirketin, Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Sermaye Piyasası mevzuatında belirlenen esaslar dahilinde; gerek yurt içinde gerekse yurt dışında, tahvil, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, finansman bonosu, kâr ve zarar ortaklığı belgesi ihracında Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13. maddesi çerçevesinde Yönetim Kurulu yetkilidir. Bu durumda TTK'nun 423. maddesi hükmü uygulanmaz.*" hükmünü içermektedir.

[Bkz.<http://www.erdemir.com.tr/yatirimcilar/detay.aspx?SectionID=HlpbpdBCyVHDVe0BzyCV2w%3d%3d&ContentId=wNUDAiP%2bZcoq2%2fw01exNhg%3d%3d> (09.07.2012)].

⁵⁶**Poroy**, s. 476; **Erem**, Konvertibl Tahviller, s. 476; **Kubilay**, s. 83.

Kanun'un yararlı bulunan düzenlemeler içerdği kabul edilmektedir. Ancak kanun koyucunun henüz sistemimizde var olmayan imkânları genel olarak düzenlemek yerine iki şirkete muafiyet ve istisnalar tanımak suretiyle sunması aynı nitelikteki şirketlerin ayrı yasal düzenlemeye tabi tutulması sonucunu doğurduğu gerekçesiyle eleştirilmiştir⁵⁷.

C-2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurul Tebliği

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, uzun süren çalışmalar⁵⁸ sonucunda 28.07.1981 tarihinde kabul edilmiş ve HDT'ler Türk hukukunda *"hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil"* terimi ile Kanun'un 14. maddesinde genel nitelikte ve doğrudan düzenlemeye kavuşturulmuştur. 2499 sayılı mülga SerPK ile ilk defa hukuki düzenlemeye kavuşturulmalarının yanı sıra ilgili düzenlemeler ve Kanun'un gerekçesi göz önünde bulundurulduğunda, kayıtlı sermaye sistemi ile HDT'lerin sıkı ilişki içerisinde oldukları görülmektedir. Gerçekten, kanun koyucu kayıtlı sermaye sisteminin, HDT'lere işlerlik kazandıracağı düşüncesiyle hareket etmiştir⁵⁹.

⁵⁷İmregün, s. 425, 426.

⁵⁸eSerPK'nın hazırlık aşamaları ve tasarıları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Arkan**, HAAO, s. 8-13; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 1-4; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 51-56.

⁵⁹Kayıtlı sermaye sistemi ile HDT ilişkisi eSerPK gerekçesinde şu şekilde vurgulanmıştır: *"Sistemin diğer bir faydası, şirketlerin hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller çıkarmalarına işlerlik kazandıracak, nitelikte olmasıdır. Şirketler ilk kuruldukları zaman hisse senetleri tasarruf sahipleri için hem riskli hem de gelir temini yönünden cazip değildir. Bu bakımdan şirketlerin kayıtlı sermaye sisteminde fon toplamak üzere önce tahvil ihraç etmeleri hisse senetleri gelir açısından tatminkar bir duruma geldiğinde, ihraç ettikleri tahvilleri kolayca hisse senetleri ile değiştirmeleri imkân dahilindedir. Oysa sabit esas sermaye sisteminde bu işlem uzun ve külfetli formaliteleri gerekli kılmaktadır"* (bkz. eSerPK "Gerekçe", Bölüm-I).

2499 sayılı mülga SerPK m. 14’de HDT’lerin yasal bir tanımına yer verilmemiştir. Ancak HDT’lerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usullerinin SPK tarafından tespit ve ilân olunacağı hükme bağlanmış ve bu düzenleme doğrultusunda çıkarılan Seri:II No:3 ve Seri:II No:15 sayılı tebliğler ile HDT’lere ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir.

2499 sayılı mülga SerPK ve bu Kanuna dayanılarak çıkarılan tebliğlerde “*hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil*” terimi ile düzenlenen HDT’ler için son olarak yürürlüğe giren Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*” terimi kullanılmıştır. Payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren tahviller için ise “*değiştirilebilir tahvil*” terimi tercih edilmiştir.

D-6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

14.02.2011 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan ve 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile HDT’lere ilişkin önemli düzenlemeler getirilmiştir. Hemen belirtelim ki, 6762 sayılı TTK’nın 429 ilâ 432. maddeleri arasında düzenlenen tahvil sahipleri genel kuruluna 6102 sayılı TTK’da yer verilmemiştir.

6102 sayılı TTK’nın şarta bağlı sermaye artırımının düzenlendiği 463-472 maddeleri arasında sermayenin şarta bağlı artırılmasını sağlayan bir araç olarak değiştirme ve alım hakkı içeren tahvillere ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Yine TTK’nın menkul kıymetler bölümünün üçüncü ayırımında “*Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler*” başlığında HDT’lere ilişkin düzenlemelere rastlanılmaktadır.

2499 sayılı mülga SerPK m. 14 ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ arasında mevcut olan terminoloji farklılığına ilişkin olarak, 6102 sayılı TTK ile kanun koyucu tercihini, dönüştürme ve değiştirme haklarının eş anlamlı olduğu yönünde kullanmıştır. 6102 sayılı TTK’da Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer alan değiştirme ve dönüştürme hakkı ayrımıyla uyum içerisinde hareket edilmemiş ve “*değiştirme hakkı içeren tahviller*” ifadesiyle “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*”ler kastedilmiş; ve buna ilişkin düzenlemelerde “değiştirme hakkı” zikredilmiş; “dönüştürme hakkı”ndan ise hiç bahsedilmemiştir.

6102 sayılı TTK’nın gerekçesinde kullanılan terimler kanun koyucunun tercihinin belirlenmesinde yol gösterici niteliktedir⁶⁰. Özellikle 463. maddenin birinci fıkrasının gerekçesinde değiştirme hakkını tanımlamış ve bu hakka ilişkin açıklamalara yer vermiştir. Gerekçede yer alan tanıma göre “*Değiştirme hakkı; tahvillere ve benzeri borçlanma araçlarına bağlanmış, sahibine söz konusu borçlanma senetlerini tek taraflı iradesiyle, şirketin pay senedi ile değiştirme hakkını veren bir haktır*”. Aynı madde gerekçesinde yer alan “*Türk hukuku değiştirme hakkını hisse senetleri ile değiştirebilen tahviller sebebiyle tanımaktadır*” ifadesiyle kanun koyucunun değiştirme hakkını içerdiğini kabul ettiği tahvillerin 2499 sayılı mülga SerPK ve Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’den önceki tebliğlerde tercih edilen terimi olan “*hisse senediyle değiştirilebilir tahviller*”ler; Seri:II No:22’nin benimsediği terimle ise “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*”ler olduğu açıktır.

⁶⁰Kanunun gerekçesinde “değiştirilebilir tahvil” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 141); “pay senedi ile değiştirilebilir tahvil” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 379); “değiştirme hakkını içererek ihraç edilmiş bulunan tahviller” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 463); “değiştirilebilir tahvil” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 465) zikredilmiştir.

6102 sayılı TTK’da bu tür tahviller için “*değiştirme hakkı*” zikredilmiş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Türk hukukunda aynı kavramı ifade etmek üzere ilgili düzenlemelerde farklı terimlere yer verildiği görülmektedir⁶¹. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ile bu Kanun çerçevesinde yürürlüğe konulan tebliğler birlikte değerlendirildiğinde, değiştirme ve dönüştürme hakkı arasında hukuki nitelik itibarıyla bir farklılık bulunmadığı görülmektedir⁶². Zira, her iki tahvil türünde de tahvil yatırımcısına sahip olduğu tahvili önceden kararlaştırılan koşullarla şirketin pay senetlerine çevirebilme imkânı tanınmaktadır. Bu bağlamda, HDT’ler açısından yürürlükteki hukukta kullanılan “değiştirme”⁶³ ve “dönüştürme” hakları eş anlamlı olarak anlaşılmalıdır. Belirtilen tercihe paralel olarak da HDT terimi, “*hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil*” ve “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*” terimleriyle ifade edilen ve tahvil sahibine ihraççı ortaklığın pay senetleriyle değiştirme; bir başka deyişle ihraççı ortaklığın pay senetlerine dönüştürme hakkı veren tahvil kavramını ifade etmektedir.

Nihayet, kanun koyucunun 6102 sayılı TTK ile “hisse senedi” terimini terk ederek yerine “pay senedi” ve “pay” ifadelerini kanuni terim olarak benimsemesine

⁶¹Hukuk dilinde terim ve kavram ilişkisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Karayalçın, Y./Yongalık, A.:** Hukukda Öğretim-Kaynaklar-Metod Problem Çözme, Ankara 2008, s. 3-4.

⁶²Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılan Seri:II No:15 sayılı Tebliğ ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda kullanılan “değiştirme” kavramı ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de kullanılan “dönüştürme” kavramının aynı anlamı taşıdığı konusunda bkz. **Kaya, M. İ.:** Şartlı Sermaye Artırımı, Ankara 2009, s. 48.

⁶³Sermaye Piyasası Kanunu’nun 14. maddesi anlamında “değiştirme hakkı”nın bir “edinme hakkı” olarak anlaşılabileceği ve tahvile rüçhan hakkının bağlanması ile oluşturulan opsiyonlu tahvilleri de kapsar şekilde kullanılabileceği görüşü hakkında bkz. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu),** 2009, s. 727.

paralel olarak, HDT kavramını karşılamak üzere “pay senedine dönüştürülebilir tahvil” veya “paya dönüştürülebilir tahvil” terimlerinin benimsenmesi ve yapılacak yeni düzenlemelerde bu terimlere yer verilmesi isabetli bir tercih olacaktır.

E-6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

6362 sayılı SerPK’da ise eSerPK’dan farklı olarak HDT’ler hakkında genel bir düzenlemeye yer verilmemiş; sadece kayıtlı sermaye sisteminin düzenlendiği 18. maddesinde “*pay ile değiştirilebilir tahvil*” ve “*paya dönüştürülebilir türev araç*” ifadelerine yer verilmiştir (m. 18/9)⁶⁴. 2499 sayılı Kanun’un 14/3 hükmüne paralel olan anılan düzenlemede “*pay ile değiştirilebilir tahvil*” ile kastedilenin HDT’ler olduğu anlaşılmaktadır⁶⁵.

Ayrıca belirtmek gerekir ki, SerPK’nın “*Borçlanma Aracı Niteliğindeki Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç Limiti ve Yetkisi*” kenar başlıklı 31. maddesi borçlanma aracı niteliğinden dolayı HDT’ler açısından doğrudan uygulama alanına sahiptir.

⁶⁴“*Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından pay ile değiştirilebilir tahvil veya paya dönüştürülebilir bir türev araç çıkarılması halinde değiştirme veya dönüştürme sonucunda verilecek paylar ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz*”.

⁶⁵DET’lerin ihracında ise ihraççı şirketin kendi paylarıyla değil bir başka şirkete ait paylarla değiştirme hakkının söz konusu olduğu göz önünde bulundurulduğunda değiştirme veya dönüştürme sonucu verilecek paylar ile çıkarılmış sermayesinin toplamını ihraççı şirketin kayıtlı sermayesi ile sınırlandırma amacını taşıyan m. 18/9’un DET’leri kapsamadığı sonucuna ulaşılır.

HDT’lerin türev araç niteliğine sahip olmamasından dolayı hükümde belirtilen “paya dönüştürülebilir türev araç” ifadesi HDT’leri kapsamamaktadır.

III. YARARLARI VE SAKINCALARI

1-İhraççı Şirket Açısından

Tahvil ihraç eden şirketin ihtiyaç duyduğu sermaye miktarını parçalara bölerek geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşılabilmesi ve böylece yüksek miktarda sermayenin bir araya getirilebilmesi imkânı, şirketlerin genel olarak tahvil ihracının başlıca yararı olarak gösterilmektedir⁶⁶. Bu bakımdan tahviller, anonim şirketlerin temel iktisadi fonksiyonunu oluşturan “tek başlarına ekonomik fayda sağlaması çok güç olan dağınık ve küçük tasarrufların bir araya getirilmesi” düşüncesine paralel bir fonksiyon üstlenmişlerdir.

Şirketlerin sermaye piyasasından uzun vadeli ve daha düşük maliyetle kredi elde etme imkânı ile ödünçün koşullarının ilgili mevzuat ve yetkili düzenleyici otoritelerin çizdiği sınırlar çerçevesinde tahvil ihraç eden şirket tarafından belirlenmesi, anonim şirketleri tahvil ihraç etmeye yönelten diğer önemli nedenlerdendir⁶⁷.

Devlet tahvillerinin sahip oldukları ayrıcalıklar anonim şirketlerin tahvil ihraç ederek sermaye temin etmesini güçleştirmektedir. Yine, devlet tahvillerinde borçlanma ilişkisine girilen tarafın özel şirketlere göre daha güvenceli olan devlet tüzel kişiliği olması ve sahip oldukları vergisel avantajlar yatırımcıların tercihlerini etkiler niteliktedir⁶⁸. Gerçekten, devlet tahvilleri karşısındaki rekabet gücünün zayıflığı, anonim şirketlerin tahvil ihraç etmelerinin önündeki önemli engellerden birini oluşturmaktadır. Bu noktada, anonim şirketlerin tahvillerine piyasada alıcı

⁶⁶**Arslanlı, H.:** Anonim Şirketler (II-III Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller), İstanbul 1960, s. 260; **Domaniç, H.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1975, s. 645.

⁶⁷**İmregün,** s. 396-399.

⁶⁸**Taner, B./Akkaya, C.:** Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara 2009, s. 130.

bulabilmeleri için, devlet tahvillerine oranla daha yüksek faiz ya da faizle birlikte veya faiz hakkı söz konusu olmaksızın başka hak ve menfaatlerin sunulması gerekir. Şirketin, ihraç edeceği tahvillere payları ile dönüştürme hakkını tanınması ise tahvillere olan ilgiyi artıracaktır. Özellikle başarılı anonim şirketlerde pay sahibi olma olanağının yatırımcılara cazip gelmesi sebebiyle bu şirketler ihraç ettikleri HDT'lere kolaylıkla alıcı bulabilirler⁶⁹.

Yeni kurulan ve/veya istikrarlı olarak kâr dağıtamayan şirketlerin kuruluşlarından hemen sonraki yıllarda sermaye artırımını yoluyla fon toplamaları oldukça zordur. Çünkü yatırımcılar bu türdeki şirket paylarını almayı riskli bulabilirler⁷⁰. HDT'ler bu şirketlerin fon toplamalarına olanak sağlayan bir araç olarak da değerlendirilmiştir⁷¹. Bu tür şirketler tarafından HDT'lere başvurulması halinde, anaparanın korunması güvencesiyle birlikte sundukları faiz hakkıyla dış kaynak temini daha kolay hale gelir.

Aynı şekilde, büyük ve uzun vadeli yatırımlara girişen şirketlerin doğrudan sermaye artırımını gerçekleştirmesi ya da adi tahvil ihracına gitmesi halinde, yatırımcıların yaşayabileceği çekinceleri giderme anlamında da HDT'ler fonksiyoneldir.

HDT'lerin ihraççı şirket açısından borçlanma maliyeti adi tahvillere göre daha düşüktür. Zira HDT sahibi, tahvilin ömrü boyunca pay senedi piyasasındaki risklere maruz kalmaksızın şirketin başarısının paylaşılması imkânı karşılığında daha

⁶⁹**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu),** 2009, s. 727.

⁷⁰**Küçüksözen, C.:** Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s.113.

⁷¹**Küçüksözen,** s.113.

düşük oranda faiz ile borç vermeyi kabul eder. Bu durum ihraççı şirket açısından HDT'lere başvurulmasının temel avantajı olarak gösterilmektedir⁷².

HDT ihracı, şirketlerin gelecekte yapacakları sermaye artırımının şirket yararlarına uygun olarak gerçekleştirilmesini sağlama fonksiyonu görebilir. HDT sahiplerinin tahvillerini şirket pay senetlerine dönüştürme haklarını kullanmaları halinde HDT sahiplerine verilecek payların sermaye artırımı ile temin edilmesi zorunluluğu yoktur. Ancak şirketin iktisadi tercihlerine göre sermaye artırımını gerçekleştirilerek bu payların temini mümkündür.

HDT'lerin gerçekleştirilecek sermaye artırımını sağlayacak bir araç olarak kullanılması halinde, esas ve kayıtlı sermaye sisteminde, HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları sonrasında oluşacak talebe göre sermaye artırımını gerçekleştirilmiş olacağından, sermaye artırımını ile oluşturulacak yeni paylara henüz paylar oluşturulmadan alıcı bulunmuş olacaktır. Şarta bağlı sermaye artırımında ise sermaye artırımını HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullandıkları anda gerçekleşmiş olacağından yine yeni oluşan paylara alıcı bulmak bir sorun teşkil etmeyecektir.

Sermaye artırımının gerçekleştiği payların değeri, HDT ihracında belirlenen ve HDT sahiplerinin tahvillerini hisse senetlerine dönüştürmeleri halinde, bu hisse senetlerine uygulanacak fiyatı ifade eden dönüştürme fiyatı olacaktır. Bu fiyat ise uygulamada şirketin HDT ihraç ettiği sıradaki pay değerlerinin üzerindedir⁷³. O halde, şirket, yeni pay ihraç etmek yerine HDT ihraç ederek, ileride HDT sahipleri dönüştürme haklarını kullandıklarında paylarını daha yüksek bir fiyattan satabilir.

⁷²Choudhry, s. 175, 176.

⁷³Choudhry, s. 176.

Nitekim, yeni oluşturulacak payların doğrudan halka arz edilmesi yerine HDT ihraç edilerek ileride sermaye artırımına gidilmesi sayesinde payların yüksek değerle satılması imkânı, tıpkı ABD’de olduğu gibi İsviçre’de de şirketlerin sermaye artırımı için bu dolaylı yöntemin kullanılmasının gerekçesi olarak gösterilmektedir⁷⁴.

HDT’lerin kullanılmasının ihraççı şirketin yararına sonuçlar doğurmayacağı haller de ortaya çıkabilir. Bu durum ihraççı şirket paylarının piyasa değerindeki değişimlerinden kaynaklanabilmektedir. İhraç gerçekleştikten sonra payların piyasa değerinde çarpıcı bir yükselişin meydana gelmesi halinde, şirketin borçlanma maliyeti fahiş bir miktara dönüşebilir⁷⁵. Çünkü bu durumda HDT sahipleri piyasa değerinden daha düşük düzeydeki dönüştürme fiyatı üzerinden tahvillerini şirket paylarına dönüştürme haklarını kullanacak; böylece dönüştürme fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki fark şirketin borçlanma maliyetini oluşturacaktır.

Yine, şirketin pay değerlerindeki değişimlere bağlı olarak ortaya çıkabilecek bir diğer sakınca HDT ile sermaye artırımının planlandığı; bu yöntemle tahvilin ileride şirket sermayesine dönüşmesinin umut edildiği halde gerçekleşir. HDT ihracı sonrasında pay değerlerinde önemli bir düşüş olması halinde, HDT sahiplerini dönüştürme haklarını kullanmaya teşvik edecek bir neden olmaması sebebiyle HDT’ler pay senetlerine dönüştürülmeyeceğinden HDT’ler vadelerine kadar şirket bilançosundaki bir borç ilişkisi olmakla kalır⁷⁶. Şirketin ileride sermaye artırımı yapmasının beklenmesi halinde, HDT’lerin içerdiği dönüştürme hakkı kullanılmayacağından, HDT’ler şirketin sermayesine dönüşmeyecek ve ihraççı şirket

⁷⁴Kormann, s. 25, 26.

⁷⁵Choudhry, s. 176.

⁷⁶Choudhry, s. 176.

bu tahvil türünün ihracındaki amacını tam olarak gerçekleştiremeyecektir. Bu durumda, HDT, gerçekleştirilmesi planlanan sermaye artırımını sağlayan bir araç rolünü üstlenemez. Fakat her ne kadar beklenen sermaye artırımını gerçekleştirilememiş olsa da, ihraççı şirket, HDT'ler ile adi tahvillere oranla daha düşük faizle borçlanmış olacağından yine HDT ihracı adi tahvillerle veya para piyasasından kredi sağlanması ile karşılaştırıldığında şirket açısından rasyonel bir ekonomik tercih olacaktır.

2-Yatırımcı Açısından

Tahviller, yatırımcılara, sahip oldukları tasarrufları faiz elde etme amacı ile sermaye piyasasına aktarabilme imkânı tanımaktadır. İhraççı şirketin kâr elde edip etmediğine veya paylarının piyasa değerlerindeki değişimlerine bakılmaksızın, belirli bir faiz elde etme güvencesi sunması, yatırımcıları tahvil talebine yönlendirmektedir.

İhraççı şirketler açısından olduğu gibi yatırımcılar açısından da tahvillerin sahip oldukları genel yararların yanı sıra HDT'lerin karakteristik vasıflarından doğan yararlar önem taşımaktadır. HDT sahibi esas itibarıyla anaparanın korunması ve belirli bir faiz elde etme güvencelerine sahip olarak tahvillerini ihraççı şirketin paylarına dönüştürme hakkına sahiptir. Yatırımcılar, HDT'lerin içerdikleri dönüştürme hakkı sayesinde, tahvilin ömrü boyunca pay senedi piyasasındaki risklere maruz kalmaksızın ihraççı şirket pay değerlerindeki artışlardan yararlanma ve şirketin başarısının paylaşılması imkânına kavuşmaktadır⁷⁷. Şirketlerin önemli yatırımlar öncesinde HDT ihracı yoluyla finansman sağlaması olanağı düşünüldüğünde şirketin bu yatırımları başarı ile sonuçlandırması kârlılığını ve pay

⁷⁷Choudhry, s. 176.

değerini olumlu etkiler. HDT satın alarak şirkete sermaye sağlayan yatırımcılar dönüştürme haklarını kullanarak piyasa değeri yükselen bu şirkette alacaklı sıfatından pay sahibi sıfatına geçer. Böylece HDT sahipleri, şirket paylarının piyasa değerindeki artışın yanı sıra kâr payı ile diğer mali ve yönetsel pay sahipliği haklarına sahip olarak şirket başarısından yararlanma imkânına kavuşur.

HDT ihracı sonrasında, ihraç eden şirket payının değerinin yükselmesi halinde, içerdiği dönüştürme hakkının değerindeki artışa bağlı olarak HDT'nin piyasa değeri de yükselecektir⁷⁸. Bu bağlamda, dönüştürme haklarını kullanmak istemeseler dahi HDT sahipleri ikinci el piyasada tahvillerini ihraç değerinden yüksek bir fiyata satabileceklerdir. Dayanak pay değerinin düşüşlerine karşı ise HDT değerinin duyarlılığının az olması, HDT'lerin ihraççı pay senetlerinin değer değişimlerinin rizikosunu taşımadan avantajlarına sahip olduğunun vurgulanmasına yol açmıştır⁷⁹.

HDT'ler ayrıca para değerinde meydana gelen değişimler dolayısıyla da yatırımcılara koruma sağlarlar⁸⁰. Tahvillerin ihracından itfasına kadar olan süreçte meydana gelebilecek enflasyon adi tahvil sahipleri açısından önemli bir risk oluşturmaktadır. Oysa ki HDT'lerin içerdiği dönüştürme hakkı sayesinde HDT'lerin önceden belirlenen koşullarda ihraççı şirket paylarına dönüştürülmesi olanağı ile bu duruma karşı bir koruma sağlanabilmektedir. Tahvillerin uzun vadeli karakteri düşünüldüğünde, bu yarar daha da önem kazanmaktadır.

⁷⁸Choudhry, s. 176.

⁷⁹Kubilay, s. 14.

⁸⁰Domaniç, Kıymetli Evrak, s. 686.

HDT'ler, sahip oldukları ayırt edici niteliklerle, risk tercihleri birbirlerinden farklı olan yatırımcılara hitap etmektedirler. Bu bağlamda, adi tahvillerden daha geniş bir yatırımcı kitlesine yönelik oldukları kabul edilebilir⁸¹.

Yatırımcıların tasarruflarını HDT ile değerlendirmeleri halinde, aynı vade ve kredi niteliğine sahip adi tahvillere göre daha düşük bir faiz kazancını kabul etmek zorunda olmaları, HDT'lerin yatırımcı açısından temel dezavantajını oluşturur⁸². HDT ihraç eden şirketin pay değerinde beklenen artış gerçekleşir ve HDT sahiplerinin lehine bir değere ulaşırsa dönüştürme haklarını kullanacaklarından bu durum bir sakınca doğurmayacaktır. Bu şekilde şirketin alacaklısı sıfatından pay sahibi konumuna geçmekle pay değerinden doğan kazancın yanı sıra kâr payı başta olmak üzere diğer pay sahipliği haklarına sahip olunabilir. Ancak şirket pay değerinin beklenen seviyeye gelmemesi halinde, tahvil sahipleri dönüştürme haklarını kullanmayacak ve anaparaları hak kazandıkları faizle birlikte geri alacaklardır. Dayanak şirket paylarının değerinde meydana gelen düşüşler HDT'lerin sahip oldukları fiyat riski (*price risk*) olarak adlandırılmaktadır⁸³.

Bir diğer risk ise HDT'nin geri çağrılabilir nitelikte olduğu durumda söz konusudur. İhraç edilen tahvilin tamamının veya bir kısmının ihraççı şirket tarafından vadesinden önce satın alınabildiği veya itfa edilebildiği tahviller, “geri çağrılabilir tahviller”i (*callable bonds*) ifade eder⁸⁴. Geri çağrılabilir tahvillerde geri çağırma hükümleri, ihraççı şirkete vadeye kalan süreye bağlı olarak değişen miktarda primi tahvil sahibine ödeyerek tahvilin nominal değerini vadeden önce ödeme imkânı

⁸¹Poroy, s. 483.

⁸²Choudhry, s. 176.

⁸³Wilson/Fabozzi, s. 160.

⁸⁴Fabozzi, F. J.: Bond Markets, Analysis and Strategies, Boston/San Francisco/New York 2010, s. 8.

sağlar⁸⁵. HDT'nin geri çağrılabilir nitelikte olduğu durumlarda şirketin bu hakkını yatırımcılar açısından uygun olmayan zamanlarda kullanması, geri çağırma riski (*callability risk*) oluşturur⁸⁶. Esas itibarıyla bütün tahvillerde söz konusu olan bu risk, HDT'lerde tahvil sahibinin dönüştürme hakkı açısından özel bir önem arz eder. ABD'de şirket paylarının piyasa değeri dönüştürme fiyatına ulaştığında şirketler pay değerlerinin gelecekte düşme riskinden dolayı dönüştürmenin gerçekleştirilmesini tercih etmektedirler⁸⁷. HDT sahiplerinin dönüştürmeye zorlanması ise dayanak pay değerlerinin yükseleceği beklentisinde olan ve bu durumdan kâr elde etmeyi amaçlayan yatırımcının HDT'den beklediği yararı engelleyebilir.

IV. HUKUKİ NİTELİĞİ

1-Kıymetli Evrak Niteliği

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda kıymetli evrak "*Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez*" şeklinde tanımlanmıştır (m. 645). Kaynağını İsviçre Borçlar Kanunu'nun 965. maddesinden alan ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 557. maddesinin dil sadeleştirilmesi dışında özdeşi olan bu düzenleme, doktrinde kıymetli evrak niteliğinde olduğu tartışmasız olarak kabul edilen tahvilin hukuki niteliği ile uyum içerisindedir.

TTK başta olmak üzere ilgili yasal düzenlemelerde, "*borç senedi*", "*borçlanma aracı*", "*borçlanma senedi*" terimleri ile tahvillere işaret edilmektedir.

⁸⁵**Tecer, M.:** Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Ankara 1989, s. 82.

⁸⁶Geri çağrılabilir tahviller ve geri çağırma riski hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Choudhry**, s. 147-168; **Fabozzi**, s. 8; **Tecer**, s. 82-86.

⁸⁷**Fabozzi**, s. 476.

Bir açıdan borç senedi olarak adlandırılan tahviller, tahvil sahibi açısından baktığımızda ise bir para alacağı senedini ifade eder⁸⁸. Kıymetli evrakın sınıflandırılmasında senette yer alan hakkın cinsine göre yapılan ayırmda adi tahviller, alacak senetleri arasında gösterilmektedir⁸⁹. HDT’ler ise tahvillerin ihraççı şirket paylarına dönüştürme özelliği ile ortaklık hakkı sağlayan senetlerle alacaklılık hakkı sağlayan senetlerin her ikisinin de özelliklerini taşıyan bir karaktere sahiptir⁹⁰. Mevzuatta kullanılan terimler ise kanun koyucunun tahvilleri genellikle anonim şirketler penceresinden bakarak düzenlediğini göstermektedir.

Kıymetli evrakın nama, emre ve hamile yazılı olarak oluşturulması şeklinde yapılan ayırım doktrinde kıymetli evrakın tedavül kabiliyetine göre⁹¹ ve hak sahibinin tespiti şekline göre⁹² yapılan ayırım olarak da adlandırılmakta ve kıymetli evrakın en önemli tasnif şekli olarak kabul edilmektedir. 6762 sayılı TTK tahvillerin emre yazılı olamayacaklarını açıkça hükme bağlamamakla birlikte, sadece nama veya hamiline yazılı tahvilleri düzenlemiştir. Bu Kanun’un 420-433 maddeleri arasında tahvilleri doğrudan ve ayrıntılı olarak düzenleyen hükümleri, tahvillerin emre yazılı

⁸⁸**Tekinalp, Ü. (Poroy, R./Çamoğlu, E.):** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 12. Bası, İstanbul 2010, s. 629.

⁸⁹**Öztan, F.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997, s. 168.

⁹⁰**Aytaç, Z.:** Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 43; **Öztan, s. 184; Pash, A.:** Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1530, 1531.

Pulaşlı, HDT’leri “ortaklık benzeri katılma hakları içeren senetler” olarak değerlendirmektedir (**Pulaşlı, H.:** Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları, 3. Bası, Ankara 2013, s. 32, 33).

⁹¹**Karayalçın, Y.:** Ticaret Hukuku, C. III, Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri), 4. Bası, Ankara 1970, s. 24 ; **Domanic, Kıymetli Evrak,** s. 26.

⁹²**Öztan,** s. 196.

olamayacakları sonucuna varılmasını sağlayan düzenlemeler içermiştir⁹³. Tahvil izahnamesinde tahvilin nama yazılı veya hamile ait olduğunun belirtilmesi gerekliliğini içeren m. 425/1-5 hükmü ile tahvil çıkarıldığı takdirde şirketçe nama yazılı tahvillerin kaydına mahsus bir defter tutulacağını düzenleyen m. 428 bu düzenlemelere örnek olarak gösterilebilir.

Türk Medeni Kanunu'nda rehinli tahvillerin düzenlendiği 970-972. maddeleri arasında yer alan bir düzenlemede, bu tür tahvillerin hamile veya nama yazılı olarak çıkarılabileceği ve hamile yazılı kuponları bulunacağı hükme bağlanmıştır (m. 971/2). Her ikisinin de temeli borç ilişkisine dayansa da, TTK anlamında tahviller ile TMK'da düzenlenen rehinli tahviller tamamen farklı kavramlardır⁹⁴. Bu nedenle anılan hükmü rehinli tahvillerle sınırlı olarak yorumlamak gerekir.

Bilindiği üzere, tahviller, 6102 sayılı TTK'da, 6762 sayılı TTK'dan farklı olarak, doğrudan ve ayrıntılı şekilde düzenlenmemiştir. Ancak Kanun'un 504. maddesinde her çeşidi ile tahvillerin madde kapsamında olduğu açıkça zikredilmiş ve *"...bu hükme tabi menkul kıymetler hamiline veya emre yazılı ve itibari değerli olabilir"* ifadesine yer verilmiştir. Maddenin gerekçesinde hükmün konuluş amacı *"Hüküm menkul değerlerin hamiline veya emre yazılı olabileceğine ilişkin genel bir hükmü de içererek mevcut menkul değerler bakımından kanunların bıraktığı bir boşluğu doldurmaktadır"* şeklinde ifade edilmiştir. Ancak TTK'nın 1016. maddesinin gerekçesinde ise *"Emre yazılı tahvil düzenlemek mümkün olmadığından"*

⁹³6762 sayılı TTK'ya göre tahvillerin emre yazılı olarak düzenlenemeyeceği konusunda bkz. **Karayağcın**, Ticaret Hukuku, s. 28; **Bozer, A./Göle, C.**: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 2006, s. 204; **Ansay**, s. 287; **Domanıç**, Kıymetli Evrak, s. 643 ; **İmregün**, s. 416 ; **Ünal, O. K.**: Menkul Kıymetler, Ankara 1988, s. 74.

⁹⁴Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 75, dpn. 195.

“nama veya hamile yazılı tahviller” deyimi sadece “tahvil” olarak değiştirilmiştir” ifadesiyle tahvillerin emre yazılı olamayacakları belirtilmiştir. Kanun’un 504. maddesinin içeriği ile 1016. maddesinin gerekçesi arasındaki uyumsuzluk, hiç kuşkusuz madde içeriği esas alınarak giderilmelidir. Ayrıca 6102 TTK’da yer alan hiçbir düzenleme tahvillerin emre yazılı olarak ihracını yasaklayan bir hükme yer vermemektedir. Bu durumda, 6102 sayılı TTK ile emre yazılı tahvil düzenlenmesine izin verildiği sonucuna varılır⁹⁵. Her ne kadar TTK’nın 504. maddesinin kapsadığı menkul kıymetlerin emre veya hamiline yazılı olarak düzenlenebileceği belirtilmiş olsa da, hükmün lafzı sınırlayıcı ve yasaklayıcı değildir⁹⁶. Gerekçede yer verilen *“kanunların bıraktığı bir boşluğun doldurulması”* ifadesinden bir sonuca varılmak istenirse kanun koyucunun amacının, kapsadığı menkul kıymetler için bir olanağı düzenlemek olduğu anlaşılabılır. Hükümde nama yazılı senetlere yer verilmemesinin gerekçesini, anılan menkul kıymetlerin nama yazılı olarak düzenlenmesinin engellenmesi amacı oluşturduğunu savunmak güçtür.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in borçlanma araçlarının tanımlandığı m. 3/1-ç hükmünün lafzı⁹⁷ ve Tebliğ’de emre, nama veya hamiline yazılı olmasını yasaklayıcı

⁹⁵ABD’de de tahviller emre yazılı olarak da düzenlenebilmektedir (Ünal, Menkul Kıymetler, s. 74).

⁹⁶Sınırlayıcı bir ifade şekline örnek olarak TTK m. 484/1 gösterilebilir. Anılan hüküm *“pay senetleri, hamiline veya nama yazılı olur”* şeklindedir. Bu düzenlemeden pay senetlerinin emre yazılı olamayacakları sonucuna varılır. Kanun koyucunun TTK m. 504’de yer verilen *“olabilir”* ifadesinin bilinçli bir tercih olduğunun kabulü halinde, hükümde belirtilen menkul kıymetlerin *“nama”* yazılı olarak düzenlenmesini yasaklamadığı anlaşılr.

⁹⁷*“Borçlanma Araçları: İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki Tahvilleri, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvilleri, Değiştirilebilir Tahvilleri, Finansman Bonolarını, Altın, Gümüş ve Platin Bonolarını, Banka Bonolarını ve bu Tebliğ’de*

bir hükme yer verilmemesi de tahvillerin emre, nama ve hamiline yazılı olarak düzenlenebilecekleri sonucuna varılabilmesini kolaylaştırmaktadır.

2-Temelindeki Hukuki İlişkinin Niteliği

Şirket ile tahvilin ilk sahibi arasındaki ilişki sadece tahvilin düzenlenmesi ile meydana gelmediği, buna ek olarak, bir de oluşum sözleşmesi olarak adlandırılan bir sözleşmeye ihtiyaç vardır⁹⁸. Tahvilin içermiş olduğu hakkın tahvilin düzenlenmesi ile değil; tahvili alan kişinin tahvil bedelini ödeyip tahvili teslim alması ile doğacağı gerekçesiyle şirket ile tahvilin ilk sahibi arasındaki oluşum sözleşmesinin kurucu (ihdasi) nitelikte değil, açıklayıcı (izhari) nitelikte olduğu kabul edilmektedir⁹⁹. Açıklayıcı oluşum sözleşmesinde taraflar arasında mevcut olan ilişkinin kıymetli evraka bağlanması ile devri ve ileri sürülmesi değişik kurallara tabi olmakla birlikte hakların içeriği değişmemektedir¹⁰⁰. HDT'lerin birinci el piyasada halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin tahsisli satış yöntemi kullanılarak ihraç edilmesi aşamasında yatırımcı ile akdedilen sözleşme oluşum sözleşmesini karşılamaktadır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 12/1 hükmünde halka arz olunan HDT'lerin satışının “aracı kuruluşlar” vasıtasıyla yerine getirileceği düzenlenmiştir. 2499 sayılı mülga SerPK m. 3/1-i hükmüne göre aracı kuruluşlar, aracı kurumlar ve bankalardan

sayılmamakla birlikte niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını” ifade eder (Seri:II No:22 Tebliği m. 3/1-ç).

⁹⁸**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 563; **Poroy, R./Tekinalp, Ü.:** Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 19. Bası, İstanbul 2010, s. 58, 59.

⁹⁹**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 630; **Sumer, A.:** Türk Sermaye Piyasası, 2. Bası, İstanbul 1999, s. 16.

¹⁰⁰**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 563.

oluşmaktaydı. 6362 sayılı SerPK’da ise “aracı kuruluş” kavramına yer verilmemiş; bu faaliyetlerin sadece “aracı kurumlar” tarafından yerine getirilmesine izin verilmiştir (m. 3/1-a, 37)¹⁰¹.

6362 sayılı SerPK Geçici Madde 1 hükmüne göre “*Bu Kanunun uygulanmasına ilişkin düzenlemeler, bu Kanunun yayımı tarihinden itibaren bir yıl içinde yürürlüğe konulur. Bu Kanuna göre yürürlüğe girecek düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar, mevcut düzenlemelerin bu Kanuna aykırı olmayan hükümlerinin uygulanmasına devam olunur*”. Buna düzenlemeye göre, 6362 sayılı SerPK’ya uyumlu alt düzenlemeler Kanun’un yayımlandığı tarih olan 30.12.2012 tarihinden itibaren bir yıl içinde yürürlüğe konulmalıdır. Yeni düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar mevcut düzenlemelerin SerPK’ya aykırı olmayan hükümleri yürürlükte olacaktır. Ancak bu Kanuna aykırı düzenlemelerde, geçici madde 1 hükmü ve hukukun genel ilkelerinden normlar hiyerarşisi gözetilerek Kanun hükümleri esas alınacaktır.

Tahsisli satış yönteminde ise şirket izahname ve sirküler düzenlemediği (Tebliğ m. 8) gibi satışın aracı kurum tarafından gerçekleştirilmesi zorunluluğu da bulunmamaktadır. Bu bağlamda, oluşum sözleşmesi tahsisli satışta doğrudan yatırımcı ile ihraççı şirket arasında; halka arzda ise aracı kurum vasıtasıyla akdedilir. Tahvil ihracına yönelik izahnamenin icaba davet¹⁰²; yatırımcı tarafından satın alma

¹⁰¹Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 81-84.

¹⁰²**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2009, s. 731; **Ünal, O. K.**: Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Tahvil Çıkarması ve Halka Arzı, Maliye Postası 1988, S. 179, s. 59; **Yıldız Destanoğlu**, s. 102; **Adıgüzel, B.**: İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2008, s. 312.

taahhüdünde bulunulmasının ise icap niteliğindedir¹⁰³. İhraççı şirketin, yatırımcının satın alma taahhüdünü kabul etmesi ile sözleşme kurulmuş olmaktadır¹⁰⁴.

Tahvillerin temelindeki sözleşmenin niteliği konusunda ise doktrinde farklı görüşler ileri sürülmüştür. Bir görüşe¹⁰⁵ göre bu ilişki konusu tahvil olan bir satım sözleşmesi diğer görüşe¹⁰⁶ göre ise karz (tüketim ödöncü) sözleşmesidir. Hukuki nitelendirmenin doğru yapılması tahvil düzenlenmekle ifadesini bulan alacağın üzerinde etkili olmamakla birlikte; taahhüt aşamasındaki boşluklara satış sözleşmesine ilişkin düzenlemelerin mi tüketim ödöncüne (karz) ilişkin düzenlemelerin mi uygulanacağı noktasında önem taşır¹⁰⁷. Gerçekten, bu nitelendirme ihraççı şirket ile tahvilin ilk sahibi arasında bir uyuşmazlık çıkması halinde, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ile bu Kanun çerçevesinde yürürlüğe konulan tebliğler ile izahnamede belirtilen esasların yeterli olmaması halinde, genel hüküm olarak Türk Borçlar Kanunu'nun (TBK)¹⁰⁸ hangi hükümlerinin uygulanacağı hususunda belirleyicidir. Ancak Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun HDT'lere ilişkin düzenlemeleri ve bu düzenlemelerin çizdiği çerçevede ilgili Tebliğ'in ayrıntılı düzenlemeleri yer almaktadır. Anılan düzenlemelerin yanı sıra, bu düzenlemelerin esaslarını belirleyip izin verdiği ölçüde

¹⁰³Ünal, Tahvil Çıkarma ve Halka Arz, s. 59.

¹⁰⁴Ünal, Tahvil Çıkarma ve Halka Arz, s. 59.

¹⁰⁵Tandoğan, H.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Kira ve Ödünç Verme (Ariyet, Karz) Sözleşmeleri, C. I/2, 4. Bası, İstanbul 2008, s. 338-342.

¹⁰⁶Hirsch, s. 543; İmregün, s. 411; Erem, Ticaret Hukuku, s. 328; Bahtiyar, M.: Ortaklıklar Hukuku, 7. Bası, İstanbul 2012, s. 258.

¹⁰⁷Arslanlı, s. 276.

¹⁰⁸RG. 11.01.2011, S. 27836.

düzenlenen izahname ile ihraççı şirket ve tahvil sahibi arasındaki ilişki son derece ayrıntılı olarak belirlenmiş olacağından bu nitelendirmenin uygulamaya yansımaları zor görünmektedir.

Adi tahvillerin temelindeki hukuki ilişkiye yönelik belirlemeler, HDT'ler açısından yol gösterici niteliktedir. *Tandoğan*'ın görüşüne paralel düşündüğümüzde, bir anonim şirket HDT ihraç etmekle tahvili yatırımcılara satmış olmakta ve yine satım sözleşmesi niteliğinde sayılabilecek bir hukuki ilişki kurulmuş olmaktadır. Ancak tahvilin maddi varlığından bağımsız bir düşünceyle, ödünç sözleşmesi ekseninde düşünüldüğünde, anonim şirket ile yatırımcılar arasındaki borç ilişkisinde yatırımcılar şirkete TBK'nın 386. maddesindeki tanıma uygun olarak, bir miktar parayı ödünç vermekte ve bunun karşılığında şirket tahvil sahibine anaparasını koruma güvencesi ile faiz semeresinin yanı sıra tahvilini ihraççı şirket paylarına dönüştürme hakkını sunmaktadır. Tahvil sahibinin, adi tahvillerden farklı olarak, sahip olduğu dönüştürme hakkı göz önünde bulundurulduğunda, Kanun'da düzenlenmemiş bir sözleşme temeline dayandığı görülmektedir. Zira TBK'nın tüketim ödünçüne ilişkin m. 386-392 düzenlemeleri incelendiğinde, ticari nitelikteki tüketim ödünç sözleşmesinde ödünç alanın aynı nitelik ve miktardaki şeyi geri vermesine ek olarak faiz ödenebileceği kuralı adi tahvilin temelindeki hukuki ilişkiye uyumlu olmakla birlikte, HDT'lerin içerdiği dönüştürme hakkını kapsamadığı görülmektedir.

İhraççı şirketin HDT ihraç etmekle, tahvil sahibine anapara ve faiz alma hakkına ek olarak, tahvilini ihraççı paylarına dönüştürme hakkını vermesi, HDT oluşturulmasının temelindeki hukuki ilişkinin kanunda düzenlenmemiş sözleşmeler olarak adlandırılan isimsiz sözleşmeler grubuna girdiğini göstermektedir.

İsimsiz sözleşmelerden kısmen veya tamamen Kanun'da düzenlenmiş sözleşme tiplerinde bulunmayan unsurlardan oluşan sözleşmeler kendine özgü yapısı olan (sui generis) sözleşmeler olarak adlandırılmaktadır¹⁰⁹. İhraççı şirkete verilen ödünç paranın faiz ile birlikte geri alınması imkânının yanı sıra dönüştürme hakkının şirkette pay sahibi olma hakkını bahşetmesinden oluşan esaslı unsurlar, HDT'nin temelindeki hukuki ilişkinin kendine özgü yapısı olan (sui generis) sözleşmeler kapsamında değerlendirilebileceğini göstermektedir.

3-Menkul Kıymet Niteliği

A-İlgili Düzenlemeler

a-6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre

6102 sayılı TTK'da menkul kıymetler genel olarak 484-506 maddeleri arasında düzenlenmiştir. Kanun'un sistematigi açısından değerlendirildiğinde, anonim şirketlerin yedinci bölümünü oluşturan "*Menkul Kıymetler*" bölümünün üçlü bir ayrıma tabi tutulduğu görülmektedir. Bölümün birinci ayrımında "*Pay Senetleri*"ne (TTK m. 484-501), ikinci ayrımında "*İntifa Senetleri*"ne (TTK m. 502-503), üçüncü ayrımında ise "*Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler*"e (TTK m. 504-506) ilişkin kurallar öngörülmüştür. TTK m. 504 hükmünde "*her çeşidi ile tahviller*"in bu düzenlemelerin kapsamında olduğu açıkça hükme bağlanmıştır. Tahvillerin gerek yatırımcılara temin ettikleri haklar gerekse ihraççılar bakımından kendi içlerinde sınıflandırılması sonucunda farklı

¹⁰⁹**Tandoğan, H.:** Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Kendisine Özgü Yapısı Olan ve Karma Sözleşmeler, Satış ve Çeşitleri, Trampa, Bağışlama, C. I/1, 5. Bası, İstanbul 1988, s. 13; **Aral, F.:** Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 8. Bası, Ankara 2010, s. 52.

türlere ayrılması, menkul kıymet niteliğini etkilemez. Bu bağlamda, HDT'lerin menkul kıymet niteliği TTK m. 504 hükmünde açıkça belirtilmiştir.

b-2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve Seri:II No:22 Sayılı Tebliğ'e Göre

Sermaye piyasası araçlarının en geniş türünü oluşturan menkul kıymetlerin ortak özelliklerine eSerPK m. 3/1-b hükmünde yer verilmiştir¹¹⁰. Bir sermaye piyasası aracının menkul kıymet niteliğinde olup olmadığı belirlenirken, ilgili kanun veya tebliğlerde bu niteliğe açıkça yer verilip verilmediğinden yararlanılabileceği gibi söz konusu düzenlemelerde belirtilen özelliklerin eSerPK'da yer alan menkul kıymet tarifine uyumundan da yararlanılmaktaydı. Hemen belirtelim ki, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de tahvillerin ve HDT'lerin menkul kıymet niteliği açıkça zikredilmiştir (m. 3/1-ç, f)¹¹¹.

2499 sayılı mülga SerPK'nın m. 3/1-b hükmünün 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanunla değişmeden önceki ilk halinde yer alan menkul kıymet tanımında¹¹² da tahvillere örnekleyici nitelikte olmak üzere yer verilmiştir¹¹³. 2499 sayılı mülga

¹¹⁰“Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır”.

¹¹¹Seri:II No:22 Tebliği'nin m. 3/1-d bendinde yer alan “değiştirilebilir tahvil” tanımında bu tür tahvillerin de menkul kıymet niteliğini haiz olduğuna açıkça yer verilmiştir.

¹¹²“Menkul Kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri tahviller ve hazine bonoları gibi kıymetlerdir”.

¹¹³ABD'de menkul kıymetlerin düzenlendiği *Securities Act of 1933*'de menkul kıymet terimi ile ifade edilebilen kavramların arasında tahvillere (*bond, debenture*) örnekleyici olarak açıkça yer verilmiştir.

SerPK'nın menkul kıymet tanımında değişiklik getiren 1992 tarihli değişiklik öncesi dönemde menkul kıymet niteliği ilgili düzenlemelerde açıkça zikredilmese bile eSerPK'da yer alan ve örnekleyici nitelikte bazı menkul kıymet türlerine yer verilen menkul kıymet tarifine uyan her türlü senet doktrinde menkul kıymet niteliğinde sayılmaktaydı¹¹⁴. Ancak eSerPK m. 3/1-b hükmünün değiştirilmesi ile bir menkul kıymetten söz edebilmek için kanuni tarife giren her türlü senedin kendiliğinden menkul kıymet niteliğinin kabul edilmesi güçleşmiştir. Özellikle eSerPK m. 3/1-b hükmünde zikredilen “şartların Kurul tarafından belirlenmesi” zorunluluğu bağlamında, ilgili senedin menkul kıymet sayılabilmesi için aranan diğer koşulların yanı sıra Kurul tarafından hazırlanan mevcut bir hukuki düzenlemenin varlığı önem taşımaktaydı¹¹⁵. Buna göre Kurul, menkul kıymetin yasal tarifinde yer alan özellikleri taşıyan bir sermaye piyasası aracını menkul kıymet haline getirebilirdi¹¹⁶. Ancak Kanun'un yanı sıra SPK tarafından kanun hükmüne dayanan kurucu nitelikte bir beyanla bir aracın menkul kıymet niteliğinin zikredilmesinin mümkün olduğu ifade edilmekteydi¹¹⁷. Zira kanuni bir dayanak olmadan, salt bir aracın özelliklerinin yasal tarife uyumlu görülmesinin ya da doktrinde menkul kıymet niteliği verilmesinin, SPK nezdinde ya da yargı organları önünde o aracın kendiliğinden menkul kıymet sınıfına dâhil edilmesi sonucunu doğuracağını kabul etmek zorlama bir yorum olarak görülebilirdi.

¹¹⁴Ünal, Menkul Kıymetler, s. 18.

¹¹⁵Özkorkut, K.: Anonim Şirketler Hukukunda İlmühaberlerin Kıymetli Evrak Sayılmaları Doğrudan Menkul Kıymet Olarak Kabul Edilmelerine Yol Açar Mı?, Prof. Dr. Fırat Öztan'a Armağan, C. II, Ankara 2010, s. 1749.

¹¹⁶Turanboy, A.: Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002, s. 34.

¹¹⁷Yıldız Destanoğlu, B.: Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004, s. 73.

2499 sayılı mülga SerPK'ya göre menkul kıymetlerin unsurlarından ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlama bakımından adi tahviller, alacaklılık hakkı sağlamaktadır¹¹⁸. Ancak HDT'ler ihraççı şirket paylarına dönüştürme özelliği ile ortaklık hakkı sağlayan senetlerle alacaklılık hakkı sağlayan senetlerin her ikisinin de özelliklerini taşıyan bir karaktere sahiptir¹¹⁹.

Menkul kıymetlerin belirli bir meblağı temsil etme özelliği doktrinde her menkul kıymetin bir itibari değerinin olması ve belirli bir miktar üzerine düzenlenmesi gerektiği şeklinde yorumlanmaktadır¹²⁰. SPK, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de tahvili, *“ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri”* olarak tanımlamıştır (m. 3/1-n). 6762 sayılı TTK'nın tahvil tanımına paralel bu tanıma göre tahvillerin itibari değerleri mevcut olmalı ve aynı tertipte çıkarılan tahvillerin itibari değerleri eşit olmak zorundadır. Ancak tahvillerin itibari değerlerinden düşük bir ihraç fiyatıyla satışa çıkarılması da mümkündür. Bu şekilde ihraç olunan tahvillere “ihraç primli tahvil” denilmektedir¹²¹.

¹¹⁸Öztan, s. 184; Turanboy, A.: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s. 73.

¹¹⁹Aytaç, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 43; Öztan, s. 184; Pash, s. 1530, 1531.

¹²⁰Aytaç, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 47; Öztan, s. 185, 186; Turanboy, Varakasız, s. 73; Pash, s. 1531, 1532. Krş. Yıldız Destanoğlu, s. 66. Yıldız, SPK'nın Seri:VII No:10 sayılı Tebliğ'de katılma belgelerinin itibari değeri olmadığının düzenlenmesine rağmen, aynı Tebliğ'le menkul kıymet niteliğinde kabul edilmelerini göz önünde bulundurarak “belirli bir meblağı temsil etme” unsurunun “itibari değer taşıması zorunluluğu” olarak anlaşılmaması gerektiğini savunmaktadır.

¹²¹Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 632.

HDT'ler sunduğu faiz ve dönüştürme hakkı ile sahibine; sağladığı sermaye ile ihraççı şirkete yatırım aracı olarak kullanılma olanağı verir. Menkul kıymetlerin yatırım aracı olarak kullanılması unsuru ile kısa vadeli para piyasasına değil; orta ve uzun vadeli yatırımların söz konusu olduğu sermaye piyasasına hizmet etmesinin aranması¹²², HDT'lerin orta ve uzun vadeli karakteri ile uyum içerisindedir¹²³.

Menkul kıymetlerin dönemsel gelir getirmesi unsuru ile kâr payı, faiz gibi hakların yanı sıra yeni pay edinme hakkı gibi hukuki semereleri belirli dönemler içerisinde sahibine sunması kastedilmektedir¹²⁴. HDT'ler içerdikleri faiz ve tahvillerin pay senetlerine dönüştürülme hakkı ile bu unsuru karşılar.

İhraççı şirket tarafından aynı hukuki sebebe dayanılarak ve aynı nitelikte hakları içeren bir seri halinde ihraç edilmeleri, HDT'lerin misli nitelikte olmaları açısından yeterlidir¹²⁵.

Menkul kıymetlerin bir diğer karakteristik unsuru olan ibarelerin aynı olması zorunluluğuna Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de yer alan tahvil tanımında açıkça yer verilmiştir (m. 3/1-n). 6762 sayılı TTK m. 420'de de tahvillerin *“itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere”* çıkarıldıkları zikredilmiştir. Her ne kadar Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile mülga TTK'da yer verilen tanımlar itibari değerlerin eşit olması ile ibarelerinin aynı olması arasında sıkı bir ilişkinin varlığı izlenimini

¹²²**Turanboy**, Varakasız, s. 73.

¹²³Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre, tahvillerin vadesi bir yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenir (m. 27). HDT'lerin vadesi de yine bir yıldan az olamaz (m. 35).

¹²⁴**Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 16; **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 47; **Turanboy**, Varakasız, s. 74.

¹²⁵**Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 15; **Pahlı**, s. 1539, 1540.

verecek nitelikteyse de, menkul kıymetlerin ibarelerinin aynı olması unsurunun itibari değerlerinin aynı olması zorunluluğunu getirmediği kabul edilmektedir¹²⁶.

Menkul kıymetlerin şartlarının Kurul tarafından belirlenmesi zorunluluğu ile ilgili olmak üzere eSerPK m. 14’de HDT’lerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usullerinin SPK tarafından tespit ve ilân olunacağını hükme bağlanması önem taşımaktaydı. Nitekim SPK bu yetkisini kullanarak çeşitli tebliğlerle ve son olarak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile HDT’lere ilişkin esasları belirlemiştir. Nihayet, tahvillerin bir menkul kıymet olması özel şekil şartlarına tabi bir senet olması sonuncu doğurmaktadır. Bu şartlar, tahvillerin düzenlenmesinde ve ihraç sürecinde kendini göstermektedir. Gerçekten, tahvillerin tabi oldukları özel şekil şartları tahvillerin en önemli unsuru olarak gösterilmektedir¹²⁷. Bu özellik nedeniyle, anonim şirketlerin münferit gerçek veya tüzel kişilere verdikleri bütün borç senetlerinin tahvil olarak kabul edilmesi de kuşkusuz mümkün değildir¹²⁸.

6102 sayılı TTK’da, 6762 sayılı TTK’dan farklı olarak, tahvillerin özel şekil şartlarına ilişkin ayrıntılı düzenlemelere yer verilmemiştir. 6362 sayılı SerPK’da da tahvillerin şekil şartlarına ilişkin herhangi bir düzenleme yer almamaktadır. Bu durumda, SPK’nın alt düzenlemeleri ile tahvillerin şekil şartlarına ilişkin 6762 sayılı TTK’nın yürürlükten kalkmasından doğan boşluk doldurulabilir.

¹²⁶**Turanboy**, Varakasız, s. 75. Ayrıca “ibarelerin aynı olması” unsurunun lafzi yoruma tabi tutulmaması gerektiği ve bu bağlamda seri ile seri numaralarını kapsamadığı hakkında bkz. **Öztaş**, s. 188.

¹²⁷**Domaniç**, Kıymetli Evrak, s. 643; **Ünal, O. K.**: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 105.

¹²⁸**Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 311; **Ünal**, Menkul Kıymetler, s. 71.

c-6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre

6362 sayılı SerPK'nın sermaye piyasası araçları ile menkul kıymet kavramına yaklaşımı, eSerPK'dan esaslı nitelikte farklılıklar içermektedir. Her iki kavrama da SerPK'nın "*Kısaltmalar ve Tanımlar*" kenar başlıklı 3. maddesinde yer verilmiştir.

SerPK m. 3/1-ş hükmünde, sermaye piyasası araçlarının, "*Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını*" ifade ettiği belirtilmiştir. 6362 sayılı SerPK'da, sermaye piyasası araçları, 2499 sayılı Kanun'da olduğu gibi, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulmuştur. Yeni Kanun'da, eSerPK'dan farklı olarak, türev araçlar ve yatırım sözleşmelerinin de diğer sermaye piyasası araçları kavramına dâhil olduğu açıkça zikredilmiştir.

SerPK m. 3/1-o hükmünde ise menkul kıymete ilişkin düzenlemeye yer verilmiştir. Anılan hükme göre 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. Tanımdan açıkça görülmektedir ki, SerPK ile birlikte hukuk sistemimizdeki menkul kıymet anlayışında büyük bir değişiklik olmuştur. Her şeyden önce eSerPK'da yer verilen unsurların bir arada bulunması anlayışından vazgeçilmiş ve örnekleyici nitelikteki ifade şekli benimsenmiştir.

Kanun koyucunun, menkul kıymet kavramının belirlenmesinde eSerPK m. 3/1-b hükmüne nazaran esnekleşme amacıyla hareket ettiği anlaşılmaktadır. Zira SerPK hükmü ile eSerPK m. 3/1-b hükmünde belirtilen unsurlara uyum artık

aranmayacaktır. Sermaye piyasalarında yaşanan hızlı değişim ve gelişim, beraberinde yeni sermaye piyasası araçlarını getirmektedir. Bunların menkul kıymet niteliğinde olup olmadığının belirlenmesinde ise her şeyden önce eSerPK m. 3/1-b hükmüne uyum aranmaktaydı. Ancak SPK tarafından menkul kıymet niteliğinde sayılmasına rağmen bazı araçlarda hükümde aranan bütün unsurlara tam uyumun sağlanması her zaman mümkün olamamaktaydı. Bazı araçlar ise unsurlara uyum sağlamakla birlikte SPK tarafından yapılan düzenlemelerde menkul kıymet niteliğine yer verilmemekteydi¹²⁹.

SerPK hükmü somut olarak incelenmek istenirse, öncelikle, menkul kıymet niteliğinde olduğu açıkça zikredilen gruplar olarak “paylar”, “pay benzeri diğer kıymetler”, “borçlanma araçları”, “menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları” ve “depo sertifikaları” dikkat çekmektedir. Hemen belirtelim ki, düzenlemenin ifade şekli dil anlamında eleştirilebilir¹³⁰.

¹²⁹Bu araçlara örnek olarak “depo sertifikaları” ve “ortaklık varantları” gösterilebilir. Seri:III No:44 sayılı Tebliğ ile depo sertifikalarının; Seri:III No:36 sayılı Tebliğ ile ortaklık varantlarının; menkul kıymet niteliklerine açıkça yer verilmemiş; “sermaye piyasası aracı” niteliğinde oldukları belirtilmekle yetinilmiştir. Ancak doktrinde bu iki sermaye piyasası aracının da menkul kıymet niteliğini haiz olduğu ileri sürülmüştür (bkz. **Turanboy**, Varakasız, s. 127; **Özkorkut, K.**: Türk Hukukunda Depo Sertifikaları, Ankara 2003, s. 54-57; **Adıgüzel, B.**: Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant, EÜHFD 2010, C. 14, S. 3-4, s. 231-246).

¹³⁰Özellikle “...*Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını*” ifadesi şeklen hatalı ve içerik olarak belirsizdir. Hükümde belirtilen kıymetlerin her biri ayrı ayrı menkul kıymet sayıldığına göre “veya” ifadesinin “ve” olarak anlaşılması gerekir. Bunu sağlamak adına “veya” yerine virgül kullanılması yerinde olurdu.

Payların ve borçlanma araçlarının menkul kıymet niteliği 6102 sayılı TTK'ya göre de tartışmasıdır. Fakat önem arz eden husus, borçlanma araçlarının tamamının menkul kıymet sayılması ve bu araçların sınırlı sayıda olmamasıdır. Zira TTK ve SerPK'da borçlanma araçlarını sınırlandırılan bir hükme yer verilmemiştir. O halde borçlanma araçlarının belirlenmesinde TTK m. 504'de zikredilen araçların yanı sıra SPK'nın alt düzenlemeleri esas alınacaktır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in m. 3/1-ç hükmüne göre borçlanma araçları *“İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre, nama veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki Tahvilleri, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvilleri, Değiştirilebilir Tahvilleri, Finansman Bonolarını, Altın, Gümüş ve Platin Bonolarını, Banka Bonolarını ve bu Tebliğ'de sayılmamakla birlikte niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını”* kapsamaktadır. Nihayet, Kanun'da ve Tebliğ'de belirtilen araçların tamamı doğrudan menkul kıymet sayılacak; ayrıca Kurul tarafından ileride borçlanma aracı olduğu kabul edilenler de menkul kıymet niteliğini haiz olacaktır. Bu durumda HDT'lerin TTK ve eSerPK ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre sahip oldukları menkul kıymet niteliğinde SerPK ile bir değişiklik olmamıştır.

SerPK'da menkul kıymet niteliğine sahip olduğu ifade edilen *“pay benzeri diğer kıymetler”* ile kastedilenin ne olduğu açıklığa kavuşturulmamıştır¹³¹. Bunların açıkça belirlenmesi de yine Kurul düzenlemeleri ile gerçekleştirilebilir. Nitelikleri

¹³¹“Pay benzeri kıymetlerin kapsamına hangi araçların dâhil edilebileceği konusunda Kanunun gerekçesinde de herhangi bir açıklama yer almamaktadır.

gereği özellikle intifa senetleri¹³² ve oydan yoksun payların bu kategoriye dâhil olduğu savunulabilir.

SerPK’da depo sertifikalarının açıkça menkul kıymet kapsamına dâhil edilmesi, Kanun’un getirdiği bir diğer yenilik olmuştur. Zira Seri:III No:44 sayılı Tebliğ¹³³,de menkul kıymet niteliğine açıkça yer verilmeyen ve “*sermaye piyasası aracı*” olarak belirtilmekle yetinilen¹³⁴ depo sertifikalarının, menkul kıymet niteliğini haiz olduğu doktrinde savunulmuştur¹³⁵. Bu düşüncelerin dikkate alınarak, yeni SerPK’ya yansıtılmasıyla birlikte, depo sertifikalarının menkul kıymet niteliği kanuni dayanağa kavuşturulmuştur.

B-Hukuki Sonuçları

Finansal piyasaların, sermaye piyasası ve para piyasası şeklindeki ayrımının kriterlerinden birini de bu piyasalarda kullanılan araçların farklılığı oluşturmaktadır. Finansal piyasalarda kullanılan bir aracın menkul kıymet olarak belirlenmesi ilgili aracın para piyasasına değil, sermaye piyasasına dâhil olduğunun belirlenmesi noktasında önem taşır.

¹³²TTK’nın “*menkul kıymetler*” bölümü içerisinde yer alan 502 ve 503. maddelerinde düzenlenen intifa senetlerinin menkul kıymet niteliği TTK’da da vurgulanmıştır.

¹³³RG. 23.10.2010, S. 27738.

¹³⁴“*Depo Sertifikası: Saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası veya T.C. Merkez Bankası’nca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracını ifade eder*” (m. 4/1-b).

¹³⁵Turanboy, Varakasız, s. 127; Özkorkut, Depo Sertifikaları, s. 54-57.

Bir varlığın menkul kıymet niteliğini haiz olduğunun belirlenmesi, SerPK m. 3/1-ş gereğince onu doğrudan sermaye piyasası aracı haline getireceğinden, ilgili aracın SerPK'nın uygulama alanı ve Kurul'un düzenleme ve denetleme yetkisi içerisine girmesini sağlar¹³⁶.

Belirtmek gerekir ki, 6362 sayılı SerPK ile birlikte sermaye piyasası araçlarının menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları şeklinde ayrıma tabi tutulmasının önemi bir parça zayıflamıştır. Zira Sermaye Piyasası Kanunu'nda esas itibarıyla “sermaye piyasası araçları” kavramı merkez kavram olarak kabul edilmiştir. Kanun'un kapsamının düzenlendiği 2. maddesi başta olmak üzere birçok düzenlemesinde, “menkul kıymetler”le sınırlı olarak değil, üst kavram olan “sermaye piyasası araçları”na yönelik hukuki sonuçların hükme bağlandığı görülmektedir¹³⁷. Oysa, 2499 sayılı mülga SerPK'da menkul kıymet kavramının esas alındığı ve bu kavrama hukuki sonuç bağlanan haller, 6362 sayılı Kanun'a göre daha fazlaydı¹³⁸.

6362 sayılı SerPK'da, 2499 sayılı Kanun'a göre sermaye piyasası araçlarına ağırlık verilmesine bir örnek olarak bankaların SerPK'ya tabi olduğu halleri düzenleyen m. 136/5 hükmü gösterilebilir. 6362 sayılı SerPK'nın m. 136/5 hükmü *“Kendi sermaye piyasası araçlarını halka arz ederek veya halka arz etmeksizin satan bankalar ile bu Kanunda tanımlı yapılan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerinde bulunan*

¹³⁶**Pash**, s. 1572.

¹³⁷Sermaye piyasası hukununun temel kavamları olan ve SerPK m. 3/1-ç, f, g, ğ, j, p hükümlerinde yer alan “borsa”, “halka arz”, “halka arz eden”, “ihraç”, “ihraççı”, “izahname”, “MKK” tanımlarında da “sermaye piyasası araçları” esas alınmıştır. Ayrıca Kanun'un ikinci kısmının birinci bölümünün yer aldığı 4 ila 13. maddelerinde “sermaye piyasası araçlarının ihracı”na ilişkin esaslar yer almaktadır.

¹³⁸2499 sayılı mülga SerPK m. 1, 11/3, 16/A, 50/1-a hükümleri bu hallere örnek olarak gösterilmektedir (**Pash**, s. 1571, 1572).

bankalar, bu faaliyetleri ile sınırlı olarak, bu Kanun hükümlerine tabi olurlar” şeklindedir. Bu düzenlemede, 2499 sayılı Kanun’dan farklı olarak, “menkul kıymetler” değil üst kavram olan “sermaye piyasası araçları” esas alınmıştır.

1992 yılında, 2499 sayılı mülga SerPK’da yapılan değişiklik sonrası süreçte, bir aracın menkul kıymet niteliğinde kabul edilmesi, aynı zamanda eSerPK m. 3/1-b hükmünde yer alan nitelikleri de taşıyan bir araç olduğunun anlaşılması açısından önem taşımaktaydı. 6362 sayılı SerPK’da bu niteliklere yer verilmemesi, menkul kıymetlerin yürürlükteki hukuk açısından bu özellikleri taşıyıp taşımadığının belirlenmesinde, SPK alt düzenlemeleri ile birlikte doktrin ve yargı kararlarının önemini artırmıştır. “Ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlama”, “belli bir meblağı temsil etme”, “yatırım aracı olarak kullanılma”, “dönemsel gelir getirme”, “misli nitelikte olma”, “seri halinde çıkarılma” ve nihayet “ibarelerin aynı olması” unsurları Kanun’dan çıkarılmış olsa da, menkul kıymetlerin nitelikleri gereği kendiliğinden bu unsurları taşıdığı kabul edilebilir¹³⁹. Ancak “şartların Kurulca belirlenmesi” ve “kıymetli evrak niteliği” üzerinde önemle durmak gerekmektedir.

Menkul kıymetlerin “şartlarının Kurul tarafından belirlenmesi” zorunluluğu, 3794 sayılı Kanun ile değişik 2499 sayılı SerPK’nın yürürlükte olduğu dönemde, şartları SPK tarafından düzenlenmeyen bir aracın, Kanunun 3/1-b hükmünde yer alan diğer şartları taşımasına rağmen kendiliğinden menkul kıymet sayılmasının önüne geçen bir nitelik olarak ifade edilmekteydi¹⁴⁰. 6362 sayılı SerPK’da bu niteliğe açıkça yer verilme dahi, SerPK m. 128/1-e hükmünde yasal dayanağını bulan *“sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve*

¹³⁹Bu unsurlar hakkında ayrıntılı bilgi ve HDT’ler açısından değerlendirmeler için bkz. s. 46-50.

¹⁴⁰**Paslı**, s. 1544.

araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek” yetkisi bağlamında Kurul’un menkul kıymetlerin türlerinin ve şartlarının belirlenmesi üzerindeki yetkisi kuşkusuz varlığını sürdürmektedir. Aynı şekilde, Kurul, SerPK m. 3/1-o hükmündeki menkul kıymet tanımında yer alan “*pay benzeri diğer kıymetler*” ve “*borçlanma araçları*”nı belirleyerek de “kanun hükmüne dayanan kurucu nitelikteki kararı”¹⁴¹ ile menkul kıymetin belirlenmesindeki rolünü sürdürmeye devam edecektir.

2499 sayılı mülga SerPK döneminde, bir aracın menkul kıymet niteliğinde sayılmasının en önemli hukuki sonuçlarından biri bu aracın aynı zamanda kıymetli evrak niteliğine sahip olduğunun kabul edilmesiydi. Bunun sonucu olarak, özel düzenlemelerde boşluk bulunması halinde ve ilgili aracın niteliğine uygun düştüğü ölçüde, TTK’nın kıymetli evrakla ilişkin düzenlemelerinin genel hüküm olarak uygulama alanına sahip olduğu tartışmasız şekilde kabul edilmekteydi. 2499 sayılı mülga SerPK’nın m. 3/1-b hükmünde yer verilen “diğer sermaye piyasası araçları”nın tanımında “kıymetli evrak” niteliğine yer verilmemesine ve bu araçların niteliklerinin TTK’da yer alan kıymetli evrak tanımına uygun olmaması nedenleriyle kıymetli evrak olarak kabul edilmemeleri sermaye piyasası araçları arasındaki bu alt ayrıma önemli bir değer katmaktaydı. Bu durumda, 6362 sayılı SerPK’ya göre menkul kıymetin “kıymetli evrak” niteliğine yer verilmediğinden hareketle, kıymetli evrak sayılamayacaklarının kabul edilmesi halinde ise sermaye piyasası araçlarını kendi içerisinde bu ayrıma tabi tutulması da bir parça önemini yitirecektir.

“*Kıymet hakkı*”, “*kaydi değer*” gibi kavramların ortaya çıkıp gelişmesinin “kıymetli evrak” kavramına etkileri, menkul kıymetin belirlenmesindeki temel

¹⁴¹ Yıldız Destanoğlu, s. 73.

hukuki dayanak olan yasal tanımda değişikliğe neden olmuştur. Kaydi değerler ile menkul kıymetlerin hakkın senetle ileri sürülmesi eksenindeki “kıymetli evrak” fonksiyonlarını yitirmeleri bir süredir yabancı hukuk sistemlerinde savunulmaktadır¹⁴². Türk hukukunda 4487 sayılı Kanun¹⁴³ ile eSerPK’ya eklenen 10/A maddesi ile işlerlik kazanan ve kademeli bir geçişin gerçekleştiği kaydi sistemin yerleşmesi ile birlikte, kanun koyucunun 6362 sayılı SerPK ile terimsel anlamda *Prof. Dr. Arthur Meier-Hayoz*’un meşhur söylemi ile “kıymetli evraka veda”yı amaçlandığı görülmektedir. Ancak 6362 sayılı SerPK’da kıymetli evrak niteliğine açıkça yer verilmese de, 2499 sayılı mülga SerPK döneminde kanuni tanıma uygun olarak doktrinde oybirliği ile kabul edilen menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğine ilişkin görüşten tamamen vazgeçmeyi haklı görececek bir durum söz konusu değildir. SPK’nın alt düzenlemelerinde yer verilerek ya da mevzuatta yer verilmese dahi TTK m. 645’de yer alan kıymetli evrak tanımına uygunluğu göz önünde bulundurularak ilgili menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğini haiz olduğu savunulabilir. Zira uzun bir süredir tartışma konusu olmakla beraber, doktrindeki baskın görüşe¹⁴⁴ göre ve özellikle 6102 sayılı TTK’nın 831/1 hükmü göz önünde bulundurulduğunda, kıymetli evrak sınırlı sayı ilkesine tabi değildir. Bu

¹⁴²*Prof. Dr. Arthur Meier-Hayoz*’un Zurich Üniversitesi Hukuku Fakültesi’nde 1985 yılında verdiği “*Abschied vom Wertpapier?*” başlıklı son dersinde “kıymetli evraka veda”nın “kıymetli evrak hukukuna veda” anlamı taşımadığı ve kıymetli evrak hukukunun “kıymet hakkı” kavramı temelinde yaşayacağını ileri sürmüştür (bkz. **Tekinalp, Ü.**: Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru, Batider 1988, C. 14, S. 3, s. 1, 2).

¹⁴³RG. 18.12.1999, S. 23910.

¹⁴⁴**Karayalçın**, s. 16, dñn. 27; **Öztan**, s. 264; **Ülgen, H./Helvacı, M. (Kendigelen, A./Kaya, A.)**: Kıymetli Evrak Hukuku, 7. Bası, İstanbul 2013, s. 54, 55.

bağlamda kanun koyucunun ilgili aracın kıymetli evrak niteliğinde olduğunu açıkça belirtmesi gerekmemektedir.

Sonuç olarak, “*kaydi değer*”, “*kıymet hakkı*” gibi terimlerle ifade edilen kavramlarla yaşayacak olan kıymetli evrak hukuku, menkul kıymetler üzerinde hukuki sonuçlarını doğurmaya devam edecektir. Kaydi sistemle birlikte fiziki olarak senet mevcut olmasa da, kıymetli evrak niteliğine sahip olan menkul kıymetlere, ilgili özel düzenlemelerinde boşluk olması halinde ve niteliklerine uygun düştüğü ölçüde, genel hüküm olarak kıymetli evrak hukukuna ilişkin kuralların uygulanması mümkündür.

4-Hibrit Menkul Kıymet Niteliği

Hibrit menkul kıymetler (*hybrid securities*), borçlanma araçları ve ortaklık payına ait özellikleri birlikte içeren menkul kıymetlerdir¹⁴⁵. Bir başka deyişle, pay senedi özelliklerine sahip borçlanma araçları veya borçlanma araçları özellikleri içeren pay senetleri olarak da ifade edilebilir¹⁴⁶.

HDT sahibinin pay senedinden ve tahvilden doğan özelliklerin birleşimine sahip olduğu gerekçesiyle, HDT’ler hibrit araçlar (*hybrid instruments*) veya pay senedine dayalı tahviller (*equity-linked bonds*) olarak adlandırılmaktadır¹⁴⁷.

¹⁴⁵Garner, s. 1386.

¹⁴⁶Coyle, B.: Hybrid Financial Instruments, Italy 2002, s. 2.

¹⁴⁷Schlitt, M./Hemeling, P.: Wandel- und Optionsanleihen, Unternehmens Finanzierung am Kapitalmarkt (Hrsg. Habersack, M./Mülbert, P.O./Schlitt, M.), 2. Auflage, Köln 2008, s. 297 ; Coyle, s. 5.

Her ne kadar HDT'ler çifte karakterli bir yapıyı temsil etseler de, tahvil pay senedine dönüştürüldükten sonra aynı pay senedinin yeniden tahvile dönüştürülmesi mümkün değildir¹⁴⁸.

HDT'lerin hibrit karakteri, değerinin belirlenmesinde kayda değer bir zorluk yaratmaktadır. Zira şirketin kredibilitesi, geleceği ve pay senetlerinin değeri ile ödenecek faiz miktarı HDT'lerin değerinin belirlenmesinde etkili olur¹⁴⁹.

İhraççı şirket paylarının değer kazanması halinde, içerdiği dönüştürme hakkının değerindeki artış sebebiyle, HDT'nin piyasa değeri artar¹⁵⁰. Dayanak pay değerinin düşmesi halinde ise gerek piyasalar arası fiyat farklarından yararlanarak gelir elde etmeyi amaçlayan yatırımcıların piyasa fiyatlarına etkisi, gerekse HDT'lerde sunulan faiz güvencesi nedeniyle HDT'lerin piyasa değeri, nominal değerinin altına düşmez¹⁵¹. Bu bağlamda, tahvil karakteri ön plana çıkmakta ve HDT değerinin ihraççı pay değerine duyarlılığı az olmaktadır.

5-Ticari İş Niteliği

Bir işlem veya fiilin ticari iş niteliğinin belirlenmesinde kullanılan ilk ölçüte göre, TTK'da düzenlenen hususlar, tarafların sıfatına ve işin ticari işletmeyi ilgilendirip ilgilendirmediğine bakılmaksızın, ticari iş sayılmaktadır (TTK m. 3). 6762 sayılı TTK'da doğrudan ve ayrıntılı olarak (m. 420-433), 6102 sayılı TTK'da ise gerek şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin düzenlemelerde (m. 463-472) gerekse

¹⁴⁸Choudhry, s. 169.

¹⁴⁹Kormann, s. 29.

¹⁵⁰Choudhry, s. 176.

¹⁵¹Özdemir, Ö.: Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, s. 8, 9.

TTK'nın menkul kıymetler bölümünün üçüncü ayrımında *“Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler”* başlığında tahvillere ve HDT'lere ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. TTK'da düzenlenen bir konu olması sebebiyle, HDT ihracının her iki taraf için de ticari iş niteliğindedir.

Bir işlem veya fiilin ticari iş niteliğinin saptanması, bu işlem veya fiile uygulanacak düzenlemelerin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır¹⁵². Bilindiği üzere, ticari işlerde TTK'daki hükümlerin yanı sıra ticari işletmeyi ilgilendiren işlem ve fiillere ilişkin diğer kanunlarda yazılı özel hükümler olarak ifade olunan ve ticaret hayatının gerekleri göz önünde bulundurularak farklı ilkelere dayandırılan ticari hükümler uygulama alanı bulur. HDT ihracının ticari iş olmasına bağlanan özel hukuki sonuçlar ise faize ilişkin esaslar, teselsül karinesi, bu ilişkiden doğacak uyuşmazlıkların ticari yargının görev alanına girmesi ve diğer koşulların sağlanması halinde, ticari defterlerin delil niteliği, kanunen veya yetkili makamlarca belirlenmiş en yüksek sınırı aşan işlemlerin hukuki akıbeti ile zamanaşımı konularında kendini göstermektedir.

Ticari işlerde faiz adi işlerden farklı esaslara dayanmaktadır. Bu esaslardan, ticari işlerde faizin serbestçe belirlenebilmesi ve daha yüksek oranda temerrüt faizi istenebilmesi hususları özellik arz etmektedir.

TTK m. 8/1 hükmüne göre ticari işlerde faiz oranı serbestçe belirlenir. Bu kural kapital faizi ve temerrüt faizini kapsamaktadır. Ticari iş niteliğine sahip olan HDT ihracında, TTK uyarınca taraflar kapital faizini serbestçe belirleyebildiği gibi borcunu zamanında yerine getirilmeyen tarafa uygulanacak temerrüt faizini de serbestçe kararlaştırabilir. Temerrüt faizinin taraflarca açıkça kararlaştırılmadığı

¹⁵² **Arkan, S.:** Ticari İşletme Hukuku, 16. Bası, Ankara 2012, s. 63.

durumlarda ise 3095 sayılı Kanun'un¹⁵³ m. 2/2 hükmünde belirtilen esaslara uygun olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) kısa vadeli avanslar için uyguladığı faiz oranının talep edilebilmesi mümkündür.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in tahvillerde faiz oranının belirlenmesine ilişkin düzenlemesi olan 32. maddesinde *“tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılarca belirlenir”* ifadesine yer verilmiştir. Her ne kadar anılan düzenlemede faiz oranının serbestçe belirleneceği vurgulanmamış olsa da, hükmün sınırlayıcı bir ifade taşımadığı da açıktır. Ticari işlerde faizin serbestçe belirlenebilmesi prensibine göre adi işlerde sözleşme ile belirlenebilecek kapital faizini sınırlandıran TBK m. 88/2, HDT'lerde uygulama alanına sahip değildir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, geçmişte 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun (TCMBK)¹⁵⁴ verdiği yetkiye dayanılarak çıkartılan tebliğlerle tahvillerin faiz şartlarının TCMB tarafından belirlendiği dönemler olmuştur¹⁵⁵. Para piyasasını düzenleme yetkisine sahip bir kuruluş olması sebebiyle TCMB'nin sermaye piyasası faaliyet alanına giren tahviller üzerindeki düzenleme yetkisi eleştirilmiş ve bu yetkinin para piyasasını

¹⁵³RG. 19.12.1984, S. 18610.

¹⁵⁴RG. 26.01.1970, S. 13409.

¹⁵⁵TCMBK yürürlüğe girdikten hemen sonra oluşturulan ilk Tebliğ olan 02.06.1970 tarihinde yayımlanan TCMB Tebliği ile şirketçe tahvil sahibine sunulabilecek azami yıllık faiz oran %15 ile sınırlanmıştır. Bu düzenleme 6762 sayılı TTK'nın ticari işlerde faizin serbestçe tespit edilebileceğine ilişkin 8. maddesinin bir sınırı olarak kabul edilmiştir (bkz. **Domanıç, H.:** Tahvil Senetleri, Batider 1973, C. 7, S. 2, s. 321).

düzenleme amaçları ile sınırlı olarak yapılması gerektiği savunulmuştur¹⁵⁶. TCMBK'nın, özel sektöre mensup kuruluşlarca satışa çıkarılacak tahvillerin miktar, faiz ve satış şartlarının tespitine yönelik kararlar alabileceğini düzenleyen m. 4/2-d ve m. 40/2-d hükümlerinin çeşitli Kanunlarla¹⁵⁷ değiştirilmesi nedeniyle TCMB'nin bu konudaki yetkisi sona ermiştir. TCMB'nin yetkisinin sona ermesi ile birlikte TCMB tarafından en son olarak yürürlüğe konulan Tebliğ olan “Özel Sektöre Mensup Anonim Şirketlerce Çıkarılacak Tahvillerin Faiz Şartları Hakkında Tebliğ”¹⁵⁸ hukuki dayanaktan yoksun kalmış ve zımnen yürürlükten kalkmıştır.

HDT ihracının ticari iş olması TTK m. 7'de düzenlenen teselsül karinesine tabi olması sonucu doğurur¹⁵⁹. Bunun sonucu olarak HDT ile borç altına giren kişiler bu borç dolayısıyla kural olarak müteselsilen sorumludurlar. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 6/3 hükmüne göre Kurul, ihraççıdan, HDT'lere ilişkin ödeme yükümlülüklerinin yurt içinde yerleşik bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınmasını talep edebilir. Ödeme yükümlülüklerinin bu şekilde bir garanti ya da kefalet sözleşmesi ile güvence altına alınmasının söz konusu olduğu

¹⁵⁶**Nerad, H.:** Tahvil Piyasasının Düzenlenmesi, Prof. Dr. K. Fikret Arık'a Armağan, Ankara 1973, s. 287, 289.

¹⁵⁷TCMBK'nın 4. maddesi, 4651 sayılı “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” (RG. 05.05.2001, S. 24393) m. 1 hükmü ile; 40. maddesinin ikinci fıkrası ise 5411 sayılı “Bankacılık Kanunu” (RG. 01.11.2005, S. 25983 Mük.) m. 168/F hükmü ile değiştirilmiştir.

¹⁵⁸RG. 01.07.1987, S. 19504. Bu Tebliğ'in 1. maddesinde, tahvillerin faiz oranlarının, ihraç eden anonim şirketlerce serbestçe belirlenebileceği düzenlenmiştir.

¹⁵⁹6762 sayılı TTK'ya göre tahvillerin teselsül karinesine tabi olması konusunda bkz. **Domanıç,** Tahvil Senetleri, s. 321; **Tekil,** s. 461.

hallerde TTK m. 7 hükmüne göre borçlular arasında müteselsil sorumluluk söz konusu olacaktır¹⁶⁰.

HDT'lerin TTK'da düzenlenen konulardan olması sebebiyle taraflar arasında çıkacak uyuşmazlıklardan doğan davalar ticari dava sayılır (TTK m. 4/1-a)¹⁶¹. Bir davanın ticari dava sayılması ise bu davaya bakmakla görevli mahkemenin belirlenmesi ve davanın özel birtakım usul kurallarına tabi olup olmaması açılarından önem taşır¹⁶². Bu bağlamda, HDT'lerden doğan davalar Asliye Ticaret Mahkemesi'nin görev alanına girmekle birlikte Hukuk Muhakemeleri Kanunu¹⁶³

¹⁶⁰6362 sayılı SerPK'da sermaye piyasası araçlarının halka arzında garantörün izahnameden sorumluluğa ilişkin olarak özel bir düzenlemeye yer verilmiştir. SerPK m. 10/1 hükmü gereğince, izahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan, zararın ihraççılardan tahsil edilememesi durumunda, kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur. İzahnamenin SerPK m. 3/1-j hükmünde yer alan tanıma ve m. 32'ye göre kamuyu aydınlatma belgesi niteliğini haiz olduğundan izahnameden doğan sorumluluğu belirleyebilmek için Kanun'un 10. maddesi ile 32. maddesini bir arada yorumlamak gerekir. Buna göre garantörün izahnameden sorumluluğu ikinci dereceden olup aynı zamanda TTK m. 557'de düzenlenen sorumluluk rejimine benzer şekilde "farklılaştırılmış teselsül" anlayışıdır. Farklılaştırılmış teselsül anlayışının ilkeleri için bkz. TTK "Madde Gerekçeleri", m. 557.

Halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlarda izahnamenin değil ihraç belgesinin onaylanması zorunluluğu söz konusudur. Düzenlenecek ihraç belgesinden sorumluluğun esası ise SerPK m. 32'ye göre belirlenir ve müteselsil sorumluluk esası geçerlidir.

¹⁶¹1926 tarihli TTK ve 6762 sayılı TTK'ya göre tahvillerden doğan davaların ticari dava sayılması hakkında bkz. **Hirsch**, s. 544, 545; **Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 322; **Tekil**, s. 461.

¹⁶²**Arkan**, Ticari İşletme, s. 95.

¹⁶³RG. 04.02.2011, S. 27836.

(HMK) m. 222’de belirtilen esaslarla ticari defterlerden delil olarak yararlanılması imkânı söz konusu olur¹⁶⁴.

Ticari iş sayılmaya bağlanan hukuki sonuçlardan, kanunun veya yetkili makamların koymuş olduğu en yüksek sınırı aşan sözleşmelerin en yüksek sınır üzerinden yapılmış sayılacağına ve TBK m. 27/2’nin uygulanmayacağına ilişkin TTK m. 1530/1 hükmü yürürlükteki mevzuatta herhangi bir faiz sınırı öngörülmediği için şu an için pratik bir değer taşımamaktadır. Ancak tahvillerde faizi sınırlandıran bir düzenleme yapılması halinde, bu kuralın önem taşıması düşünülebilir. Ancak TCMB’nin tahvillere ödenecek faizin oranlarını sınırlandırdığı dönemlerde dahi, halka arz edilen tahvillere ilişkin olarak yetkili makamların belirlediği faiz limiti üzerinde faizin belirlenmesi ve şirketin, tahvillerin bedellerini yatırımcılardan topladıktan sonra faiz ödemesi sırasında bu şekilde bir iddia ileri sürmesi hakkın kötüye kullanılması teşkil edeceği ileri sürülmüştür¹⁶⁵. Dolayısıyla dürüstlük kurallarına aykırı bu iddianın geçerli olamayacağı da savunulmuştur. Yürürlükteki hukuk açısından durum değerlendirildiğinde, bu şekilde bir faiz limitinin belirlenmesi halinde, ilgili limiti aşan düzeyde faiz oranının belirlendiği bir HDT ihracında, SPK’nın izahnameyi ya da ihraç belgesini onaylanmaması gerekir. Dolayısıyla, ticari iş sayılmaya bağlanan bu hukuki sonucun uygulamada değer taşıdığını savunmak güçtür. Son olarak vurgulamak gerekir ki, ilgili mevzuat hükümleri ile HDT’lerle sınırlı olarak ya da tahvillerin tümü için geçerli bir faiz

¹⁶⁴6762 sayılı TTK’ya göre tahvillerden doğan davalarda ticari defterlerin delil niteliği için bkz.

Domaniç, s. 322.

¹⁶⁵**Nerad**, s. 324.

limiti öngörülmesi, ticari işlerde faizin serbestçe belirlenebilmesi ilkesine açık bir aykırılık teşkil eder.

Nihayet, ticari işlerde zamanaşımı düzenleyen hükümler emredici nitelik taşır (TTK m. 6)¹⁶⁶. Esas itibarıyla, TBK m. 148’in tekrarından ibaret olan bu düzenleme, adi işlerde geçerli kuralın ticari işlerde de uygulama alanına sahip olup olmadığı konusunda doğan tereddüt üzerine 6762 sayılı TTK’ya ve 6102 sayılı TTK’ya alınmıştır¹⁶⁷. TTK m. 6’da hukuki dayanağını bulan bu kurala göre kanunda aksinin düzenlenmediği hallerde, taraflarca farklı zamanaşımı süreleri belirlenmesine imkân yoktur. 2308 sayılı “Şirketlerin Müruru Zamana Uğrayan Kupon Tahvilat ve Hisse Senedi Bedellerinin Hazineye İntikali Hakkında Kanun”da¹⁶⁸ tahvillerin zamanaşımına ilişkin düzenlemeler yer almaktadır. Bu Kanun’un 1. maddesine göre anonim şirketlerin ihraç ettiği tahvillerin içerdiği faiz hakkı 5 yıllık, tahvil bedeli ise 10 yıllık zamanaşımı süresine tabidir. Anılan Kanun’da bu süreler içerisinde tahsil edilmeyen bedellerin Devlet’e intikal edeceği düzenlenmiştir (m. 1). Kanun’un emredici lafzının yanı sıra, 2. maddesinde ihraççı şirket açısından öngörülen yaptırım da göz önünde bulundurulduğunda, ticari iş niteliğine sahip HDT ihracında belirtilen sürelerin uzatılması ya da kısaltılmasının kararlaştırılması TTK m. 6 gereğince mümkün değildir.

¹⁶⁶ **Arkan**, Ticari İşletme, s. 88.

¹⁶⁷ **Bozer, A./Göle, C.:** Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2011, s. 245, 246.

¹⁶⁸ RG. 26.06.1933, S. 2437.

V. BENZER KAVRAMLARLA KARŞILAŞTIRILMASI

1-Değiştirilebilir Tahviller

Pay senetleriyle değiştirme hakkı veren tahvillerin bir diğer türünü, ihraççı şirketten başka bir şirketin pay senetleriyle değiştirme hakkı veren “*değiştirilebilir tahviller*” (*exchangeable bonds*) oluşturmaktadır¹⁶⁹. Bu tahviller, ABD’de 1970’li yılların başından bu zamana şirketler tarafından sıkça kullanılmaktadır¹⁷⁰. Bu bağlamda, değiştirilebilir tahvillerin gelişip yaygınlaşmasının, şirketlerin kendi pay senetleriyle değiştirme hakkını verdiği dönüştürülebilir tahviller kadar eski bir geçmişe sahip olmadıkları görülmektedir.

İsviçre ve Almanya doktrinde değiştirilebilir tahviller, geniş anlamda HDT’lerin (*Wandelschuldverschreibung*) bir türü olarak kabul edilmekte ve *Umtauschanleihe* terimi ile ifade edilmektedir. Değiştirilebilir tahviller ihraççı şirketten başka bir şirket paylarıyla önceden belirlenen koşullarda değiştirme hakkı veren kıymetli evrak niteliğini haiz tahviller için kullanılmaktadır¹⁷¹. Değiştirilebilir tahviller, tahvil ve ortaklık paylarına ilişkin unsurları bir arada içermelerinden ötürü, tıpkı HDT’ler gibi hibrit araçlardan sayılmaktadır¹⁷².

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de değiştirilebilir tahviller, “*ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetler*” olarak ifade edilmiştir (m. 3/1-d). Yabancı hukuk sistemlerindeki yaklaşıma paralel olarak Türk hukukunda her ikisi de tahvillerin ortaklık paylarıyla değiştirilmesi imkânını veren

¹⁶⁹Fabozzi, s. 466.

¹⁷⁰Barber, B. B.: Exchangeable Debt, Financial Management 1993, Vol. 22, No. 2, s. 48.

¹⁷¹Schlitt/Hemeling, s. 330, 331.

¹⁷²Schlitt/Hemeling, s. 297.

HDT ve DET’ler için bir üst kavram olarak “*pay senetleriyle değiştirme hakkı veren tahviller*” ifadesi kullanılabilir. Ancak bunlardan HDT’ler ihraççı paylarıyla, DET’ler ise ihraççı dışındaki şirketlerin paylarıyla değiştirme hakkı sunmaktadır.

Değiştirilebilir tahviller özellikle ana şirket ile ana şirkete bağlı yavru şirketlerin birbirlerinin paylarını değiştirilebilir tahvillere konu yapabilmelerine imkân verir. Ancak bu tür tahvillerin içerdiği bir başka şirkete ait paylarla değiştirme hakkının sunulabilmesi için ihraççı şirket ile payları değiştirme hakkına konu şirket arasında hakimiyet ilişkisinin bulunmasının zorunlu olmadığı kabul edilmektedir¹⁷³. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in payları değiştirme hakkına konu şirket hakkında öngördüğü tek sınırlama ise bu şirketin paylarının borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesidir.

2-Opsiyonlu Tahviller

Opsiyonlu tahvillere yönelik olarak 6102 sayılı Kanuna kadar Türk hukukunda doğrudan veya dolaylı bir düzenleme yapılmamıştır. Ancak bu dönemde dahi opsiyonlu tahvillerin ihracına hukuken bir engel olmadığı ileri sürülmüştür¹⁷⁴.

¹⁷³**Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 63.

¹⁷⁴**Tekinalp**, Almanya’da bu tür tahvillerin hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin bir türü olarak kabul edilmesi ve diğer bazı tahvil türleri de Türk hukukunda açıkça düzenlenmemekle birlikte ihracının mümkün olduğunun kabul edilebilmesi nedenleriyle ihracının mümkün olduğunu savunmuştur (bkz. **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 63, 64). **Moroğlu** ise her ne kadar eSerPK’nın 14. maddesinde “hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil” düzenlenmişse de; hükmün tahvil sahipliği hakları korunarak yeni pay alma hakkının kullanılmasına imkân veren tahvilleri de kapsadığını savunmuştur (bkz. **Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 161).

Yabancı hukuk sistemlerindeki opsiyonlu tahvil kavramından Türk hukuku açısından birtakım hukuki sonuçlar çıkartılmak istenirse, özellikle Almanya ve İsviçre uygulaması göz önüne alınmalıdır.

Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 221. paragrafında yer alan yasal tarife göre pay senedine dönüştürülebilir tahviller (*Wandelschuldverschreibung*), alacaklılara pay senetleri ile değiştirme hakkı (*das Umtauschrecht*) veya yeni pay alma hakkı (*das Bezugsrecht*) tanıyan tahvilleri ifade eder. Buna göre, *Wandelshuldverschreibung*'un alt türleri olarak *Wandelanleihe* ve *Optionsanleihe* yer almaktadır. *Wandelanleihe*, alacaklıların pay senetleriyle değiştirme hakkına (*das Umtauschrecht*) sahip olduğu tahvilleri ifade etmek amacıyla kullanılmıştır¹⁷⁵. Yeni pay alma hakkı (*das Bezugsrecht*) tanıyan tahviller için ise *Optionsanleihe* terimi kullanılmakta ve tahvil sahibinin pay satın alma konusunda opsiyon hakkına (*das Optionsrecht*) sahip olduğu kabul edilmektedir¹⁷⁶. Bu bağlamda, Alman Hukukunda *Wandelanleihe* dar anlamda HDT'yi ifade etmekle birlikte, her iki tahvil türü de geniş anlamda HDT'lerin (*Wandelshuldverschreibung*) alt türleri olarak görülmektedir.

Alman hukukunda opsiyonlu tahvillerin içerdiği opsiyon senedine (*Optionsschein*) ihraççı şirket payını edinme hakkı tanınabileceği gibi bir başka şirketin paylarını satın alma hakkı da tanınabilmektedir¹⁷⁷.

Alman şirketlerinin opsiyonlu tahvillerle tanışması, *Rudolph Karstadt AG Hamburg*'un 1925 yılında ABD'de gerçekleştirdiği ihraç ile gerçekleşmiştir. Bunu

¹⁷⁵Engelhardt, s. 40.

¹⁷⁶Hofmeister, s. 23-28; Engelhardt, s. 39-50.

¹⁷⁷Schumann, G.: Optionsanleihen, München 1990, s. 19.

takiben, opsiyonlu tahviller Almanya’da yer alan piyasada ilk olarak 1926 yılında *Leipziger Bierbrauerei zu Reudnitz Riebeck&Co AG* tarafından ihraç edilmiştir¹⁷⁸.

İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653. maddesinde, genel kurulun esas sözleşmede yeni ihraç olunan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya şirket çalışanlarına, değiştirme hakkı (*Wandelrecht*) veya alım hakkını (*Optionsrecht*) kullanarak yeni payları edinme hakkının verilmesini kararlaştırabileceğine ilişkin düzenlemede, alım hakkı ihtiva eden tahvillerle opsiyonlu tahviller kastedilmiştir. Opsiyonlu tahvillerin kavramsal olarak, opsiyon senedi (*Optionsschein*) içeren kıymetli evrak niteliğine sahip tahvilleri ifade ettiği; opsiyon senedinin tahvil ihraç koşullarında belirtilen belirli bir opsiyon fiyatı üzerinden, belirli bir süre içerisinde belirli bir miktarda ihraççı payı edinme hakkını içerdiği kabul edilmektedir¹⁷⁹.

Opsiyonlu tahvillerin, HDT’lerle (*Wandelanleihe*) farkını oluşturan karakteristik vasfı ise opsiyonlu tahvillerde opsiyon hakkının kullanılmasıyla pay sahibi konumuna gelen tahvil sahibinin aynı zamanda alacaklı sıfatını koruması ve opsiyon hakkının tahvilden bağımsız bir senede bağlanmasıdır¹⁸⁰. Oysa ki HDT’lerde dönüştürme hakkının kullanılmasıyla yatırımcı alacaklı sıfatından pay sahibi sıfatına geçmektedir.

ABD ve İngiltere’de “*bonds with warrant*” terimi ile ifade edilen kavram opsiyonlu tahvilleri karşılamaktadır. Tahville birlikte ihraç olunan opsiyon hakkının

¹⁷⁸Schumann, s. 9.

¹⁷⁹Gugler, s. 32-34.

¹⁸⁰Gugler, s. 33; Schumann, s. 30, 33.

bağlandığı varant senedi daha sonra tahvilden ayrılıp bağımsız olarak ticarete konu olabilmektedir¹⁸¹.

İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653 ilâ 653i maddeleri arasındaki düzenlemeleri mehz alan 6102 sayılı TTK'nın şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin düzenlemelerinde “*alım hakkı içeren senetler*” ve “*alım hakkı içeren tahviller*” ifadeleri opsiyonlu tahvilleri de kapsamaktadır¹⁸².

SPK bu tür tahvilleri henüz düzenlememiştir. Ancak 6102 sayılı TTK'nın şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükümleri ile birlikte bu Kanunla alım hakkı içeren tahvillere açıkça cevaz verilmesi ve anonim şirketin kendi paylarını iktisabına belirli bir ölçüde izin verilmesinin opsiyonlu tahvillere işlerlik kazandıracağı açıktır. Bu itibarla, opsiyonlu tahvillere ilişkin esasların en yakın zamanda Kurul tarafından yürürlüğe konulacak alt düzenlemelerle belirlenmesi yerinde olacaktır.

3-Varantlar

Varantlar (*warrants*), en yalın ve genel ifadeyle, sahibine belirli bir varlığı belirli bir tarihte veya tarihlerde önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma veya satma hakkı veren finansal araçları ifade eder¹⁸³. Bir başka deyişle, varant ile belirli bir fiyattan miktarı belirlenmiş bir ortaklık payının (*equity warrant*), tahvilin (*bond warrant*) veya diğer varlıkların üzerine kurulu olan opsiyon anlaşılmaktadır¹⁸⁴.

¹⁸¹**Cipra, T.:** Financial and Insurance Formulas, Heidelberg/London/New York 2010, s. 57; **Fabozzi, F. J./Modigliani, F.:** Capital Markets, Institutions and Instruments, 2. Edition, New Jersey 2009, s. 312; **Choudhry,** s. 170, 221.

¹⁸²**Saraç, T.:** Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, Ankara 2009, s. 116, 117.

¹⁸³**Choudhry,** s. 221; **Adıgüzel,** Varant, s. 229, 230.

¹⁸⁴**Choudhry,** s. 221.

ABD ve İngiltere’de varantlar, ihraç sırasında genellikle anonim şirketlerin imtiyazlı payları veyahut tahvilleri gibi başka bir menkul kıymetin parçasını oluşturmakla birlikte, daha sonradan eklenmiş olduğu varlıktan ayrılıp bağımsız bir varlık olarak da ticarete konu olabilmektedir¹⁸⁵.

Türk hukukunda varantlar, SPK’nın Seri:III No: 36¹⁸⁶ ve Seri:III No: 37¹⁸⁷ sayılı Tebliğ’leri ile düzenlenmiştir. Anılan Tebliğ’lerde esas itibarıyla iki tür varant düzenlenmiştir. Bunlardan ortaklık varantı *“sahibine, payları İMKB’de işlem gören herhangi bir ortaklığın paylarını veyahut payları İMKB’de işlem gören kayıtlı sermaye sistemine tabi ihraççı hisselerini, önceden belirlenen bir fiyattan vade sonunda alma hakkı veren ve payları İMKB’de işlem gören halka açık anonim ortaklıklarca ilgili sermaye piyasası aracının halka arzı sırasında ihraç edilen sermaye piyasası aracını”* (Seri:III No:36 sayılı Tebliğ m. 3/1-ı); aracı kuruluş varantı ise *“elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracını”* (Seri:III No:37 sayılı Tebliğ m. 3/1-b) ifade eder. SPK’nın yapmış olduğu tanımlarda, aracı kuruluş varantlarının menkul

¹⁸⁵Fabozzi/Modigliani, s. 312.

¹⁸⁶“Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” (RG. 21.01.2009, S. 27117).

¹⁸⁷“Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” (RG. 21.07.2009, S. 27295).

kıymet niteliğinde oldukları vurgulanmış, fakat ortaklık varantlarının sermaye piyasası aracı niteliği belirtilmekle yetinilmiştir¹⁸⁸.

Ortaklık varantlarının anılan Tebliğ’de yer alan tanımından, HDT ve DET’ler arasındaki ayrıma paralel olarak, sahibine ihraççı şirket paylarını ya da bir başka ortaklığın paylarını veren iki türe sahip olduğu anlaşılmaktadır¹⁸⁹. Hukuk sistemimizde düzenleniş şekilleriyle ele alındığında, HDT ile benzer özellikler taşıyan varant türünün, ihraççı paylarını önceden belirlenen bir fiyattan vade sonunda satın alma hakkı veren ortaklık varantları olduğu anlaşılmaktadır.

HDT ve varant sahibi yatırımcıların bu araçları elde etmelerinin en önemli ortak sebebi, ihraççı şirket paylarını önceden belirlenmiş sabit bir fiyatla iktisap ederek şirkete katılabilme fırsatını yakalamalarıdır¹⁹⁰. Varantlar da HDT’ler ile birlikte hibrit araçlar kategorisinde kabul edilmektedir¹⁹¹. Ancak benzer yönlerine rağmen HDT ve varantlar değişik niteliklere sahip iki farklı sermaye piyasası aracıdır. Öncelikle HDT’ler, anapara ve faiz hakkını elde etme güvencesine ek olarak tahvili ihraççı paylarına dönüştürme hakkı içermesine rağmen; varantların anılan türü sadece ihraççı paylarını satın alma hakkı veren bir opsiyonu içermektedir. Bu

¹⁸⁸Doktrinde ortaklık varantlarının da menkul kıymetlerin eSerPK m. 3/1-b hükmünde yer verilen ortak özellikleri taşıdığı ve menkul kıymet sayılması gerektiği ileri sürülmüştür (bkz. **Adıgüzel**, Varant, s. 231).

¹⁸⁹ SPK’nın ortaklık varantı ihraç ederek kendi paylarını satın alma hakkı sunan şirketler konusunda Borsa’da işlem görme ve kayıtlı sermaye sistemini benimseme şartı aradığını, başka şirketlerin paylarını satın alma hakkı sunan varant ihracı için ise varantın paylarını satın alma hakkını içerdiği şirketin paylarının Borsa’da işlem görme şartı ile yetindiği görülmektedir.

¹⁹⁰**Berle, A. A.:** Convertible Bonds and Stock Purchase Warrants, The Yale Law Journal 1927, Vol. 36, No. 5, s. 653.

¹⁹¹**Choudhry**, s. 224.

yönüyle HDT’lerde dönüştürme hakkı kullanılmasa dahi anaparanın şartları önceden belirlenmiş şekilde faizi ile birlikte geri alınması söz konusu iken, varantlarda opsiyon hakkı kullanılmadığı takdirde ödenen bedel geri alınamamaktadır¹⁹². Ayrıca HDT sahibi dönüştürme hakkını kullandığında dahi dönüştürme gününe kadar birikmiş faize hak kazanabilmesine rağmen; varantta opsiyon hakkının kullanılması halinde, ihraççı payının iktisap hakkı dışında herhangi bir hukuki semere elde edilememektedir. Nihayet, varantta ödenen bedele faiz yürütülmesi söz konusu olmadığı gibi varantla kurulan hukuki ilişkinin temeli opsiyon hakkının belirli bir bedel karşılığı satılmasına dayanmaktadır.

ABD ve İngiltere’de kullanılan şekliyle “*tahvil varantı*” (*bond warrants*) da yine HDT’ler ile karıştırılmamalıdır. HDT’ler özünde tahvil niteliğini korumakla birlikte, adi tahvilde mündemiç olan anapara ve faiz hakkına ek olarak ihraççı paylarına dönüştürme hakkı tanırken; tahvil varantları ihraççının tahvillerini satın alma hakkı sağlarlar¹⁹³.

¹⁹²Varantlar ile HDT’ler arasındaki farklar hakkında ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. **Adıgüzel**, Varant, s. 261, 262.

¹⁹³**Choudhry**, s. 223.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİL İHRACI

I. TARAFLAR

1-İhraççı

Devlet ve özel kanunları ile kendilerine tahvil ihraç yetkisi verilen kamu tüzel kişileri¹⁹⁴ bir tarafa bırakılacak olursa, hukuk sistemimizde sadece anonim şirketlerin tahvil ihracı düzenlenmiştir¹⁹⁵. Bu bağlamda, özel hukuk gerçek ve tüzel kişilerinden sadece anonim şirketlerin tahvil ihraç etme yetkisine sahip olduğu kabul edilmektedir¹⁹⁶.

¹⁹⁴“Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”un 3. maddesine göre; kamu tüzel kişilerinin ihraç ettikleri devlet iç borçlanma senetlerinden vadesi bir yıldan fazla olanlar “devlet tahvili”; bir yıldan az olanlar ise “hazine bonosu” olarak ifade edilmektedir (RG. 09.04.2002, S. 24721).

¹⁹⁵Türk Medeni Kanunu (TMK) m. 970-972 arasında düzenlenen rehinli tahvillerin anonim şirketler dışında kalan şirketler ve hatta gerçek kişiler tarafından da çıkarılabileceği kabul edilmektedir (**Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 313; **Ünal, O. K.**: SPK. ve TK.’nda Tahviller, GÜHFD 2003, C. 7, S. 1-2, s. 5). Ancak rehinli tahviller özünde borç senedi olmakla birlikte, düzenlendiği Kanun, şekil şartları ve hükümleriyle TTK anlamında tahvil kavramından tamamen ayrı bir hukuki müesseseyi ifade ettiği ileri sürülmektedir (**Ünal**, SPK. ve TK.’nda Tahviller, s. 5, 6). Gerçekten, ihraç koşulları ile hüküm ve sonuçları incelendiğinde, terimler aynı olsa da kavramların hukuki nitelik itibarıyla farklı olduğu anlaşılmaktadır.

¹⁹⁶**Karayalçın**, Ticaret Hukuku, s. 18; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 629; **Tanör, R.**: Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, C. 2, İstanbul 2000, s. 118; **Yasaman, H.**: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992, s. 57. Ancak sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin de tahvil ihraç

Anonim şirketler tahvil ihraç ederek belirli bir miktar kredi ihtiyacını parçalara ayırmış olmakta, böylece piyasaya fon arz eden farklı yatırımcılara ulaşarak yüksek miktarda nakde kavuşabilmektedirler. Tahvile bu fonksiyonu veren ise ihraçlarının kanuni şekil şartlarına bağlanmış olması ve ibareleri aynı olarak bir seri halinde çıkarılmalarıdır. Tahvillerin diğer borç senetlerinden en önemli farkını oluşturan sıkı şekil şartları TTK ve SerPK çizdiği sınırlar içerisinde, SPK tarafından oluşturulan alt düzenlemelerle belirlenmektedir. Bütün bu düzenlemelerde tahvil, anonim şirketler için bir borçlanma aracı olarak düzenlenmiştir¹⁹⁷.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer alan “*ihraççı*” tanımı eSerPK m. 3/1-h hükmünde yer alan tanıma paralel olarak “*Ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeleri*” şeklindedir (m. 3/1-h)¹⁹⁸.

etmelerinin mümkün olduğu yönünde görüşler mevcuttur. Bu görüşler için bkz. **Erem**, Konvertibl Tahviller, s. 465, dpn. 1; **Tekil**, s. 459.

6762 sayılı TTK’nın 476. maddesinden dil sadeleştirmesi dışında bir farklılık taşımayan 6102 sayılı TTK’nın ise 565. maddesi sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlere uygulanacak hükümlerin belirlenmesi açısından önem taşır. Ancak TTK, SerPK ve SPK alt düzenlemelerinde sadece anonim şirketler için düzenlenmiş tahvillerin ihraç yetkisini salt bu nedenle sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlere tanımak zorlama bir yorum olarak görünmektedir.

¹⁹⁷eSerPK m. 3/1-h’de düzenlenen ihraççı türleri de anonim şirketler dışındaki şirketlerin tahvil ihraç edemeyeceklerinin kabulünü gerektirmekteydi.

¹⁹⁸Tebliğ’in anılan hükmünde eSerPK’den farklı olarak “*anonim ortaklıklar*” yerine “*ortaklıklar*” teriminin zikredilmesi dışında tanımlar farklılık arz etmemektedir. Ancak bu Tebliğ kapsamında “*ortaklıklar*” ile kastedilenin “*anonim ortaklıklar*” olduğunu belirten 3/1-l hükmü göz önünde bulundurulduğunda, Tebliğ’in eSerPK ile uyum içerisinde olduğu sonucuna ulaşılır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer alan tahvil ve HDT tanımında “*ortaklık*” kavramından hareketle bu kavramlar ifade edilmiştir (m. 3/1-n,f)¹⁹⁹. Bu Tebliğ açısından “*ortaklık*” terimi ile kastedilenin “*anonim ortaklık*”lar olması (m. 3/1-l) nedeniyle HDT’lerin sadece anonim şirketler tarafından ihraç olunabileceği açıktır²⁰⁰.

HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları halinde, bu kişilere verilecek payların temini başta olmak üzere sistemin işlerliğindeki güçlükler HDT’lerin sadece kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim şirketler tarafından ihraç edilebileceğinin ileri sürülmesine neden olmuştur²⁰¹. Gerçekten kayıtlı sermaye

¹⁹⁹SPK’nın Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’deki tahvil tanımında gösterdiği anonim şirketler odaklı yaklaşım ile eSerPK’nın 13/2 hükmünde yer verilen mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil kamu iktisadi teşebbüslerinin tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç edilebilme imkânı uyumlu değildir. Ayrıca Tebliğ’in borçlanma araçlarına ilişkin genel esasların düzenlendiği ikinci bölümünde yer alan 22. maddesinde cevaz verilen anonim şirketler dışındaki tüzel kişiler göz önünde bulundurulduğunda kendisine tahvil ihraç yetkisi verilen diğer ihraççıları da kapsamı için tahvil tanımında “*ortaklıkların*” değil “*ihraççıların*” terimine yer verilmesi yerinde olurdu.

²⁰⁰Değiştirilebilir tahvillerde ise durum farklılık arz etmektedir. Değiştirilebilir tahviller, Tebliğ’de “*ihraççı*” kavramı esas alınarak tanımlanmıştır. SPK’nın, HDT ile DET tanımlarında yarattığı bu farklılığın bilinçli bir tercih olduğu düşünüldüğünde, eSerPK’da yer verilen anonim şirketler dışındaki ihraççılar tarafından da DET’lerin ihraç olunabileceği sonucuna ulaşılır.

²⁰¹**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2009, s. 728; **İmregün**, s. 427; **Sumer**, s. 19.

Ünal ise HDT ihracının kayıtlı sermaye sisteminden yararlanan anonim şirketlere özgülenmesini en sağlıklı ve pratik yol olarak görmekle birlikte TTK’ya göre mümkün ve eSerPK’ya göre yasaklanmamış olması gerekçesiyle kayıtlı sermaye sistemini benimsememiş anonim şirketlerin de

sistemi, anonim şirketlerin HDT'lerden yararlanarak şirkete mali kaynak bulmasını kolaylaştırıcı bir sermaye artırım yöntemi sunmaktadır. Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımını gerçekleştirilerek HDT'lerin dönüştürüleceği payların temini, esas sermaye sisteminde sermaye artırımına görece kolay ve pratiktir. Fakat hukuk sistemimizde yer alan hiçbir düzenleme HDT'leri sadece kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim şirketlere özgülememiştir. Aksine Türk hukukunda, kayıtlı sermaye sistemini benimsememiş anonim şirketlerin de HDT ihraç edebileceği sonucuna varılabilecek düzenlemeler yer almıştır²⁰². 6102 sayılı TTK ile Türk hukukuna şarta bağlı sermaye artırımının girmesi ve şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin kuralların esnekleştirilmesi, HDT'lerin fiilen sadece kayıtlı sermaye sistemini benimsemeyen anonim şirketler tarafından ihraç edilebileceği tartışmasını kesin olarak ortadan kaldırmıştır.

İhraççıların niteliğine ilişkin Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile getirilen bir sınırlama olarak HDT'lerin halka arz yöntemi ile satılacak olması durumunda ihraççının paylarının borsada veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesi zorunludur (m. 36). Ancak yine Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre, HDT'lerin *“ihraç edilecek borçlanma araçlarının halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda veya yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak ya da İMKB'nin ilgili pazarında toptan*

HDT ihraç edebileceğini savunmuştur (Ünal, O. K.: Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Yaklaşım 1998, Y. 6, S. 69, s. 32-34).

²⁰²eSerPK m. 14/3'de yer alan *“Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde...”* ifadesinden diğer anonim şirketlerin de HDT ihraç edebileceği sonucuna varılabileceği hakkında görüş için bkz. **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 66.

Aynı yönde bir düzenlemeye 6362 sayılı SerPK m. 18/9'da da yer verilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 103-109.

satışını” (m. 3/1-m) ifade eden tahsisli satış yöntemi ile satılabilmesi de mümkündür. Bu durumda ihraççının paylarının Borsa’da işlem görmesi zorunlu olmadığı gibi şirketin halka açık olması gibi bir zorunluluk dahi söz konusu değildir. Bununla birlikte, HDT’lerin halka arz edilebilmesi için ihraççı paylarının Borsa’da veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görme zorunluluğu ihraççının niteliği açısından önemli bir sınırı oluşturmaktadır.

2499 sayılı mülga SerPK’da sınırlı sayıda sayma yoluna gidilerek yapılan tanımdan farklı olarak 6362 sayılı SerPK’ya göre ihraççı, *“sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonları”* olarak tanımlanmıştır (m. 3/1-h). SerPK’ya göre ihraççıların, sınırlı sayıda olmadığı görülmektedir.

SerPK’nın ihraççı kavramına yaklaşımı ikili bir ayrıma gidilerek değerlendirmeye tabi tutulacak olursa, “SerPK’ya tabi yatırım fonları” bir tarafta; “sermaye piyasası araçlarının ihracı”nın merkez kavram olarak kabul edilerek tanımlamaya gidilen grup ise diğer tarafta yer almaktadır.

Yatırım fonları, SerPK’nın 52. maddesinde tanımlanmıştır. Anılan madde hükmü aynen *“Bu Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iktüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığına yatırım fonu adı verilir”* şeklindedir. Tüzel kişiliğe sahip olmayan ve malvarlığından ibaret bir hukuki statü atfedilen yatırım fonlarına ihraççı statüsü tanındığı görülmektedir.

Merkez kavram olarak sermaye piyasası araçlarının ihracının kabul edildiği grupta ise sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler ile ihraç için Kurul'a başvuranların yanı sıra sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişiler bulunmaktadır. Yeni SerPK ile birlikte, ilgili sermaye piyasası araçlarını ihraç edebilecek kişilerin belirlenmesi ve sınırlandırılması anlamında Tebliğ düzenlemeleri işlevsellik kazanmıştır. Ancak mevcut ve ileride yürürlüğe konulacak Tebliğ düzenlemelerinde, normlar hiyerarşisine göre kendinden üstün konumda olan düzenlemelere uygun olarak ihraççıların belirlenmesi gerekliliği unutulmamalıdır.

2-Yatırımcı

Sermaye piyasalarında bir tarafta piyasadan fon talep eden ihraççılar, diğer tarafta ise sahip oldukları birikimlerinin ve gelirlerinin harcanmayan kısmını bu piyasaya aktaran ve değişik türdeki yatırım araçlarından risk tercihlerine göre kendilerine uygun olanı seçen tasarruf sahipleri bulunmaktadır. Bilindiği üzere, kural olarak bütün gerçek kişiler ile kamu ve özel hukuk tüzel kişileri sermaye piyasalarına fon arz edebilirler²⁰³.

Sermaye piyasalarına yatırım yaparak kazanç elde etmeyi amaçlayan bireysel ve kurumsal yatırımcılar HDT'ler ile tam iki tarafa borç yükleyen bir borç ilişkisinin tarafı haline gelmektedirler.

²⁰³Sermaye piyasalarına fon arz etmek kural olarak serbest olmakla birlikte, belirtmek gerekir ki, sermaye piyasalarında güven ilkesi gereğinde birtakım kişilere yasaklamalar getirilebilmektedir. SerPK m. 121/2 hükmüne göre Kurul Başkan ve üyeleri ile bu kişilerin eş veya velayeti altında bulunan çocukları için getirilen yasaklama ile "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği" m. 24A ve m. 39'da düzenlenen boykot müessesesi bu durumlara örnek olarak gösterilebilir (RG. 19.02.1996, S. 22559).

HDT'ler anaparayı kaybetme riski olmaksızın faiz semeresi elde etme imkânı sunmakla, riskten kaçınan yatırımcılara hitap eder. Aynı zamanda HDT'ler içerdikleri dönüştürme hakları ile pay senedi piyasasında meydana gelen değişikliklerden kazanç elde etmeyi amaçlayan tasarruf sahipleri için de uygun bir yatırım aracıdır. Bu yönüyle HDT'ler çok geniş bir yatırımcı kitlesinin kullanabileceği bir sermaye piyasası aracıdır.

3-Aracı Kurum veya Banka

HDT ihracında, eSerPK ile bu Kanun döneminde yürürlüğe giren Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de "aracı kuruluş kullanma zorunluluğu" düzenlenmiştir. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de yer alan ilgili düzenlemeler ile 6362 sayılı SerPK ve 6102 sayılı TTK'nın ilgili hükümlerini bir arada değerlendirerek yorumlamak gerekir.

2499 sayılı mülga SerPK m. 3/1-i hükmüne göre aracı kuruluşlar, aracı kurumlar ve bankalardan oluşturmaktaydı. SerPK'da "aracı kuruluş" kavramına yer verilmemiştir. Kanun'un getirdiği yeni bir terim olarak, "yatırım kuruluş", "*aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları*" ifade etmektedir (m. 3/1-v). Bu bağlamda, aracı kurumlar ile bankalar, hükümde belirtilen diğer sermaye piyasası kurumları ile birlikte "yatırım kuruluş" üst kavramı altında toplanmıştır²⁰⁴.

²⁰⁴Yatırım kuruluşlarına ilişkin genel esaslar, SerPK'nın sermaye piyasası kurumlarının ve faaliyetlerinin düzenlendiği üçüncü kısmının 43-47. maddelerinin yer aldığı üçüncü bölümünde düzenlenmiştir.

Kanun'un 3/1-a hükmünde, aracı kurumların *“37 nci maddenin birinci fıkrasındaki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alanları münhasıran olmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilmiş yatırım kuruluşunu”* ifade ettiği hükme bağlanmıştır. Kanuni tanımdan çıkan bir sonuç olarak, kanun koyucunun *“Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri”* kenar başlıklı 37. maddenin (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde yer alan faaliyetleri aracı kurumlara özgülediği görülmektedir. Buna göre, *“Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi”* (m. 37/1-a), *“Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi”* (m. 37/1-b), *“Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı”* (m. 37/1-c), *“Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi”* (m. 37/1-e) ve nihayet *“Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi”* (m. 37/1-f) faaliyetlerini Bankalar ile diğer yatırım kuruluşları gerçekleştiremezler²⁰⁵. Bu bağlamda, yeni Kanun'a göre, bankaların birinci el piyasada ve ikinci el piyasada aracılık faaliyetlerini gerçekleştirebilmesi mümkün değildir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 12/1'e göre *“Halka arz edilen borçlanma araçlarının satışının, bunlara ilişkin anapara, faiz ödemesi ve benzeri yükümlülüklerin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur”*. Bu

²⁰⁵SerPK m. 38/1-d hükmünde, *“Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması”* yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerinin gerçekleştirebilecekleri yan hizmetler arasında gösterilmiştir. Her ne kadar hükümde bir aracılık faaliyetinden bahsedilse de, SerPK m. 3/1-a ve 37/1-e, f hükümleri ile portföy yönetim şirketlerinin hukuki nitelik ve işlevleri bir arada değerlendirildiğinde, bu düzenlemede kastedilen borçlanma araçlarının halka arzına aracılık edilmesi faaliyeti olmadığı açıktır.

Tebliğ'in yürürlüğe girdiği dönemde, eSerPK m. 3/1-i açısından aracı kuruluşları, aracı kurumlar ve bankalar oluşturmaktaydı. Dolayısıyla, eSerPK m. 3/1-i hükmüne paralel olarak Tebliğ m. 3/1-b ile aynı şekilde bir düzenlemeye yer verilmiştir. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de yer verilen "aracı kuruluş kullanma zorunluluğu"nu yeni SerPK çerçevesinde "aracı kurum kullanma zorunluluğu" olarak algılamak gerekir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de geçerli olan aracı kurum kullanma zorunluluğu, halka arz olunan HDT'ler açısından karşımıza çıkmaktadır. Her ne kadar maddenin lafzı tahsisli satışlarda aracılık faaliyetinin söz konusu olmadığı şeklinde anlaşılmaya müsaitse de, Tebliğ'in m. 39/3, m. 40/6 ve m. 41/2 düzenlemeleri ile TTK m. 468/1 göz önünde bulundurulduğunda, tahsisli satışlarda aracılık faaliyetlerinin söz konusu olabileceği haller söz konusudur.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre gerek itfa planına bağlı dönüştürme halinde, gerekse ortaklığın talebine bağlı dönüştürme halinde, dönüştürülecek HDT'lere ilişkin talep toplama ve bildirim işlemlerinin aracı kurum vasıtası ile yapılması zorunluluğu halka arz edilen ve edilmeyen HDT'ler açısından bir ayrıma tabi tutulmamıştır. Aynı şekilde, dönüştürme hakkını kullanmak isteyen HDT sahiplerinin HDT'lerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce dönüştürme hakkı için ortaklığa yapacağı bildirimin aracı kurum vasıtasıyla yapılması zorunluluğu da HDT'lerin halka arz yoluyla ihracıyla sınırlandırılmamıştır. Bu durumda HDT'lerin tahsisli satış yöntemi ile ihraç olunması halinde de satış sırasında olmasa bile, yükümlülüklerin yerine getirilmesi noktasında aracı kurumlar rol oynayabilir.

Nihayet, HDT ihracında aracılık faaliyetine ilişkin önem taşıyan bir diğer düzenleme olarak TTK'nın 468. maddesi gösterilebilir. Anılan düzenleme,

sermayenin şarta bağılı olarak artırılmasında hakların kullanılması ve sermaye taahhüdünün yerine getirilmesini düzenlemektedir. Bilindiğı üzere, şarta bağılı sermaye artırımını kapsamında da HDT ihraç edilebilir. Bu şekilde ihraç olunan HDT’lerde, HDT sahibinin dönüştürme hakkını kullanmasıyla birlikte şirketin sermayesi artmış olmaktadır. Bir başka deyişle, şirket şarta bağılı sermaye artırım kararı alıp HDT ihraç ettiğinde, sermaye artırım imkânı tanınmakta; sermayenin artırılması açıklamasını ise HDT sahipleri yapmaktadır. Bu noktada HDT sahibi dönüştürme hakkını TTK m. 468/1’e göre yapılacak yazılı beyan ile kullanacak ve TTK m. 468/2’ye göre *“taahhüdün ifası, para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla”* gerçekleştirilecektir. Kanun koyucu, şarta bağılı sermaye artırımında dönüştürmenin gerçekleştirilmesini, bir başka deyişle şarta bağılı sermaye artırımında sermaye taahhüdüne aracılık faaliyetini, mevduat ve katılım bankalarına özgülemiştir. Bu durumda, Kanun’un açık hükmü gereğince, aracı kurumların bu faaliyeti gerçekleştiremeyeceklerinin kabulü gerekir. Bu düzenlemenin bir diğere sonucu olarak, şarta bağılı sermaye artırımını kapsamında ihraç olunan HDT’lerin halka arz edilmeksizin tahsisli satış yöntemiyle ihraç olunduğı hallerde de TTK m. 468/2 gereğince dönüştürmenin gerçekleştirilmesi işlemlerini mevduat ya da katılım bankalarının yapması zorunludur.

II. İHRAÇ SÜRECİ

1-Yetkili Organ Kararı

A-Yetkili Organ

Türk Ticaret Kanunu’nun 504. maddesine göre, her çeşidi ile tahviller kural olarak genel kurul kararı ile çıkarılır. Bu kuralın aksinin kanunlar ile öngörülebilir

nitelikte olduğu anılan madde hükmünde açıkça zikredilmiştir. Genel kurulun tahvil ihraç yetkisinin istisnasını bu yetkinin yönetim kuruluna devri imkânı oluşturmaktadır.

TTK m. 505’in “*Aksi kanunda öngörülmemişse, genel kurul herhangi bir menkul kıymetin çıkarılmasını ve hükümleriyle şartlarını saptamak yetkisini, en çok onbeş ay için yönetim kuruluna bırakabilir*” şeklindeki hükmü ile tahvil ihraç yetkisinin genel kurulun yetkilendirme kararıyla yönetim kuruluna devredilebileceği düzenlenmiştir. Genel kurulun yetkilendirme kararı ile yönetim kurulu en fazla onbeş ay süreyle tahvil ihracına ve ihraca ilişkin koşullara karar verme yetkisine sahip olmaktadır. Bu sürenin tamamlanmasından önce veya sonra alınacak yeni bir kararla onbeş aylık yeni bir süre için yönetim kurulunun yeniden yetkilendirilmesi mümkündür. TTK m. 505 bütün anonim şirketler ve 504. maddede yer verilen bütün menkul kıymetler için geçerli bir imkândır. Fakat hükümde de açıkça belirtildiği üzere, TTK m. 463 gibi aksinin kanunda öngörüldüğü hallerde yetki devri mümkün olmayacaktır²⁰⁶.

2499 sayılı mülga SerPK m. 13/6 düzenlemesi “*Tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir. Bu takdirde Türk Ticaret Kanunu’nun 423 ve 424 üncü maddeleri uygulanmaz*” şeklindeydi. Bu hükümle, tahvil ve sermaye piyasası aracı

²⁰⁶ “Menkul kıymetlerin, özellikle borçlanma senetlerinin genel kurulun verdiği yetki ile yönetim kurulu tarafından çıkarılmasının ve bu yetkinin onbeş aylık bir süre için sürekli olmasının uygulamada kolaylık sağlayabileceği düşünülmüştür. Ancak Kanunda öngörülen istisnalar da saklı tutulmuştur. Meselâ, şarta bağlı sermaye artırımında 463 üncü madde gibi. Çünkü bu maddenin özellikleri ve kurumun genel kurul kararına bağladığı hükümler, yönetim kurulunun yetkilendirmesine olanak tanımamaktadır” (bkz. TTK “Madde Gereçekleri”, m. 505).

niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilmesi imkânı doğmuştur. Hemen belirtelim ki, eSerPK'nın tahvil çıkarma yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devrine cevaz veren hükmü halka açık olsun veya olmasın bütün anonim şirketler için uygulama alanına sahipti²⁰⁷. Ayrıca eSerPK uyarınca esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilen tahvil çıkarma yetkisi bu düzenlemede süre ile sınırlandırılmamıştı.

SerPK m. 31/3'de borçlanma aracı ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devri düzenlenmiştir. Anılan hükme göre *“Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna süreli veya süresiz olarak devredilebilir”*. SerPK'da, eSerPK'dan farklı olarak *“tahvil”* terimine açıkça yer

²⁰⁷ **Özkorkut, K.:** Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, Ankara 1996, s. 78; **Ünal, O. K.:** Tahvil Çıkarma Yetkisi, Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 78, 79; Krş. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu),** 2010, s. 636.

eSerPK'nın ilk şeklinde tahvil ihraç yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devri sadece halka açık anonim şirketler için düzenlenmiştir. Fakat 1992 yılında 3794 sayılı Kanunla eSerPK üzerinde yapılan değişiklikle, halka açık olmayan anonim şirketler için de bu imkân getirilmiştir. Bu durum 3794 sayılı Kanunun 11. maddesinin gerekçesinde *“...tahvil ihraç prosedürünü kolaylaştırmak amacıyla tahvil ihraç kararının yönetim kuruluna devredilebilmesi imkânı bütün ortaklıklar için genişletilmiş...”* şeklinde belirtilmiştir.

Kanun'un ilk şeklinin m. 13/3 hükmü ile 3794 sayılı Kanun'un 11. maddesiyle değişik m. 13/6 hükmünün lafzı arasındaki tek fark hükmün kapsamına *“sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin”* de dâhil edilmesi noktasındadır. Ancak gerek Kanunun kapsamının genişletilmesi, gerekse eSerPK'nın 13. maddesinin yer aldığı *“Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklıklar”* şeklindeki üçüncü bölüm başlığının *“İhraççılara ve Halka Açık Anonim Ortaklıklara İlişkin Hükümler”* şeklinde değiştirilmesi gerekçeleriyle, halka açık olmayan anonim ortaklıklarda hükmün kapsamına alınmış sayılmaktadır (Ayrıntılı bilgi için bkz. **Özkorkut**, Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, s. 78, 79).

verilmemiş; tahvilleri de kapsayan bir üst kavram olan “*borçlanma aracı*” ifadesi kullanılmıştır. Ayrıca yetki devrinin süreli veya süresiz şekilde gerçekleştirilebileceği anılan maddede açıkça belirtilmiştir.

SerPK’nın ikinci kısmının üçüncü bölüm başlığının “*Halka Açık Ortaklıklar*” olması ve 31. maddenin bu bölümde yer alması, bu imkânın sadece halka açık anonim şirketlere verildiğini düşündürebilir. Ancak madde lafzı, SerPK’nın genel sistematigi ve gerekçesi bir arada değerlendirildiğinde 31. maddenin üçüncü fıkrasının halka açık olmayan anonim ortaklıklarda da uygulama alanına sahip olduğunu göstermektedir.

“*Halka açık ortaklıklar*” bölümünün tabi olduğu SerPK’nın ikinci kısmının başlığı “*Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı, Kamunun Aydınlatılması ve İhraççılara İlişkin Esaslar*”dır. Bu kısmın birinci bölümü “*Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı*”, ikinci bölümü “*Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar*”, üçüncü bölüm ise “*Halka Açık Ortaklıklar*”dır. Yasa yapım tekniği açısından isabetli olan, bölüm başlığının kısım başlığına ve bölümün kapsamına uygun olarak belirlenmesidir. Kısım başlığı ile bu kısımdaki bölümlerin başlıkları bir arada değerlendirildiğinde, üçüncü bölüm başlığının isabetsiz olarak belirlendiği sonucuna ulaşılır. Zira bölümde yer alan düzenlemelerin birçoğunda bu düzenlemelerin halka açık ortaklıklara uygulanacağına işaret etmek için açıkça “*halka açık ortaklıklar*” ifadesine yer verilmiş; diğer ihraççılara işaret etmek için ise üst kavram olarak “*ortaklıklar*”²⁰⁸ ya da “*ihraççılar*”²⁰⁹ ifadeleri tercih edilmiştir. Bazı düzenlemelerde

²⁰⁸Bu düzenlemelere örnek olarak SerPK m. 28/1 ve m. 33/1 hükümleri gösterilebilir.

²⁰⁹Bu düzenlemelere örnek olarak SerPK m. 31/1, 33/3 ve 33/5 hükümleri gösterilebilir. SerPK m. 33/5 hükmünde “*ihraççılar ve halka açık ortaklıklar*” ifadesine yer verilmiştir.

ise herhangi bir sınırlandırma yapılmaksızın halka açık ortaklıklar dışındaki ortaklıklara işaret edilmiştir²¹⁰. SerPK m. 31/3 hükmünün uygulama alanı halka açık anonim ortaklıklarla sınırlanmamıştır.

SerPK genel gerekçesinde ve madde gerekçelerinde de eSerPK'nın halka açık olsun olmasın bütün anonim şirketler için uygulama alanına sahip yetki devri imkânının halka açık ortaklıklar ile sınırlandırıldığı yönünde hiçbir açıklamaya yer verilmemiştir. SerPK genel gerekçesinde ve 31. maddenin gerekçesinde sadece ihraç limitine ilişkin açıklama yapılmıştır. Bu bağlamda, SerPK 31/3 hükmünün lafzı, genel sistematigi ve gerekçesi bir arada değerlendirildiğinde, borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ihraç yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devri imkânının halka açık olmayan anonim ortaklıklarda da uygulama alanına sahip olduğu sonucuna ulaşılır.

Tahvil ihracına karar verme yetkisi ile ihracın hüküm ve koşullarını belirleme yetkisinin yönetim kuruluna devredilebileceği, TTK ve SerPK'da açıkça hükme bağlanmıştır. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan “Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik”²¹¹ m. 30'da genel kurulun devredilemez görev ve yetkilerine ilişkin bir düzenleme getirilmiştir. Bu maddenin birinci fıkrasının g bendinde “*Aksi kanunlarda öngörülmedikçe; her türlü tahvil, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dahil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetlerin çıkarılması veya bu*

²¹⁰Bu düzenlemelere örnek olarak SerPK m. 31/3 ve 32. madde hükümleri gösterilebilir.

²¹¹RG. 28.11.2012, S. 28481.

hususla yönetim kuruluna yetki verilmesi” genel kurulun devredilemez yetkileri arasında sayılmıştır. Normlar hiyerarşisi gözetildiğinde, bu konunun anılan Bakanlık Yönetmeliği’nde TTK ve SerPK’ya aykırı olarak devredilemez bir görev ve yetki olarak belirtilmesi hiçbir hukuki sonuç doğurmaz. Ayrıca tahvil ihracına karar verme, Yönetmelikte devredilemez bir görev ve yetki olarak sayılırken aynı bent içerisinde bu konuda yönetim kuruluna yetki verilmesinin de belirtilmesi kendi içerisinde çelişkili bir ifade yaratmıştır.

Tahvillerin ihracında yönetim kuruluna tanınan yetki, değişik açılardan sınırlandırılabilir. TTK m. 505’de düzenlenen genel kurulun yetkilendirme kararında azami onbeş aylık süre sınırına yer verilmesine rağmen; SerPK m. 31/3 hükmüne göre esas sözleşmeyle yönetim kurulu süreli veya süresiz olarak yetkilendirilebilmektedir. Ayrıca genel kurul kararıyla veyahut esas sözleşmeyle yönetim kurulunun yetkilendirilmesinde ihraç olunacak borçlanma aracının türü, miktarı, satış usulü gibi konularda sınırlandırmaya gidilebilir.

Tahvil ihraç yetkisine sahip olmayan organ tarafından tahvil ihraç kararı alınması ya da yetki sınırının aşılması halinde, ihraç olunan tahvillerin geçerli olduğu, fakat yetkisiz organın tazminat ile yükümlü olduğu kabul edilmektedir²¹². Bu durum esas sözleşme veya genel kurulun yetkilendirme kararıyla kendisine tahvil ihraç yetkisi verilmemesine rağmen yönetim kurulunun tahvil ihracına karar vermesinde ya da yönetim kurulunun kendisine verilen yetki sınırını, ihraç olunan borçlanma aracının türü, miktar, satış usulü gibi konularda aşması halinde karşımıza çıkar.

²¹² **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 67; **Ünal**, Sermaye Piyasalarında HDT, s. 39.

Yetkisiz organın karar alması veya yetki sınırının aşılması hali, ihraç edilmek istenen borçlanma aracına ilişkin izahname veya ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanmasına engel teşkil eder. Zira SPK, sermaye piyasası araçlarının ihracının ilgili mevzuata uygunluğunu denetlemekle görevli ve yetkilidir. Ancak izahname SPK tarafından onaylanıp satış gerçekleşmişse, yatırımcılar uğramış oldukları zararın tazminini TTK'nın yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu hükümlerine dayanarak isteyebilirler.

B-Toplantı ve Karar Nisapları

a-Genel Kurul Kararıyla HDT İhracında

Genel kurul kararıyla HDT ihracına karar verilebilmesi için gereken karar nisabı TTK m. 504'ün, 421. maddenin üçüncü ve dördüncü fıkralarına yapmış olduğu yollama nedeniyle şirket sermayesinin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya bunların temsilcilerinin olumlu oylarıdır. Bu düzenleme ile esas itibarıyla karar nisabı düzenlenmiştir. Ancak bu kararın alınabilmesi en az bu miktarda pay sahiplerinin veya temsilcilerin toplantıda bulunmasına ihtiyaç olduğundan dolayı olarak toplantı nisabı da belirtilmiş olmaktadır. Ayrıca TTK m. 421/4 hükmüne göre *“ikinci ve üçüncü fıkralarda öngörülen nisaplara ilk toplantıda ulaşamadığı takdirde izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır”*²¹³. Hemen

²¹³Her iki fıkrada da karar nisabının düzenlenmesinden yola çıkılarak sonraki toplantılarda aynı nisabın aramasının vurgulanmasına gerek olmadığı ileri sürülmektedir (**Kendigelen, A.:** Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Bası, İstanbul 2012, s. 320). TTK m. 421/4'de farklı bir açıdan baktığımızda, kanun koyucunun bu fıkrada aslında 421. maddenin ikinci ve üçüncü fıkralarının dolaylı olarak içerdiği toplantı nisabını kastetmiş olabileceği düşünülebilir. Zira **Kendigelen**'in belirttiği gibi aynı karara ilişkin diğer toplantılarda aynı nisabın aranacağını

belirtelim ki, kanun koyucu 504. madde ile bu konuda 421. maddenin üçüncü ve dördüncü fıkralarına yollama yapmakla birlikte aynı zamanda esas sözleşme ile daha ağır veya daha hafif bir nisap öngörülebilmesine de izin vermiştir²¹⁴.

TTK'nın yürürlükteki halini dikkate aldığımızda, kanun koyucunun her çeşidi ile tahvillerin ve 504. madde kapsamındaki bütün menkul kıymetlerin ihraç kararı alınabilmesi için son derece ağır nisaplar öngördüğü sonucuna ulaşılır. Bu durum aslında Tasarı'nın ilk hali üzerinde yapılan değişiklik sonrası Adalet Komisyonu'nun 504. maddede yollamada bulunulacak düzenleme konusunda yapmış olduğu tercihten kaynaklanmaktadır.

TBMM'ye sunulan Tasarı'nın ilk halinin 504. maddesinde m. 421/4'e yapılan yollama gereğince, bu fıkroda belirtilen diğer esas sözleşme değişikliği kararları gibi 504. madde kapsamındaki menkul kıymet ihraç kararının sermayenin yüzde ellisini oluşturan payların sahiplerinin olumlu oyları ile alınacağı kararlaştırılmıştı. Ancak 421. maddeye yapılan eleştiriler maddenin yeniden kaleme alınmasını zorunlu hale getirmiş ve maddenin tamamı değişikliğe uğramıştır. Bu değişiklikle 421. maddenin birinci ve dördüncü fıkraları birinci fıkra üzerinde birleştirilmiş ve maddenin yeni halinde, fıkra numaralarında gerçekleşen değişikliğe bağlı olarak, dördüncü fıkra aynen *“ikinci ve üçüncü fıkralarda öngörülen nisaplara ilk toplantıda ulaşamadığı takdirde izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır”* düzenlemesine

belirtilmesi gereksizdir. Ayrıca izleyen toplantılarda farklı bir nisap aranması, TTK m. 421/1 hükmünden de anlaşılacağı üzere sadece toplantı nisabının sağlanamadığı hallerde söz konusu olur.

²¹⁴ “Esas sözleşmede farklı nisap öngörülebileceğine ilişkin hükmü hem hafifletici hem de ağırlaştırıcı nisapları kapsar. Menkul değerlerin çıkarılmasında kolaylık sağlanmasının yararlı olacağı düşüncesiyle Tasarıda öngörülenden daha düşük nisapla karar alınabilmesine de olanak tanınmıştır” (bkz. TTK “Madde Gereçekleri”, m. 504.).

dönüştürülmüştür. Bunun üzerine Adalet Komisyonu, 504. maddede yer alan yollamaya 421. maddenin üçüncü fıkrasını eklemiş ve yüzde yetmişbeşlik bir toplantı ve karar nisabı öngörmüştür²¹⁵.

Bu tercihe iki farklı açıdan bakılabilir. İlk olarak Tasarı'nın ilk halinde yer alan 421. maddenin dördüncü fıkrasının birinci fıkrayla birleştirilmesi göz önünde bulundurulduğunda, Adalet Komisyonu'nun maddeye eklemesi gerekli olan yollama diğer esas sözleşme değişikliklerinin bağlandığı m. 421/1 hükmü olması gerektiği savunulabilir²¹⁶. Bir diğer açıdan ise Tasarı'nın ilk şeklinin 504. maddesinde m. 421/1'den daha ağır bir nisap öngören m. 421/4'e yollamada bulunulmasının bilinçli bir tercih olduğundan hareketle, kanun koyucunun Tasarı'nın ilk şeklinde 504. madde kapsamındaki menkul kıymetlerin ihracı için TTK m. 421/1'e yollamada bulunmasının isabetli olmayacağı da savunulabilir.

Nihayet, yüzde yetmişbeşlik ağır bir toplantı ve karar nisabı öngörülmesi ile aynı zamanda, TTK m. 504'e göre esas sözleşme ile bu nisabın hafifletilebilmesi imkânının varlığı tutarlı bir yaklaşım olarak görünmemektedir²¹⁷. TTK m. 504 üzerinde yapılacak değişiklik ile yasal nisabın hafifletilmesi, hükme tabi menkul kıymetlerin ihracının kolaylaştırılması ve Kanun'un dolanılmasının önüne geçilmesi açılarından önem taşımaktadır. Aksi takdirde, kuruluştaki oluşturulan ilk esas

²¹⁵Bu süreç hakkında ayrıntılı bilgi ve maddenin eleştirisi için bkz. **Kendigelen**, s. 414.

²¹⁶**Kendigelen**, s. 414.

²¹⁷Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 221. paragrafının birinci fıkrasında da TTK m. 504 hükmünde olduğu gibi HDT ihracı için esas sermayenin dörtte üçünün olumlu oylarının aranmasına rağmen esas sözleşmede farklı bir nisap öngörülebilmeye izin verilmesi dikkat çekicidir. Ancak Almanya'da esas sözleşme değişikliklerinin de dörtte üçlük bir nisapla gerçekleştirilmesi öngörüldüğünden (AktG §179/2), bu Kanun kendi içerisinde tutarlı görünmektedir.

sözleşmeyle ya da menkul kıymet ihraç kararı öncesinde esas sözleşme değişikliğine başvurulması yollarıyla nisabın hafifletilerek Kanun'un katı düzenlemesinin devre dışı bırakılması uygulaması yaygınlık kazanacaktır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan “Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Gümrük ve Ticaret Bakanlığı Temsilcileri Hakkında Yönetmelik” m. 22/11’de TTK’ya paralel olarak genel kurulun ihraç veya yönetim kurulunu yetkilendirme kararı için sermayenin en az yüzde yetmişbeşini oluşturan pay sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarının arandığı düzenlenmiştir. Bu düzenlemede ayrıca ilk toplantıda bu nisabın bulunmaması halinde yapılacak ikinci toplantıda da aynı nisapların aranacağı belirtilmiştir. Normlar hiyerarşisi düşünüldüğünde kuşkusuz TTK’daki durumun Yönetmelik ile düzeltilmesi mümkün değildir. Ancak TTK’da bu yönde açık bir hükme yer verilmişken, Yönetmelik ile aynı düzenlemenin tekrarlanması mevzuatın tekrarlarla karmaşılaştırılmasına neden olmaktadır. Yönetmelik ile kanunların çizdiği sınırlarda, fakat kanunların ulaşamadığı alanlarda, kanunlara aykırı olmamak üzere düzenleme getirilmesi yoluyla hukuki bir yarar sağlanması amaçlanır. Ancak anılan Yönetmeliğin gerek TTK’nın ilgili düzenlemelerinin gerekse kendi içerdiği hükümlerin²¹⁸ tekrarlarıyla donatılmış 22. maddesi oluşturulurken bu amacın göz önünde bulundurulduğunu söylemek güçtür.

²¹⁸ “İlk toplantıda bu nisabın bulunmaması halinde, yapılacak ikinci toplantıda da aynı nisap/nisaplar aranır” ifadesi on altı fıkradan oluşan bu maddenin on fıkrasında ayrı ayrı tekrarlanmıştır.

b-Yönetim Kurulu Kararıyla HDT İhracında

Yönetim kurulu TTK m. 504 gereğince genel kurulun alacağı yetkilendirme kararıyla ya da SerPK m. 31/3'e göre esas sözleşme ile tahvil ihracı konusunda yetkilendirilebilir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, genel kurulun HDT ihraç yetkisini yönetim kuruluna devri halinde, yetkilendirme kararının yine 421. maddenin üçüncü ve dördüncü fıkra hükümlerinde aranan nisaplara uygun olarak verilmesi gerekmektedir (TTK m. 505). Yetkilendirme kararının 421/3'deki ağır nisaba bağlı olması aynen TTK'nın 504. madde hükmünde olduğu gibi eleştirel bir durumdur²¹⁹. Kanun koyucunun tarihsel iradesinin, tahvil ihracında yönetim kurulunun yetkilendirilmesinin kolaylaştırılması²²⁰ olmasına rağmen, kararın alınması TTK m. 505 ile ağır bir nisaba bağlanmıştır.

TTK m. 505'de yetkilendirme kararı için esas sözleşme ile farklı bir nisap belirlenmesine izin verilmemiştir. Esas sözleşmeye konulacak hükümle doğrudan yönetim kurulunu yetkilendirmek mümkün olduğundan, genel kurulun yetkilendirme kararını hafifleten bir nisabın belirlenmesinin gerekli olmadığı düşünülebilir. Ancak pay sahiplerinin iradesi, yönetim kurulunu esas sözleşme ile yetkilendirmeksizin sadece gerekli görüldüğünde genel kurul kararı alarak yönetim kurulunu yetkilendirmek olabilir. Sermayenin yüzde yetmişbeşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarına bağlı olması kararın alınmasını

²¹⁹Kendigelen, s. 416.

²²⁰eSerPK m. 13'de değişiklik yapan 3794 sayılı Kanun'un gerekçesinde tahvil ihraç kararının yönetim kuruluna devredilmesinin bütün anonim şirketler için genişletildiği vesilesiyle “*tahvil ihraç prosedürünü kolaylaştırma amacı*” açıkça zikredilmiştir (bkz. 3794 sayılı Kanun “Madde Gerekçeleri”, m. 11).

oldukça zorlaştırmaktadır. Bu gerekçelerle yapılacak yeni düzenlemelerle, nisabın hafifletilmesi ya da uygulamayla sorunu aşabilmek adına en azından esas sözleşme ile farklı bir nisap belirlenmesine izin verilmesi yararlı olur.

Yetkilendirme kararının esas sözleşme değişikliğinden daha ağır nisaplara bağlı olması SerPK m. 31/3'ün verdiği yetkiye dayanarak esas sözleşmeye konulacak hükümle yönetim kurulunun HDT ihracı konusunda yetkilendirilmesi imkânı ile uyumlu değildir. Zira TTK m. 421/1'deki nisaplarla esas sözleşmeye hüküm konularak HDT ihracı konusunda yönetim kurulunun yetkilendirilmesi, TTK m. 504'ün, 421. maddenin üçüncü ve dördüncü fıkralarına yaptığı yollama ile aranan ağır nisaplarla yönetim kurulunun yetkilendirilmesinden daha kolaydır.

Genel kurul kararı veya esas sözleşme ile yetkilendirilen yönetim kurulunun HDT ihraç kararı için özel bir nisap aranmamaktadır. Yönetim kurulunun toplantı ve karar nisaplarına ilişkin esas sözleşme ile aksi ağırlaştırıcı oranda kararlaştırılabilir nitelikte düzenleme olarak TTK m. 390/1 hükmü uygulama alanı bulur. Bu bağlamda, HDT ihracına ilişkin ağırlaştırıcı bir nisap şirket esas sözleşmesinde bulunmadığı takdirde, yönetim kurulu üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanıp; toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile HDT ihracı ile ilgili hüküm ve şartları belirleme kararlarını alabilir.

C-Kararın Ön Koşulları

Anonim şirketlerin yetkili organları tarafından geçerli olarak HDT ihracına karar verilebilmesi, birtakım ön koşulların varlığına ve alınacak kararda bu ön koşullara uygun hareket edilmesine bağlıdır. Bu koşulların mevcudiyeti, alınan

yetkili organ kararının geçerliliği ve HDT'lere ilişkin izahname ya da ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması üzerinde etkilidir.

a-Mülga Ön Koşullar

Tahvil ihracı konusunda yürürlükten kalkmış ön koşullar olarak 6762 sayılı TTK ve eSerPK'da yer alan hallere konunun önemi gereği kısaca değinmek gerekmektedir.

6762 sayılı TTK m. 421 aynen “*çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça ikramiyeli veya ikramiyesiz yenileri çıkarılamaz*” şeklindeydi²²¹. 6102 sayılı TTK'da bu yönde bir ön koşula yer verilmediğinden anılan ön koşul ortadan kalkmıştır.

2499 sayılı mülga SerPK m. 13/5'e göre “*çıkarılan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri çıkarılamaz*”. Kanun koyucu emredici nitelikte olan bu düzenleme ile ihraççı şirketlerin önceki tahvillerine ilişkin ihraç prosedürlerini tamamlamadan yeni borçlanmalara gitmelerini önleme amacıyla hareket etmiştir²²². Bu itibarla, yeni tahvil veya borçlanma senetlerini ihraç edebilmelerinin ön koşulu olarak daha önce ihraç ettiklerini satmaları, satamadıklarını da iptal etmeleri koşulu getirilmişti. 2499 sayılı mülga SerPK'nın yeni borçlanma senedi ihracına engel oluşturabilecek nitelikteki anılan

²²¹Ayrıntılı bilgi için bkz. **Teoman, Ö.:** Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Ön Şartı (TK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi, İktisat ve Maliye Dergisi 1971, s. 230-234.

²²²bkz. 3794 sayılı Kanun “Madde Gerekçeleri”, m.11.

düzenlemesinde, “*aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri*” ifadesi ile borçlanma araçları türleri birbirlerinden ayrılmıştır²²³.

Aynı seride yer alan tahvillerin tamamının satılamamış olması veya satılamayanların da iptal edilmemesi halinde, aynı türden yeni tahvil çıkarılmasını yasaklayan bu hüküm, ilgili düzenlemelere göre tahvil çıkarılabilecek azami miktara ulaşılammış olması halinde dahi uygulama alanına sahip olduğu kabul edilmekteydi²²⁴. Kanunda yer alan “*satılamayan tahvillerin iptali*” ifadesinden kıymetli evrakın iptali değil, satılamayan tahvillerin SPK’ya bildirilip imha edilmeleri veya imha anlamında geçersiz hale getirilmeleri kastedilmektedir²²⁵.

2499 sayılı mülga SerPK’da yeniden tahvil ihracı yasaklanmakla birlikte, daha önce geçerli olarak ihraç olunmuş ve bu Kanun kapsamında SPK kaydına alınmış tahvillerin tekrar satışa çıkarılmasını yasaklamamıştır. 2499 sayılı mülga SerPK’ya göre hazırlanan Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e göre, “*Kayda alınan borçlanma araçlarının satışından vazgeçilmesi halinde bu durum derhal Kurul’a bildirilir. Satışından vazgeçilen veya satılamayan borçlanma araçları Kurul’dan uygun görüş alınmak suretiyle Kurul kaydına alınma tarihinden itibaren bir yıl*

²²³ Ancak bu ayrımı Seri:II No:22 Tebliği’nin “borçlanma araçları” tanımında yer verdiği alt türlerden farklı yorumlamak gerekmekteydi. Buna göre Tebliğ’in sayma yoluna giderek belirttiği araçların her birini eSerPK m. 13 anlamında ayrı tür olarak yorumlamamız halinde daha önce ihraç edilmiş adi ya da değiştirilebilir tahvillerin HDT’lere engel olmaması gerekirdi. Ancak kanun koyucunun amacını göz önünde bulundurduğumuzda, tahvil çeşitlerinin tamamını aynı tür olarak değerlendirmek gerekmekteydi.

²²⁴ **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 62.

²²⁵ **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2009, s. 729.

içinde tekrar satışa sunulabilir”. Bu olanak ile kayda alınan bir HDT’nin satışından vazgeçilmesi veya satılamaması halinde, yeniden HDT ihraç kararı alınmasına gerek olmaksızın, satışından vazgeçilen veya satılamayan tahvillerin Kurul kaydına alınma tarihinden itibaren bir yıl içerisinde satışa sunulabilmesi mümkün olmaktaydı. HDT ihracına yönelik olarak yeniden yetkili organ kararı ve sonraki prosedürleri gerektirmeyen bu halde eSerPK m. 13/5’e aykırı bir durum söz konusu değildi.

6362 sayılı SerPK’da ise ihraç olunan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri ihracını yasaklayan herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Dolayısıyla bu ön koşul da ortadan kalkmıştır.

b-HDT İhraç Limitinden Doğan Ön Koşullar

TTK, SerPK, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ve 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı²²⁶ ve 04.01.2013 tarih ve 1/2 sayılı SPK İlke Kararı²²⁷ HDT ihraç limitlerine ilişkin düzenlemeler içermektedir. Miktar açısından HDT ihraç limitine ilişkin sınırlandırmalar aynı zamanda ihracın gerçekleştirilebilmesi için ön koşul oluşturmaktadır. Zira bu düzenlemelere aykırılık, HDT ihraç sürecinin tamamlanmasına engel teşkil edebilecek yaptırımları beraberinde getirebilir. Ayrıca miktarın belirlenmesinde kullanılan kriterler, şirketin tahvil ihraç edebilmek için kuruluştan sonra belli bir süre faaliyette bulunmasının gerekip gerekmediğinin sorgulanmasına da neden olmuştur.

²²⁶RG. 03.09.2009, S. 27338.

²²⁷Anılan İlke Kararı SPK’nın 2013/1 sayılı Haftalık Bülteni’nde yayımlanmıştır.

aa-HDT İhraç Limitinin Belirlenmesi

aaa-TTK ve SerPK'nın İlgili Düzenlemeleri

i-Genel Olarak

6762 sayılı TTK'nın 422. maddesinde tahvil ihraç limiti, *“Anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller, esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz”* şeklinde düzenlenmişti. Anılan madde bu haliyle bütün borçlanma araçlarını kapsamıyor, sadece tahviller açısından geçerli ve esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre varlığı anlaşılan miktarı ile sınırlı bir limit öngörüyordu.

2499 sayılı mülga SerPK'da halka açık anonim ortaklıklara ilişkin bir sınır getirilmişti. Bu Kanunun 13. maddesinin birinci fıkrasında düzenlenen limit, halka açık anonim ortaklıklar açısından uygulama alanına sahip olması ile tahvil ve diğer borçlanma araçlarının toplamı için bir limit öngörülmesi açılarından 6762 sayılı TTK'dan farklılaşmış nitelikteydi²²⁸. Ayrıca limitin belirlenmesine ilişkin olarak eSerPK'da, 6762 sayılı TTK'dan farklı olarak yedek akçeler ile yeniden değerlendirme artış fonunun çıkarılmış veya ödenmiş sermayeye eklenmesi ile zararların indirilmesini hesaba katılmıştı.

Kanun koyucu, 6102 sayılı TTK ile eSerPK'da halka açık anonim ortaklıklar için yer verilen düzenlemeye yakın bir kuralı benimsemiştir. TTK m. 506/1'in *“504 ve 505 inci madde hükümlerine bağlı borçlanma senetlerinin toplam tutarı, sermaye*

²²⁸eSerPK m. 13/1 hükmü *“Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez”* şeklindedir.

ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamaz; kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonları²²⁹ da toplama katılır” şeklindeki düzenlemesi ile sadece tahviller için değil, borçlanma araçlarının tamamı için bir limit öngörülmüştür. Ayrıca tıpkı eSerPK’da olduğu gibi yeniden değerlendirme artış fonu ile yedek akçelerin de limitin belirlenmesinde hesaba katılacağı düzenlenmiştir²³⁰.

Anılan maddenin ikinci fıkrasında “*Kanundaki istisnalar saklıdır*” ifadesine rağmen ikinci fıkrada ayrıca “*Sermaye piyasası kanunu ile ilgili mevzuat hükümleri saklıdır*” hükmüne yer verilmiştir²³¹. Bu düzenlemenin içeriği, cümlelerin dil bilgisi yapısından kaynaklı olarak belirsizlik arz etmektedir. Zira hükümde saklı tutulanan SerPK ve/veya bu Kanunla ilgili mevzuat hükümlerinin mi yoksa SerPK ve tahvil ihraç limitine ilişkin hukuk sistemimizde yer alan mevzuat hükümleri bütününe mü olduğu açıkça ve şüpheyi yer vermeyecek bir şekilde anlaşılamamaktadır. 6102 sayılı TTK yürürlüğe girdiğinde yürürlükte olan 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu

²²⁹“Yeniden değerlendirme” uygulaması esas itibarıyla 213 sayılı Vergi Usul Kanunu’nda düzenlenmiştir (RG. 10.01.1961, S. 10703-10705). Bu Kanunun mükerrer 298. maddesi, 5024 sayılı “Vergi Usul Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanununda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun”un 2. maddesi ile değişikliğe uğramıştır (RG. 30.12.2012, S. 25332). Bu değişiklikle birlikte yeniden değerlendirme uygulaması kaldırılmıştır. Bunun sonucu olarak, yeniden değerlendirme neticesinde şirket sermayesine eklenmesi mümkün bir fonun ortaya çıkması olanağı kalmamıştır. Ancak ileride “yeniden değerlendirme”nin tekrar yasal zemine kavuşması halinde tahvil ihraç limitlerinin belirlenmesinde önem kazanabilir.

²³⁰Ancak hükmün lafzından da açıkça anlaşılabileceği üzere, eSerPK m. 13/1’de yer verilen “*zararların indirilmesi*” hususu göz ardı edilmiştir.

²³¹Birinci fıkraya göre kanundaki istisnalar kapsamına girdiği şüphesiz olan SerPK ikinci fıkrada bir kez daha saklı tutulmuştur (**Kendigelen**, s. 416).

Kararı göz önünde bulundurulduğunda, hükme bütün mevzuatı kapsar bir anlam verilmek istendiği düşünülebilir. Ancak diğer taraftan, kanunlarda yer alan bir hükmün diğer bütün mevzuatı saklı tutması uygulanacak kuralların belirlenmesi, normlar hiyerarşisi ve kanun yapım tekniği açısından sorunları içinde barındırmaktadır.

SerPK'nın "*Halka Açık Ortaklıklar*" başlıklı üçüncü bölümünde yer alan "*Borçlanma Aracı Niteliğindeki Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç Limiti ve Yetkisi*" kenar başlıklı 31. maddesinin birinci fıkrasında "*İhraççıların ihraç edebilecekleri borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı, Kurulca belirlenecek limiti geçemez. Kurul, ihracın, ihraç edilen borçlanma aracının ve ihraççıların niteliğine göre farklı limitler belirleyebilir*" ifadelerine yer verilmiştir. Görüldüğü üzere, anılan düzenlemede, Kurul'un ihracın, ihraç edilecek borçlanma aracının ve ihraççıların niteliğine göre farklı limitler belirleme yetkisi açıkça öngörülmüştür. Ancak limite ilişkin somut bir belirleme yapılmamıştır.

Maddenin ikinci fıkrasında²³² belirtilen özel yasal düzenlemeler hariç olmak üzere, diğer kanunlarda belirtilen ihraç limitlerinin uygulanmayacağına ilişkin emredici nitelikte bir düzenlemeye yer verilmiştir.

SerPK'nın genel gerekçesinde borçlanma araçları ihraç limitine ilişkin yapılan açıklama "*Borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası aracı ihraçlarına ilişkin limit belirleme yetkisinin, halka açık ortaklıklar için Kurul'a, halka açık ortaklıklar dışında kalan ihraççılar için ise ilgili Bakan'da olduğu düzenlenmiştir*"

²³² "8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname hükümleri saklı kalmak ve 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanununun 51 inci maddesi ile 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanununun 68 inci maddesinde belirtilen limitler hariç olmak üzere diğer kanunlarda belirtilen limitler uygulanmaz".

şeklindedir. Ayrıca SerPK'nın 31. maddesinin gerekçesinde de benzer bir açıklamaya yer verilmiştir²³³. Hükmün içeriği ile gerekçe arasında açık bir uyumsuzluk göze çarpmaktadır. Bu uyumsuzluk SerPK'nın 31. maddesinin Kanun yürürlüğe girmeden değişikliğe uğramasından kaynaklanmaktadır. SerPK'nın 09.03.2012 tarihinde SPK'nın internet sitesinde yayımlanarak ilk defa kamuoyuyla paylaşılan Taslak metninin 31. maddesi²³⁴, bu metnin 02.05.2012 tarihinde Bakanlar Kurulu tarafından Tasarı haline getirilip 18.06.2012 tarihinde TBMM Başkanlığı'na sunulan 31. maddesinden farklıdır.

SerPK'nın genel sistematigi ve SerPK m. 31/1'de yer verilen *“ihraççılar”* ifadesi bir arada değerlendirildiğinde, halka açık anonim şirketler ile sınırlı bir düzenleme şekli içermediğinin ve halka açık olmayan anonim şirketlerin de bu düzenleme kapsamında olduğunun kabulü gerekir²³⁵. Tasarı Taslağı'nın birinci

²³³ “Madde ile borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası araçlarına ilişkin limit belirleme yetkisi, halka açık ortaklıklar için Kurul’a, halka açık ortaklıklar dışında kalan ihraççılar için ise ilgili Bakan’a verilmiştir” (bkz. SerPK “Madde Gerekçeleri”, m. 31).

²³⁴ Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı metninde yer alan 31. madde şu şekildedir:

“Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ihracı ve halka satışı

(1)Halka açık ortaklıkların ihraç edebilecekleri borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı, Kurulca belirlenecek limiti geçemez.

(2)Halka açık ortaklıklar dışında kalan ihraççıların borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ihraç limitleri Kurul’un teklifi üzerine ilgili Bakan tarafından belirlenir. Bu durumda, özel kanunlarda belirlenen limitler uygulanmaz.

(3)Hazine garantisini ihtiva eden ihraçlarda mevzuatta öngörülen ihraç limitlerine uyulmaz.

(4)Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna süreli veya süresiz olarak devredilebilir”.

²³⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 87, 88.

fıkrasında yer verilen “halka açık ortaklıklar” ifadesinin kanunlaşma sürecinde “ihraççılar” şeklinde değiştirilmesi de bu anlayışı doğrulamaktadır. TTK m. 506’da halka açık anonim şirketler ile halka açık olmayan anonim şirketler arasında bir ayırım yapılmadan, kanunlar ve ilgili diğer mevzuat hükümlerinin saklı tutulması nedeniyle TTK ile SerPK arasında bir uyumsuzluk da söz konusu değildir.

SerPK m. 31’de göze çarpan bir başka husus da eSerPK m. 13/3’de düzenlenmiş olan Bakanlar Kurulu’nun tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma araçları ihraç limitini artırma yetkisine yer verilmemiş olmasıdır. SerPK m. 31/1’in bu konuda Kurul’u yetkilendiren hükmü ile borçlanma aracı ihraç limiti konusunda 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı’na yollamada bulunan Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 11 bir arada değerlendirildiğinde, söz konusu Karar’ın 6362 sayılı SerPK’nın yürürlüğe girdiği tarihte de hala yürürlükte olduğu kabul edilebilir. Ancak SPK’nın kanun koyucunun iradesine uygun olarak Bakanlar Kurulu kararına yapılan yollamaya son verme ve kendisi bu konuda bir düzenleme yapma zorunluluğu doğmuştur. Nitekim Kurul Karar Organı 04.01.2013 tarih ve 1/2 sayılı İlke Kararı’nı alarak bir limit belirlemiştir. Bu bağlamda, 6362 sayılı SerPK ve bu Karar ile birlikte hukuki dayanaktan yoksun kalan 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı’nın yürürlükten kalktığının kabulü gerekir.

ii-Kayıtlı Sermaye Sistemini Benimseyen Anonim Şirketlerin 0Gerçekleştireceği İhraçlarda HDT’ler İçin Özel Sınır

“Kayıtlı sermaye”, anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK’nın esas sermayenin artırılmasına dair düzenlemelerine tabi olmaksızın pay çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren,

Ticaret Sicili'nde tescil edilmiş sermayelerini ifade eder (SerPK m. 3/1-l). Kayıtlı sermayeli anonim şirketlerin satışı yapılmış paylarını temsil eden sermaye ise “çıkarılmış sermaye” olarak adlandırılmaktadır (SerPK m. 3/1-d). Sabit sermaye sisteminde “esas sermaye” kavramının karşılığı kayıtlı sermaye sisteminde “çıkarılmış sermaye” ile ifade edilmekte olup, yönetim kurulunun yaptığı her sermaye artırımında yükselir ve tamamen taahhüt edilip bedelinin şirkete getirilmesi gereklidir²³⁶.

SerPK m. 18/9 düzenlemesi “*Kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık ortaklıklar tarafından pay ile değiştirilebilir tahvil veya paya dönüştürülebilir bir türev araç çıkarılması halinde değiştirme veya dönüştürme sonucunda verilecek paylar ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz*” şeklindedir.

Şirket, HDT ihraç etmekle tahvil sahiplerinin tamamının tahvillerini şirket paylarına dönüştürmek istemesi rizikosunu üzerine almış olmaktadır. Bilindiği üzere, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararıyla gerçekleştirilebilecek olan sermaye artırımının tavanı kayıtlı sermaye ile sınırlıdır. Kayıtlı sermaye sistemini benimseyen bir anonim şirketin HDT ihracında, sistemin işlerliği düşünülerek, HDT ihraç edilebilecek miktar, ihraç sırasında kayıtlı sermaye ile çıkarılmış sermaye arasında mevcut olan fark ile sınırlandırılmıştır²³⁷.

6362 sayılı SerPK ile eSerPK'dan farklı olarak bu sınırlandırmanın kapsamına pay ile değiştirilebilir tahvillerin yanı sıra paya dönüştürülebilir türev

²³⁶**Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 62, 63.

²³⁷SerPK m. 189 hükmüne paralel nitelikte olan eSerPK m. 14/3 hükmünün ihraç edilecek HDT tutarı açısından bir sınır niteliğine sahip olduğu konusunda bkz. **Tekinalp**, s. 69; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 167.

araçlar da dâhil edilmiştir. HDT’lerin türev araç niteliğinde olmaması gerekçesiyle anılan düzenlemede “*pay ile değiştirilebilir tahvil*” ile kastedilenin HDT’ler olduğu anlaşılmaktadır²³⁸.

6102 sayılı Kanun ile birlikte halka açık olmayan anonim şirketlerin de kayıtlı sermaye sistemini benimsemeleri mümkün hale gelmiştir (m. 332; 460/1)²³⁹. Ancak SerPK m. 18/9’un açık lafzı gereğince, bu sınır sadece kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık anonim ortaklıklar için geçerlidir²⁴⁰. Anılan hükümde belirtilen sermaye piyasası araçlarının ihracını, kayıtlı sermaye sisteminin yapısı göz önünde bulundurularak, kayıtlı sermaye ile çıkarılmış sermaye arasındaki fark ile sınırlandırma amacı güden bu düzenlemede, halka açık anonim şirketler ile halka açık olmayan anonim şirketler arasında fark yaratmanın haklı sebebinin ne olduğunu

²³⁸DET’lerin ihracında ise ihraççı şirketin kendi paylarıyla değil bir başka şirkete ait paylarla değiştirme hakkı söz konusudur. Bu itibarla, değiştirme veya dönüştürme sonucu verilecek payları, ihraççı şirketin kayıtlı sermayesi ile çıkarılmış sermayesi arasındaki fark ile sınırlandırma amacını taşıyan SerPK m. 18/9 hükmünün DET’leri kapsamında herhangi bir hukuki sebep bulunmadığı görülmektedir.

²³⁹Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından “Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” (RG. 19.10.2012, S. 28446) ile düzenlemeler getirilmiştir.

Halka açık anonim şirketlerde kayıtlı sermaye sistemine ilişkin esaslar ise SerPK’nın yanı sıra SPK’nın Seri:IV No:38 sayılı “Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği”nde düzenlenmiştir (RG. 23.01.2008, S. 26765).

²⁴⁰6102 sayılı Kanun ile birlikte halka açık olmayan anonim şirketlerin de kayıtlı sermaye sistemini benimsemeleri mümkün olduğundan (m. 332; 460/1), bu hüküm 6102 sayılı TTK’nın yürürlüğe girdiği tarihten 6362 sayılı SerPK yürürlüğe girinceye kadar olan dönemde halka açık olsun olmasın kayıtlı sermayeyi benimsemiş bütün anonim şirketler için uygulama alanına sahip olmuştur.

açıklamak güçtür²⁴¹. Sistemin işleyişine ilişkin olarak örneklendirmek gerekirse, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna verilen sermaye artırım yetkisi beş yıllık bir süre ile sınırlandırılırken ya da bu sistemde yönetim kurunun yetkilerine ilişkin halka açık anonim şirketler ile halka açık olmayan anonim şirketler arasında bu şekilde bir fark yaratılmamıştır (TTK m. 460/1; SerPK m. 18/2). Bir an için, TTK m. 460/7'nin "*Sermaye Piyasası Kanununun halka açık anonim şirketlere ilişkin hükümleri saklıdır*" düzenlemesinin sadece halka açık anonim şirketler açısından bir istisnaya cevaz verdiği gerekçe olarak düşünülebilir. Ancak SerPK'nın 1. maddesinde sermaye piyasasının düzenlenmesi amacı ve 2. maddesinde sermaye piyasası araçlarının ile bu araçların ihracı ve ihraççıların bu Kanun kapsamında olduğu hükme bağlanmıştır. Bu bağlamda, SerPK'nın tahviller ve hatta borçlanma araçları konusunda bunların sermaye piyasası aracı niteliği gereği bu konudaki özel kanun olduğu muhakkaktır. Dolayısıyla, bu düzenleme de haklı bir gerekçe olarak kabul edilemez.

²⁴¹9 Mart 2012 tarihinde SPK'nın internet sitesinde yayımlanarak ilk defa kamuoyu ile paylaşılan "Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı"nda m. 18/9 hükmü aynen şu şekildeydi: "*Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından pay ile değiştirilebilir tahvil veya paya dönüştürülebilir bir türev araç çıkarılması halinde değiştirme veya dönüştürme sonucunda verilecek paylar ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz*". Ancak daha sonra Taslak metninin Tasarı haline getirilmesi sürecinde hüküm değiştirilmiş ve sadece halka açık anonim ortaklıklarla sınırlandırılmıştır. Bölüm başlığının "Halka Açık Ortaklıklar" şeklinde olması sebebiyle, Taslak aşamasındaki hükmün de sadece halka açık anonim ortaklıklar açısından geçerli olduğu da savunulabilir. Ancak kayıtlı sermaye sisteminin yapısı düşünülerek öngörölmüş bu hükümde, Kurul'un sermaye piyasası araçlarını düzenleme yetkisi ve TTK'nın 506. maddesinin açıkça cevaz vermesi sebebiyle halka açık olsun olmasın kayıtlı sermayeyi benimsemiş bütün anonim ortaklıklar açısından bir sınır getirilmesi tercih edilebilirdi.

SerPK m. 18/9'un lafzı göz önünde bulundurulduğunda, maddede öngörülen bu sınırın kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık anonim şirketlerin bütün HDT ihraçlarında uygulama alanına sahip olduğu sonucuna varılır. Ancak bu düzenlemeye kaynaklık eden eSerPK m. 14/3'e konuluş amacı ve 6102 sayılı TTK'nın sunmuş olduğu yeni olanaklar birlikte değerlendirildiğinde, bu sınırlandırmanın sadece kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararıyla yapılacak sermaye artırımını ile dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerinin tatmin edileceği ihraçlarla sınırlı olarak anlaşılması ve yapılacak düzenlemelerle sınırlandırılması gerekliliği öne çıkmaktadır.

HDT'lerin ve kayıtlı sermaye sisteminin eSerPK ile düzenlenişinde dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların temininin ancak kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararıyla yapılacak sermaye artırımını ile temin edilebileceği anlayışıyla hareket edilmiştir. Zira esas sermaye sisteminde sermaye artırımının uzun, külfetli ve riskli bir süreci içinde barındırmasından hareketle, kayıtlı sermaye sisteminin kabul edilerek HDT ihracına işlerlik kazandırılması amaçlanmıştır²⁴². Bu bağlamda, şirketin sadece sermaye artırımını

²⁴²Bkz. eSerPK "Gerekçe", Bölüm-I.

Bu anlayışın bir sonucu olarak, eSerPK'nın Kurul'a verdiği yetkiyle ve HDT'leri düzenleme amacıyla çıkarılan ilk Tebliğ olan Seri:II No:3 Tebliği ve bu Tebliği yürürlükten kaldıran Seri:II No:15 Tebliği'ne göre HDT sahiplerine verilecek payların sermaye artırımını ile temin edilmesi zorunluydu. Ancak Seri:II No:22 Tebliği ile bu anlayış terk edilmiştir. Seri:II No:22 Tebliği'nin HDT'leri tanımlayan 3/1-f hükmünde şirketin tahvil sahiplerine verilecek payların nasıl temin edilebileceği sorusunun cevabına dolaylı olarak yer verilmiştir. Ayrıca Tebliğ'in 40/5 ve 41/3 hükümlerinde dönüştürme hakkı kullanılmak üzere talepte bulunulan toplam HDT'ler karşılığında verilecek pay adedinin, ortaklığın toplam pay sayısına oranının %20'nin altında kalması durumunda sermaye artırımını yapılmaksızın payların temin edilebileceği düzenlenmiştir.

yoluyla taahhüdünü yerine getirebileceği anlayışı çerçevesinde yer verilen kayıtlı sermaye ile çıkarılmış sermaye arasındaki fark sınırlamasının yerindeliği de tartışılmalıdır. Zira kayıtlı sermaye ile ifade edilen ve yönetim kurulu kararıyla sermayenin artırılabilmesi azami miktarın genel kurulun esas sözleşme değişikliği anlamını taşıyan sermaye artırımı kararıyla artırılması mümkündür. Buna ek olarak, şirketin sermaye artırımı yoluyla çıkaracağı paylarla bu taahhüdünü yerine getirebileceği gibi farklı yollarla payları tahvil sahiplerine sunabilme olanakları vardır.

İhraççı şirket, 6102 sayılı TTK'nın ilgili düzenlemelerinin izin verdiği çerçevede kendi paylarını iktisap ederek HDT sahiplerine karşı olan yükümlülüklerini yerine getirebilir. Ayrıca, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş bir anonim şirketin 6102 sayılı TTK ile getirilen şarta bağlı sermaye artırımını kabul ederek²⁴³ şarta bağlı sermaye artırımı kapsamında yapacağı HDT ihracında yönetim kurulu kararına dahi gerek olmaksızın HDT sahiplerini tatmin edebilmesi mümkündür. Bu durumda, kayıtlı sermaye sistemini kullanan anonim şirketlerde yapılan HDT ihraçlarının, kayıtlı sermaye ile çıkarılmış sermaye arasındaki farkla sınırlandırılması bu sermaye piyasası aracının yaygınlaşmasını engelleyici nitelikte olduğu gibi aynı zamanda 6102 sayılı TTK'nın sunduğu yeni olanaklarla da uyum içerisinde değildir. O halde, sınırlandırılmanın tamamen kaldırılması ya da kayıtlı sermaye sistemini benimseyen bir anonim şirketin, dönüştürme haklarını kullanan

²⁴³Mehaz İsviçre doktrinde kayıtlı sermaye sistemini kabul eden bir anonim şirketin şarta bağlı sermaye artırımı yapabileceği kabul edilmektedir (Saraç, s. 87). Türk hukuku açısından da, kayıtlı sermaye sistemini kabul eden bir anonim şirketin şarta bağlı sermaye artırımından yararlanmasına engel olunmamalıdır (Saraç, s. 88).

HDT sahiplerine sunulacak payları yönetim kurulu kararıyla yapacağı sermaye artırımını ile temin edeceği hallerle sınırlandırılması gerekmektedir²⁴⁴.

iii-Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Kapsamında Gerçekleştirilecek İhraçlarda Özel Sınır

TTK m. 464/1 hükmüne göre “*Şartlı olarak artırılan sermayenin toplam itibari değeri sermayenin yarısını aşamaz*”. Bu düzenleme, şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında gerçekleştirilen ihraçlarda HDT’ler için azami bir sınır oluşturmaktadır. Şarta bağlı sermaye artırımında şirket sermayesinin artırılmasında üçüncü kişilerin aktif rol oynamasından yola çıkılarak, anılan sınırlandırmanın pay sahiplerinin ve şirket içerisinde mevcut olan güç dengesinin korunması için özel bir öneme sahip olduğu kabul edilmektedir²⁴⁵.

Anılan madde gereğince, şarta bağlı sermaye artırımının kabul edilmesi kapsamında gerçekleştirilecek HDT ihracı şirket sermayesinin yarısını aşamayacaktır. Bu düzenlemede belirtilen “sermaye”²⁴⁶ terimi ile kastedilenin hangi

²⁴⁴Bir diğer çözüm yolu olarak, hükmün, ihraç olunan HDT’ler için değil, sadece yönetim kurulunun alabileceği sermaye artırım kararı için bir sınır olarak anlaşılması ile de bu sorun aşılabılır. Fakat kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımının karakteristik vasfı bu kuralı zaten içinde barındırdığından, bu durumda, SerPK m. 18/9 hükmünün konuluş amacını açıklayabilmek mümkün olamayacaktır.

²⁴⁵Saraç, s. 83.

²⁴⁶Kanun koyucunun 6102 sayılı TTK’nın değişik maddelerinde “esas sermaye”yi ifade etmek için “sermaye” terimini kullanması ve ihtiyaç duyulan yerlerde kayıtlı sermaye sistemini göz önünde bulundurarak “sermaye veya çıkarılmış sermaye” ifadesini tercih etmesinden yola çıkılarak, TTK m. 464/1 hükmünde belirtilen “sermaye” ifadesinin kayıtlı sermaye sisteminde sınırın belirlenmesi konusunda bir tartışmaya sebep olacağı ve hatta kayıtlı sermaye sisteminde şarta bağlı sermaye

sermaye olduğu madde lafzında ve gerekçesinde açıkça belirtilmemiştir. Mehaz İsviçre doktrini ve onun dayanağı Alman doktrinindeki hakim görüşten yola çıkılarak, genel kurulun şarta bağı sermaye artırımı kararı aldığı tarihteki sermayenin dikkate alınacağı ileri sürölmektedir²⁴⁷.

bbb-Seri:II No:22 Sayılı Tebliğ ve 2009/15344 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

2499 sayılı mülga SerPK m. 13/3 hükmünde, tahvil miktarına ilişkin sınırların gerektiğinde Bakanlar Kurulu tarafından genel olarak veya sektörler itibariyle artırılabilceğı düzenlenmişti. Bakanlar Kurulu da bu yetkisini 2009/15344 sayılı “Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Karar” ile kullanmıştır.

SPK tarafından, 2499 sayılı mülga SerPK’nın m. 13/3 hükmüne uyumlu olarak, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de anılan Karar’a açıkça yollamada bulunulmuştur. Tebliğ’in 11. maddesinin birinci fıkrasına göre “*Borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limiti ve katsayı, 3/9/2009 tarih ve 27338 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 3/8/2009 tarihli ve 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı’nda yer alan esaslar ve Kanun çerçevesinde tespit olunur.*

artırımına başvurulup başvurulamayacağı tartışmasını gündeme getireceğı belirtilmiştir (**Kendigelen**, s. 372, dpn. 246).

Biçer, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş bir anonim şirketin şarta bağı sermaye artırımı yapabileceğı azami miktar belirlenirken ticaret siciline tescil edilmiş çıkarılmış sermaye üzerinden hesaplama yapılması gerektiğini ileri sürmektedir (**Biçer**, s. 129).

²⁴⁷**Biçer**, s. 129; **Saraç**, s. 85.

Ayrıca, şarta bağı sermaye artırımına sınırın belirlenmesinde esas alınan sermaye belirlenirken katılma intifa senetlerinin de hesaba katılması gerektiğı ileri sürölmektedir (**Biçer**, s. 128).

İhraç limitinin hesaplanmasında, aynı ortaklık veya ihraççı tarafından daha önce ihraç edilmiş ve halen tedavülde bulunan borçlanma araçlarının nominal tutarı indirim kalemi olarak dikkate alınır". Bu düzenleme ile 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'na yollamada bulunulmasının yanı sıra ihraç limitinin hesaplanmasında, aynı ortaklık veya ihraççı tarafından daha önce ihraç edilmiş ve halen tedavülde bulunan borçlanma araçlarının nominal tutarının indirim kalemi olarak dikkate alınacağı hükme bağlanmıştır. O halde HDT ihraç limiti hesaplanırken mevzuatın öngördüğü sınırdan daha önce ihraç edilmiş borçlanma araçlarının toplam tutarının düşülmesi gerekir.

Tebliğ'e göre ihraç limitinin hesaplanmasında özel bağımsız denetime tabi tutulmuş ve Kurul'un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelerine göre hazırlanmış finansal tabloların esas alınması gerekmektedir (m. 11/3).

2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'nda bütün ihraççılar için azami limitler öngörülmüştür. Ayrıca borçlanma araçlarının toplam ihraç limitleri ihraççı şirketin halka açık olup olmamasına ve ihracın halka arz suretiyle gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğine göre farklı esaslara tabi tutulmuştur (m. 2, 3).

Kararın 2. maddesinde halka açık anonim ortaklıkların ve 3. maddesinde ise halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri borçlanma araçlarının toplam tutarı düzenlenmiştir.

Her iki ihraççı için de, *"sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hazırlanmış, bağımsız denetimden geçirilmiş ve genel kurul tarafından onaylanmış son hesap dönemine ilişkin yıllık finansal tablolarda yer alan öz kaynak toplamı"* esas alınarak bir belirleme yapılmıştır.

Halka arz edilmeyen borçlanma araçlarında; halka açık anonim ortaklıklar için bu tutarın on katı, halka açık olmayan anonim ortaklıklar için ise altı katı azami limit olarak öngörülmüştür.

Bakanlar Kurulu halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecek borçlanma araçlarının toplam tutarı için ise halka arz olunmayan borçlanma araçlarının azami ihraç limitlerinin yarısını azami miktar olarak tespit etmiştir.

Bakanlar Kurulu belirtilen limitler için miktar konusundaki diğer düzenlemelerden farklı olarak son hesap döneminde hazırlanan yıllık finansal tablolarda yer alan “öz kaynak toplamını” esas almıştır. Bu düzenleme açısından “öz kaynak” terimi ile kastedilenin ne olduğu Kararda açıkça belirtilmemiştir. Esas itibarıyla konusuna girdiği muhasebe bilimi açısından “öz kaynak” kavramının, pay sahipleri tarafından şirkete getirilen sermaye ile faaliyetlerden elde edilen kârların çeşitli şekillerde şirkette bırakılmasından meydana gelen bütünü ifade ettiği; bir başka deyişle bilançonun aktif toplamından borçlar düşüldükten sonra kalan tutar olarak görülmektedir²⁴⁸. Doktrinde “öz kaynak”, “öz sermaye” veya “net varlık” olarak da ifade edilmektedir²⁴⁹.

Hukuki açıdan “öz kaynak” (öz sermaye), esas sermayeden farklı bir kavram olup, esas sermayenin fiilen ödenmiş kısmının öz sermayenin kapsamında yer alan bir unsur olduğu kabul edilmektedir²⁵⁰. Esas sermayenin ödenmiş kısmının yanı sıra bütün yedek akçeler ile işletmeye bırakılmış ve dağıtılmamış kârların da öz

²⁴⁸**Koç Yalkın, Y.:** Genel Muhasebe, 16. Bası, Ankara 2008, s. 49, 375; **Ataman, Ü.:** Genel Muhasebe, Muhasebe Dönem Sonu İşlemleri, C. II, 12. Bası, İstanbul 1999, s. 173, 174.

²⁴⁹**Koç Yalkın, s. 49; Bahtiyar, Kayıtlı Sermaye, s. 14.**

²⁵⁰**Göle, C.:** Anonim Ortaklıklarda Nakdî Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt, Ankara 1976, s. 7, 8; **Bahtiyar, Kayıtlı Sermaye, s. 14; Biçer, s. 19, 20.**

kaynakların içerisine girdiği ifade edilmektedir²⁵¹. TTK’da tanımlanmamış olmakla birlikte, bilançonun içeriğini düzenleyen 73. madde başta olmak üzere değişik düzenlemelerinde “öz kaynak” terimine rastlanılmaktadır. Nihayet bu kavram en yalın haliyle, şirketin belirli bir hesap dönemi sonundaki tüm haklarından tüm borçları düşüldüğünde elde edilen değer olarak nitelendirilebilir²⁵².

“Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Kararda Değişiklik Yapılması Hakkında Karar”²⁵³ ile 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu kararının 4. maddesine yeni bir fıkra²⁵⁴ eklenmiştir. Bu düzenlemeyle anılan fıkra da belirtilen şirketlerin yine fıkra da belirtilen amaçlarla yurt dışına satışını yapacağı ihraçlarda limit uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Kanaatimizce Bakanlar Kurulu bu düzenlemesiyle kendisine verilen yetkinin sınırlarını aşmıştır. Zira, bu düzenlemenin yürürlüğe girdiği tarihte yürürlükte olan eSerPK m. 13/3 ile Bakanlar Kurulu’na sadece tahvil ihraç limitlerini gerektiğinde genel olarak veya sektörler itibarıyla artırabilme yetkisi verilmiş; bu limitin kaldırılması yetkisi verilmemiştir. Normlar hiyerarşisi, kanunlar ile öngörülen bir sınırlandırmanın açıkça yetkili kılınmadıkça Bakanlar Kurulu kararı ile kaldırılamamasını ve genişletilememesini gerektirir.

²⁵¹ Göle, s. 7; Bahtiyar, Kayıtlı Sermaye, s. 14.

²⁵² Göle, s. 9.

²⁵³ RG. 03.11.2012, S. 28456.

²⁵⁴ “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 ya da işin finansmanını veyahut yeniden finansmanını (refinansman) sağlamak amacıyla yurt dışında satılmak üzere ihraç edilecek borçlanma aracı ihraçlarında limit uygulanmaz”.

Nihayet, eSerPK'nın yürürlükten kalkması ile birlikte, Bakanlar Kurulu'nun borçlanma araçlarının ihraç limitini artırma yetkisi sona ermiştir. Ancak SerPK m. 31/1 hükmünün borçlanma araçlarının ihraç limitini belirleme yetkisini SPK'ya vermesi ve SPK tarafından daha önce yürürlüğe konulan Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 11. maddesinin birinci fıkrasında yer alan yollama gereğince, SPK'nın ilgili alt düzenlemesi yürürlüğe girinceye kadar 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'nın yürürlükte kaldığı kabul edilebilir. Şu halde, 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girdiği 30.12.2012 tarihinde Bakanlar Kurulu Kararı'nın yasal dayanağı değişmiş olmaktadır. Ancak SPK'nın, kanun koyucunun SerPK m. 31/1'de yetkiyi SPK'ya veren iradesine uygun olarak Bakanlar Kurulu kararını yasal dayanaktan yoksun bırakarak, kendi yapacağı düzenlemelerle bu yetkiyi kullanması zorunluluğu doğmuştur. 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesinin hemen sonrasında Kurul Karar Organı 04.01.2013 tarihli İlke Kararı'nı almıştır. 6362 sayılı SerPK m. 31/1 ve 04.01.2003 tarih ve 1/2 sayılı İlke Kararı ile birlikte hukuki dayanaktan yoksun kalan 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'nın yürürlükten kalktığının kabulü gerekir.

ccc-SPK'nın 1/2 Sayılı İlke Kararı

6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte Kurul'a verilen yetkiye dayanılarak Kurul Karar Organı 04.01.2013 tarih 1/2 sayılı Karar ile borçlanma araçlarının ihraç limitlerine ilişkin esasları belirlemiştir. Hemen belirtelim ki, anılan Karar'da da *“6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na uyum amacıyla yapılacak alt düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar uygulanmak üzere”* şeklinde açıkça belirtildiği üzere, Karar'ın geçerliliği zaman olarak sınırlandırılmıştır.

SPK'nın "halka açık ortaklıklar", "halka açık olmayan ortaklıklar" ve "diğer ihraççılar"ın ihraç limitlerine ilişkin farklı bir belirlemeye gittiği görölmektedir. Halka açık ve açık olmayan anonim şirketler açısından kendi aralarında ilgili borçlanma aracının halka arz olup olunmayacağına göre değişen ihraç limitleri belirlenmiştir. Diğer ihraççıların ihraç limitlerine ilişkin olarak ise SerPK m. 31/2 hükmü tekrarlanmıştır²⁵⁵.

Kurul Karar Organı'nın anonim şirketlere ilişkin olarak "*sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hazırlanmış, bağımsız denetimden geçirilmiş ve genel kurul tarafından onaylanmış son hesap dönemine ilişkin yıllık solo/konsolide finansal tablolarda yer alan ana ortaklığa ait öz kaynak*"²⁵⁶ toplamı"nı esas aldığı görölmektedir. Buna göre halka açık anonim şirketlerin halka arz edilecek borçlanma araçlarında miktarın beş katı, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda on katı ihraç limitini oluşturur.

Halka açık olmayan anonim şirketlerde ise halka arz edilecek borçlanma araçlarında belirtilen miktarın üç katı, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise altı katı ihraç limitini oluşturmaktadır.

Son olarak, Karar'da ihraççıların daha önce ihraç ettikleri ve halen tedavülde olan borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının nominal tutarının yeni ihraç limitinin hesaplanmasında bir indirim kalemi olarak dikkate alınacağı da belirtilmiştir.

²⁵⁵Anılan İlke Kararı'nda ayrıca 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararının 4. maddesine sonradan eklenen fıkrada yer alan, 3996 sayılı Kanun kapsamında gerçekleştirilecek yatırım ve hizmetleri yapmak üzere kurulmuş şirketler tarafından gerçekleştirilecek ihraçlara ilişkin istisai düzenlemeye aynen yer verilmiştir. Bu konu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. s. 113, dpn. 254.

²⁵⁶"Öz kaynak" kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. s. 112, 113.

bb-Miktarın Belirlenmesinin Önemi

Şirketin ihraç limitinin üzerinde HDT ihraç edebilmesi mümkün olmadığından, HDT ihracına yönelik kararda belirtilen miktarın bu sınırları aşmaması gerekmektedir. Belirtilen sınırı aşan kararların sakatlığı ile bu sakatlığın beraberinde getirdiği sonuçların yanı sıra limitin belirlenmesine yarayan kriterlerin gerçekleşmesi şirketin belirli bir süre faaliyette bulunmasını gerektirmesi açısından fiili bir ön koşul yaratabilir. İlgili düzenlemelerde yer alan esasların fiilen HDT ihraç etmek isteyen şirketin belirli bir dönem faaliyette bulunmasını gerektirdiği akla gelebilir.

6762 sayılı TTK’da “*esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilanço*ya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını” aşamayacağı düzenlenmişti (m. 422). 2499 sayılı mülga SerPK’nın 3794 sayılı Kanunla değişikliğe uğramadan önceki halinde, yine hisse senetleri halka satılan anonim şirketlerin çıkarabilecekleri toplam tahvil tutarının hesaplanmasında “*genel kurulca onaylanan son bilanço*daki” veriler esas alınmıştır. Bu durum yıllık hesap döneminin tamamlanıp bilançonun düzenlenmesi ve düzenlenen bilançonun genel kurulda onaylanması süreci olmak üzere asgari bir bekleme süresinin gerekip gerekmediğinin tartışılmasına neden olmuştur. Bu noktada, şirketin kuruluşta sonra bir bilanço senesinin, bir başka deyişle hesap döneminin sona ermesinin beklenilmesine gerek olmadığı, hazırlanacak ara bilançonun genel kurul tarafından kabul edilmesi şartı ile bu bilançonun da son bilanço olarak kabul edilebileceği; hatta ara bilanço düzenleme imkânının yanı sıra genel kurulca onaylanmak koşulu ile kuruluş bilançosunu dahi

kullanabileceği kabul edilmiştir²⁵⁷. Zira kanun koyucunun amacı, tahvil ihracına esas olmak üzere sermaye miktarının tespiti olduğundan ara bilançonun da bu görevi göreceği kuşkusuzdur²⁵⁸.

Tebliğ'in ihraç için Kurul'a başvurulması ve sunulması gerekli belgeleri düzenleyen 5. maddesinde halka arz yoluyla satılacak borçlanma araçları için payları Borsa'da işlem gören anonim şirketlerde ve payları Borsa'da işlem görmeyen anonim şirketlerde farklılaştırılmış olmakla birlikte, geçmiş dönem finansal tabloları ve bağımsız denetim raporlarına izahnamede yer verilmesine ilişkin düzenlemeler öngörülmüştür. Bu düzenlemeler doğrudan tahvil ihraç edilebilecek azami miktarın belirlenmesi amacıyla yönelik olmayıp izahnamenin zorunlu unsurlarından olması sebebiyle yer verilmiş hususlardır. Aynı maddede tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılacak borçlanma araçları için ihraç limitinin hesaplanmasında esas alınacak finansal tabloların özel amaçlı bağımsız denetimden geçirilmesi yeterli görülmüştür.

²⁵⁷ **Arslanlı**, s. 263, dpn. 9; **Tekinalp, Ü.**: Yargıtay'ın Tahvil Çıkarılmasına İlişkin Bir Kararı Üzerine Düşünceler ve Değerlendirme, İktisat ve Maliye Dergisi 1977, C. 23, S. 11, s. 458, 459; **Doğanay, İ.**: Anonim Şirketlerin Tahvil Çıkarma Nedenleri ve Tahvil Çıkarılması Halinde, Çıkarılacak Tahvil Miktarına Esas Alınması Gereken Bilanço, Acaba "Ara Bilanço"mu, Yoksa "Yıl Sonu" Bilançosu Mudur?, Yargıtay Dergisi 1976, C. 2, S. 4, s. 109, 110; **Öçal, A.**: Anonim Şirketin Tahvil İhraç edebilmesi İçin Muayyen Bir Süre Faaliyette Bulunması Şart mıdır?, İktisat ve Maliye Dergisi 1989, C. 36, S. 8, s. 313-318; **Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 327; **Ünal**, Sermaye Piyasası, s. 108.

Tekinalp ve **Öçal**'ın makalelerinde yer verdiği Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 20.11.1975 tarihli ve 1975/4884 E., 1975/6596 K. sayılı kararında da aynı çözüm benimsenmiştir. Kararın tam metni için bkz. YKD. 1977, C. 3, S. 1, s. 78, 79.

²⁵⁸ **Arslanlı**, s. 263, dpn. 9.

Anılan belgelerin sunulabilmesi için şirketin en az belgelerin oluşturulabilmesi için geçmesi gerekli süre kadar faaliyette bulunması gerekir. Halka arz edilecek borçlanma araçlarında ihracın yıl içerisinde yapılacağı zamana ve ihraççı şirketin Borsa’da payları işlem gören ve görmeyen anonim şirketler için farklı olmakla birlikte, Tebliğ’in m. 5/7 hükmüne göre asgari olarak geçmiş iki yıla ait finansal tablolarına ait bağımsız denetim raporlarının izahnameye eklenmesi zorunluluğunun getirilmesi, TTK ve SerPK’da aranmayan dolaylı bir ön koşul yaratmaktadır²⁵⁹.

Nihayet, ihraç limitine ilişkin düzenlemelere göre miktar belirlenirken merkez kavram olarak bilançonun esas alınması ara bilanço hazırlanabilmesi ve bilanço ile diğer finansal tabloların da bağımsız denetimden geçirilmesi ve genel kurul onayına sunulması aşamaları hesap döneminin sona ermesinden kaynaklı sabit bir süre değil; kısaltılma imkânı şirkette olan bir süre gerektirmektedir. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in halka arz edilecek borçlanma araçlarında izahnameye eklenecek hususlar arasında ihracın yıl içerisinde yapılacağı döneme ve şirketin payları Borsa’da işlem görüp görmemesine bağımlı olarak değişmekle birlikte, asgari iki yıllık finansal tablolar ve bağımsız denetim raporlarını araması şirketlerin belirtilen süre dolmadan

²⁵⁹Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 61. maddesi ile yürürlükten kaldırılan Seri:II, No:13 sayılı mülga “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği”nde son üç yıla ait bilanço ve mali tablolar ile denetçi raporlarının istenmesi, TTK ve eSerPK düzenlemelerinde bu yönde bir hüküm bulunmaması sebebiyle, hukuki dayanağı olmayan bir hüküm olarak değerlendirilmiş ve eleştirilmiştir (Ünal, Sermaye Piyasası, s. 108, 109).

HDT ihraç etmesinin önüne geçebilecek niteliktedir²⁶⁰. TTK ve SerPK’da bu yönde bir düzenleme ve amaç bulunmaması sebebiyle, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in hukuki dayanaktan yoksun ve kanun koyucunun amacına aykırı m. 5/7 hükmünün değiştirilmesi yerinde olacaktır.

c-HDT İhraç Edilebilecek Azami Miktara Aykırılığın Yaptırımları

aa-Yetkili Organ Kararının Sakatlığı

Şirketin belirtilen limite aykırı olarak HDT ihraç etmek istemesi halinde karşılaşılabilecek yaptırımlar açıkça düzenlenmese de ihraç kararını alan organa göre değişmek üzere genel kurul veya yönetim kurulu kararının sakatlığı ortaya çıkar.

aaa-Genel Kurul Kararıyla HDT İhracında

Genel kurul kararlarının sakatlığı yokluk, butlan ve iptal edilebilirlik olmak üzere üç farklı yaptırımı gündeme getirir. 6762 sayılı TTK ve ondan önceki 1926 tarihli TTK’da genel kurul kararlarının yokluğu ve butlanı düzenlenmemiş olmasına rağmen bu kararların yokluk ve butlanı ile bu hallerin tespiti davaları doktrinde ve uygulamada genel hükümlere gidilerek kabul görmekteydi. Genel kurul kararlarının yokluğu 6102 sayılı TTK’da da yer bulmamasına rağmen; butlan yaptırımı Kanun’un 447. maddesinde düzenlemeye kavuşturulmuştur. Hemen belirtelim ki, yokluk ve butlan yaptırımı süreye bağlı olmaksızın herkes tarafından ileri sürülebilir ve söz konusu olduğu hallerde kararın daha sonradan geçerlilik kazanması mümkün

²⁶⁰Ünal, Sermaye Piyasası, s. 108, 109. Ünal’ın Seri:II No:13 sayılı Tebliğ’de son üç yıla ait bilanço ve mali tablolar ile denetçi raporlarına göre yaptığı değerlendirmeler Seri:II No:22 sayılı Tebliğ için de geçerlidir.

değildir. Ayrıca mahkeme tarafından resen göz önünde bulundurulur ve bu nitelikte kararların ticaret siciline tescili ve ilânı mümkün değildir²⁶¹. Yaptırımlarının ağır oluşu sebebiyle, sınırlarının çizilmesi son derece önemlidir.

Karar, genel kurul niteliğinde bir kurulun varlığı açısından sakatsa veya bu kurulu oluşturan pay sahiplerinin kararı şekil ve usul açısından emredici hükümlere aykırılık taşıyorsa, bir başka deyişle genel kurul kararının kurucu unsurlarına aykırılık söz konusu ise kararın yokluk yaptırımına tabi tutulacağı kabul edilmektedir²⁶². HDT ihraç kararının belirtilen limitlere aykırı olarak alınmasının yokluk yaptırımı sınırları dışında olduğu açıktır.

Genel kurul kararlarının butlanı ise 6762 sayılı TTK döneminde Kanun'da açık hüküm bulunmaması sebebiyle borçlar hukukunun butlana ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde anonim şirketin nitelikleri göz önünde bulundurularak değerlendirilmiştir. Ancak 6762 sayılı TTK'da düzenlenmemiş olması butlan sınırlarının doktrin ve uygulamada belirlenmesi zorunluluğu doğurmakta ve farklı görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmaktaydı. Özellikle butlan ve iptal sınırlarının doğru çizilmesinin önemi, kanun koyucuyu, 6102 sayılı TTK'da genel kurul kararlarının butlanını düzenlemeye sevk etmiştir. TTK m. 447'de butlan halleri *“pay sahibinin genel kurula katılma, asgari oy, dava ve kanundan kaynaklanan vazgeçilemez nitelikte haklarını sınırlandıran ve ortadan kaldıran; pay sahibinin bilgi alma, inceleme ve denetleme haklarını kanunen izin verilen ölçü dışında sınırlandıran; anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması*

²⁶¹Yokluk ve butlan yaptırımının özellikleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)**, 2010, s. 381-383.

²⁶²Ayrıntılı bilgi için bkz. **Moroğlu, E.:** Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 6. Bası, İstanbul 2012, s. 67-132; **Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)**, 2010, s. 382.

hükümlerine aykırı olan kararlar” olmak üzere, sınırlayıcı olmamakla birlikte, üç grupta ifade etmiştir. Böylece şimdiye kadar borçlar hukuku odaklı gelişen genel kurul kararlarının butlanı sebeplerine anonim şirkete özgü sebepler²⁶³ eklenmiş olmaktadır²⁶⁴. Bu sebeplerin dışındaki sakatlıklarda butlanın ikincilliği ilkesi uygulanır²⁶⁵. Azami miktara aykırı olarak alınan HDT ihraç kararlarının TTK m. 447’de belirtilen hallere girmediği görülmektedir. Bu kararların yalnızca “*anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan kararlar*” kapsamına girip giremeyeceği tartışılmalıdır.

TTK m. 447’nin gerekçesinde anonim şirketin temel yapısı ve sermayenin korunması ile ilgili açıklama getirilmemiş, bu hal aynı zamanda yönetim kurulu kararlarının butlanı sebebi olarak TTK m. 391’de de düzenlendiğinden 391. maddenin gerekçesine işaret edilmiştir.

Türk Ticaret Kanunu’nun 391. maddesinin gerekçesinde, anonim şirketin tanımına, pay sahiplerinin hakları ve borçları düzenine ve organsal yapıya aykırı kararlar anonim şirketin temel yapısına aykırı haller olarak görülmüş ve bu hallere örnek olarak ek ödeme yükümü gösterilmiştir. Sermayenin korunmasına ilişkin olarak ise Kanun’un bazı maddeleri örnek gösterilerek, sermaye odaklı bir değerlendirmenin söz konusu olduğu açıklamasıyla yetinilmiştir. Kanun koyucu, genel kurul kararlarının butlanı konusunda, anonim şirkete özgü sebeplere yer

²⁶³Bu sebepler hakkında değerlendirme ve örneklendirmeler için bkz. **Tekinalp, Ü.**: Genel Kurul Kararlarının Butlanında Anonim Ortaklığa Özgü Sebeplerin Kabulü İhtiyacı, Batider 2009, C. 25, S. 4, s. 5-16.

²⁶⁴**Tekinalp, Ü.**: Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığının Esasları, 2. Bası, İstanbul 2012, s. 230, 231.

²⁶⁵Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 447.

vermekle birlikte, bu hallerin sınırlı sayıda belirtilmesinin yerinde olmayışı ve imkânsızlığı bilinciyle hareket etmiştir. Sermayenin korunması ilkesine ilişkin hallerde de bu durum kendini göstermektedir. Sermaye şirketlerinin tamamı için geçerli olan sermayenin korunması ilkesinin anonim şirketler açısından sermayenin pay sahiplerine doğrudan veya dolaylı olarak iade edilemeyeceği kuralı (sermayenin iadesi yasağı) ve şirket malvarlığının şirket sona erinceye kadar şirkete ve şirketin amaçlarına bağlı olduğu kuralı (malvarlığının amaca bağlılığı ilkesi) ile açıklanmaktadır²⁶⁶. Türk anonim şirketler hukukunda sermayeyi koruyan düzenlemeler²⁶⁷ çok çeşitli olmakla birlikte salt şirketin borçlanma limitini sınırlandırma amacı güden miktar açısından azami limitlere aykırılık, anonim şirketin temel yapısı²⁶⁸ ve sermayenin korunması ilkesi gibi ağır ve anonim şirketi taşıyan ana kolonlara aykırı bir durum yaratması söz konusu değildir.

Yokluk ve butlan hallerinin sınırlı tutulması ve bu hallere girdiği açık olmayan durumlarda iptal edilebilirlik yaptırımının tercih edilmesi anlayışı doktrin ve uygulamada hâkimdir²⁶⁹. Bu bağlamda, TTK m. 447’de belirtilen butlan sebepleri

²⁶⁶**Tekinalp, Ü.:** Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C. II, İstanbul 2012, s. 1682, 1683.

²⁶⁷Anonim şirketlerde sermayenin korunması ilkesini somutlaştıran haller hakkında açıklama ve örneklendirmeler için bkz. **Tekinalp**, Sermayenin Korunması İlkesi, s. 1681-1699; **Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 143-145; **Karasu, R.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarının Butlanı, Prof. Dr. Fırat Öztan’a Armağan, C. I, Ankara 2010, s. 1243-1247.

²⁶⁸Anonim şirketlerin temel niteliklerine ve yapısına ilişkin emredici hükümler hakkında açıklama ve örneklendirmeler için bkz. **Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 142-143.

²⁶⁹**Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)**, 2010, s. 382, 383; **Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 57-65.

ve TBK m. 27'nin kaynaklık ettiği borçlar hukuku eksenli yaklaşım birlikte değerlendirildiğinde, miktar açısından getirilen sınırlandırmalara aykırı HDT ihraç kararı butlan değil, iptal edilebilirlik yaptırımına tabi olacaktır. HDT ihracında anılan koşullara aykırı kararların, TTK m. 447'de belirtilen sebeplerin hiçbirine dâhil edilemez nitelikte oluşu ve bu hallerin dışındaki durumlarda ise butlanın ikincilliği ilkesi göz önünde bulundurulduğunda yaptırımın iptal edilebilirlik olması gerekliliği ağırlık kazanır.

bbb-Yönetim Kurulu Kararıyla HDT İhracında

HDT ihraç kararının genel kurulun yetkilendirme kararıyla (TTK m. 505) veya şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümle (SerPK m. 31/3) yönetim kuruluna devri halinde yönetim kurulu kararının HDT ihracında miktar açısından öngörülen koşullara aykırı olması, bu defa yönetim kurulu kararının sakatlığını karşımıza çıkarır.

Yönetim kurulu kararlarının sakatlığında yokluk ve butlan açısından genel kurul kararlarında yokluk ve butlan hallerine paralel bir anlayış söz konusudur. Tabiatıyla, anonim şirketin bu iki zorunlu organının kararlarının sakatlığında, organların yapısından ve işleyişinden kaynaklanan birtakım özel sebepler mevcuttur. Ancak genel kurul kararlarında olduğu gibi anonim şirketlere özgü hallerin göz önünde bulundurulduğu borçlar hukuku eksenli yokluk yaptırımı anlayışı, belirtilen koşullara aykırı kararların yokluk yaptırımına tabi tutulamayacağının kabulünü gerektirir.

Yönetim kurulu kararlarının butlanı da tıpkı genel kurul kararlarının butlanı gibi 6102 sayılı TTK ile ilk defa açık düzenlemeye kavuşturularak Türk hukukuna

girmiştir. Kanun koyucu, yönetim kurulu kararlarının butlanını genel kurul kararlarının butlanına benzer bir yöntemle ele almış ve TTK m. 391’de sınırlı sayıda olmayan batıl karar gruplarına yer vermiştir. 391. maddenin gerekçesinde bu düzenlemenin amacının iptal edilebilir kararlarla batıl kararların arasındaki farka açıklık getirerek pay sahibinin korunması olduğu zikredilmiştir. Ancak anılan madde gerekçesinde de belirtildiği üzere yönetim kurulu kararlarının iptaline yönelik bir düzenlemeye TTK’da yer verilmemiştir²⁷⁰. Bu düzenleme TTK’da iptal edilebilir yönetim kurulu kararları düzenlenmediği için iptal edilebilir kararlar ile batıl kararları ayırmaktan ziyade TTK sisteminde batıl olduğu belirtilen hallerin saptanması ve yaptırıma tabi tutulmasını sağlar.

TTK m. 391’de batıl kararlar örnek gösterme yoluyla belirtilmiş ve maddede yer alan “*özellikle*” ifadesi ile batıl karar gruplarının da bu hallerle sınırlı olmadığı ortaya konulmuştur. Bu durumda genel kurul kararları için benimsenen çözüm yolu yönetim kurulu kararlarının butlanı için de geçerli olur. Böylece maddede sayılan hallerin dışındaki butlan sebeplerinde borçlar hukuku temelli bakış açısı ile anonim şirketlerin ve yönetim kurulunun karakteristik vasıfları göz önünde bulundurularak batıl kararlar saptanabilir. Nihayet, şirketin borçlanma limitini sınırlandırma amacı güden HDT ihraç edilebilecek azami miktar limitine ilişkin düzenlemelere aykırı kararlar, 391. maddede zikredilen batıl kararlar gruplarından hiçbirine dâhil edilemeyecek niteliktedir²⁷¹.

²⁷⁰Her ne kadar bu durum 391. maddenin gerekçesinde “*yönetim kurulu kararları iptal edilemez*” şeklinde ifade edilmişse de bu ifade ile sadece TTK sisteminin kastedilmiş olduğu ve SerPK m. 18/6’da düzenlenen iptal davası olanağının varlığı gözden uzak tutulmamalıdır.

²⁷¹Genel kurul kararlarının butlanı sonucu doğuracak nitelikte olan “anonim şirketin temel yapısına uymama ve sermayenin korunması ilkesini gözetmeme” hali yönetim kurulu kararları için de batıl

Yönetim kurulu kararlarının iptaline ilişkin Türk hukukundaki ilk düzenleme, eSerPK m. 12/6 olmuştur. 6762 sayılı TTK'da yönetim kurulu kararlarının iptaline ilişkin düzenleme bulunmamasının doğuracağı hukuki sonuç bu Kanun'un yürürlükte olduğu dönemde doktrinde uzun süre tartışılmıştır.

2499 sayılı mülga SerPK'nın ilk şeklinde de kayıtlı sermayeli anonim şirketler açısından yönetim kurulu kararlarının iptali düzenlenmemiş; fakat yönetim kurulunun bu sistem kapsamında karar almaya yetkili olduğu konularda kanuna, esas sözleşmeye ve dürüstlük kurallarına aykırı kararlarına karşı mevcut imkânlar ve doktrinde önerilen çözüm yollarının pay sahiplerinin ve şirketteki diğer menfaat sahiplerinin haklarını yeterince koruyucu nitelikte olmadığı ileri sürülmüştür²⁷². Yönetim kurulu kararlarına karşı iptal davası kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim şirketlerde, bu sermaye sisteminden kaynaklanan özel yetkilerden doğan kararlarla sınırlı olmak üzere, eSerPK üzerinde değişiklik yapan 3794 sayılı Kanunla ilk defa düzenlenmiş ve 1992 yılında Türk hukukuna girmiştir.

2499 sayılı mülga SerPK açısından konu değerlendirilecek olursa, eSerPK m. 12/6'da bu maddede sayılan haller dolayısıyla alınan kararlar aleyhine iptal davası açılabilceği düzenlenmişti. Fakat bu Kanuna göre yönetim kuruluna devredilebilecek yetkiler bu maddede sayılan hallerle sınırlı değildi. Bu duruma örnek olarak eSerPK m. 13/6 gösterilebilir. 2499 sayılı mülga SerPK m. 13/6 ile tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerini ihraç

olma sonucuna bağlanmıştır. HDT ihracının yönetim kurulu karar ile gerçekleştirilmesi halinde de miktar açısından azami sınırlara aykırılık anonim şirketin temel yapısına ve sermayenin korunması ilkesine aykırı bir hal doğurmaz.

²⁷² **Aytaç, Z.:** Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu, Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'in Hatırasına Armağan, Ankara 1986, s. 287-290.

yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebileceği öngörülüyordu. Bu yetkiye dayanılarak yönetim kurulu kararı ile HDT ihracına karar verilmesi halinde, eSerPK m. 12/6'nın lafzına göre yönetim kurulu kararının iptalinin istenmesi mümkün değildi. Yönetim kurulunu genel kurulun alternatifi haline getirme sonucunu doğuran nitelikte yönetim kuruluna devredilebilecek yetkilerin tamamı hakkında, özellikle pay sahiplerinin yeterince korunabilmesi için, iptal davası açılabilmesi olanağının tanınması önerilmiştir²⁷³. Bu kapsamda yönetim kurulunun tahvil ihraç kararına karşı iptal davası açılabilme olanağının düzenlenmesi gerekmektedir²⁷⁴.

Kanun koyucu SerPK'nın m. 18/6 hükmünde, eSerPK m. 12/6'daki tercihine paralel bir şekilde, kayıtlı sermaye sistemi odaklı iptal edilebilirlik yaklaşımını sürdürmüş ve iptal davası olanağını m. 18'de düzenlenen hallerle sınırlandırmıştır. Bu bağlamda, tahvil ihracına karar verme yetkisinin yönetim kuruluna devrini düzenleyen SerPK m. 31/3 hükmüne dayanan yönetim kurulu kararları aleyhine iptal davası açmak kural olarak mümkün değildir. Ancak kayıtlı sermaye sistemini kabul eden halka açık anonim şirketlere ilişkin olan SerPK m. 18/9 hükmü bu durumun istisnasını oluşturmaktadır. Zira eSerPK'nın HDT'lerin düzenlendiği 14. maddenin üçüncü fıkrasında yer alan düzenleme SerPK'da kayıtlı sermaye sisteminin düzenlendiği 18. maddesinin dokuzuncu fıkrasında yer bulmuştur. SerPK m. 18/6'da ise *“yönetim kurulunun bu maddedeki esaslar çerçevesinde aldığı kararlar aleyhine”* dava açılabilmesine cevaz vermektedir. SerPK ile birlikte kayıtlı sermaye sistemini kullanan halka açık anonim şirketlerde m. 18/9 hükmünde belirtilen özel ihraç

²⁷³Özkorkut, Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, s. 151.

²⁷⁴Özkorkut, Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, s. 151.

limitini aşan yönetim kurulu kararları aleyhine iptal davası açma olanağı pozitif hukuka girmiştir. Hemen belirtelim ki, SerPK m. 18/9'un sınırlandırıcı lafzı gereği, anılan ihraç limiti sadece halka açık anonim şirketler için geçerli olduğundan, iptal davası açılması da ancak halka açık anonim şirketlerin anılan hükme aykırı kararları için söz konusu olabilecektir.

Genel kurul kararıyla HDT ihracına karar verilmesi halinde, iptali mümkün bir karar ortaya çıkmasına rağmen, aynı kararın yönetim kurulu kararıyla alınması halinde iptalinin mümkün olmaması önemli bir eksikliktir. Ancak yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası açılabilir. Ayrıca yönetim kurulu kararının genel kurula taşınması ve bu konuda alınacak genel kurul kararının iptali yollarına başvurulabilir. Yine de yapılacak hukuki düzenlemelerde yönetim kurulunu genel kurulun alternatifi haline getiren nitelikte görülen HDT ihraç kararına karşı iptal davası açılabilmesi olanağının tanınması yoluna başvurulması yararlı olur.

ccc-İptal Davası Açılmasının ve İptal Kararının Kesinleşmesinin Sonuçları

Genel kurulun HDT ihraç kararının mevzuatta öngörölmüş azami miktarlara aykırı olması gerekçesiyle iptal davası açılması, TTK'nın 445, 446 ve 448-451. maddeleri arasında düzenlenmiştir. SerPK m. 18/9 hükmüne aykırı yönetim kurulu kararına karşı açılacak iptal davalarında da yine TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin düzenlemelerde yer alan esaslar geçerlidir (SerPK m. 18/6).

Genel kurul kararlarının iptal sebepleri ile davanın açılabileceği süre ve görevli mahkeme TTK m. 445'de, dava açabilecek kişiler ise TTK m. 446'da

düzenlenmiştir. Kanun'un 448- 451. maddeleri arasında da iptal ve butlan açısından ortak nitelikte çeşitli hükümlere yer verilmiştir.

Bu dava iptal sebepleri arasından kanuna aykırılık kapsamına girer. Davanın karar tarihinden itibaren üç ay içinde, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde açılması gerekir. Sadece TTK m. 446'da belirtilen kişiler iptal davası açabilirler. Bu bağlamda, genel kurulun kararı icra edilip tahvillerin ihraç edilmesi halinde, HDT sahiplerinin kararın iptalini istemelerinin mümkün olmadığı sonucuna ulaşılır.

Doktrinde şarta bağlı sermaye artırımı kararının iptali halinde, bu karar kapsamında hak edinen kişilerin haklarının akıbeti dolayısıyla ifade edilen görüşlere değinmek gerekmektedir. *Biçer*, iptal kararının geçmişe etkili ve kesin hüküm teşkil etmesinden hareketle, dönüştürme hakkının verilmesinin hukuki dayanağı olan genel kurul kararının iptalinin dönüştürme hakkı sahiplerinin bu haklarını kullanmalarını engelleyeceğini, dönüştürme hakkının karardan önce kullanılması halinde ise bu kişilere verilen pay senetlerinin geçersiz hale geleceğini savunmaktadır²⁷⁵. *Kaya*, dönüştürme hakkı sahiplerinin iptal edilen ihraç kararı çerçevesinde tatmin edilebilmelerinin mümkün olmadığını, borcun ifa edilmemesi hükümlerine göre hak sahiplerinin uğradıkları zararların tazmin edilmesi gerektiğini ileri sürmektedir²⁷⁶. *Saraç* ise kararın iptaline kadar dönüştürme hakkının ihracı halinde, yeni payların ihracının ve hak sahiplerine sunulmasının imkânsız hale geldiğinden hareketle, hak

²⁷⁵**Biçer**, s. 253.

²⁷⁶**Kaya**, s. 207.

sahiplerinin uğradıkları kayıpların denkleştirilmesi, bu mümkün olmazsa müspet zararlarının tazmini ile yükümlü olduklarını vurgulamaktadır²⁷⁷.

HDT'ler açısından düşündüğümüzde, konuyu iptal kararının kesinleşme zamanına göre ayrı ayrı değerlendirmek gerekir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, iptal davasının açılması kural olarak kararın yerine getirilmesini engellemez. Bir karar aleyhine salt iptal davası açılmış olması, ticaret sicilinin tescil talebini reddetmesine ve SPK'nın HDT ihraç izahnamesini ya da ihraç belgesini onaylamamasına haklı bir gerekçe teşkil etmez. Ancak mahkeme, dava konusu kararın “yürütülmesinin geri bırakılmasına”²⁷⁸ karar verebilir (TTK m. 449). Bu durumda HDT ihraç süreci dava sonucu verilecek kararın kesinleşmesine kadar durur. Kararın iptalinin kesinleşmesi halinde ise kuşkusuz yürütülmesi mümkün olmayacaktır.

SPK işlemleri aşamasında iptal kararının kesinleşmesi halinde, SPK'nın izahnameyi ya da ihraç belgesini onaylamaması gerekir. İzahname onaylandıktan sonra fakat satış süreci tamamlanmadan önce iptal kararının kesinleşmesi halinde ise SPK, SerPK m. 8/2 hükmüne göre satış sürecini durdurabilir. Bu gibi durumlarda SPK, ilgili kişilerin zarar görmelerini engelleyebilir.

Mahkemenin, kararın iptaline hükmetmesi ve kararın kesinleşmesi halinde, hüküm inşai (yenilik doğurucu) bir nitelik taşır ve kararın kesinleşmesi tarihine kadar geçerli kabul edilen genel kurul veya yönetim kurulu kararı geçmişe etkili olarak

²⁷⁷Saraç, s. 211.

²⁷⁸**Kendigelen**, TTK m. 449'da yer verilen “*kararın yürütülmesi*” ifadesinin idare hukuku terminolojisini çağrıştırdığını, bunun yerine kanun koyucu tarafından TTK m. 454/1'e paralel şekilde “*kararın uygulanması*” ifadesinin kullanılmasının daha yerinde bir tercih olacağını savunmaktadır (**Kendigelen**, s. 349).

kaldırılmış olur²⁷⁹. Ancak iptal edilen karara dayanılarak üçüncü kişilerle kurulan ilişkilerde üçüncü kişilerin anonim şirkete karşı doğan haklarının saklı kalacağı, işlemlerin şirketi bağlayacağı kabul edilmektedir²⁸⁰. Bu kabulün yasal dayanağı, 6762 sayılı TTK'nın m. 321/4 hükmünün içerik olarak aynı olan 6102 sayılı TTK'nın m. 371/4 düzenlemesidir.

TTK m. 371/4'e göre, *“Temsile yetkili kişiler tarafından yapılan işlemin esas sözleşmeye veya genel kurul kararına aykırı olması, iyiniyet sahibi üçüncü kişilerin o işlemde dolayı şirkete başvurmalarına engel değildir”*. Bu bağlamda, satışı tamamlanmış HDT'ler geçerli olacaktır. *Tekinalp*, tahvil ihraç yetkisine sahip olmayan organ tarafından tahvil ihraç kararı alınmasında dahi ihraç olunan tahvillerin geçerli ve fakat yetkisiz organın tazminat ile yükümlü olduğunu ileri sürmüştür²⁸¹. Ayrıca üçüncü kişilerin kazandıkları hakların korunması için tahvil ihraç kararının, iptal kararının geçmişe etkili niteliğine bir istisna olarak değerlendirilebileceği savunulmuştur²⁸². Bu görüşler göz önünde bulundurulduğunda, mevzuatın öngördüğü limitlerin üzerinde HDT ihracında da

²⁷⁹**İmregün**, s. 188; **Tekil**, s. 343; **Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)**, 2010, s. 395; **Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 293-295; **Bahtiyar**, Ortaklıklar Hukuku, s. 164; **Özkorkut**, Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, s. 161.

²⁸⁰**İmregün**, s. 188; **Tekil**, s. 343; **Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 294, 295; **Bahtiyar**, Ortaklıklar Hukuku, s. 164; **Özkorkut**, Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, s. 161. **Poroy**, *“iptal kararı verilmeden önce iyiniyetli üçüncü kişilerin genel kurul kararına dayanarak kazandıkları haklar saklı, üçüncü kişilerle yapılan işlemler geçerlidir”* ifadesini kullanmıştır (bkz. **Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)**, 2010, s. 395).

²⁸¹**Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 67. Aynı yönde görüş için bkz. **Ünal**, Sermaye Piyasalarında HDT, s. 39.

²⁸²**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 681.

paralel bir çözüm yolunun benimsenerek HDT'lerin geçerli sayılması daha isabetli görünmektedir.

Bu görüşün aksinin kabulü halinde ise iptal kararının kesinleşme zamanına göre farklı durumlar ortaya çıkacaktır. Kararın HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını henüz kullanmadıkları bir dönemde kesinleşmesi halinde HDT'lerin; dönüştürme haklarının kullanılmasından sonra kesinleşmesi halinde ise HDT'lerin dönüştürüldüğü payların geçersizliği söz konusu olacaktır. Bu durumlarda dahi HDT sahiplerinin ya da artık pay sahibi haline gelmiş kişilerin zararının tazmin edilmesi zorunludur.

bb-Ticaret Sicili İşlemleri

İhraç kararı genel kurul tarafından alınmışsa, genel kurul kararının tescili gerekmektedir. Bu gereklilik, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e ekli olan *“ihraç edilecek borçlanma araçlarının kurul kaydına alınması için gereken belgeler”* listesinde de açıkça ifade edilmiştir. Gerekli belgeler arasında, borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararının tesciline ve ilânına dair Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi (TTSG) veya esas sözleşme ile borçlanma senedi çıkarma yetkisi verilmiş yönetim kurulu kararının noter onaylı örneği sayılmıştır. Bu bağlamda, ihraç kararının genel kurul tarafından alınması halinde, kararın ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilânı gerekir. Kararın yönetim kurulu tarafından alınması halinde ise noter onaylı örneği yeterli görülmüştür.

Ticaret sicil müdürünün tescil taleplerini inceleme görev ve yetkisinin sınırları, kanunda tescil için aranan kanuni şartların var olup olmadığı (m. 32/1) ve tescil edilecek hususların gerçeği tam olarak yansıtmaları, üçüncü kişilerde yanlış

izlenim yaratacak nitelik taşımamaları ve kamu düzenine aykırı olmamaları (m. 32/3) ile çizilmiştir. Hemen belirtelim ki, TTK m. 32, 6762 sayılı TTK'nın dil sadeleştirilmesi ve kenar başlığına “geçici tescil” ifadesinin eklenmesi dışında tekrarı niteliğindedir. Yine Ticaret Sicili Tüzüğü'nün²⁸³ (TST) 28. maddesinde ve Ticaret Sicili Tüzüğü Yönetmeliği'nin²⁸⁴ (TSY) 34. maddesinde benzer yönde düzenlemelere yer verilmiştir²⁸⁵.

²⁸³RG. 08.02.1957, S. 9530.

²⁸⁴RG. 27.01.2013, S. 28541.

²⁸⁵6102 sayılı TTK m. 26'nın ilk şeklinde ticaret siciline ilişkin esas ve usullerin bir tüzük ile düzenleneceğini öngörülmüştü. 30 Haziran 2012 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan 6335 sayılı Kanun ile TTK m. 26 üzerinde yapılan değişiklikte bu esasların Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlanan ve Bakanlar Kurulu'nca çıkarılacak yönetmelikle düzenleneceği kabul edilmiştir. Bunun sonucu olarak, Bakanlar Kurulu TTK m. 26'ya dayanarak Ticaret Sicili Yönetmeliği'ni hazırlamıştır (Yönetmelik m. 3).

Ticaret Sicili Yönetmeliği'nin içerdiği hükümler göz önünde bulundurulduğunda, Bakanlar Kurulu'nun, Ticaret Sicili Tüzüğü'nü zımnen yürürlükten kaldırma amacı taşıyarak bu Yönetmeliği kabul ettiği intibai uyanmaktadır. Yönetmeliğin Geçici Madde 1 hükmü de bu görüşü desteklemektedir. Anılan düzenlemede, MERSİS'i henüz kullanmaya başlamayan müdürlüklerde; kayıtların Ticaret Sicili Tüzüğü'nün öngördüğü şekilde tutulmasının öngörülmesi dikkat çekmektedir.

Hukukun temel ilkelerinden olan normlar hiyerarşisi gereğince, bir tüzüğün yönetmelik ile yürürlükten kaldırılabilmesi mümkün olmadığı gibi yönetmelik ile tüzük hükümlerinin bazı hallerle sınırlı olarak uygulama alanına sahip olduğunun öngörülmesi de mümkün değildir. Ayrıca Anayasa'nın 124. maddesinde yönetmeliklerin tüzüklere aykırı olamayacağı da açıkça belirtilmiştir. Ticaret Sicili Tüzüğü bir tüzük ile veya tüzükten daha üstün olan normlarla yürürlükten kaldırılmadan yönetmelik ile zımnen ilga edilmek istenmesi hukuk devleti ilkesine açık bir aykırılık teşkil etmektedir. Sonuç olarak, şu an için Ticaret Sicili Tüzüğü'nün halen yürürlükte olduğunun kabulü gerekir. Bu bağlamda, Tüzük yürürlükte olduğu sürece Ticaret Sicili Yönetmeliği'nin Ticaret Sicili Tüzüğü'ne aykırı hükümleri uygulama alanına sahip değildir ve iptali gerekir.

Sicil müdürünün yok hükmünde veya batıl genel kurul kararlarını tescil etmemesi gerekmektedir²⁸⁶. Ancak kanuni limitlerden yüksek miktarda HDT ihraç kararı yok hükmünde ya da batıl değil; iptal edilebilir bir karardır. Aleyhine iptal davası açılmamış, fakat açılabilir olan bir genel kurul kararı söz konusu olduğunda da sicil müdürünün, davanın başarı ihtimali düşünülerek ve tarafların menfaatleri göz önünde bulundurularak, tescil talebinin reddi yoluna başvurulabileceği ileri sürülmüştür²⁸⁷. Ancak bir genel kurul kararının iptal edilebilir nitelikte olduğunun belirlenmesinin yargılama gerektirir bir faaliyet olması ve bu yetkinin verilmesinin tescile tabi bütün hususlarda gereğinden geniş bir takdir yetkisi verilmesi sonucunu doğuracağı gerekçesiyle kabul edilemez²⁸⁸. Sicil müdürünün

²⁸⁶**Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 323, 324; **Teoman, Ö**: Ticaret Sicili Müdürü Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İptal Edilebilir Bir Kararını Tescilden Kaçınabilir Mi?, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, C. II, İstanbul 2010, s. 1706; **Nomer Ertan, N. F. (Ülgen, H./Teoman, Ö./Helvacı, M./Kendigelen, A./Kaya, A.)**: Ticari İşletme Hukuku, 3 Bası, İstanbul 2009, s. 293; **Poroy, R./Yasaman, H.**: Ticari İşletme Hukuku, 13. Bası, İstanbul 2010, s. 209.

²⁸⁷**Moroğlu**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 325-328; **Nomer Ertan (Ülgen/Teoman/Helvacı/Kendigelen/Kaya)**, s. 293.

²⁸⁸**Teoman**, Ticaret Sicili, s. 1703-1706; **Bilge, M. E.**: Ticaret Sicili, İstanbul 1999, s. 61,62.

Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 01.05.1998 tarih, 1988/9611 E.,1989/2486 K. numaralı kararında sicil müdürünün sadece emredici hükümlere aykırı genel kurul kararlarını inceleme yetkisine sahip olduğuna, iptal davasına konu teşkil edecek aykırılıklar bakımından ise re'sen hareket ederek tescilden imtina edebilmelerinin mümkün olmadığına hükmetmiştir (Karar metni için bkz. YKD. 1990, C. 16, S. 1, s. 61).

Bilge, emredici nitelikteki yasal düzenlemelere aykırılığın yanı sıra bu aykırılığın hiçbir tereddüde yer vermeyecek şekilde açık olmasının gerektiğini savunmaktadır (**Bilge**, s. 63).

yasalara uygunluk incelemesinin ise emredici hükümlere açık ve hiçbir şüpheye yer vermeyecek nitelikte durumlarla sınırlandırıldığı kabul edilmektedir²⁸⁹.

Tahvil ve HDT ihraç limitleri ile ilgili düzenlemelerin ve şirket finansal tablolarının bir arada değerlendirilmesi hukuki muhakeme ve finansal anlamda da teknik bilgi gerektirir. Aykırılığın tereddüde yer vermeyecek bir şekilde saptanmasının güç olması nedenleriyle HDT ihraç kararlarının ilgili düzenlemelerdeki limitlerden yüksek miktarda olduğunun belirlenebilmesinin ve kararın salt bu nedenle tescil edilmemesinin sicil müdüründen beklenilmesi güçtür.

cc-SPK İşlemleri

SPK'nın ihraççılar ile ihraç edilecek sermaye piyasası araçları üzerindeki yetkisi eSerPK'nın ilk şeklinde izin sistemi olarak Türk hukukuna girmiştir. 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile eSerPK üzerinde yapılan değişiklikle kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması sistemi kabul edilmiştir. 6362 sayılı SerPK ile birlikte kayıt sistemi yerini izahnamenin Kurul tarafından onaylanması uygulamasına bırakmıştır.

Yeni sisteme göre, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve bu izahnamenin SPK tarafından onaylanması zorunludur (SerPK m. 4/1). Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçlarda ise ihraç belgesi hazırlanması ve bu belgenin izahnamenin onaylanmasına ilişkin esaslar çerçevesinde onaylanması gerekmektedir (SerPK m. 11/1).

²⁸⁹ **Bilge**, s. 63; **Kayıhan, Ş.:** Ticaret Sicili Memurunun Tescil Başvurularını İnceleme Görev ve Yetkisinin Kapsamı, EÜHFD 2007, C. 11, S. 3-4, s. 371.

2499 sayılı mülga SerPK döneminde yürürlüğe konulan Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de, bu Kanunun 4. maddesine uygun olarak, halka arz edilen borçlanma araçlarının yanı sıra halka arz edilmeksizin tahsisli olarak satılan borçlanma araçlarının da Kurul kaydına alınması zorunluluğu düzenlenmiştir (m. 5/1,3; 8/2). Yeni SerPK ile Tebliğ arasında tam uyum sağlanıncaya kadar bu düzenlemeleri halka arz edilen HDT’ler açısından izahnamenin onaylanması, tahsisli satış yöntemiyle satılanlar açısından ise ihraç belgesinin onaylanması zorunluluğu olarak yorumlamak gerekir. Kanun koyucu SerPK m. 11/1’de yaptığı yollama ile ihraç belgesinin onaylanmasına da izahnamenin onaylanmasına ilişkin esasların uygulanacağını kabul etmiştir. Bu durumda Kurul, halka arz edilecek ya da tahsisli olarak satılacak HDT’ler için SerPK m. 6’da düzenlenen esaslar çerçevesinde incelemesini yapacaktır.

SerPK m. 6/1 hükmüne göre “*Kurul, izahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde izahnamenin onaylanmasına karar verir*”. Bu düzenlemeye göre sermaye piyasası araçlarının ihracında Kurul incelemesi, izahnamede ya da ihraç belgesinde yer alan bilgilerin “tutarlı”, “anlaşılabilir” ve “Kurul tarafından belirlenen standartlara uygun” olup olmadığı eksenindedir.

Aynı fıkra da yer alan bir başka düzenlemeye göre “*İzahnamenin onaylanması sürecinde yapılacak incelemeye ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir*”. Bu hüküm Kurul’un izahname ya da ihraç belgesi üzerinden ihracın kanuna uygunluğunu denetleme yetkisinin hukuki dayanağını oluşturabilir. 2499 sayılı mülga SerPK’nın Kurul’un görev ve yetkilerinin düzenlendiği 22. maddesinde yer alan “*Bu Kanunun uygulanması açısından sermaye piyasası araçlarının,*

ihracını, halka arz ve satışının şartlarını düzenlemek ve denetlemek” şeklinde bir görev ve yetki 6362 sayılı SerPK’nın “Kurulun görev, yetki ve sorumlulukları” kenar başlıklı 128. maddesinde açıkça zikredilmemiştir. Ancak yine de Kanun’un amacı (m. 1), kapsamı (m. 2), Kurul’un görev, yetki ve sorumluluklarının özü ve nihayet izahnamenin onaylanması sürecinde yapılacak incelemeye ilişkin esasları belirleme yetkisi bir arada değerlendirildiğinde, Kurul’un sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin mevzuata uygunluk denetimi yetkisine sahip olduğu muhakkaktır. Ayrıca SerPK m. 12/1-e hükmünde yer alan “sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek” yetkisi, Kurul’un mevcut sermaye piyasası araçlarının ihracının denetimi yetkisine evleviyetle sahip olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, ihraç edilecek HDT’ler hukuki nitelikleri itibarıyla sermaye piyasası aracı olmaları dolayısıyla, Kurul’un ihracın hukuka uygunluğu denetim yetkisi kapsamındadır. Bu bağlamda, ilgili düzenlemelerde belirtilen azami miktarları aşan nicelikte HDT ihraç edilmek istenmesi halinde, HDT’lere ilişkin izahnamenin ya da ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanmaması gerekir. SerPK m. 6/4 hükmüne göre, izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmamasına ilişkin karar gerekçeli olarak ilgisine bildirilir.

D-Kararın Kapsamı

Anonim şirketin HDT ihracı yetkili organ kararının alınması ile başlayan bir süreçtir. Esas itibarıyla genel kurulun yetkisinde olmakla birlikte, SerPK m. 31/3’e göre esas sözleşmeyle veya esas sözleşmede hüküm bulunmaması halinde, genel kurulun TTK m. 505’e uygun olarak vereceği yetkilendirme kararıyla HDT ihraç

yetkisi yönetim kuruluna bırakılabilir. İhraç kararını veren organ farklı olabilse de, karar TTK ve SerPK ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in öngördüğü asgari içeriği sağlamalıdır.

TTK m. 504'de, *“Genel kurul kararının çıkarılacak menkul kıymete ilişkin, gerekli bütün hüküm ve şartları içermesi gerekir”* düzenlemesine yer verilmiştir. Ancak bu şartların neler olduğu konusunda bir düzenleme yapılmamıştır.

Kararın kapsamına ilişkin olarak, TTK m. 504'ün gerekçesinde *“Hüküm gerekli olan genel kurul kararının içeriğini de belirlemiştir. Genel kurul kararı çıkarılacak menkul değer²⁹⁰ cinsini, tutarını, sağladığı hakları, bunların tâbi olduğu şartları, itfa hükümleri gibi ihraca ilişkin tüm hükümleri ve şartları içermelidir”* ifadesine yer verilmiştir. Kararın asgari unsurlarına somut olarak gerekçede yer verilmesinin yerinde olup olmadığı bir tarafa, gerekçede 504. maddede gerekli olan genel kurul kararının içeriğinin belirlendiği ifadesi madde metni ile uyum içerisinde değildir. Zira 504. maddede bu gereklilik düzenlenmekle birlikte, kararın zorunlu ve ihtiyari unsurları düzenlenmemiştir.

HDT ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devri halinde, yönetim kurulu, HDT ihracına yönelik kararı alabilmenin yanı sıra, ihracın hüküm ve şartlarını belirleme yetkisine de sahip olmaktadır (TTK m. 505). Bu bağlamda, alınacak yönetim kurulu kararında da belirtilen asgari unsurlara yer verilmiş olması gerekir. Hemen belirtelim

²⁹⁰6102 sayılı TTK'da *“menkul değer”* terimine yer verilmemiş olmasına rağmen Kanunun genel gerekçesi ile madde gerekçelerinde menkul kıymet kavramını karşılamak üzere bu terime yer verilmiştir. *“Menkul değer”* ifadesinin *“menkul kıymet”* kavramını karşılamak üzere kullanıldığı anılan gerekçe hükümlerinden açıkça anlaşılabilmekle birlikte, Kanun ile gerekçenin arasında terim birliğinin sağlanması açısından ve *“menkul değer”*in taşınır eşyayı kapsar bir algıya neden olabileceğinden uygun bir ifade olarak görünmemektedir.

ki, HDT ihracına ilişkin olarak yönetim kuruluna yetki devrinin söz konusu olmadığı hallerde genel kurulun sadece ihraç kararı alıp ihraca ilişkin koşullara yönetim kurulunun kendiliğinden yönetim fonksiyonu gereği olarak karar vermesi mümkün değildir. Bu durum ancak genel kurulun ihraç kararı ile birlikte ya da bu karar olmaksızın TTK m. 505’e uygun olarak vereceği yetkilendirme kararıyla mümkün olabilir.

TTK m. 504’ün gerekçesinden bir sonuca varmak gerekirse, gerekçede sınırlı sayıda olmayan ve örnekleyici bir şekilde yer verilen unsurlardan ilk olarak kararda ihraç olunacak menkul kıymet türü olarak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e uygun olarak *“hisse senedine dönüştürülebilir tahvil”* belirlemesi yapılmalıdır. Her ne kadar Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile *“hisse senedine dönüştürülebilir tahvil”* terimi benimsenmiş olsa da, mülga SerPK ve önceki tebliğlerde tercih edilen *“hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil”*, SerPK m. 18/9’da yer verilen *“pay ile değiştirilebilir tahvil”* ve TTK’nın gerekçesinde yer verilen *“pay senedi ile değiştirilebilen tahvil”*, *“hisse senetleri ile değiştirilebilen tahvil”*²⁹¹ ifadelerine de yer verilebilir. Zira TBK m. 19/1 hükmünde yasal dayanağını bulan gerçek ve ortak irade teorisi gereğince bu terimler ile kastedilenin de Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer alan *“hisse senedine dönüştürülebilir tahvil”* olduğu açıktır.

Alınacak yetkili organ kararında ihraç tutarının belirtilmesi gerekir. Gerçekten mevzuatın öngördüğü azami miktarın üzerinde HDT ihraç edilmek istenmesinin doğuracağı hukuki sonuçlar düşünüldüğünde, ihraç edilmek istenen toplam HDT tutarının yasal çerçeve içerisinde belirlenmesi kararın en önemli

²⁹¹Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri” m. 463.

zorunlu unsurlarındandır. Borçlanma kapasitesinin yanı sıra şirketin iktisadi tercihleri ve geleceği için de bu kararın yerindeliği son derece önem taşımaktadır.

Gerekçede zikredilen bir diğer unsur olarak, HDT'nin sağladığı haklar ile bu hakların tabi olduğu şartlara yer verilmelidir. HDT'lerin karakteristik vasfı, sahiplerine ihraççı şirket paylarına dönüştürme hakkı sağlamasıdır. HDT'lerin yasal tanımında bu hakka açıkça yer verilse de, kararda tarafların hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi ve tabi olunan şartların açıkça belirtilmesi şirketteki bütün menfaat sahiplerinin yararınadır.

Borç ilişkisinin sona erdirilmesi anlamını taşıyan itfaya ilişkin hükümlerin alınacak yetkili organ kararı ile belirlenmesi gerekir. Bu bağlamda, anaparanın ve birikmiş faizin ödenme şekli ve zamanı ile HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmak istemeleri halinde, HDT'lerin şirket paylarına dönüştürülmesine ilişkin esaslara da kararda yer verilmelidir.

Gerekçede ihraca ilişkin tüm hükümler ve şartların belirtilmesi gerekliliği de vurgulanmıştır. Gerekçenin ifade şekli, unsurların sınırlı sayıda olmadığını ve ihraç edilecek menkul kıymetin türüne göre değişeceğini göstermektedir. Bu halleri örneklendirmek gerekirse, HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları halinde bu kişilere verilecek payların nama mı hamiline mi yazılı olacağı, bu payların ne şekilde temin edileceği, HDT'ler için kredi derecelendirilmesi yapıp yapılmayacağı gibi hususlara kararda yer verilmesi gerekliliği karşımıza çıkar.

Yetkili organ kararının kapsamı konusunda bir diğer düzenleme olarak, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ düzenlemeleri gösterilebilir. Tebliğ'in m. 4/3 hükmünde ihraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak alınacak yetkili organ kararında bu araçların tutarının, türünün, vadesinin ve faizinin belirlenmesine ilişkin genel

esaslara yer verilmesi zorunluluğu hükme bağlanmıştır. Tebliğ'in borçlanma araçlarına ilişkin genel esasların düzenlendiği birinci bölümünde yer alan bu düzenlemesine ek olarak HDT'lerin karakteristik vasıflarından kaynaklı kavramlar olan dönüştürme oranı ve dönüştürme fiyatına da ihrac kararında yer verilmesi gerekir. Zira yatırımcıların HDT'lerini ihrac ı pay senetlerine dönüştürmeleri halinde, bu pay senetlerine uygulanacak fiyatı ifade eden dönüştürme fiyatı (Tebliğ m. 37/1) ile dönüştürme sırasında HDT'nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösteren dönüştürme oranı (Tebliğ m. 37/2) HDT ihracında şirketin tercihini belirleyecek öneme sahiptir.

2-Kararın Yerine Getirilmesi

TTK'nın 365. maddesinde yasal dayanağını bulan genel kurala göre, anonim şirketlerin yönetim ve temsil organı olan yönetim kurulu, yönetim fonksiyonunun bir gereği olarak, HDT ihrac kararının yerine getirilmesi görev ve yetkisini haizdir.

Borçlanma senetlerinin ihracına karar vermekle yetkili organ kararının yerine getirilmesi görevi, TTK m. 504 ile açıkça yönetim kuruluna verilmiştir. TTK m. 365 hükmü ile uyumlu bu düzenleme ile borçlanma senetlerinin ihracında kararın yürütülmesi görev ve yetkisinin yönetim kurulunda olduğu vurgulanmıştır.

HDT ihrac kararı genel kurul tarafından alınıyorsa, kararda ihraca ilişkin esaslı bütün hüküm ve koşullar belirtilmelidir. Bu durumda yönetim kurulunun yetkisi kararın yerine getirilmesine ilişkin işlemlerin yapılması ile sınırlıdır. Yönetim kurulunun genel kurul kararında belirtilen esaslara uygun olarak ihraca ilişkin işlemleri gerçekleştirmesi gerekir. Yönetim kurulu tarafından haklı sebepler

olmaksızın genel kurul kararının zamanında ve gereği gibi yerine getirilmemesi yönetim kurulunun sorumluluğuna yol açar²⁹².

Genel kurul kararının alınması ile başlayan süreçte yönetim kurulu, TTK m. 422/2'ye göre ihraç kararını tescil ve ilân ettirmelidir. Kararın tescil ve ilânından sonra ihraç olunacak HDT'ler halka arz edilecekse izahnamenin, tahsisli olarak satılacaksa ihraç belgesinin onaylanması için Kurul'a başvurulur.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 4/4'de, eSerPK çerçevesinde *“Kurul kaydına alınma başvurusunun, yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren 1 yıl içinde yapılması zorunludur”* ifadesine yer verilmiştir. Satışın ise Kurul kaydına alınma tarihinden itibaren bir yıl içerisinde tamamlanması gerekir (Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 4/5 ve 6/2). SerPK'nın izahnamenin geçerlilik süresini düzenleyen 9. maddesine göre *“İhraççı veya halka arz edenin, izahnamenin ilk yayımı tarihinden itibaren oniki ay boyunca gerçekleştireceği ihraçlar için, izahnamedeki ek ve değişikliklerin 6 ncı maddede belirtilen esaslar çerçevesinde onaylanması ve 7 nci maddeye uygun şekilde ilân edilmesi yeterlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarda izahnamenin tümünün onaylanması gereklidir”*. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 6362 sayılı SerPK ile tam uyumlu hale getirilmesini sağlayacak düzenlemeler yapıncaya kadar Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de yer alan *“Kurul kaydına alınma başvurusu”* ifadesini, halka arz edilecek HDT'ler için *“izahnamenin onaylanması için Kurul'a başvurulması”*, *“kayda alma tarihini”* ise *“izahnamenin yayımlanma tarihi”* olarak yorumlamak gerekir. Halka arz edilmeyerek gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin onaylanması için Kurul'a başvuru tarih ve bu belgenin onaylandığı tarih önem taşır.

²⁹²Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 637.

Yönetim kurulu, belirtilen süreler içerisinde izahname veya ihraç belgesi onaylanması için gerekli başvuruyu yapmaz ya da izahname veya ihraç belgesi onaylanmasına rağmen satış işlemlerini gerçekleştirmezse sorumluluğu doğar. Ancak belirtilen süreler içerisinde kalmak kaydıyla, piyasanın uygun anını beklemenin yönetim kurulunun takdirinde olduğu kabul edilmelidir²⁹³. Yönetim kurulunun, HDT ihracının şirket için yararlı ve isabetli bir tercih olmadığından hareketle, genel kurulun ihraç kararına aykırı olarak, kendiliğinden ihraçtan vazgeçmesi ise mümkün değildir. Bu durumda yönetim kurulunun sorumluluğunun doğmaması için genel kurulu olağanüstü toplantıya çağırıp karar aldırması gerekir²⁹⁴.

HDT ihracına karar verme ve/veya ihraca ilişkin hüküm ve koşulları belirleme yetkisi yönetim kuruluna devredilmişse, kararın yerine getirilmesi sürecinde yönetim kurulu geniş bir takdir yetkisine sahip olacaktır. Zira bu durumda TTK m. 390/1'e göre üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanıp; toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile almış olduğu ihraç kararını belirtilen nisaba uygun başka bir kararı ile ortadan kaldıracak gibi ihraca ilişkin hüküm ve koşulları da aynı şekilde değiştirebilir.

3-Derecelendirme Yapılması

Tahvillerin derecelendirilmesinin genel olarak, ihraççı şirketin anapara ve faiz ödemelerini tahvil ihraç koşullarına uygun olarak yapabilme yeteneğini gösteren bir değerlendirmeyi ifade ettiği kabul edilmektedir²⁹⁵. Hemen belirtelim ki, bir menkul

²⁹³Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 637.

²⁹⁴Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 637; Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, Ankara 2011, s. 1587, 1588.

²⁹⁵Wilson/Fabozzi, s. 207.

kıymetin derecelendirmesi söz konusu menkul kıymetin alınması ya da satılması yönünde bir tavsiyeyi ifade etmez²⁹⁶.

Şirketin ihraç edeceği HDT'ler için derecelendirme faaliyetine başvurmasının piyasaya verilmiş bir güven sinyali olduğu ve derecelendirilmiş tahvil satışından elde edilen parasal avantajın derecelendirme maliyetlerinden daha yüksek olduğu ileri sürülmektedir²⁹⁷.

İngiltere'de kredi derecelendirme kuruluşlarının genellikle aynı ihraççıya ait HDT ihraçlarını adi tahvil ihraçlarına göre bir not düşük derecelendirdiği ileri sürülmektedir²⁹⁸. Bu durum HDT'lerin derecelendirilmesinde sadece anapara ve faiz ödemesinin değil, aynı zamanda HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesinden doğan risklerin de hesaba katıldığını göstermektedir. İhraççı paylarının fiyat değişimlerinin HDT değerine etkisi ile ihraççı şirketin HDT sahiplerine karşı dönüştürme haklarından doğan taahhütlerini yerine getirme riski de bu bağlamda değerlendirilebilir.

Seri:VIII No:51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"ne²⁹⁹ göre kredi derecelendirmesi, işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir (m. 5).

²⁹⁶Wilson/Fabozzi, s. 212.

²⁹⁷Özmen, T.: Tahvil Derecelendirilmesi (Bond Rating), Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan, Ankara 1996, s. 325.

²⁹⁸Choudhry, s. 176.

²⁹⁹RG. 12.07.2007, S. 26580.

Tebliğ’de yer alan tanımda da açıkça zikredildiği üzere derecelendirme kuruluşları anapara ve faizin yanı sıra benzeri yükümlülüklerin de vadelerinde karşılanabilirliğini değerlendirirler. HDT’lerin ihraççı şirket paylarına dönüştürülmesi yükümlülüğünün yerine getirilebilirliği de “benzeri yükümlülükler” kapsamı içerisindedir.

Seri:VIII No:51 sayılı Tebliğ’e göre derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurul tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır (m. 7). Uluslararası derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar Seri:VIII No:51 sayılı Tebliğ m. 8’de; Türkiye’de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının taşınması gerekli şartlar ise m. 9’da düzenlenmiştir.

Derecelendirme faaliyeti sadece ihraç sırasında değil, aynı zamanda tahvillerin piyasada işlem gördüğü dönemde de devam eden bir faaliyettir. Derecelendirme şirketi, ihraççı şirketi sürekli izleyerek tahvillerin risk düzeylerindeki değişimleri açıklar. Not değişimlerinin tahvil fiyatları üzerinde etkisi olup olmadığı konusundaki ise akademik çalışmalarda görüş birliği yoktur³⁰⁰.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 9. maddesinde borçlanma araçlarının derecelendirilmesini düzenlenmiştir. Bu düzenlemenin HDT’ler açısından da uygulama alanına sahip olduğu açıktır.

Şirketin ihraç olunacak HDT’lere ilişkin olarak kredi derecelendirmesinin yapılması durumunda derecelendirme notuna izahnamede yer verilmesi zorunludur (m. 9/1). Kredi derecelendirmesi yapılması zorunlu olmamasına rağmen bu faaliyetin

³⁰⁰Wilson/Fabozzi, s. 227.

gerçekleştirilmesi durumunda sermaye piyasalarına hakim olan şeffaflık ve kamunun aydınlatılması ilkeleri gereğince kamuya duyurulması zorunlu hale getirilmiştir.

HDT'lerin ihracı sırasında derecelendirilmesi halinde, derecelendirme kuruluşunun HDT'ler ihraç edilirken yürütülen derecelendirme faaliyetine ek olarak HDT'ler itfa olununcaya kadar hak ve yükümlülükleri söz konusudur. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in m. 9/2 hükmüne göre derecelendirme kuruluşu, derecelendirme notuna esas teşkil eden bilgileri vade boyunca yılda en az bir seferden az olmamak üzere ve ihtiyaç halinde düzenli olarak gözden geçirmesi, gözden geçirmenin sonucuna bağlı olarak derecelendirme çalışmasını yeniden değerlendirmek suretiyle verilen notu zamanında güncellemesi zorunludur. Ayrıca derecelendirme notlarındaki değişikliklerin, ihraççılarca Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur (m. 9/3). Derecelendirme kuruluşunun bu yükümlüklerini yerine getirmediği takdirde müşteri konumunda olan ihraççı şirkete ve üçüncü kişilere karşı Seri:VIII No:51 sayılı Tebliğ'in 27. maddesi gereğince sorumlulukları gündeme gelir³⁰¹.

4-İzahnamenin Onaylanması Zorunluluğu

A-Genel Olarak

2499 sayılı mülga SerPK'nın ilk şeklinde "izin sistemi" olarak hukuk sistemimize giren ve 1992 yılında 3794 sayılı Kanunla eSerPK üzerinde yapılan değişiklikle, kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan "Kurul kaydına alınma sistemi", 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesi ile yerini "izahnamenin onaylanması"

³⁰¹Derecelendirme kuruluşlarının sorumlulukları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Eren, E.:** Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu, İstanbul 2010.

uygulamasına bırakmıştır. SerPK'nın gerekçesinden uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonun sağlanması ve AB mevzuatına uyum amacına yönelik olduğu anlaşılan³⁰² bu yeni sistemin merkez kavramını halka arz edilecek sermaye piyasası araçları açısından “izahname”, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlar açısından “ihraç belgesi” oluşturmaktadır.

6362 sayılı SerPK ile birlikte halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının ihracında izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesinin hazırlanması ve Kurul tarafından bu belgelerin onaylanması zorunludur. Bu bağlamda, yeni uygulamayı, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlara ilişkin olarak, “ihraç belgesinin onaylanması” uygulaması olarak adlandırmak mümkündür.

6362 sayılı SerPK'da izahname *“ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecekt sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi”* olarak tanımlanmıştır (m. 3/1-j).

İzahname, halka arz edilecek sermaye piyasası aracı hakkında Kurul'un açıklanmasını öngördüğü bir belgedir. 2499 sayılı mülga SerPK'nın yürürlükte olduğu dönemde izahnamenin hukuki niteliğinin icaba davet olduğu kabul ediliyordu³⁰³. Yeni Kanun ile birlikte izahnameye atfedilen önem daha da artmış ve

³⁰²Bkz. SerPK “Genel Gerekçe”, s. 9; SerPK “Madde Gerekçeleri” m. 4.

³⁰³**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2009, s. 731; **Ünal**, Tahvil Çıkarma ve Halka Arz, s. 57; **Yıldız Destanoğlu**, s. 102; **Adıgüzel**, İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, s. 312.

icaba davet niteliğinin yanı sıra Kurul nezdinde gerçekleştirilen işlemlerin merkez kavramı haline getirilmiştir.

İzahname ve ihraç belgesine ilişkin esaslar genel olarak SerPK'nın 4-11. maddeleri arasında düzenlenmiştir. İzahname ve ihraç belgesine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi Kurul'dadır (SerPK m. 5; 11/2).

İzahnamenin veya ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanmamasına rağmen sermaye piyasası araçlarını ihraç eden kişiler SerPK m. 109/1'e göre iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beşbin günden onbin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar.

B-İzahnamenin İçeriği

SerPK m. 5'e göre Kurul, izahnamede bulunması gereken asgari bilgilere, izahnameyi oluşturan belgelere ve izahnamenin şekline ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisine sahiptir. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ise ihraç belgesine ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi yine Kurul'dadır (SerPK m. 11/2)

İzahnamenin içeriği konusunda SerPK m. 4/3'e göre *“izahnameden sorumlu gerçek kişilerin isimleri ve görevleri ile tüzel kişilerin unvanları, merkezleri ve iletişim bilgileri izahnamede açıkça belirtilir”*. İzahnameden sorumlu kişilerin belirlenmesi ise SerPK m. 10'a göre gerçekleştirilir. Bu düzenlemeye göre, *“İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına*

ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur”. Halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçlarda, ihraç belgesinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasından kaynaklanan sorumluluk ise 11. maddenin üçüncü fıkrasının yaptığı yollama ile 32. maddeye göre belirlenir.

İzahname eksenli bu yeni dönemde, Kurul tarafından belirlenen izahname içeriklerinin değiştirilmesi gündeme gelmiştir. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in izahnamenin içeriğine ilişkin hükümlerine bakmak gerekirse, gerekli unsurların somut olarak Tebliğ’in geneline yayıldığı görülmektedir. Bu bağlamda, en üst kavram olan borçlanma araçlarına ilişkin unsurlar, bir alt kavram olarak tahvillere ilişkin unsurlar ve nihayet HDT’lerin karakteristik vasıflarından doğan unsurların birlikte yorumlanmasıyla izahname içeriklerine ilişkin hükümlerin açıklanması gerekir.

İzahname ile ihraççı şirket ile HDT sahipleri arasındaki hak ve yükümlülüklerin genel çerçevesi çizilmiş olmaktadır. İlk olarak, Tebliğ’in m. 3/1-f hükmünde yer alan HDT tanımından belirlenebilecek bir unsur olarak “dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine verilecek payların temin edilme şekli”ne izahnamede yer verilmesi zorunludur. Tanımda açıkça belirtildiği üzere bu paylar sermaye artırımını yoluyla temin edilebileceği gibi izahname ve sirkülerde³⁰⁴ belirtilen diğer esaslar çerçevesinde de edinilebilir. Bu konuda benimsenecek yöntem, yasal düzenlemelerin izin verdiği ölçüde şirketin iktisadi tercihlerine bağlı olarak belirlenecek ve izahnamede açıkça belirtilecektir. Şirketin bu esaslar konusundaki

³⁰⁴6362 sayılı SerPK’nın hiçbir düzenlemesinde “sirküler” kavramına yer verilmemiştir. Ancak Tebliğ’de yer alan düzenlemelerde varlığını korumaktadır. Kanun ile Tebliğ düzenlemelerinin tam uyumu gerçekleştirilinceye kadar, Tebliğ’de yer alan sirküler ifadesi, SerPK m. 7/3 kapsamında “ihraça ilişkin ilân, reklam ve açıklamalar” kapsamında değerlendirilebilir.

tercihini kural olarak yetkili organ kararının alındığı zamanda, fakat en geç izahname düzenlenmesi aşamasında belirlemiş olması gerekir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de HDT ihracı için izahname ve sirkülerde bulunması gereken unsurlar genel hatlarıyla HDT’nin emre, nama veya hamiline yazılı olarak mı düzenleneceği konusu (m. 7/2), kredi derecelendirmesi yapılması halinde derecelendirme notu (m. 9/1), ihraççı hakkında bilgiler ve özellikle mali durumu, riskleri, borçlanma aracının itfasına ilişkin temel varsayımları, faaliyet kapsam ve sonuçları ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurul tarafından gerekli görülen bilgiler ile yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilecek diğer hususlar (m. 13/1), ihraç edilecek borçlanma aracına garanti verilmesi halinde, garantöre ilişkin temel bilgiler (m. 13/2), yatırımcıların talepte bulundukları gün ile vade başlangıç tarihi arasında yatırımcıların zarar görmemesi için ihraççı tarafından alınan önlemler (m. 18/4), itfaya ilişkin esaslar (m. 28/1, 29/1, 31), faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar (m. 32, 33), tahvillere kârdan pay verilmek isteniyorsa buna ilişkin esaslar (m. 34), dönüştürme oranının düzeltilme esasları (m. 38), dönüştürmenin ne şekilde gerçekleştirileceği ile dönüştürme hakkının kullanım esaslarından (m. 39-41) oluşur. Sirkülerde izahnamede yer alan bazı hususlara yer verilmez. Örneğin, finansal tablolar ve bağımsız denetim raporlarına izahnamede yer verilmesi zorunlu olmakla birlikte, sirkülerde yer verilmesi zorunlu görülmemiştir (m. 5/7). İzahname ve sirkülerin Kurul tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurul tarafından istenebilecek ek bilgileri içermesi ve izahname ve sirkülerde yer alan bilgi ve açıklamaların belgeye dayandırılması zorunludur (m. 13/1). Nihayet, izahname ve sirküler içerikleri Tebliğ’de açıkça zikredilen bu hususlardan ibaret değildir. Anılan

düzenlemelerin şekli bu hususların sınırlı sayı ve içerikte olmadıklarını göstermektedir. Bu noktada Tebliğ düzenlemesi ile birlikte ayrıca Kurul'un aradığı kriterlere şekli ve maddi anlamda uygunluk önem taşımaktadır³⁰⁵.

C-Kurul'a Ödenecek Ücret

2499 sayılı mülga SerPK m. 28'de yer alan hükme göre *“İhraççılar bu Özel Hesaba, Kurulca kayda alınan, satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihraç değerinin binde üçü tutarında ücret yatırmak zorundadırlar. Bu oran gerektiğinde Bakanlar Kurulunca azaltılabilir”*. Bakanlar Kurulu bu yetkisini kullanarak Kurul'a yatırılacak olan ücreti 2009/15330 sayılı *“İhraççıların, Sermaye Piyasası Kurulunca Kayda Alınan, Satışı Yapılacak Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç Değerleri Üzerinden Kurul'a Yatıracakları Ücrete İlişkin Karar”*³⁰⁶ ile belirlemiştir. Anılan Bakanlar Kurulu Kararına göre ihraç edilecek borçlanma araçlarından alınacak ücrette ihraç değeri üzerinden borçlanma aracının vadesine göre farklı oranlarda belirlenmek üzere ücret alınır. Hemen belirtelim ki, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre kayda alınan borçlanma araçlarının tamamının veya bir kısmının satışının yapılamamış olması halinde, borçlanma araçlarına ilişkin olarak Kurul tarafından alınmış bulunan ücretin iadesi talep edilemez (m. 26/2).

SerPK m. 130/3 hükmüne göre *“ihraççılar veya halka arz edenler, Kurul bütçesine gelir kaydedilmek üzere, satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının varsa nominal değerlerinden aşağı olmamak üzere ihraç değerinin binde üçü*

³⁰⁵SPK'nın son olarak belirlediği izahname ve ihraç belgesi formatları ile kılavuzları için bkz. <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=12&pid=0&subid=12&submenuheader=null> (01.02.2013).

³⁰⁶RG. 04.09.2009, S. 27338.

tutarında ücret yatırmak zorundadır”. SerPK m. 130/3’de yer alan hükümle, eSerPK m. 28’de yer alan düzenleme karşılaştırıldığında, oran olarak birbirine paralel oldukları görülmektedir.

SerPK m. 130/3’de ayrıca *“bu fıkra da belirtilen oranları aşmamak kaydıyla, sermaye piyasası aracının niteliği, vadesi veya ihraççısı dikkate alınmak suretiyle Kurul Karar Organı tarafından farklı oranlar belirlenebilir. Bakanlar Kurulu alınacak ücretleri kanuni oranların iki katını aşmamak üzere arttırmaya veya kanuni oranları indirmeye yetkilidir”* düzenlemesine yer verilmiştir. 2499 sayılı mülga SerPK ile karşılaştırıldığında, SPK Karar Organı’nın, kanuni oranlardan farklı oranlar belirleyebileceği hükmü, yeni bir düzenleme olarak dikkat çekmektedir. Bu düzenlemenin yürürlüğe girmesinin hemen sonrasında, Kurul Karar Organı 04.01.2013 tarih ve 1/1 sayılı Kararı³⁰⁷ ile Kurul ücretlerinde indirim yapmıştır³⁰⁸. Anılan Karar’da *“6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na uyum amacıyla yapılacak alt düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar uygulanmak üzere”* ifadesi kullanılarak Karar’ın geçerlilik süresinin sınırlandırıldığı görülmektedir. Borçlanma araçlarından alınacak Kurul ücretleri, araçların vadesine göre değişmek üzere Kararın 1/I-c hükmünde belirtilmiştir.

Değinilmesi gereken bir başka husus da, Bakanlar Kurulu’nun yetkisi devam ettiğinden dolayı 2009/15330 sayılı Karar’ın halen yürürlükte olduğudur. Ancak yine

³⁰⁷Anılan Karar SPK’nın 2013/1 sayılı Haftalık Bülteni’nde yayımlanmıştır.

³⁰⁸Kurul ücretlerinde indirim yapılmasının gerekçesi Karara İlişkin Basın Duyurusu’nda *“sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlamak, şirketlerimizin halka açılmasını teşvik etmek ve ihraç maliyetlerini azaltmak”* şeklinde ifade edilmiştir

[Bkz.<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20130104&subid=0&ct=c&submenuheader=null> (15.01.2013)]

de düzenlemenin izahnamenin ve ihraç belgesinin onaylanması uygulamasına göre revize edilmesi gerekmektedir. Yeni düzenlemeyle birlikte Bakanlar Kurulu'nun yetkisinin kapsamı genişlemiştir. Bakanlar Kurulu, *“kanuni oranların iki katını aşmamak üzere artırmaya veya kanuni oranları indirmeye yetkilidir”*. Buna göre, SerPK ile birlikte, indirmeye yetkili olduğu gibi, eSerPK'dan farklı olarak arttırmaya da yetkili kılınmıştır.

SerPK m. 130/3 hükmünde kanuni oranın belirtilmesinin yanı sıra SPK Karar Organı tarafından farklı oranlar belirlenebilmesine de izin verilmiştir. SPK tarafından, SerPK m. 130/3'de zikredilen oranlardan farklı bir oranın belirlenmesi halinde bu oranı kanuni bir oran olarak nitelendirmek doğru olmaz. Bakanlar Kurulu *“kanuni oranı”* değiştirmeye yetkili olduğuna göre SPK tarafından bu Kanun'a uygun olarak belirlenen oranı değiştirmeye evleviyetle yetkili olduğu düşünülebilir. Ancak diğer taraftan, sermaye piyasası araçları üzerinde doğrudan yetkili olan kuruluş SPK'dır. Sonuç olarak, konu ile ilgili olarak SPK ve Bakanlar Kurulu arasında yetki çatışması doğmuştur. Bu gerekçeyle, hükmün değiştirilerek SPK ya da Bakanlar Kurulu'ndan sadece birinin yetkilendirilmesi yerinde olacaktır.

D-İzahnamenin Onaylanması

İzahnamenin ve ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanması SerPK m. 6'da belirtilen esaslara göre gerçekleştirilir. Kurul, incelemesini izahname veya ihraç belgesinde yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurul tarafından belirlenen standartlara uygunluğu ekseninde gerçekleştirir (m. 6/1). Yapılacak incelemeye

ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi de aynı şekilde Kurul'dadır. Tabiatıyla, Kurul ihracın mevzuata uygunluğunu denetleme yetkisine de sahiptir³⁰⁹.

SPK'nın Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e ekli "*İhraç Edilecek Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması İçin Gereken Belgeler*" başlıklı bir numaralı listede belirttiği belgeler açısından 6362 sayılı SerPK ile uyumlu bir düzenleme getirmesi gerekir. Zira kayda alma sistemi kaldırılmış olup, yeni dönemde, yapılacak ihracın türüne göre izahnamenin ya da ihraç belgesinin onaylanması uygulaması söz konusudur.

SerPK m. 6/2'ye göre izahname veya ihraç belgesinde eksiklik bulunmaması ve Kurul düzenlemelerine uygun olması halinde, başvuru tarihinden itibaren on gün içerisinde konu Kurul tarafından olumlu veya olumsuz karara bağlanır. Ancak SerPK m. 6/3'de belirtilen esaslara göre, izahnamenin veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin eksik olması ya da Kurul'ca ek bilgi ve belgelere ihtiyaç duyulması halinde, başvuru tarihinden itibaren on iş günü içinde başvuru sahibi bilgilendirilmelidir. Bunun üzerine Kurul eksikliklerin giderilmesi için başvuru sahibine süre verir. Eksikliklerin giderilmesi üzerine Kurul on gün içerisinde başvurunun onaylanması ya da onaylanmamasına yönelik kararını vermesi gerekir. Başvurunun onaylanmamasına ilişkin karar gerekçeli olarak ilgisine bildirilir (SerPK m. 6/4). Nihayet, izahnamedeki değişiklikler ve yeni hususların izahnameye eklenmesi SerPK m. 8'de; izahnamenin geçerlilik süresi ise SerPK m. 9'da düzenlenmiştir.

6362 sayılı Kanun ile getirilen önemli yeniliklerden bir diğeri, SerPK m. 9'da düzenlenmiştir. Bu düzenlemede, izahnamenin onaylanması sisteminin

³⁰⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 134-136.

uygulanmasına ilişkin olarak, “izahnamenin geçerlilik süresi” kavramına yer verilmiştir. Anılan hüküm, *“İhraççı veya halka arz edenin, izahnamenin ilk yayımı tarihinden itibaren on iki ay boyunca gerçekleştireceği ihraçlar için, izahnamedeki ek ve değişikliklerin 6 ncı maddede belirtilen esaslar çerçevesinde onaylanması ve 7 nci maddeye uygun şekilde ilan edilmesi yeterlidir. Bu sürenin geçmesinden sonra yapılacak halka arzlarda izahnamenin tümünün onaylanması gereklidir”* şeklindedir. Söz konusu düzenlemeden de açıkça anlaşılağı üzere, izahnamenin yayımlanmasından itibaren on iki aylık süre içerisinde her ihraç veya halka arz için ayrı ayrı izahname düzenlenmesi zorunlu değildir; sadece izahnameye yapılacak ek ve değişikliklerin onaylanması ve ilân edilmesi yeterlidir³¹⁰.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 4/4 hükmü *“Kurul kaydına alınma başvurusunun, yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren 1 yıl içinde yapılması zorunludur”* şeklindedir. Bu düzenlemeyi yeni SerPK’ya göre değerlendirdiğimizde, yetkili organ kararının alınmasından itibaren bir yıl içerisinde halka arz edilecek ihraçlarda izahnamenin; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlarda ihraç belgesinin onaylanması için başvurulması gerekir. Hükümde belirtilen bir yıllık

³¹⁰Bu sistemle amaçlanan husus, hükmün gerekçesinde şu şekilde açıklanmıştır: *“İzahname onaylama sisteminin uygulanmasında AB düzenlemeleri ile uyumlu bir yapıya geçişin sağlanması açısından, izahnameye ek yapılması ve izahnamenin değiştirilmesi süreçlerinin yeniden düzenlenmesine ek olarak getirilen bu madde ile izahnamenin geçerlilik süresi kavramı ülkemiz mevzuatına kazandırılmıştır. Hızla gelişen sermaye piyasası ve buna bağlı olarak artan ihraçlar nedeniyle, her ihraç öncesinde izahname onay, tescil ve ilan süreçlerinin tekrarlanması ve her araç için farklı izahname hazırlanmasının getirdiğı ek maliyetlerin azaltılması ve zaman kaybının önlenmesi amacıyla getirilen bu yenilik ile ihraç süreçlerinin hızlandırılması, ihraççılara esneklik sağlanması ve piyasanın daha etkin ve verimli çalışması amaçlanmıştır”* (bkz. SerPK “Madde Gerekçeleri” m. 9).

sürenin kaçırılması halinde, SPK izahname veya ihraç belgesini onaylamaz. Dolayısıyla, bu halde yetkili organın yeniden ihraç kararı alması gerekir.

E-İzahnamenin Yayımlanması ile Diğer İlân ve Reklamlar

2499 sayılı mülga SerPK'nın yürürlükte olduğu dönemde halka arz olunacak HDT'lerin Kurul kaydına alınmasından sonra izahnamenin ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilânı zorunluydu (eSerPK m. 6/1; Tebliğ m. 15). Bu dönemde, izahnamenin ticaret siciline tescili ve TTSG'de ilânı sistemi, Kurul onayından geçmiş bir belgeyi bir de ticaret sicil müdürlüğünün uygun bulmasına bağlanması ile TTSG aracılığıyla yatırımcıların bilgisine sunulması yönteminin benimsenmiş olması açılarından demode ve verimli olmayan bir yöntem olarak görülüp eleştirilmekteydi³¹¹. Gerçekten Kurul onayından geçmiş izahnamenin, ticaret sicilinde sınırlı da olsa bir incelemeye tabi tutulması yerinde değildi.

SerPK m. 7/1 hükmü, kanun koyucunun, izahnamenin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilân edilmesine yönelik eleştirileri göz önünde bulundurduğunu göstermektedir. Bu düzenlemeye göre *“izahname onaylandıktan sonra Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde yayımlanır, ayrıca ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilân edilmez. Ancak, izahnamenin nerede yayımlandığı hususu ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ilân edilir”*. Bu düzenlemeden de anlaşılacağı üzere, artık izahnamenin ticaret siciline tescili ve

³¹¹ **Ayoğlu, T.:** Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008, s. 120, 121.

TTSG’de ilânı söz konusu değildir. İzahnamenin yayımlandığı yerin tescil ve ilânı ile yetinilmiştir³¹².

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 15. maddesine göre izahnamenin ayrıca ihracçının internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) ilân edilmesi zorunludur (m. 15).

SerPK’ya göre izin verilen tanıtım faaliyeti sadece onaylanan izahnamenin yayımlanmasından ibaret değildir. HDT’lerini halka arz eden anonim şirketler internet siteleri ile yazılı ve görsel basın kuruluşları aracılığıyla çeşitli tanıtım faaliyetlerinde bulunabilirler. Bu faaliyetler kuşkusuz SerPK’nın çizdiği sınırlar çerçevesinde ve Kurul düzenlemelerine uygun olarak gerçekleştirilir (SerPK m. 5).

İlk olarak, SerPK m. 7/2 hükmü ile izahnamenin onaylanmadan önce Kurul tarafından belirlenecek esaslar çerçevesinde ilân edilmesine cevaz verilmiştir.

İhraca ilişkin diğer tanıtım faaliyetlerine ilişkin olarak SerPK m. 7/3 hükmüne göre “ihraca ilişkin ilân, reklam ve açıklamalar izahname ile tutarlı olmalı, gerçeğe aykırı, abartılmış ve yanıltıcı bilgiler içermemelidir”.

SerPK m. 6/1 hükmünden varılabilecek dolaylı bir sonuç olarak, yapılan tanıtım faaliyetlerinde izahnamenin onaylanmasının izahnamede yer alan bilgilerin Kurulca tekeffülü ya da söz konusu sermaye piyasası aracına ilişkin Kurul tarafından yapılan bir tavsiye olarak nitelendirilmemesi gerekir.

³¹²Kanunun gerekçesinde, bu değişiklik “*izahnamenin tamamının TTSG’de yayımlanma zorunluluğu kaldırılarak halka arz maliyetlerinin azaltılması ve böylece halka açılmaları teşvik edilmesi amaçlanmıştır*” şeklinde açıklanmıştır (bkz. SerPK “Madde Gerekçeleri” m. 7).

5-Satış

SPK'nın ihraç edilmek istenen HDT'lere ilişkin izahnamenin ya da ihraç belgesini onaylamasından sonra satış aşaması gelmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının satışı genel olarak SerPK m. 12'de düzenlenmiştir. Bilindiği üzere, ihraç kavramı halka arz yoluyla satışın yanı sıra halka arz edilmeksizin satış da kapsar. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre, HDT'lerin halka arz edilmeksizin tahsisli satış yoluyla satılabilmesi mümkündür (m. 7/1). Hangi satış yönteminin tercih edileceği ise ihraççı şirketin tercihlerine bağlıdır.

Halka arz yoluyla satılacak sermaye piyasası araçlarının satışında uygulanacak yöntemlere ilişkin esaslar genel olarak Seri:VIII No:66 sayılı "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"³¹³ ile düzenlenmiştir.

HDT'lerin satışıyla ilgili önem taşıyan diğer düzenlemeler olarak TTK m. 504 ve SerPK m. 12/3 hükümleri gösterilebilir. TTK m. 504 hükmüne göre, *"borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslimi anında tamamen ödenmesi şarttır"*. Buna göre bedelin vadelere ya da taksitlere bağlanması mümkün değildir. SerPK m. 12/3'e göre ise *"Sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır. Kurulun, esas sermaye sisteminde yapılacak ihraçlara, sermaye piyasası araçlarının kaydıleştirilmesine ve takas işlemlerine ilişkin düzenlemeleri saklıdır"*. 2499 sayılı mülga SerPK m. 7/4 hükmüne paralel olan ve geniş bir istisna alanını içinde barındıran bu düzenlemeyle kural olarak bedelin

³¹³RG. 03.04.2010, S. 27541.

ödenmesi ile sermaye piyasası araçlarının alıcıya devrinin gerçekleştirilmesi gerekliliği hükme bağlanmıştır³¹⁴.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 4/5’de “*Kurul kaydına alınan borçlanma araçları, bir yıllık dönem içinde farklı vade yapısı ve faiz oranı üzerinden satılabilir*” hükmüne yer verilmiştir. Tebliğ’in m. 4/6 hükmüne göre ise “*kayda alınan borçlanma araçlarının satışından vazgeçilmesi halinde bu durum derhal Kurul’a bildirilir. Satışından vazgeçilen veya satılamayan borçlanma araçları Kurul’dan uygun görüş alınmak suretiyle Kurul kaydına alınma tarihinden itibaren bir yıl içinde tekrar satışa sunulabilir*”. 2499 sayılı mülga SerPK’ya göre oluşturulan bu düzenlemeleri, 6362 sayılı SerPK ile uyumlu alt düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar, SerPK m. 9 ve 11/2 hükümleri çerçevesinde yorumladığımızda, halka arz edilecek HDT’lerin, izahnamenin onaylanıp yayımlanması; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilen ihraçlarda ise ihraç belgesinin onaylanması tarihinden itibaren on iki ay içerisinde farklı vade yapısı ve faiz oranı üzerinden tekrar satışa sunulabileceği sonucuna varılır.

Halka arz edilecek HDT’lerin satış süresi sınırlandırılmıştır. Satış süresi kural olarak iki iş gününden az ve beş iş gününden fazla olamaz. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e Kurul, göre makul gerekçelerin varlığı halinde, satış süresini uzatabilir (m. 18/1,2).

³¹⁴TTK m. 504’ün anılan hükmü ile SerPK m. 12/3 hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. s. 187-192.

6-Satış Sonuçlarının Kurul’a Bildirilmesi ve Satılamayan Tahvillerin

İptali

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e göre ihraççı veya aracılık faaliyetini gerçekleştiren kurum, satış süresinin bitiminden itibaren altı iş günü içerisinde, satış sonuçlarına ilişkin MKK’dan alınacak yazı ile birlikte borçlanma araçlarının satıldığı gerçek ve tüzel kişileri, bu kişilerin satın aldıkları borçlanma araçlarının miktar ve tutarlarını, varsa bunların ihraççı ile olan sermaye, yönetim ve ticari ilişkilerini gösteren bir belgeyi Kurul’a göndermekle yükümlüdür (m. 19).

Anılan maddede ayrıca *“Borçlanma araçlarının halka arz edilmesi durumunda, izahnamenin yayımlandığı TTSG, varsa sirkülerin ilan edildiği gazeteler ile ilan ve reklamların yayımlandığı yazılı yayın araçlarının birer nüshasını”* diğer belgelerle birlikte aynı süre içerisinde Kurul’a gönderilmesi gerekliliği düzenlenmiştir. 6362 sayılı SerPK ile birlikte izahnamenin ticaret siciline tescili ve TTSG’de ilânı kaldırıldığından, bu düzenlemede yer alan *“izahnamenin yayımlandığı TTSG”*yi, *“izahnamenin nerede yayımlandığı gösteren TTSG”* ve *“izahnamenin yayımına ilişkin belge”* olarak anlamak gerekir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 19’da zikredilen esaslarla yerine getirilen bildirim sonrasında şirket dilerse satılamayan tahvillerin iptali yoluna gidebilir. Satılamayan tahvillerin iptali ihtiyacı, esas itibarıyla eSerPK m. 13/5’den doğmuştur. Bu düzenlemeye göre, ihraç edilen tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin çıkarılması mümkün değildi. Kanun koyucu emredici nitelikteki bu düzenlemeyle, ihraççı şirketlerin bir önceki tahvillerin ihraç

prosedürlerini tamamlamadan yeni borçlanmalara gitmelerini önlemek amacıyla, yeni tahvil veya borçlanma senetlerini ihraç edebilmelerinin ön koşulu olarak daha önce ihraç ettiklerini satmaları; satamadıklarını da iptal etmeleri koşulunu getirmişti³¹⁵.

2499 sayılı mülga SerPK’da yer alan “*satılamayan tahvillerin iptali*” ifadesinden kıymetli evrakın iptali değil, satılamayan tahvillerin SPK’ya bildirilip imha edilmeleri veya imha anlamında geçersiz hale getirilmelerinin kastedildiği kabul edilmekteydi³¹⁶.

6362 sayılı SerPK’da bu yönde bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Aynı şekilde 6102 sayılı TTK’da da satılamayan tahvillerin iptali gerçekleştirilmedikçe aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri çıkarılmasını yasaklayan bir kanun hükmü bulunmamaktadır. Bu bağlamda, satılamayan tahvillerin iptali yoluna başvurulmasında artık herhangi bir hukuki yarar bulunmamaktadır.

7-Borsaya Kotasyon

A-2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu ve İMKB’nin İlgili Düzenlemeleri

2499 sayılı mülga SerPK m. 8’in, 3794 sayılı Kanunla yürürlükten kaldırılması ile sermaye piyasası araçlarını halka arz eden anonim şirketlerin bu araçları borsaya kotasyon başvurusu zorunluluğu kural olarak ortadan kalkmıştır. Bu Kanunun ilk halinde yer alan anılan kural, kotasyonun zorunluluğunu değil, kotasyon

³¹⁵3794 sayılı Kanun m. 11 “Gerekçe”.

³¹⁶Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2009, s. 729.

için başvuru yapılması zorunluluğunu getirmişti³¹⁷. Bu bağlamda, eSerPK'nın son şekline göre borsaya kotasyon başvurusunda bulunup bulunmamak dahi kural olarak³¹⁸ ihtiyari nitelikteydi³¹⁹. Ancak Kanun'da Borsa'ya kotasyon başvurusunun ihraççı şirketin takdirinde olduğu ve zorunlu tutulamayacağına ilişkin bir hüküm de yer almamaktaydı. Bu itibarla, yönetmelik ve/veya tebliğlerle kotasyon başvurusu yapma zorunluluğu getirilebilmekteydi.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 5/6 hükmü ile de halka arz edilecek borçlanma araçlarının borsanın ilgili pazarında işlem görüp göremeyeceğine ilişkin olarak ihraççılara borsaya başvurma zorunluluğu getirilmiştir. Belirtmek gerekir ki, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile halka arz edilecek borçlanma araçları için getirilen zorunluluk kotasyon zorunluluğu değil, kotasyon için başvuru zorunluluğudur.

Borsaya kotasyonun sağlanması ise ilgili düzenlemeler çerçevesinde kotasyon şartlarının yerine getirilmesi ve ihraççı tarafından başvuruda bulunulmasına ek olarak Borsa yönetim kurulunun uygun görmesine bağlıdır. Kotasyon şartlarının yerine getirilememiş olması ise tahvillerin halka arzına engel bir durum oluşturmamakla birlikte sadece tahvillerin Borsa kotuna alınmaması ve bunun sonucu olarak da Borsa'da işlem görememesi sonuçlarını doğurur.

³¹⁷eSerPK Bölüm-III "Gerekçe".

³¹⁸eSerPK m. 11/3 hükmünde bu kuralın bir istisanasına yer verilmiştir. Anılan düzenlemeye göre *"Kurulca yapılan incelemelerde, bu Kanuna tabi ortaklıkların menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının olduğu anlaşıldığı takdirde; Kurul, bu ortaklıkların doğrudan ya da dolaylı ortak sayısını veya bilanço büyüklüğünü dikkate alarak, menkul kıymetlerine borsada işlem görme şartı getirebilir"*.

³¹⁹Ayoğlu, Halka Arz, s. 159.

Türkiye’de tahvillerin işlem gördüğü Borsa, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ydi (İMKB). 6362 sayılı SerPK’nın yürürlüğe girmesi ile birlikte İMKB’nin yerini “Borsa İstanbul Anonim Şirketi” almıştır. 6362 sayılı SerPK’nın 138. maddesinde yer alan esaslara göre “Borsa İstanbul Anonim Şirketi”nin kurulup faaliyete geçmesi kararlaştırılmıştır.

İMKB’nin çalışma esas ve kuralları genel olarak “Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname”de³²⁰ düzenlenmişti³²¹. Ancak 6362 sayılı SerPK’nın 140. maddesi ile “Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname” yürürlükten kaldırılmıştır.

Tahvillerin Borsa kotuna alınması, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği”³²² (Kotasyon Yönetmeliği) çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Borsaya kote edilen tahvillerin işlem gördüğü piyasa olan “İMKB Borçlanma Araçları Piyasası”na ilişkin usul ve esaslar ise yönetmelik³²³ ve genelgelerle³²⁴ belirlenmektedir.

Kotasyon süreci, ihraççı şirketin Kotasyon Yönetmeliği’nde belirtilen esas ve usullere uygun olarak bu Yönetmelikte belirtilen belgelerle birlikte yazılı olarak yapacağı başvuru ile başlar. Kotasyon Yönetmeliği m. 8/4’e göre Borsa’ya yapılacak

³²⁰RG. 06.10.1983, S. 18183 Mük.

³²¹“İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği” (RG. 19.02.1996, S. 22559) ve “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Organlarına İlişkin Yönetmelik (RG. 26.04.2012, S. 28275) bulunmaktadır.

³²²RG. 24.06.2004, S. 25502.

³²³“İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği” (RG. 19.02.1996, S. 22559).

³²⁴Genelge metinleri için bkz. <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Circulars.aspx> (19.10.2012).

kota alınma başvurusunun SPK'ya yapılacak kayda alma başvurusu ile aynı zamanda gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Borsa yönetim kurulu, başvurunun Kotasyon Yönetmeliği'ne ve özellikle Yönetmeliğin "*Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymetlerin Kotasyonu*" kenar başlıklı 16. maddesinde aranan şartlara uygunluğunu inceleyip karar verir. Yinelemek gerekirse, bu şartlar borçlanma araçlarının halka arz şartları olarak değerlendirilemez. Sadece borçlanma araçlarının Borsa kotuna alınabilmesi açısından önem taşımaktadırlar.

Kotasyon Yönetmeliği'nin 16/1 hükmünde, başvurunun ihraç olunan tertibin tamamı için yapılması (m. 16/1-a), ihracın nominal tutarının en az m. 16/1-b'de zikredilen tutarı sağlaması³²⁵, ihracın tümünün halka arz yoluyla satışa sunulması (m. 16/1-c) ile nihayet ihraççı şirkete ilişkin 16/1-d hükmünde yer alan koşulların sağlanması borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması için genel şartlardır. İhraççı şirkete yönelik şartlardan en dikkat çekici olan ise şirketin kuruluşundan itibaren üç takvim yılı geçmesini arayan 16/1-d-1 hükmüdür. Gerçekten, şirketin belirli bir dönem faaliyet göstermesinin borçlanma araçlarına oluşacak talep açısından psikolojik ve iktisadi bir değer taşıdığı kesindir. Ancak bu durumun Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de izahnamede bulunması gereken belgeler vesilesiyle olduğu gibi Kotasyon Yönetmeliği'nde Borsa kotuna alınması için bir ön koşul olarak sunulması, TTK ve SerPK'da aranmayan bir koşul yaratmaktadır. Her ne kadar Borsa kotuna alınmadan tahvil ihracı mümkün olsa da, izahname SPK onaylanmadan halka arz gerçekleştirmek mümkün değildir. Yeni kurulan şirketlerin

³²⁵Borsa yönetim kurulunun 12.01.2012 tarihli kararı ile 2012 yılı için geçerli olmak üzere belirlenen miktar 1.300.000-TL'dir.

tahvil ihracının önüne geçen bu düzenlemelerin sermaye piyasalarına duyulan güveni korumaya yönelik olduğu düşünülebilir. Ancak bu durumda, kanun koyucunun gerek TTK gerekse SerPK’da amaçlamadığı bir sonuç doğurmaktadır.

Kotasyon Yönetmeliği’nin m. 16/2 hükmü HDT’lere yönelik dikkat çekici bir düzenleme içermektedir. Buna göre *“hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin kotasyonunda birinci fıkra da sayılan şartlara ilave olarak tahvillerle değiştirilecek hisse senetlerinin bir borsa veya teşkilatlanmış piyasaya kote edilmiş olması şarttır. Ancak hisse senetlerinin değerine ilişkin bir fikir oluşturacak yeterli bilgiye yatırımcıların sahip olduklarına Borsa yönetimince kanaat getirilmesi halinde bu şart aranmayabilir”*.

Öncelikle hükmün kaleme alınış tarzı yanıltıcıdır. Tahvillerle değiştirilecek hisse senetlerinin kote edilmiş olabilmesi HDT ihracında henüz mümkün olamayabilir. Şirketin tahvillerin değiştirileceği payları sermaye artırımını ile oluşturabilme olanağının varlığı göz önünde bulundurulduğunda, m. 16/2’de kastedilenin aslında *“değiştirilecek hisse senetlerinin bir borsa veya teşkilatlanmış piyasaya kote edilmiş olması”* değil, *“ihraççı paylarının bir borsa veya teşkilatlanmış piyasaya kote edilmesi”* olduğu sonucuna ulaşılır. Zira sermaye artırımını ile elde edilecek payların henüz mevcut olmadan bir borsa veya teşkilatlanmış piyasaya kote edilebilmesi mümkün değildir. Bu kapsamda olmak üzere, halka arz edilecek HDT’lere ilişkin Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 36’da yer alan *“ihraççı paylarının borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görme zorunluluğu”* doğru bir ifade şeklindedir.

Hükmün esasına yönelik olarak, düzenlemenin ilk cümlesinin, halka arz edilecek HDT’lerde ihraççı paylarının borsada veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesi zorunluluğunu düzenleyen Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 36’da yer

alan hükümle paralel olduğu görülmektedir. Ancak hükmün ikinci cümlesinde, Borsa yönetim kuruluna, yatırımcıların hisse senetlerinin değerine ilişkin bir fikir oluşturacak yeterli bilgiye sahip olduklarında bu şartın aranmayabileceğine yönelik verilen takdir yetkisi Tebliğ'in 36. maddesi ile çelişki içerisinde. Zira Tebliğ'e göre borsada veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyen bir anonim şirketin HDT halka arz edebilmesi söz konusu olamayacağından, ihracı mümkün olmayan bir borçlanma aracının Borsa'ya kotasyon istisnası oluşturabilmesi olanaklı değildir.

B-6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun İlgili Düzenlemeleri

6362 sayılı SerPK'nın borsalar konusunda içerdiği düzenlemeler, bu Kanun ile getirilen önemli yeniliklerden bir diğeridir.

Öncelikle, 6362 sayılı Kanun ile birlikte "Borsa İstanbul Anonim Şirketi" kurulmuştur. Bu şirkete ilişkin esaslar genel olarak SerPK'nın 138. maddesinde düzenlenmiştir.

SerPK m. 138/1'e göre "Borsa İstanbul Anonim Şirketi" SerPK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte başka hiçbir işleme gerek kalmaksızın ticaret siciline resen tescil olması kararlaştırılmıştır³²⁶. Anılan fıkarda ayrıca "Borsa İstanbul Anonim Şirketi" için hazırlanacak esas sözleşmenin ticaret siciline tescil edilmesiyle birlikte bu

³²⁶ "Borsa İstanbul Anonim Şirketi" 848233 sayılı sicil numarasıyla 31.12.2012 tarihinde İstanbul Ticaret Odası'na tescil edilmiştir. Sicil kaydı için bkz. http://www.ito.org.tr/wps/portal/lut/p/c5/dY7LDolwFEQ_6V4NWFgWoRSI8qol3RASjIHIw0gw8PWycOOCmeXJnAwoWNuVU_0ox7rvyidkoA4FhjHRGd9jIDhBz_UZoozQpQRukKFWJI0xiHnM_OU4yWaJZtFEi7CDnbCd-V3JsErjq0Xp6YXyvG7Un9V1TBM9NKxEC0yUifjG6EIF963d8hBkc1vQgcJOYOhnQb-QfoFSIzxxg!!/ (01.02.2013).

Kanun'un 65. maddesinde yer alan borsaların ve piyasa işleticilerinin kuruluşuna ve faaliyetine ilişkin izni almış sayılacağı düzenlenmiştir.

SerPK m. 138/5 hükmüne göre *“İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının ve İstanbul Altın Borsasının her türlü varlıkları, borçları ve alacakları, hakları ve yükümlülükleri, elektronik ortamdakiler de dâhil olmak üzere her türlü kayıtları ve diğer belgeleri bir bütün olarak, bu maddede yer alan istisnalar dışında, herhangi başka bir işleme gerek kalmaksızın Borsa İstanbul Anonim Şirketine devrolunmuş sayılır”*. Belirtilen yeni düzenlemeler gereğince, “Borsa İstanbul Anonim Şirketi”nin, İMKB’nin yerini aldığı ve tahvillerin artık “Borsa İstanbul Anonim Şirketi’nde” işlem göreceği kuşkusuzdur.

6362 sayılı SerPK’nın 65 ilâ 73. maddeleri arasında borsalara ilişkin genel esaslar ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Sermaye piyasası araçlarının borsaya kotasyonu genel olarak 68. maddede yer bulmuştur. Anılan maddenin birinci fıkrasına göre, *“sermaye piyasası araçları ancak bu Kanuna dayanılarak çıkarılan düzenlemelerde yer alan şartların sağlanması hâlinde borsa kotuna alınabilir”*. Bu genel kural ve SerPK’nın ilgili diğer düzenlemeleri gereği eSerPK’da benimsenmiş serbestlik rejiminin 6362 sayılı SerPK’da da benimsendiği görülmektedir. Ancak, payları borsada işlem görmeyen anonim şirketlerin pay sahibi sayısının beş yüzü aşması ile “halka açık ortaklık” statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurma zorunluluğunu düzenleyen SerPK m. 16/2 hükmü bu durumun bir istisnasını oluşturmaktadır.

6362 sayılı SerPK’ya göre sermaye piyasası araçlarının borsa kotuna alınması zorunlu olmasa da, ihraç edilen HDT’lerin ikinci el piyasa işlemlerinin Borsa’da

gerçekleştirilmesi bu senetleri daha likit hale getireceğinden, HDT'ye oluşacak talepte ve bu araçların değerinde olumlu bir etkiye sahip olacağı kuşkusuzdur.

SerPK m. 68/1'in ancak bu Kanuna dayalı olarak çıkarılan düzenlemelerle şartların belirlenebileceğine ilişkin kuralı ile Kotasyon Yönetmeliği üzerinde değişiklik yapılması zorunlu hale gelmiştir. Zira Kotasyon Yönetmeliği'nin *"Dayanak"* kenar başlıklı 3. maddesine göre, *"Bu Yönetmelik, 2/10/1984 tarihli ve 84/8581 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile yürürlüğe giren Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 58 inci maddesinin (g) bendine dayanılarak çıkarılmıştır"*.

Her ne kadar anılan Yönetmelik SPK tarafından hazırlanmışsa da, 6362 sayılı SerPK m. 68/1 gereğince yasal dayanağının Bakanlar Kurulu kararı değil, SerPK olması zorunludur. SerPK'nın değiştirilen ve yürürlükten kaldırılan hükümlerin düzenlendiği 137. maddesinde Kotasyon Yönetmeliği konusunda herhangi bir ifadeye yer verilmemiştir. SerPK geçici madde 1 *"Bu Kanunun uygulanmasına ilişkin düzenlemeler, bu Kanunun yayımı tarihinden itibaren bir yıl içinde yürürlüğe konulur. Bu Kanuna göre yürürlüğe konulacak düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar, mevcut düzenlemelerin bu Kanuna aykırı olmayan hükümlerinin uygulanmasına devam olunur"* şeklindedir. Buna göre, Kotasyon Yönetmeliği'nin SerPK'ya aykırı olmayan hükümleri, bu Kanuna göre oluşturulacak düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar uygulama alanına sahiptir. Ancak kanun koyucunun amacına uygun olarak, SerPK içerdiği yeni esaslara tam uyumun sağlandığı yeni bir düzenlemenin bu Kanun'un yürürlüğe girdiği 30.12.2012 tarihinden itibaren bir yıl içinde yürürlüğe konulması gerekmektedir.

III. SERİ:II NO:22 SAYILI TEBLİĞ'E GÖRE HDT'LERİN İHRAÇCI PAYLARINA DÖNÜŞTÜRÜLMESİ

HDT'lerin ihraççı şirket paylarına dönüştürülmesi ihraç kararında belirlenen ve izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak gerçekleştirilir. Bilindiği üzere, tahvil ihracı yoluyla borçlanmaya gidildiğinde anonim şirketlerin adi borç ilişkilerinden farklı olarak borç ilişkisinin hükümlerini şirket tek taraflı iradesiyle belirler³²⁷. Kuşkusuz bu esaslar ilgili mevzuat hükümlerine ve özellikle TTK, SerPK ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in emredici düzenlemelerine uygun olmalıdır.

HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülebilmesine ilişkin olarak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de üç farklı esas benimsenmiştir. Bu esaslardan hangisinin geçerli olacağı ihraççı şirketin iktisadi tercihlerine bağlı olarak şirket tarafından alınan ihraç kararında belirlenecek ve izahnamede açıkça belirtilecektir.

1-İtfa Planına Bağlı Dönüştürme

İtfa planı (*redemption schedule*), tahvillerden doğan borç ilişkisinin sona erdirilme sürecini gösteren bilgilerden oluşan bir programdır. Bu bağlamda, adi tahviller açısından anapara ve faizlerin ödenme şekli ve zamanları itfa planının esaslı unsurlarıdır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in m. 28/2 hükmü “*halka arz edilecek tahvillerde itfa planının sirkülerde ve ihraçcının internet sitesinde yer alması zorunludur*” şeklindedir. İtfa planına ilişkin bir diğer Tebliğ düzenlemesi m. 39/1'dir. Bu

³²⁷Bu durum tahvil ihracı yoluyla sermaye temin etmenin avantajları arasında gösterilmiştir (bkz. İmregün, s. 393).

düzenlemeye göre “*HDT’lerin halka arz edilmesi durumunda dönüştürme esasları ve itfa planı izahname ve sirkülerde yer alır*”.

Tahvillerin itfasına ilişkin esaslar, genel olarak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 28-31. maddeleri arasında düzenlenmiştir.

HDT’lerin adi tahvillerden farklı olarak dönüştürme hakkını içermesi nedeniyle anapara ve faizin ödenmesine ilişkin esasların yanı sıra dönüştürmenin nasıl gerçekleştirileceği de itfa planına bağlanabilir. İtfa planına bağlı dönüştürme yöntemi, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 39. maddesinde düzenlenmiştir. İhraççı şirket itfa planına bağlı bir dönüştürme tercih ediyorsa, bu maddede yer alan iki alternatiften birini seçebilir. Hemen belirtelim ki, SPK itfa planına bağlı dönüştürmelerde ihraççının HDT sahiplerine verilecek payları sermaye artırımını yolu ile temin etme zorunluluğunu getirmiştir (m. 39/2-a, b).

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in m. 39/2-a hükmünde düzenlenen ilk alternatifte göre, ihraççı şirket öncelikle ihraç olunan toplam HDT karşılığında verilmesi gereken ortaklık payı kadar miktarda sermaye artırımına gider. Oluşturulan yeni paylar HDT’lerle dönüştürülmek üzere tahvil sahiplerine sunulur. HDT sahipleri itfa planında belirtilen dönüştürme süresi içerisinde dilerlerse HDT’lerini ihraççı paylarına dönüştürme haklarını, dilerlerse bunun yerine anaparalarını işlemiş faizleriyle birlikte geri alma haklarını kullanırlar. HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanma talebiyle aracılık faaliyetini yürüten kurum vasıtasıyla ihraççıya başvurmamaları durumu ise anaparalarını işlemiş faizleriyle birlikte geri alma haklarını kullandıkları olarak yorumlanır ve HDT bedelleri dönüştürme süresinin sonunda nakden ödenir.

Bu yöntemde HDT'lerin tamamının dönüştürüleceği varsayılarak sermaye artırımını gerçekleştirilmektedir. HDT sahiplerinin tamamının ve sahip oldukları HDT'lerin tamamı için dönüştürme hakkını kullanmaması, bir başka deyişle dönüştürülmeye hazır payların tamamının HDT sahiplerince talep edilmemesi halinde, ihraççının elinde kalan paylar olacaktır. Tebliğ'in 39. madde hükmünde bu durum öngörülerek pay senetlerine dönüştürülmeyen HDT'ler nedeniyle ihraççı şirketin elinde kalan payların Kurul'un ilgili düzenlemelerine uygun olarak halka arz edileceği hükme bağlanmıştır (m. 39/2-a)³²⁸.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 39/2-b hükmünde itfa planına bağlı dönüştürme yolunun ikinci alternatif yöntemine yer verilmiştir. Bu yöntemde itfa planında belirtilen dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresinden en az onbeş gün önce özel durum açıklaması yapılması öngörülmüştür. İhraççı şirket anılan özel durum açıklamasında dönüştürmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ile dönüştürmeye ilişkin diğer esaslara yer verecektir. HDT'lerini ihraççı paylarına dönüştürmek isteyen HDT sahipleri, talep toplama süresi içerisinde başvururlar. Tebliğ'in 39/2-b hükmü gereğince on günden fazla olamayacak talep toplama süresinin sona ermesinden sonra ihraççı, dönüştürme haklarını kullanan kişilere verilmesi gereken ortaklık payları kadar sermaye artırımına gider. Sermaye artırımını

³²⁸Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 39'un ihraççı elinde kalan paylara ilişkin düzenlemesi aynen şu şekildedir: *"Dönüştürme süresinin sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri, Kurul'un hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak halka arz edilir"*.

Hükmün lafzında HDT'ler için "değiştirme" ifadesinin zikredildiği görülmektedir. Tebliğ'de HDT için "dönüştürme" ve "dönüştürme hakkı" terimlerinin tercih edildiği göz önünde bulundurulduğunda, "değiştirme" ifadesinin bu maddede sehven kullanıldığı anlaşılmaktadır.

yoluyla temin edilen paylar izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulur. Talep toplama süresi içerisinde dönüştürme hakkını kullanmak üzere talepte bulunmayan HDT sahiplerinin anapara ve işlemiş faizlerine ilişkin hakları devam eder.

2-Ortaklığın Talebine Bağlı Dönüştürme

HDT'lerin, ihraççının talebine bağlı olarak ortaklık paylarına dönüşümü, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 40. maddesinde düzenlenmiştir. Bu yöntem, dönüştürmenin ihraççı şirketin bu işlemin gerçekleştirilmesini istediği dönemde ve ihraççının talebine bağlı olarak gerçekleştirilmesini ifade eder.

Ortaklığın talebine bağlı olarak gerçekleştirilecek dönüştürme yolunda, ihraççı şirket tarafından dönüştürmeye ilişkin talep toplamının gerçekleştirileceği süreden en az onbeş gün önce özel durum açıklaması yapılır. Özel durum açıklamasında on günü geçmeyecek talep toplama tarihi, başvuru yerleri, dönüştürme çağrısını kabul etmeyen HDT sahiplerine yapılacak ödeme ile dönüştürmeye ilişkin diğer hususlara yer verilir. Talep toplama süresi içerisinde, aracılık faaliyetini gerçekleştiren kurum vasıtasıyla talep ve bildirim işlemleri gerçekleştirilir. HDT sahipleri aracılık faaliyetini yürüten kurum ve kuruluşlar vasıtasıyla ya dönüştürme haklarını kullandıklarını beyan ederler veyahut dönüştürme haklarını kullanmayacaklarını açıkça veya zımni olarak gösterirler. Talep toplama süresi içerisinde dönüştürme talebinde bulunmayan HDT sahiplerinin iradesi HDT bedellerinin nakden ödenmesi olarak değerlendirilir. Bir başka deyişle bu kişiler zımni olarak dönüştürme haklarını kullanmadıklarını beyan etmiş olurlar. Görüldüğü üzere, bu yöntemde dahi dönüştürme hakkının ihtiyari niteliği korunmaktadır.

Şirket, dönüştürme taleplerinin alınması sonrasında HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesi için talepte bulunulan toplam pay miktarı kadar paylarını bu yönde talepte bulunan HDT sahiplerine sunmak zorundadır. Bu payların temin yollarının sınırı Tebliğ'in m. 40/5 hükmünde çizilmiştir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 40/5'e göre tahvillerini ihraççı paylarına dönüştürmek için talepte bulunan HDT sahiplerine sunulması gerekli pay miktarının ortaklığın toplam pay miktarına oranı %20'nin üstünde ise payların temini sermaye artırım yoluyla gerçekleştirilecektir. Gerekli pay miktarının ortaklığın toplam pay miktarına oranı %20'nin altında kalıyorsa ihraççının sermaye artırım yapmaksızın HDT sahiplerinin talebini karşılayabileceği kabul edilmiştir. Sermaye artırım yapılmaksızın payların nasıl temin edilip, taleplerin ne şekilde karşılanacağı konusu izahnamede belirtilmiş yöntemlerle gerçekleştirilecektir.

İhraç olunan toplam HDT miktarının ne kadarının ihraççı paylarına dönüştürüleceğinin HDT ihracı sırasında bilinmesi mümkün değildir. Bu nedenle sermaye artırım dışında bir yol ile paylar temin edilmek isteniyorsa izahnamede bu duruma yer verilmesinin yanında gereken pay miktarının şirketin toplam paylarına oranının %20 ve üstünde olması halinde, payların sermaye artırım ile temin edileceğine de yer verilmelidir. Ancak ihraç edilen toplam HDT'lerin tamamının dönüştürülmesi halinde dahi %20'lik sınıra ulaşamayacağı ihraç sırasındaki toplam HDT miktarından anlaşılabilir. Bu durumda sermaye artırımına başvurulmadan HDT sahipleri tatmin edilebilir. Dolayısıyla, bu halde sermaye artırımına ilişkin koşullara izahnamede yer verilmesi zorunlu değildir.

3-Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Dönüştürme

HDT'lerin ihraççı şirket paylarına dönüştürülmesi süreci HDT sahiplerinin bu yöndeki taleplerinin esas alındığı bir yöntemle de gerçekleştirilebilir. Esas itibarıyla, dönüştürme hakkını kullanıp HDT'lerin ihraççı payına dönüştürülmesi ya da bu hakkın kullanılmayıp anapara ve birikmiş faizin tercih edilmesi bütün yöntemlerde de HDT sahibinin iradesindedir.

Dönüştürme hakkının kullanımının ihtiyari niteliği ile tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme yolu karıştırılmamalıdır. Tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme yolunda sadece dönüştürme kural olarak HDT sahibinin istediği dönemde gerçekleştirilmektedir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 41. maddesinde düzenlenen tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme yönteminde, dönüştürme haklarını kullanmak isteyen HDT sahipleri izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce dönüştürme haklarını kullanmak için aracılık faaliyetini yürüten kurum vasıtasıyla ihraççı şirkete bildirimde bulunmaktadır. Her ne kadar bu yöntem Tebliğ'de tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme olarak zikredilse de, dönüştürme haklarının kullanımına ilişkin bildirimin en erken şirket tarafından ihraç sırasında saptanan ve izahnamede belirtilen tarihlerden bir ay önce gerçekleştirilebilmesi dönüştürmenin yine şirketin uygun bulduğu tarih aralığında gerçekleştirildiğini göstermektedir. Bu yönüyle itfa planına bağlı dönüştürmenin ikinci alternatifine benzemektedir. Yalnızca şirketin özel durum açıklaması yapmasının gerekmemesine ve talep toplama süresinin biraz daha geniş bir zamana yayılabilmesine olanak sağlanmaktadır.

Dönüştürme taleplerinin alınması için ayrılan süre konusunda Tebliğ m. 41’de itfa planına bağlı dönüştürme ve ortaklığın talebine bağlı dönüştürme yönteminden farklı olarak on günlük bir sınıra yer verilmemiştir.

Tebliğ m. 41/2 hükmü aynen “*Dönüştürme hakkını kullanmak isteyen HDT sahipleri, HDT’lerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce dönüştürme hakkının kullanımı için ortaklığa bildirimde bulunurlar*” şeklindedir.

Lafzı son derece muğlak olan bu hükme göre, öncelikle dönüştürme taleplerinin alınmasına esas teşkil eden bir tarih ortaklık tarafından ihraç aşamasında belirlenip izahnamede belirtilecektir. Hükümün ifade şekli dönüştürme talebinin ortaklığa sunulabileceği en erken tarihin izahnamede ihraççı şirketin belirttiği tarihten bir ay öncesi olduğu gibi bir anlama yöneltse de kastedilen aslında dönüştürme taleplerinin en geç izahnamede belirtilen tarihten bir ay önce ortaklığa bildirilebileceğidir³²⁹. Bu ifade şekliyle amaçlanan, dönüştürme talebinin ortaklığa iletilebileceği tarihi belirlemek için izahnamede esas alınan tarihten en erken tarihin, bir başka deyişle izahnamede esas alınan tarihten olabilecek en erken dönüştürme hakkı kullanım tarihinin bir ay öncesi olabileceği, bu tarihten daha geç bir tarihte talebin iletilemeyeceği hususudur.

Dönüştürme haklarının kullanımının başlangıcına ilişkin bir sınır getirilmemiştir. Ancak Tebliğ’in HDT’lere ilişkin genel hüküm niteliğindeki m. 35/1

³²⁹Hüküm “*Dönüştürme hakkını kullanmak isteyen HDT sahipleri en erken, HDT’lerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden bir ay önce dönüştürme hakkının kullanımı için ortaklığa bildirimde bulunurlar*” şeklinde olsaydı, dönüştürme talebinin ortaklığı bildirileceği en erken tarihin izahnamede yer alan tarihten bir ay öncesi olduğu sonucuna ulaşılabilirdi. Ancak SPK bilinçli bir tercihle “en erken” ifadesini cümlemin son kısmında kullanmıştır.

düzenlemesi gereğince, HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken bir yıl sonra yapılabilir. Vadenin başlangıcını ise HDT'lerin yatırımcı hesaplarına aktarıldığı gün oluşturmaktadır (m. 18/3). O halde HDT'lerin yatırımcı hesaplarına aktarılmasından bir yıl sonrasında, izahnamede belirtilen tarihin bir ay öncesine kadar yatırımcılar dönüştürme haklarını kullanabileceklerdir. Böylece dönüştürme taleplerinin izahnamede belirtilen tarihlerden bir ay öncesine kadar ortaklığa bildirilmesi düzenlenmiş olmakla hakkın kullanılabileceği son tarih açısından bir sınır getirilmiş olmaktadır.

Dönüştürme haklarını kullanan tahvil sahiplerine sunulacak payların temin yollarının sınırı, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 41/3 hükmünde talepte bulunulan payların ihraççının toplam pay sayılarının %20'sinin altında kalıp kalmamasına göre m. 40/5 hükmünde yer alan esaslarla aynı şekilde olmak üzere belirlenmiştir.

4-Ortak Hükümler

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in HDT'lerin ihraççı paylarına dönüşümüne ilişkin üç farklı yöntemin düzenlendiği 39, 40 ve 41. maddelerinde ayrı ayrı yer verilen birtakım ortak hükümler göze çarpmaktadır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in izahname düzenleme esaslarının hükme bağlandığı 13. maddesinde, izahnamenin *“borçlanma araçlarının itfasına ilişkin temel varsayımları”* içermesi zorunluluğu açıkça belirtilmiştir. Bu bağlamda, Tebliğ'in 39-41. maddeleri arasında yer alan esaslarından hangisi tercih edilirse edilsin, buna ilişkin bilgilere izahnamede açıkça yer verilmesi zorunludur. SerPK m. 3/1-j hükmünde yer verilen izahname tanımı ve Kanun'un izahnameye ilişkin diğer düzenlemeleri de bu doğrultudadır. Aynı yönde bir hükme 28. maddede de yer

verilmiş olmasına rağmen 39, 40 ve 41. maddelerde ilgili esaslara izahnamede yer verilmesi zorunluluğu ayrı ayrı vurgulanmıştır. HDT’lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesine ilişkin Tebliğ’deki yöntemlerden hangisi tercih edilirse edilsin, buna ilişkin esaslara ayrıntılı ve açık olarak izahnamede yer verilmesi zorunludur.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 12. maddesi *“halka arz edilen borçlanma araçlarının satışının, bunlara ilişkin anapara, faiz ödemesi ve benzeri yükümlülüklerin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur”* şeklindedir. Bu düzenleme halka arz edilen HDT’ler için de geçerli olup, HDT’lerin halka arzından itfasına kadar gelişen süreçte işlemlerin “aracı kuruluşlar” vasıtasıyla gerçekleştirilmesi zorunluluğunu düzenlemektedir. 6362 sayılı SerPK ile “aracı kuruluş” terimi terk edilmiş olduğundan bu zorunluluğu “aracı kurum kullanma zorunluluğu” olarak algılamak gerekir³³⁰. Tebliğ’in 39. ve 40. maddelerinde “talep toplama ve bildirim”, 41. maddesinde ise talep toplama süreci söz konusu olmadığı için sadece “bildirim” işlemlerinin belirtilen kurumlar vasıtasıyla yerine getirileceği ayrı ayrı düzenlenmiştir. Tebliğ’in 12. maddesinin varlığına rağmen aracı kurum kullanma zorunluluğuna 39, 40 ve 41. maddelerde yer verilmesinden ve maddelerin 12. maddenin aksine halka arz edilen HDT’lerle sınırlı bir ifade tarzını benimsememiş olmasından talep toplama ve bildirim işlemlerinin aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilmesi gerektiği kuralının, tahsisli satışla gerçekleştirilen ihraçlar için de belirli ölçüde geçerli olduğu sonucuna ulaşılır. Nihayet, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e göre aracı kurum kullanma zorunluluğu dönüştürmenin

³³⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 81-84.

gerçekleştirilme sürecinde farklı yollara ilişkin ortak bir hüküm niteliğindedir. Ancak bu düzenlemeler yorumlanırken, TTK m. 468/2 gözden uzak tutulmamalıdır³³¹.

Bir diğer ortak düzenleme ise dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında yerine getirilmesinden ihraççı şirketin sorumluluğudur. İhraççı şirket, TTK, SerPK ve Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de çizilen sınırlar içerisinde, HDT ihracına ilişkin koşulları tek taraflı olarak belirler ve izahnamede belirtir. İzahnamede belirtilen esaslar, ihraççı şirketin tahvil sahiplerine karşı olan taahhüdünün kapsamını oluşturur. HDT’lerin sahiplerine anapara ve faiz haklarının yanı sıra ihraççı şirketin paylarına dönüştürme hakkını sunmasının sonucu olarak, ihraççı şirket izahnamede belirtilen esaslara uygun bir şekilde borcunu yerine getirmekle sorumludur. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 39, 40 ve 41. maddelerinde de dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında yerine getirilmesinden ihraççı şirketin sorumlu olacağı ayrı ayrı tekrarlanmıştır.

Kurul, m. 39/2-b ve m. 40 hükümlerinde, HDT’lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesine ilişkin talep toplama süresinin azami sınırı olarak, sürenin on iş gününü geçemeyeceği kuralına yer vermiştir. 41. maddede düzenlenen tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme yolunda ise teknik anlamda bir talep toplama süresi olmadığından, bu konuda bir sınırlamaya açıkça yer verilmemiştir. Yine, anılan maddelerde, talep toplama süresinden önce yapılması zorunlu olan özel durum açıklamalarının talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az onbeş gün önce yapılması zorunluluğuna ortak bir düzenleme olarak yer verilmiştir.

Dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine verilmesi gereken payların temini konusunda, sermaye artırım yöntemi, üç farklı esasta da ortak bir yöntem

³³¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 81-84.

olmakla birlikte, ortaklığın talebine bağılı dönüşürme ile tasarruf sahibinin talebine bağılı dönüşürme yollarında, sunulacak payların şirketin toplam payına oranının %20'sinin altında kalması koşuluyla, sermaye artırımı yapılmaksızın payların temininin mümkün olduğı düzenlenmiştir.

Sonuç olarak, HDT'lerin ihraççı şirket paylarına dönüşümünde, Tebliğ'in 39, 40 ve 41. maddelerinde yer alan farklı yöntemlerde ayrı ayrı yer verilen bu haller aslında itfa planına bağılı, ortaklığın talebine bağılı ve tasarruf sahibinin talebine bağılı dönüşürme yönteminde de uygulama alanına sahiptir. Bu bağlamda, anılan hallerin HDT'lerin ihraççı paylarına dönüşümüne ilişkin genel hüküm niteliğinde bir maddede toplanması düşünülebilir.

5-Değerlendirme

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 40. maddesinde düzenlenen ihraççı ortaklığın talebine bağılı dönüşürme yolu ile 41. maddede düzenlenen tasarruf sahibinin talebine bağılı dönüşürme yolu, ihraç olunan HDT'lerin tamamı için uygulanabileceğı gibi bir kısmı için de uygulanabilir (m. 40/1; m. 41/1). İtfa planına bağılı dönüşürmede ise HDT'lerin bir kısmı için itfa planına bağılı dönüşürme yolunun kabul edilebileceğı yolunda bir hükme Tebliğ'in 39. maddesinde yer verilmemiştir. O halde ihraç olunan HDT'lerin itfa planına bağılı olarak ihraççı paylarına dönüşürme tercih ediliyorsa tamamı için geçerli olur. Ortaklığın talebine bağılı olarak veya tasarruf sahibinin talebine bağılı olarak dönüşürme tercih ediliyorsa ihraç olunan HDT'lerin tamamı için bu yollardan bir tanesi seçilebileceğı gibi bir kısmı için ortaklığın talebine bağılı dönüşürme; kalanı için tasarruf sahibinin talebine

bağlı dönüştürme tercih edilebilir. Benimsenen esasa izahnamede açıkça yer verilmesi zorunludur.

İtfa planına bağlı dönüştürmelerde, itfa planının HDT ihraç aşamasında oluşturulup izahnamede belirtilmesi nedeniyle hukuki güvenlik anlamında taraflar için şartları önceden açıkça belirlenmiş bir HDT ilişkisi söz konusu olmaktadır. Ancak itfa planına bağlı dönüştürmenin m. 39/2-a hükmünde düzenlenen ilk alternatifinde, HDT sahiplerinin tamamının dönüştürme haklarını kullanmaları halinde, tamamının tatmin edilebileceği nicelikte sermaye artırımının yapılması daha sonra HDT sahiplerine payların dönüştürülmek üzere sunulması öngörülmüştür. Dönüştürme süresinin sonunda ortaklık paylarına dönüştürülmeyen HDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan payların halka arz edileceğinin öngörülmesi ihraççı şirket açısından riskli bir tercih olacaktır. Dönüştürme süresi içerisinde dönüştürme fiyatının ihraççı paylarının piyasa değerine göre avantajlı olmaması halinde, HDT sahipleri dönüştürmeyi tercih etmeyeceklerdir. Bu bağlamda, şirketin HDT sahiplerine sunulacak payları oluşturmak için gerçekleştireceği sermaye artırımından beklenen hukuki yarar elde edilemez. O halde, mutlaka itfa planına bağlı bir dönüştürme yöntemi tercih edilmek isteniyorsa, Tebliğ'in m. 39/2-b hükmünde düzenlenen ikinci alternatif olan önce dönüştürme taleplerinin toplanması ve daha sonra bu dönüştürülmek istenen toplam pay miktarı kadar sermaye artırımına gidilerek oluşturulacak yeni payların HDT sahiplerine sunulması yöntemi ihraççıyı gereğinden fazla miktarda sermaye artırımına gitmekten kurtarır.

İhraççının yapacağı dönüştürme çağrısı ile gerçekleştirilen ortaklığın talebine bağlı dönüştürmede dönüştürmenin gerçekleştirileceği zamanı ihraççı şirket belirlemektedir. İhraççı şirketin dönüştürme sürecini kontrolünde tuttuğu bu

yöntemde, yatırımcılar açısından dönüştürme haklarını kullanmak istemedikleri bir dönemde ihraççı tarafından dönüştürme çağrısının yapılması riski söz konusudur.

Tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme yönteminde ise HDT sahipleri tarafından dönüştürme taleplerinin, Tebliğ'in m. 35 ve m. 41/2 hükümlerinde belirtilen zamansal sınıra uygun olarak, istedikleri dönemde yapılması yatırımcılar açısından nispeten olumludur. Bu yöntem HDT'lerin niteliğine en uygun yöntem olarak görünmektedir. Anonim şirket pay değerleri piyasadaki talebe bağlı olarak sürekli bir değişim halindedir. HDT'lerin ihraççı şirket pay değeri değişimlerinden yarar sağlama ümidiyle bu borçlanma aracına yönelen yatırımcılara yönelik olduğu göz önünde bulundurulduğunda, dönüştürme sürecinde yatırımcıların daha fazla söz sahibi olması gerektiği sonucuna ulaşılır. Aksi takdirde ihraç olunan HDT'lere piyasada alıcı bulmak çok güç olacaktır.

Tebliğ'de kabul edilen üç temel esastan birini tercih ederken ihraççı şirketin borçlanma maliyetini en aza indirme ve kârlı bir dönüştürme süreci amaçlamasının yanında yatırımcıların HDT'lerden beklediği yararı da gözden uzak tutmaması gerekmektedir.

SPK, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine verilecek payların temininin sermaye artırımı yolunun yanı sıra dönüştürülmek üzere talepte bulunulan payların ihraççının toplam paylarının %20'sinin altında kalması koşuluyla sermaye artırımı yapılmaksızın da gerçekleştirilebileceğini düzenlemiştir. Sermaye artırımına ilişkin ise hiçbir somut şart ve/veya kurala yer verilmemiştir. Buna göre ihraççı şirket esas sermaye sistemini benimsemiş ise genel kurul kararıyla; kayıtlı sermaye sistemini kullanıyor ise yönetim kurulu kararıyla sermaye artırımlarını gerçekleştirmesi teorik olarak

mümkündür. Kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı yoluyla oluşturulacak yeni paylar kullanılarak dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında yerine getirilmesi, esas sermaye sisteminde uzun ve riskli bir süreci içinde barındıran artırıma nispeten daha pratik ve kolay gerçekleştirilecektir. Ancak yine de Tebliğ'in dönüştürmeye ilişkin genel yaklaşımını oluşturan dönüştürme taleplerinin toplanıp gerektiği kadar payı sermaye artırımı yoluyla temin edilmesi yönteminin, ortaklığın dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında yerine getirilebilmesi açısından riskleri içinde barındırdığı da açıktır.

6102 sayılı TTK'nın 14.02.2011 tarihinde Resmi Gazete yayımlanıp 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe girmesi ile Türk hukukuna şarta bağlı sermaye artırım yöntemi girmiştir. Şarta bağlı sermaye artırımının benimsenmesi, HDT'lerin işlerlik kazanması açısından kayıtlı sermaye sisteminden daha da pratik bir yöntem sunmaktadır³³². Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in, 6762 sayılı TTK'nın yürürlükte olduğu bir dönem olan 21.01.2009 tarihinde yürürlüğe girmesi sebebiyle dönüştürme işlemine ilişkin esaslarında şarta bağlı sermaye artırımı sisteminin sağladığı kolaylığa uygun bir yapıya yer vermemektedir. Ancak Kanun ile düzenlenmiş bir imkânın, henüz SPK alt düzenlemelerinin yürürlüğe konulmadığı gerekçesiyle kullanımına engel olunamaz.

6762 sayılı TTK'dan farklı olarak 6102 sayılı TTK'nın anonim şirketlerin kendi paylarını sermayenin yüzde onuna kadar iktisabına izin verilmiştir. Yüzde onu aşan ölçüde de iktisaplar ve bu iktisabı izleyen devirlerde ise geçersizlik yaptırımını öngörülmemiştir. Dolayısıyla, gerek yüzde on sınırı gerekse kendi payların iktisabının yaptırımları düşünüldüğünde, TTK'da benimsenen yeni rejimin HDT'ler

³³² Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 221-229.

için oluşturulacak dönüştürme sürecine ilişkin esaslar açısından önem taşıdığı kuşkusuzdur. Bu durumda, şirketin sermaye artırımına gitmeksizin kademeli olarak veya gerekli miktarın tamamını doğrudan iktisap ederek HDT sahiplerini tatmin edebilmesi mümkündür³³³.

Sonuç olarak, 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesi ile birlikte, SPK'nın alacağı kararlarda bu Kanun'un sunduğu olanakları göz önünde bulundurması zorunludur. Ayrıca, yeni olanaklara uyumun sağlanması için Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesine ilişkin esaslarında değişiklik yapılması gerekmektedir. Bu bağlamda, sermaye artırımı yapılmaksızın payların temininin önündeki sınır esnekleştirilmeli veya kaldırılmalı ve şarta bağlı sermaye artırımını yöntemine uyumlu düzenlemeler getirilmelidir.

IV. DÖNÜŞTÜRME HAKKININ SONA ERMESİ

Dönüştürme hakkının ihtiyari niteliği, bu hakkın kullanımının HDT sahiplerinin takdirinde olduğu ve dönüştürmeye zorlanamayacakları anlamına gelir. Dönüştürme hakkının sona ermesinin olağan şekli, HDT sahiplerinin bu hakkı kullanmak istememeleri halidir. HDT sahipleri dönüştürme haklarından bekledikleri yararı elde edemeyecekleri kanaatine varmaları halinde, bu haklarını kullanmayacaklardır. Bu durum, yatırımcının dönüştürme fiyatı ve dönüştürülecek payların piyasa fiyatı arasındaki ilişkiden ya da değişik nedenlerle ihraççı şirkette pay sahibi olmak istememesinden kaynaklanır.

³³³ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 230-238.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in "*Dönüştürme Hakkının Kalkması*"³³⁴ kenar başlıklı 44. maddesine göre "*Ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen dönüştürme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin dönüştürme hakları ortadan kalkar ve bu durumdaki HDT sahipleri anapara ve işlemiş faizleri alırlar*". Bu düzenlemede sadece HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmamasından kaynaklanan sona erme hali düzenlenmiştir. Ancak dönüştürme hakkını sona erdiren nedenler bu durumla sınırlı değildir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de açıkça yer verilmemekle birlikte, dönüştürme hakkını sona erdirecek bir diğer neden şirketin sona ermesi halidir. Anonim şirketlerin sona erme halleri çok çeşitli olmakla birlikte, genel olarak TTK'nın 529. maddesinde düzenlenmiştir. TTK m. 529'a göre bir anonim şirketin süreli olarak kurulmuş olup da sürenin sona ermesine rağmen işlere fiilen devam etmek suretiyle belirsiz süreli hale gelmemesi, esas sözleşmede öngörülen sürenin sona ermesi, işletme konusunun gerçekleşmesi veya gerçekleşmesinin imkânsız hale gelmesi, esas sözleşmede öngörülmüş herhangi bir sona erme sebebinin gerçekleşmesi, 421. maddenin üçüncü ve dördüncü fıkralarına uygun olarak şirketin sona erdirilmesine genel kurul kararı ile karar verilmesi, şirketin iflâsı ve nihayet kanunlarda öngörülen diğer özel sona erme hallerinin gerçekleşmesi ile sona erer³³⁵.

Anonim şirketlerin sona erme hallerinin sınırlı sayıda olmaması ve esas sözleşme ile sona erme nedeni belirlenmesine cevaz verilmesi sebebiyle tamamını

³³⁴ Anılan kenar başlığının ifade şeklinin "dönüştürme hakkının sona ermesi" veya "dönüştürme hakkının ortadan kalkması" şeklinde değiştirilmesi yerinde olabilir.

³³⁵ "*Kanunlarda öngörülen diğer hallerde şirketin sona ereceğine ilişkin bu bent hükmü yenidir. "Kanunlar" ibaresiyle hem Türk Ticaret Kanunu hem de diğer kanunlar kastedilmektedir*" (bkz. TTK "Madde Gerekçeleri" m. 529/1-f).

ele almak mümkün değilse de, HDT'ler açısından özellik arz eden sona erme halleri üzerinde durulması gerekmektedir.

Türk hukukunda, süre ile sınırlandırılmış anonim şirketlerin tahvil ihracını yasaklayan açık bir hüküm bulunmamaktadır. İhraççı anonim şirket belirli süreli olarak kurulup da HDT ihraç etmesi halinde, dönüştürme hakkının kullanımından önce şirketin sona ermesinin dönüştürme hakkını kullanımını imkânsız hale getireceği akla gelebilir. HDT ihracında ihraççı şirketin varlığının süre ile sınırlandırılması ile birlikte vadeden ve/veya dönüştürmeden önce bu sürenin dolacak olması borcun ifası açısından özel bir önem taşır. Zira, HDT ihraç eden bir anonim şirketin esas sözleşmede belirtilen sürenin dolması ile tasfiye sürecine girmesi dönüştürme hakkının kullanım imkânını ortadan kaldırır. Ancak bu şekilde ihraç edilmek istenen HDT'lere ilişkin izahnamenin onaylanması mümkün olmamalıdır. Zira SPK'nın, sermaye piyasası araçlarının ihraç, halka arz ve satışını düzenleme ve denetleme yetkisi bağlamında tahvillerin hukuki yapısını göz önünde bulundurarak yatırımcıların korunması ve güven ilkesi doğrultusunda bu şekilde yapılacak ihraçlara engel olması gerekir. Bu tahvillere ilişkin izahname veya ihraç belgesi Kurul tarafından onaylanmış olsa dahi, SerPK m. 8/2'nin kendisine verdiği yetkiyle, SPK, esas sözleşme değişikliği yapılarak şirketin süresinin uzatılması gerektiği sebebiyle satışını geçici olarak durdurabilir. O halde süreli şirketler tahvil ihraç ederken esas sözleşme değişikliği ile süresini en erken tahvillerin itfasına kadar³³⁶

³³⁶Konunun HDT'ler açısından özellik arz ettiği nokta ve süreli şirketin HDT ihracı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. s. 244-246.

uzatmalıdır³³⁷. Teorik olarak mümkün olsa bile uygulamada, tahvillerin itfasından önce sona ereceği esas sözleşmesi ile belirli bir şirketin tahvillerine birinci ve ikinci el piyasada talep olmayacağı açık olduğundan hiçbir şirketin fiilen böyle bir yola başvuramaması gerekir. O halde esas sözleşmesinde belirtilen sona erme tarihinden sonra dönüştürme ve/veya vadenin söz konusu olacağı şekilde HDT ihraç etmek hukuken ve fiilen mümkün olmadığından bu sebeple dönüştürme hakkının sona ermesi söz konusu olmayacaktır.

Anonim şirketin TTK'nın 421. maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkralarında düzenlenen nisaplara uygun olarak alınacak genel kurul kararı ile sona erdirilmek istenmesi halinde, önceden ihraç olunmuş HDT sahiplerinin anapara ve faiz hakları saklı kalmakla birlikte dönüştürme hakları ortadan kalkar. 2499 sayılı mülga SerPK m. 14/2 bu yönde bir kararın alınmasını engelleyici nitelikte bir hükmü ihtiva etmekteydi³³⁸. Bu bağlamda, dönüştürme hakkının kullanımını imkânsız hale getirecek bir sona erme kararının genel kurul tarafından alınabilmesi mümkün değildi. Zikredilen emredici ve yasaklayıcı hükme rağmen, bu yönde bir karar alınması halinde, genel kurul kararının iptaline ve hatta batıl olduğunun tespitine ilişkin karar verilmesi gündeme gelebilirdi. 6362 sayılı SerPK'da HDT sahiplerini koruyucu bu şekilde bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Ancak HDT sahiplerini

³³⁷**Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 332, 333. **Domaniç**, aynı zamanda, süreli olmayan şirketlerin dahi tahvil ihracı için esas sözleşme değişikliği ile en az tahvil süresi kadar bir süre devam edeceğini garanti etmesi gerektiğini savunmaktadır.

³³⁸“Ortaklık genel kurulu veya yönetim kurulu, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamaz”.

korumak için eSerPK m. 14/2 hükmüne paralel olan TTK m. 467/2³³⁹ düzenlemesi ile bu boşluk doldurulmalıdır³⁴⁰.

İhraççı anonim şirketin iflâs ile son bulması halinde, HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanılması imkânsız hale gelir³⁴¹. Bu sebeple dönüştürme hakkının son bulduğunun kabulü gerekir³⁴².

Şirketin sona erme hallerinde, HDT'lerin içerdikleri anapara ve faiz alma hakkından doğan alacak hakkı kendiliğinden son bulmaz. Tasfiye sürecinde dahi şirket borçları içerisinde yer alacağından hukuken karşılanması mümkündür. Ancak HDT sahiplerinin alacaklı sıfatından çıkıp pay sahibi sıfatı kazandıran dönüştürme hakkının kullanımı şirketin sona ermesinden dolayı imkânsız hale gelir. Bu durumda HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanamamalarından doğan zararlarına ilişkin tazminat hakları saklı olacaktır.

³³⁹“Değiştirme veya alım hakları, sermaye artırımı yapılması, yeni değiştirme veya alım hakları tanınması veya başka bir yolla kayba uğratılamaz; meğerki, değiştirme fiyatı indirilmiş veya hak sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlanmış ya da aynı şekilde, pay sahiplerinin hakları da kayba uğratılmış olsun”.

³⁴⁰Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 268-270.

³⁴¹Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 246-251.

³⁴²**Kubilay**, s. 72; **Pekcanitez, H.:** Anonim Ortaklıkların İflâsı, Ankara 1991, s. 76; **Atalay, O.:** Anonim Şirketlerin İflâsı, İzmir 1996, s. 218; **Biçer**, s. 179.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TARAFLARIN HAK VE BORÇLARI, BAZI ÖZEL DURUMLAR VE İLGİLİLERİN KORUNMASI

I. TARAFLARIN HAK VE BORÇLARI

HDT'lerin yatırımcılara satışı ile ihraççı şirket ve HDT satın alma talepleri kabul edilen kişiler arasında tam iki taraflı bir borç ilişkisi meydana gelir. Bu ilişkide bir tarafın hakları diğer tarafın borçlarını oluşturacağından hak ve borçlara vücut veren unsurları bir arada değerlendirmek gerekir.

1-HDT'lerin Yatırımcılara Teslimi ve Bedelin Şirkete Ödenmesi

Tahvil ihracına yönelik izahnamenin icaba davet³⁴³; yatırımcı tarafından satın alma taahhüdünde bulunulmasının ise icap³⁴⁴ niteliğinde olduğundan yola çıkılarak, ihraççı şirketin yatırımcının satın alma taahhüdünü kabul etmesi ile sözleşmenin kurulduğu kabul edilmektedir³⁴⁵. Her ne kadar şirket ile tahvilin ilk sahibi arasındaki oluşum sözleşmesinin tahvillerin içerdiği hakkın doğumu açısından kurucu nitelikte değil açıklayıcı nitelikte olduğu kabul edilse de³⁴⁶, tahvilin dayandığı sözleşme ilişkisi, şirket açısından HDT'lerin mülkiyetinin talepleri kabul edilen yatırımcılara geçirilmesi; yatırımcılar açısından ise HDT bedellerinin ödenmesi borcunu doğurur.

³⁴³Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2009, s. 731; Ünal, Tahvil Çıkarma ve Halka Arz, s. 59; Yıldız Destanoğlu, s. 102; Adıgüzel, İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, s. 312.

³⁴⁴Ünal, Tahvil Çıkarma ve Halka Arz, s. 59.

³⁴⁵Ünal, Tahvil Çıkarma ve Halka Arz, s. 59.

³⁴⁶Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 630; Sumer, s. 16.

İhraççı şirket, izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak, HDT'leri yatırımcı hesaplarına aktarmakla yükümlüdür. Halka arz edilen borçlanma araçlarının satışının aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirilmesi zorunluluğu gereğince, halka arz edilen HDT'lerde yatırımcılardan HDT bedellerinin tahsilinde aracı kurumlar rol oynar. Tahsisli satışta ise satışın gerçekleştirilmesi sırasında aracı kurum kullanma zorunluluğu söz konusu değildir³⁴⁷.

HDT'lerin yatırımcılara sunulması, vadenin başlangıcı açısından da öneme sahiptir. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 18/3 hükmüne göre, borçlanma araçlarının yatırımcı hesaplarına aktarıldığı gün, vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir.

İhraççının HDT'lere başvurmakta temel amacı, mali kaynak sağlama arzusudur. Uygulamada özellikle uzun vadeli yatırımlarda kullanılan bu mali kaynağı, satışı gerçekleştirilen toplam HDT'lerin bedelleri oluşturur. Oluşum sözleşmesinde taahhüt ettiği HDT bedelini tam ve zamanında ödemek ise yatırımcının yegâne borcudur.

SerPK m. 12/3'e göre "*Sermaye piyasası araçlarının kural olarak satış esnasında alıcıya teslimi şarttır*". Esas sermaye sisteminde yapılacak ihraçlar ile birlikte, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi ve takas işlemlerine ilişkin düzenlemelerin saklı tutulduğu anılan fıkra hükmünde açıkça belirtilen bu düzenlemeye göre, satışın gerçekleştirilmesiyle, sermaye piyasası araçlarının alıcıya devrinin gerçekleştirilmesi gerekliliği hükme bağlanmıştır.

³⁴⁷HDT'lerin tahsisli satış yöntemiyle ihracında, aracı kurum ve bankaların oynadıkları rol hakkında bkz. 78-81.

2499 sayılı mülga SerPK m. 7/3’de düzenlenen tam ve nakden ödeme kuralı da, sadece halka arz yoluyla satılacak pay senetleri ile sınırlandırılmıştı³⁴⁸. Bu gerekçelerle, tahvillerin devri konusunda, bedeli tamamen ödenmeyen tahvillerin devrinin ne şekilde gerçekleştirilebileceği sorununa çözüm arayışları dolayısıyla, tahvil bedellerinin tümüyle ödenebileceği gibi taksitlere bölünerek vadeye bağlanabileceği de kabul edilmekteydi³⁴⁹. 6762 sayılı TTK’nın 421. maddesinde³⁵⁰ ihraç edilen tahvil bedellerinin tamamının tahsil edilmiş olması daha sonra yapılacak tahvil ihraçlarının ön koşulu olarak düzenlenmekle, aynı zamanda dolaylı olarak bedellerin daha sonra alınabileceği de ifade edilmişti. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in m. 60/1-a hükmü ile yürürlükten kaldırılan Seri:II No:13 sayılı “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği”nde³⁵¹ sadece halka arz edilen tahviller için bedelin peşin alınması zorunluluğu getirilmişti³⁵². Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de ise bu yönde bir zorunluluğa yer verilmemiştir.

³⁴⁸ Ayrıca SPK’nın, eSerPK m. 22/1-a’da düzenlenen “*sermaye piyasası araçlarının, ihracını, halka arz ve satışının şartlarını düzenlemek ve denetlemek*” yetkisine dayanarak bazı sermaye piyasası araçları için tam ve nakden ödeme zorunluluğu getirerek kuralın uygulama alanını genişletmiştir. Ancak SPK, borçlanma araçlarının bedellerinin tam ve nakden ödenmesi zorunluluğunu getirmemiştir (Ayoğlu, T.: Sermaye Piyasası Hukuku’nda Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2004/1, Prof. Dr. Erden Kuntalp’e Armağan, C. I, İstanbul 2004, s. 439, 440).

³⁴⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2009, s 722, 723; İmregün, s. 417, 418; Domaniç, Tahvil Senetleri, s. 328, 329; Ünal, SPK. ve TK.’nda Tahviller s. 9; Kubilay, s. 80.

³⁵⁰ “Çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça ikramiyeli veya ikramiyesiz yenileri çıkarılamaz”.

³⁵¹ RG. 14/7/1992, S. 21284 Mük.

³⁵² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s 723.

6362 sayılı SerPK m. 12/1 *“İhraç olunan payların bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi şarttır. Kurul, satış süresi içinde satılamayan payların tamamının satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin ortaklığa karşı taahhüt edilmesini isteyebilir. Kurul, birleşme, bölünme, hisse değişimi ve benzeri şirket yapılandırmalarında yapılacak sermaye artırımları gibi pay bedellerinin nakden ödenmesinin zorunlu olmadığı durumları belirlemeye yetkilidir”* hükmünü ihtiva etmektedir. Kanun koyucunun, tam ve nakden ödeme kuralını sadece halka arz edilecek paylarla sınırlandırmayarak eSerPK’da da yer alan kuralın uygulama alanını genişlettiği ve kuralın istisnalarına yer verdiği görülmektedir.

Nakdî ödeme kuralı ise bedelin aynı sermaye ile karşılanamayacağını ifade eder. Şirket, TTK m. 504 gereğince satışını gerçekleştirdiği HDT bedellerinin tamamını nakit olarak elde eder. Tahville kurulan hukuki ilişkinin özünde para alacağına dayanan bir ödünç ilişkisi olmasından dolayı paradan başka borç ve alacaklar için zaten tahvil düzenlenemez³⁵³. Dolayısıyla, tahvillerin hukuki nitelikleri itibarıyla geçerli olan bu kural TTK m. 504’de vurgulanmış olmaktadır.

TTK’nın 504. maddesinde borçlanma senetlerinin bedelleri hakkında özel bir hüküm yer almaktadır. Bu düzenlemeye göre *“Borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslimi anında tamamen ödenmesi şarttır”*. Her ne kadar hükmün lafzı HDT’lerin yatırımcıya teslimi ile bedelin ödenmesinin eş zamanlı gerçekleştirileceği izlenimini yaratmaktaysa da, düzenlenmek istenen aslında aynı sermayenin karşılığında borçlanma aracı çıkartılmasını ve borçlanma aracı bedelinin taksite veya vadeye bağlanmasını engellemektir. Böylece halka arz edilecek bazı sermaye piyasası araçları için geçerli tam ve nakden ödeme kuralı borçlanma araçları

³⁵³ **Domanıç**, Tahvil Senetleri, s. 312.

için de geçerli olmaktadır. Hükümün sadece borçlanma senetlerine uygulanacağı 504. madde lafzında açıkça belirtilmiş; gerekçede de vurgulanmıştır³⁵⁴.

6102 sayılı TTK'nın emredici nitelikteki düzenlemesi gereğince, halka arz edilerek veya tahsisli satış yöntemiyle gerçekleştirilen ihraçlarda borçlanma araçlarının bedellerinin teslimi anında “nakit olarak” ve “tamamen” ödenmiş olması gerekir. Bu düzenleme bir açıdan eleştirel bir diğer açıdan ise yararlı nitelikte görülebilir.

Anılan hüküm, özellikle borçlanma senetlerinin kurumsal yatırımcılara tahsisli olarak satılması olanağında, fon ihtiyacı içerisinde olan ihraççının satış koşullarında esneklik sağlama imkânını ortadan kaldırması ve ihraççı ile bu senetleri satın alacak yatırımcılar arasındaki ilişkiye gereksiz ve gerekçesiz bir müdahale niteliğinde olduğundan yola çıkılarak eleştirilmiştir³⁵⁵.

TTK m. 504'de yer alan düzenlemeye bir diğer açıdan bakıldığında ise tam ve nakden ödeme kuralının yararlarına değinmek gerekir. Öncelikle bu kuralın tıpkı sermaye borcu ile yükümlü payları temsil eden senetlerin sermaye piyasalarında tedavül etmesini engellediği³⁵⁶ gibi bedeli tamamen ödenmemiş borçlanma araçlarının sermaye piyasalarında tedavülünü engelleyerek yatırımcıların korunması söz konusu olacaktır. Bu kuralın borçlanma araçları için de öngörülmesi ile bedelin tamamı ihraççı hesabına geçmeden ihraççı şirketlerin bu senetleri teslim yükümlülüğü doğmayacaktır. Dolayısıyla, yatırımcıların ihraççı şirkete bakiye borcunun kalması mümkün olamaz. Böylece, hem bedelinin tamamı ödenmeyen

³⁵⁴ “Son cümle sadece borçlanma senetleri hakkındadır” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 504).

³⁵⁵ Ayoğlu, Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, s. 440, 441.

³⁵⁶ Ayoğlu, Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, s. 431.

senetlerin devir sorunları, hem de şirketlerin ihraç ettikleri borçlanma araçlarının bedellerinin tahsil sorunları ortadan kalkmış olmaktadır.

2-Anapara Güvencesi

Tahvillerin bütün çeşitleri, yatırımcılara itfa sürecinin tamamlanması sonucunda anaparalarını geri alma güvencesini içermektedir. Anaparanın korunması güvencesi tahvillere, risk tercihi düşük olan yatırımcılara dahi hitap eden bir sermaye piyasası aracı karakteri vermiştir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre "*Tahvillerin anaparası, vade bitiminde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir*" (m. 28/1). Hangi yöntemin tercih edileceği şirketin iktisadi tercihlerine göre alacağı ihraç kararında belirlenir ve izahnamede belirtilir. Ancak tahvillere ilişkin genel esaslar bölümünde düzenlenen anaparanın vade içinde taksitler halinde ödenebilmesi imkânı, HDT'lerin nitelikleriyle uyumlu görünmemektedir. Yapılan anapara ödemelerinin HDT'nin değerini etkilemesi, dönüştürmenin şirketin ve yatırımcıların öngördüğü koşullarda gerçekleştirilmesini engeller. Anaparanın yatırımcılara taksitler halinde ödeneceği bir HDT ihracında, HDT'lerin içerdiği dönüştürme hakkının kullanılması halinde, tahvilin ihraççı payına dönüşümünde önceden kararlaştırılan ve izahnamede belirtilen şartların uygulanabilmesi dönüştürme koşullarının değiştirilmesini gerektirir.

HDT sahipleri, tahvil için ödemiş olduğu bedeli ifade eden anaparalarını, dönüştürme hakkının kullanılmadığı zaman vade sonunda ve izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak geri alabilir. Tabiatıyla, tahvil sahibi vade sonunu beklemeden

de ikinci el piyasada tahvilini piyasa fiyatı üzerinden satıp paraya çevirebilme imkânına sahiptir.

HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları halinde ise Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 43/1'e göre dönüştürme gününe kadar işlemiş faizlerine hak kazanırlar. Ancak bu kişilere bunun dışında bir nakdî ödeme yapılmaz. Bu bağlamda, dönüştürme haklarını kullanan yatırımcılar, HDT'ler için ödenen anaparalarını ihraççı payı olarak geri almış olmaktadır.

3-Faiz

Faiz, klasik anlamıyla tahvilin hukuki semeresidir. Ancak ihraç edilen tahvili yatırımcılar açısından daha cazip hale getirebilmek amacıyla faiz ile birlikte veya faiz söz konusu olmaksızın değişik menfaatlerin sunulması düşüncesi gelişmiştir. HDT'ler de bu düşüncenin ürünü olarak ortaya çıkan borçlanma araçlarındandır.

Tahvillerin içerdiği faiz hakkı, hukuki niteliği itibarıyla kapital faizi sayılır. İhraççı şirkete belirli miktar parayı borç veren kişi konumunda olan tahvil yatırımcısı bu paradan mahrum kaldığı süre nispetinde belirlenecek faiz miktarına hak kazanır. İhraççı şirketin kâr elde edip etmemesi faiz hakkının kazanılmasında etkili değildir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 32. maddesine göre, tahvillere ödenecek olan faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, ihraççılar tarafından belirlenir ve izahname ile sirkülerde açıkça belirtilir.

HDT'lerin içerdiği faiz hakkı genellikle adi tahvillere göre daha düşük oranda belirlenir³⁵⁷. Yatırımcılara sunulan düşük oranlı faiz sayesinde borçlanma maliyetlerinin düşük olması, anonim şirketlerin HDT ihracına yönelmesindeki temel

³⁵⁷Choudhry, s. 175.

nedenlerdendir³⁵⁸. Yatırımcılar ise HDT'lerin içerdği dönüştürme hakkının değerinden dolayı düşük faize katlanırlar³⁵⁹. HDT sahibi dönüştürme hakkını kullanmak istemezse anaparasını koşulları önceden kararlaştırılmış faizi ile birlikte geri alır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre HDT'lerin içerdği faiz hakkı, dönüştürme hakkından bağımsız nitelik arz eder. Tebliğ'in m. 43/1 hükmü aynen "*HDT'lerin dönüştürme gününe kadar işlemiş faizleri HDT sahiplerine nakden ödenir*" şeklindedir. Buna göre HDT sahibi dönüştürme hakkını kullansa dahi faize hak kazanır. Bu durum, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'den kaynaklanan bir haktır ve yürürlükteki hukuka göre HDT izahnamesinde aksinin belirtilmesi mümkün değildir. Ancak bu durum HDT'lerin zorunlu bir unsurunu oluşturmadığından Tebliğ'in anılan hükmündeki sınırlandırmanın kaldırılması düşünülebilir. Her ne kadar faizin dönüştürme hakkının kullanımından bağımsız bir şekilde yatırımcıya sunulması dönüştürme koşullarının belirlenmesi ve işlemlerin gerçekleştirilmesinde bir kolaylık sağlasa da, özellikle dönüştürmenin gerçekleştirileceği zamanın belirli olduğu itfa planına bağlı dönüştürme yolunda birikmiş faiz alacağının da ihraççı paylarına dönüştürülmesi imkânı yaratılabilir. Birikmiş faiz alacağının da dönüştürme kapsamına dâhil edilmesi imkânının tanınması, sermaye artırımını ile payların temininde ödenecek faiz tutarının da şirketin sermayesine katılması olanağını verir. Dönüştürme hakkını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların sermaye artırımını yapılmaksızın temininde ise pay bedelleri her durumda şirket kasasından çıkacağından bu durum bir önem arz etmez. Bununla birlikte, birikmiş faiz yerine

³⁵⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 30-34.

³⁵⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 34-37.

ihraççı şirketin payını alma hakkının sunulması, dönüştürme hakkını kullanan yatırımcıların HDT'lerden beklediği yararı artırabilir.

Faize ilişkin koşulların önceden belirlenmesi zorunluluğu, faiz oranının somut olarak önceden belirlenmesi gerektiği anlamına gelmez. Tahviller sabit faizli olarak ihraç edilebilecekleri gibi değişken faizli olarak da ihraç edilebilirler. “Değişken faizli tahviller” (*floating rate bonds/notes*) tahvillerin içerdiği faiz hakkının, enflasyon sebebiyle piyasadaki cari faiz oranlarının gerisinde kalma riskine karşı geliştirilmişlerdir³⁶⁰. Tahvillerin “sabit getirili menkul kıymetler”den (*fixed income securities*) sayılmasının istisnalarından birini oluşturmaktadırlar.

Değişken faizli tahviller, faiz oranının tahvilde öngörülen şartlara, yıllara ya da gösterilen endekslere göre değiştiği tahvilleri ifade eder³⁶¹. Önceden belirlenen ve izahnamede açıkça belirtilen ölçütlere göre, tahvilin içerdiği faiz hakkının değişkenliği söz konusudur.

Değişken faizli tahvillere ilişkin esaslar Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 33. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan maddede, değişken faizli tahvillerde uygulamaya esas alınacak faiz oranının belirlenmesi için gerekli unsurların Kurul'a müracaat edilmeden önce tespiti ve bunların izahname ile sirkülerde yer alması zorunluluğuna yer verilmiştir. Ayrıca izahname ve sirkülerde yer alan unsurlarda kanuni zorunluluklar saklı kalmak kaydıyla vade sonuna kadar değişiklik yapılması mümkün değildir. Aracılık faaliyetini gerçekleştiren kurumlar, değişken faizli tahvillere

³⁶⁰Ünal, Sermaye Piyasası, s. 120; Reçber, E.: Türk Hukukunda Tahvil Çeşitlerinin Yatırımcılara Temin Ettikleri Haklar Bakımından İncelenmesi, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi 2010, S. 65-66, s. 201.

³⁶¹Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 633; Ünal, Sermaye Piyasası, s. 120, 121; Reçber, s. 201, 202.

ödenek faiz tutarlarının izahname ve sirkülerde belirtilen esaslara uygun olarak hesaplanmasının kontrolü ile yükümlüdürler (m. 33/3). Ödenek faiz oranının belirlenmesinde esas alınacak ölçütün ortadan kalkması halinde yapılacak işlemler SPK tarafından belirlenir (m. 33/4).

Değişken faizli tahviller doktrinde bir tahvil türü olarak yorumlanmaktadır. Ancak tahvillerin yatırımcılara temin ettikleri haklar bakımından yapılan sınıflandırmada bağımsız nitelikte ve tamamen kendine özgü bir tahvil türü olarak görülmemelidir. Değişken faizli tahvillerin karakteristik vasfı diğer tahvil türlerinin içinde de yer alabilir. Örnek vermek gerekirse, HDT'lerin değişken faizli olarak ihracı mümkündür.

Nihayet, şirketin sona erme hallerinde dönüştürme hakkının kullanımının imkânsız hale gelmesi söz konusu olurken; faiz borcunun aynen ve nakden ifası mümkündür.

4-Dönüştürme

A-Genel Olarak

Dönüştürme hakkı, HDT'leri diğer tahvil çeşitlerinden ayırt eden karakteristik niteliğidir. Dönüştürme, dönüştürmek fiilinin isim şeklini; dönüştürmek fiili ise “*bir şekli, belli bir kurala göre başka bir şekle çevirme*”, “*tahvil etme*” anlamlarına gelmektedir³⁶². Bu yönüyle bir varlığın başka bir varlığa çevrilmesi anlamını içinde barındırır.

Esas itibarıyla, HDT sahipleri dönüştürme haklarını kullandıklarında sahip oldukları HDT'ler ihraççı şirketin paylarına dönüşmemektedir. Bu durumda yapılan

³⁶²Bkz. Türkçe Sözlük, s. 715.

işlem, ihraççı şirketin sermaye artırımı yaparak oluşturduğu yeni payların mülkiyetinin aslen ya da sermaye artırımı yapılmaksızın mevcut payların devren HDT sahiplerine geçirilmesi ve karşılığında HDT'lerin itfasının sağlanmasıdır.

Emre veya hamile yazılı kıymetli evrakın hamile ya da hamile yazılı kıymetli evrakın nama veya emre yazılı kıymetli evrak haline getirilmesi olanağı³⁶³, 6762 sayılı TTK'nın 562. maddesinde “*Tahvil*”; 6102 sayılı TTK'nın 650. maddesinde ise “*Senedin Türünün Değiştirilmesi*” kenar başlıkları ile düzenlenmiştir. TTK m. 650/1 hükmüne göre “*Nama veya emre yazılı senet, ancak kendisine hak verdiği ve borç yüklediği tüm kişilerin muvafakatıyla hamile yazılı senede dönüştürülebilir. Bu muvafakatın doğrudan senet üzerine yazılması gerekir*”. Anılan düzenlemede senet üzerine yazılan bir beyanla gerçekleştirilen dönüşüm, “*dönüştürme*”, “*tahvil etme*” terimlerinin anlamlarıyla daha uyumlu görünmektedir.

Benzer şekilde, TTK m. 189/1-a hükmünde anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin limited şirkete dönüşmesine ilişkin olarak “dönüştürme” terimi zikredilmiş; TTK m. 194’de ise ticari işletmenin ticaret şirketine ve ticaret şirketinin ticari işletmeye “dönüşümü” düzenlenmiştir. Her iki maddede kullanılan ifadeler, dönüştürmenin mevcut bir varlığın bir başka varlığı çevrilmesi anlamına uygun görünmektedir.

Terimsel anlam değerlendirildiğinde, dönüştürme hakkını kullanan HDT sahiplerinin pay sahibi sıfatını aslen ya da devren kazanmasında, HDT şirket payına tahvil³⁶⁴ olmamakta; HDT'lerin teslim edilerek yerine ihraççı paylarının alınması söz

³⁶³Bu hükmün emre yazılı kıymetli evrakın nama veya nama yazılı kıymetli evrakın emre yazılı kıymetli evraka dönüştürülmesinde de kıyasen uygulanabileceği kabul edilmektedir (bkz. **Domaniç**, Kıymetli Evrak, s. 42, 43; **Öztan**, s. 260, 261; **Poroy/Tekinalp**, s. 94).

konusu olmaktadır. Bu bağlamda, dönüştürmeden ziyade aslında değiştirme faaliyeti gerçekleştirilmektedir³⁶⁵. Ancak yabancı hukuk sistemlerinde HDT'ler için “*convertible bonds*”, “*Wandelanleihe*” terimleri ile bu tahvil türünün içerdiği dönüştürme hakkı için “*conversion right*”, “*Wandelrecht*” terimlerinin yerleşik olarak kullanılması, SPK'yı Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de bu yönde bir tercihte bulunmaya yönlendirmiştir³⁶⁶.

Nihayet, 6102 sayılı TTK ile SerPK ve eSerPK'da yer alan “değiştirme hakkı” ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de tercih edilen “dönüştürme hakkı”nın aynı kavramı ifade etmek üzere kullanılan farklı terimler olduğu ve bu terimlerin HDT'ler açısından eş anlamlı olarak anlaşılması gerektiğinden, ayrımın uygulamada farklı bir hukuki sonuç doğurmayacağı gözden uzak tutulmamalıdır³⁶⁷.

³⁶⁵6102 sayılı TTK'nın payların türünün dönüştürme yoluyla değiştirilmesinin düzenlendiği 485. maddesi “*Dönüştürme*” kenar başlığını taşımaktadır. Payın türünün dönüştürme yoluyla değiştirilmesinde de, HDT'lerin ihraççı payına dönüştürülmesine benzer şekilde “dönüştürme”den ziyade “değiştirme” söz konusudur.

³⁶⁶**Poroy**, “*convertible*” kelimesinin Türkçe karşılığını “*kabil-i tebdil*”, “*tahvil veya tebdil edilebilen*” olsa da, aynı kişi alacaklı durumundan ortak durumuna geçtiğinden “*conversion*”a uğrayanın senet değil, senedin sahibi olduğunu vurgulamış ve bir senet verilip başka bir senet alındığına göre “*değiştirilebilir*” ifadesinin kavramı daha iyi ifade ettiğini ileri sürmüş; aksinin kabulü halinde “*kabil-i tahvil tahvil*” şeklinde garip bir ifadenin ortaya çıktığını belirtmiştir. (**Poroy**, s. 479, 480). Yazar bu gerekçeyle HDT'leri ifade etmek için “*değiştirilebilir tahvil*” terimini tercih etmiştir.

Biçer, bir dönüştürmeden bahsedilebilmesi için tahvil senetlerinin pay senetleriyle değiştirilmesine gerek kalmadan pay senetlerinin dönüşmesini gerektireceğinden hareketle “dönüştürme” teriminin yerine “değiştirme”; “dönüştürülebilir tahvil” yerine “değiştirilebilir tahvil” ifadesinin daha yerinde olacağını savunmuştur (**Biçer**, s. 169, 170, dpn. 589).

³⁶⁷Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 25-29; 196-198.

B-Hukuki Nitelik

Dönüştürme hakkının hukuki niteliği konusunda farklı görüşler mevcuttur. Bu görüşlerden “*seçimlik borç*”, “*yedek edim yetkisi*”, “*takas*”, “*beklenen hak*” ve “*yenilik doğurucu hak*” görüşleri ön plana çıkmaktadır.

“*Seçimlik Borç*” görüşüne³⁶⁸ göre borcun konusunu oluşturan değişik edimlerden birini, borçlu ya da alacaklı seçme hakkına sahiptir. Seçilen edimi borçlu yerine getirmek zorundadır. Bu görüşe göre, alacaklı konumunda olan HDT sahibine, anaparasını faiziyle birlikte geri alma ya da dönüştürme hakkını kullanarak alacaklı konumundan pay sahibi konumuna geçme hakkı tanınmıştır.

“*Yedek Edim Yetkisi*” görüşüne³⁶⁹ göre ihraççı şirket esas edimi borçlanmış olmasına rağmen, borçlu veya alacaklıya esas edim yerine geçmek üzere başka bir edimi teklif ve talep etme yetkisi verilmiştir. Kural olarak borçluya ait olan yedek edimin ifasını gerçekleştirme yetkisi HDT’lerde alacaklıya verilmiş olmaktadır. Bu görüşte, HDT’lerin içerdiği anapara ve faiz hakkı esas edimi teşkil etmekle birlikte, HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmak istemeleri halinde, yedek edim yetkisi (*Fakultas Alternativa*) HDT’lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesini talep etme hakkını sağlar.

Dönüştürme hakkının hukuki niteliği konusunda yapılacak tespitin, edimler arası ilişki açısından önem taşıdığı savunulmaktadır. Asıl edimin imkânsızlık sebebiyle ortadan kalkması halinde, “*seçimlik borç*” görüşüne göre edimin diğer

³⁶⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 64, 65; **Erdem, H. E.**: Pay Senetleri İle Değiştirilebilir Tahviller, Prof. Dr. Kudret Armağanı, Ankara 1988, s. 707; **Kubilay**, s. 51; **Kaya**, s. 45; **Biçer**, s. 164; **Saraç**, s. 43, 44.

³⁶⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 65; **Erdem**, s. 708, 709; **Kubilay**, s. 52; **Kaya**, s. 45; **Biçer**, s. 165; **Saraç**, s. 43, 44.

edimde toplandığı; “*yedek edim yetkisi*” görüşünde ise yedek edimin de ortadan kalktığı ileri sürülmektedir³⁷⁰.

“Takas” görüşüne³⁷¹ göre, HDT sahibinin dönüştürme talebi, şirketten olan alacağı ile kendisine sunulacak paylar arasında gerçekleşecek bir takas meydana getirir.

Belirtilen görüşlerden nitelik itibarıyla farklı³⁷² bir diğer görüş olan “*Beklenen Hak*” (*Anwartschaftsrecht*) görüşüne³⁷³ göre HDT sahibi, ihraççı şirketin payını elde etme yönündeki beklentinin hamilidir. Bu görüşe göre dönüştürme hakkı, yenilik doğuran bir irade açıklamasıyla kullanılır. Bu yüzden “*yenilik doğurucu hak*” görüşü olarak da adlandırılmaktadır³⁷⁴. Belirtilen görüşe göre dönüştürme hakkı, HDT sahibi tarafından, tek taraflı, şarta bağlanamayan ve bir kez kullanmakla tükenen niteliktedir.

Alman hukukunda, “*yedek edim yetkisi*” görüşü³⁷⁵, İsviçre hukukunda ise “*beklenen hak*” görüşü³⁷⁶ hâkimdir. Türk hukukunda da yabancı hukuk sistemlerine paralel olarak farklı görüşler mevcuttur. *Tekinalp*, “*yedek edim yetkisi*” görüşünü³⁷⁷,

³⁷⁰**Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 65; **Erdem**, s. 708, 709.

³⁷¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Kubilay**, s. 54; **Biçer**, s. 166.

³⁷²Gerçekten, bir hakkın yenilik doğurucu olması hakkın kullanılması durumunda yaptığı etki bakımındandır. Dolayısıyla bu görüş “seçimlik borç” ve “yedek edim yetkisi” görüşlerinden nitelik itibarıyla farklıdır. Bu gerekçelerle “*yenilik doğurucu hak*” görüşünün de dönüştürme hakkını tam olarak açıklayamadığı ileri sürülmektedir (**Biçer**, s. 166).

³⁷³Ayrıntılı bilgi için bkz. **Kubilay**, s. 4, 53; **Kaya**, s. 46; **Biçer**, s. 165, 166; **Saraç**, s. 43, 44.

³⁷⁴**Kubilay**, s. 4, 53.

³⁷⁵**Erdem**, s. 708.

³⁷⁶**Saraç**, s. 43.

³⁷⁷**Tekinalp** (**Poroy/Çamoğlu**), 2010, s. 634; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 65.

Erdem “seçimlik borç” görüşünü³⁷⁸, Biçer “takas” görüşünü³⁷⁹, Kubilay ise “yenilik doğurucu hak” görüşünü³⁸⁰ benimsemiştir.

TTK’nın 461. maddesinin gerekçesinde³⁸¹ HDT sahibinin şirket paylarını elde etmeye yönelik beklentinin hamili, değiştirme hakkının ise yenilik doğurucu bir hak olduğu vurgulanmıştır. Dolayısıyla, kanun koyucunun, İsviçre hukukundaki baskın görüşü kabul ettiği görülmektedir.

Dönüştürme hakkının hukuki niteliği konusundaki tartışmaların yanı sıra, hakkın özellikleri de önem taşımaktadır. Bu bağlamda, HDT’lerin yabancı sermaye piyasalarında yaygın kullanım şekli, dönüştürme hakkını HDT sahibinin takdirine bırakmaktadır. Kural olarak HDT’lerin içerdiği dönüştürme hakkı ihtiyari niteliktedir ve yatırımcıya dönüştürme zorunluluğu yüklenemez. Ancak “*mandatory convertible bonds*” ve “*Pflichtwandelanleihe*” terimleri ile ifade edilen, dönüştürme hakkının kullanımının zorunlu olduğu HDT türü de başta ABD, Almanya ve İsviçre olmak

³⁷⁸ **Erdem**, s. 709.

³⁷⁹ **Biçer**, s. 166. **Biçer**, “takas” görüşünü savunmakla birlikte dönüştürme hakkının yenilik doğurucu bir hak olduğunu da belirtmektedir.

³⁸⁰ **Kubilay**, s. 4, 54.

³⁸¹ “*Değiştirme hakkı; tahvillere ve benzeri borçlanma araçlarına bağlanmış, sahibine söz konusu borçlanma senetlerini tek taraflı iradesiyle, şirketin pay senedi ile değiştirme hakkını veren bir haktır. Bu hak yenilik doğurucudur. Tahvilin ve benzeri borçlanma araçlarının alacaklısı sadece mezkûr senetlerde yazılı anaparanın ve faizinin değil, bir alternatif faculta olarak şirketin pay senedini elde etmeye ilişkin beklentinin de hâmilidir. Yenilik doğurucu hakkın kullanımı ile, alacak ile pay senedi bedeli takas edilmiş olur. Türk hukuku değiştirme hakkını hisse senetleri ile değiştirebilen tahviller sebebiyle tanımaktadır*”.

üzere yabancı ülkelerde ihraç olunmaktadır. Bu HDT türünde, vadenin gelmesi ile birlikte senet kendiliğinden ve zorunlu olarak ihraççı payına dönüşmektedir³⁸².

Türk hukukunda “dönüştürülmesi zorunlu tahviller” düzenlenmemiştir. Ancak yine de dönüştürme zorunluluğu yükleyen HDT ihraç edilebileceği ileri sürülmüştür³⁸³. Sermaye piyasası araçlarının düzenlenmesi ve denetlenmesi yetkisinin SPK’da oluşu ve izahname ya da ihraç belgesi onaylanmadan bir sermaye piyasası aracının ihraç edilip satışının yapılmasının hukuki ve cezai müeyyidelere bağlı olması göz önünde bulundurulduğunda şu an için “dönüştürülmesi zorunlu tahviller” in ihraç edilebilmesi hukuken ve fiilen mümkün görünmemektedir.

C-Sonuçları

Dönüştürme hakkının kullanılması ile ihraççı şirket izahname ve sirkülerde belirtilen esaslarla paylarını HDT sahibine sunmak zorundadır. Dönüştürmenin gerçekleştirilmesi ile birlikte HDT sahibi alacaklı sıfatını kaybeder³⁸⁴ ve pay sahibi sıfatını kazanır.

HDT sahibinin dönüştürme hakkını kullanması halinde ihraççı şirket bu kişilere önceden kararlaştırılan esaslara uygun olarak mülkiyet hakkı tesis etmek zorundadır. Borcun ifası sermaye artırımını ile yeni oluşturulacak ya da sermaye

³⁸²Fabozzi, s. 467; Schlitt/Hemeling, s. 297, 318.

³⁸³Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2009, s. 727. Ancak eserin bir sonraki basısında HDT sahiplerine dönüştürme zorunluluğu yüklenemeyeceği belirtilmiştir [Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 634]. Bu durumda kastedileninin dönüştürme hakkının ihtiyari nitelikte olduğu klasik HDT’lerde bu tahvillerin sahiplerine dönüştürme zorunluluğu yüklenemeyeceği olduğu anlaşılmaktadır.

³⁸⁴Opsiyonlu tahvillerde ise tahvil sahibinin opsiyon hakkını kullanması ile şirket alacaklısı sıfatına pay sahibin sıfatı eklenir.

artırımı yapılmadaan mevcut paylar ile gerçekleştirilebilir. Hemen belirtelim ki, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 43/2 gereğince dönüştürme giderlerinin tamamı ihraççı şirkete aittir.

SPK, dönüştürmenin Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de belirtilen esaslarla gerçekleştirileceğini öngörmüştür³⁸⁵. Bu esasları incelemek gerekirse, yabancı hukuk sistemlerinde olduğu gibi Türk hukukunda da, vade, dönüştürme zamanı, dönüştürme fiyatı, dönüştürme oranı gibi kavramlar karşımıza çıkmaktadır.

Vade (*maturity, term*), ihraççının önceden belirlenen koşullara uygun olarak borcunu ifa ettiği süredir³⁸⁶. Vade süresi aynı zamanda tahvilin var olmaya devam ettiği zaman dilimidir³⁸⁷.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e göre, tahvillerin ve HDT’lerin vadeleri asgari bir yıldır (m. 27, 35). Tahviller esas itibarıyla uzun vadeli sermaye piyasası araçlarıdır. Ancak uzun vadeler öngörülmesi özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde tahvillere olan talebi oldukça azaltabilmektedir. HDT’ler uygulamada genellikle 10 ilâ 20 yıl arasında değişen vadelerle, orta ve uzun vadeli olarak ihraç edilmektedir³⁸⁸. Her ne kadar HDT’ler içerdikleri dönüştürme haklarıyla uzun vadeli ihraçlara uygunsa da, vadenin asgari süresinin bir yıl gibi kısa bir süre olması ihraççılara vade

³⁸⁵Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in dönüştürmenin gerçekleştirilmesine ilişkin benimsediği dönüştürme yolları olan “İtfa Planına Bağlı Dönüştürme”, “Ortaklığın Talebine Bağlı Dönüştürme” ve “Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Dönüştürme” hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. s. 168-182.

³⁸⁶Fabozzi, s. 3.

³⁸⁷Fabozzi, s. 3; Choudhry, s. 3.

³⁸⁸Choudhry, s. 169.

süresini belirleme konusunda daha geniş bir serbesti tanınması açısından olumludur³⁸⁹.

HDT'lerin dönüştürme zamanı konusunda, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 35. maddesinde "*HDT'lerin hisse senetlerine dönüştürülmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 1 yıl sonra yapılabilir*" düzenlemesine yer verilmiştir. Vadenin başlangıç tarihi ise HDT'lerin yatırımcı hesaplarına aktarıldığı gündür (m. 18/3). Vade konusundaki asgari sınır ile uyumlu bu düzenleme gereğince, bir yıl vadeli bir HDT ihracında dönüştürmenin en erken vade sonunda yapılabilmesi mümkün iken, daha uzun vadeli HDT'lerde ise HDT'nin yatırımcı hesabına aktarıldığı günden itibaren bir yılın dolması ile dönüştürme yapılabilmesi mümkün hale gelir³⁹⁰. Tahvilin yatırımcı hesaplarına aktarılıp ihraç sürecinin tamamlanmasından itibaren bir yıl içinde dönüştürmeye izin verilmemesi vade konusundaki asgari bir yıllık sınırı korumaya yöneliktir ve bu bir yıllık süre içerisinde şirket borcunu ifaya zorlanamayacaktır. Hemen belirtelim ki, dönüştürmenin yapılabileceği zamana ilişkin bu düzenlemeler HDT ihraç koşullarına genel bir sınır niteliğindedir. Bu düzenlemeler çerçevesinde olmak üzere, dönüştürme zamanı, ihraççı şirket tarafından HDT ihraç kararında serbestçe belirlenecek ve izahnamede belirtilecektir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de dönüştürme fiyatı (*conversion price*), "*HDT sahiplerinin tahvillerini hisse senetlerine dönüştürmeleri halinde bu hisse senetlerine*

³⁸⁹ ABD'de tahvillerden, vadesi bir ilâ beş yıl arasında olanlar kısa vadeli, beş ilâ oniki yıl arası olanlar orta vadeli, oniki yıl ve daha uzun vadeli olanlar ise uzun vadeli tahvil olarak nitelendirilmektedir (Fabozzi, s. 3).

³⁹⁰ Krş. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 634. Tekinalp, Tebliğ'in 35. Maddesine göre HDT'nin iftasından sonra bir başka deyişle vadenin dolmasından sonra en az bir yıl geçmesi gerektiğini ifade etmiştir.

uygulanacak fiyat” olarak belirlenmiştir (m. 37/1). Dönüştürme fiyatı, uygulamada şirketin HDT ihraç ettiği sıradaki pay değerlerinin üzerindedir³⁹¹.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’e göre dönüştürme oranı (*conversion ratio*), *“Hisse senedine dönüştürme sırasında HDT’nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir”* (m. 37/2). HDT’nin nominal değerinin dönüştürme fiyatına bölünmesi ile dönüştürme oranına ulaşılabilir³⁹².

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 38/1 *“İhraç edilen HDT’lerin vadesi içerisinde sermaye artırımı, temettü ödemesi ve benzeri nedenlerle hisse fiyatını etkileyen işlemler olması durumunda dönüştürme oranının belirlenmesinde düzeltilmiş fiyatlar esas alınır ve dönüştürme oranının düzeltilme esasları HDT ihracına ilişkin izahname ve sirkülerde belirtilir”* şeklindedir. Bu şekilde yeniden hesaplanan dönüştürme oranı ortaklık tarafından özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur (m. 38/2). İhraççı şirkete maddede sayılan hallerde dönüştürme oranını düzeltme yetkisi verilmiştir. Hemen belirtelim ki, anılan düzenlemenin lafzı bu hallerin ihraççı pay değerlerini etkileyen haller ekseninde değerlendirilmesi gerektiğini ve sınırlı sayıda olmadığını göstermektedir. Ancak şirket, bu yetkisini HDT sahiplerinin zararına hareket etme amaçlı olarak kullanamaz. Her ne kadar 2499 sayılı mülga SerPK’nın ihraççı şirket genel kurulunun veya yönetim kurulunun HDT sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamayacağına ilişkin m. 14/2 hükmüne paralel bir düzenlemeye 6362 sayılı SerPK’da yer verilmesine de, TTK m. 467/2 gereğince HDT sahiplerinin haklarının korunması mümkündür³⁹³. Ayrıca,

³⁹¹Choudhry, s. 176.

³⁹²Choudhry, s. 171, 174, 175.

³⁹³Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 268-270.

Türk Medeni Kanunu (TMK) m. 2 gereğince HDT'lerin hukuki niteliği ve tarafların bu borçlanma aracından beklediği yararlar göz önünde bulundurulduğunda, ihraççı şirketin bu yetkisini kötüye kullanamayacağı sonucuna varılır.

Yabancı hukuk sistemlerinde dönüştürme fiyatı ve oranının belirli zaman aralıklarına göre değişiminin öngörülebileceği kabul edilmektedir³⁹⁴. Örneklendirmek gerekirse, HDT ihraç olunduğunda payları piyasada 10-TL'den işlem gören bir ihraççının 6 yıl vadeli bir HDT ihracında, dönüştürme fiyatını ihraçtan sonraki ilk iki yıl için 12-TL, daha sonraki iki yıl için 14-TL, geriye kalan iki yıl için ise 15-TL olarak belirleyebilmesine izin verilmektedir. Bu şekilde bir belirleme Türk hukukunda açıkça düzenlenmemiştir³⁹⁵. Fakat mevzuatta bu yöntemi yasaklayan bir hüküm bulunmaması sebebiyle, izahnamede açıkça belirtilmesi koşuluyla izin verilebilir.

II.ÖZEL DURUMLAR

1-Dönüştürme Haklarını Kullanan HDT Sahiplerine Verilecek Payların Temini

A-Genel Olarak

Anonim şirketler, HDT ihraç etmekle dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine kendi paylarını sunma taahhüdü altına girmektedir. HDT'lerin

³⁹⁴Choudhry, s. 171.

³⁹⁵İmregün, "Bir anonim ortaklık çıkarmış olduğu tahvillerden 1.1.1990 tarihine kadar pay senedine çevrileceklere 1.000-TL lik bir pay için 1.000-TL'lik bir tahvil 2.1.1990'dan 1.1.1992 tarihine kadar değiştirmelerde 3 tahvile iki pay senedi, 2.1.1992'den 1.1.1994'e kadar iki tahvile bir pay senedi vereceğini, bu tarihten sonra artık bir değişim yapmayacağını belirtebilir" şeklindeki bir örnekle kademeli değiştirmenin hukuk sistemimizde mümkün olabileceğini belirtmiştir (İmregün, s. 427).

dönüştürüleceği payların ne şekilde temin edileceği konusu, şirketlerin bu borçlanma aracını kullanabilmesinin önündeki en büyük engellerden birini oluşturmuştur. Öyle ki, HDT'lere işlerlik kazandıracak bir yasal zeminin kurulması gayesi, Türk hukukunda yer alan iki farklı sermaye artırımı yöntemi olan kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı ile şarta bağlı sermaye artırımının düzenlenmesine yol açmıştır³⁹⁶.

Dönüştürme için gereken payların temin yolları konusu, Türk hukuk doktrininde ilk defa *Hirsch* tarafından incelenmiş³⁹⁷ ve zamanla değişik alternatifler üzerinde durulmuştur³⁹⁸. Önerilen çözüm yolları arasında farklı alternatifler bulunsa da, payların sermaye artırımı gerçekleştirilerek temin edilmesi gerekliliği ağırlık kazanmıştır³⁹⁹.

Gerçekten, payların sermaye artırımı yoluyla temini, bu sorunun aşılmasını sağlayacak önemli bir alternatiftir. Ayrıca şirket yararına sonuçlar doğuracak şekilde bir sermaye artırımının gerçekleştirilmesini sağlama fonksiyonu, ihraççılar açısından HDT'lere başvurulmasının temel yararlarından⁴⁰⁰. Dönüştürme fiyatının uygulamada şirketin HDT ihraç ettiği sıradaki pay değerlerinin üzerinde olması⁴⁰¹ ve

³⁹⁶Kayıtlı sermaye sistemi konusunda bkz. eSerPK “Gerekçe”, Bölüm-I; şarta bağlı sermaye artırımı konusunda bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 463.

³⁹⁷**Hirsch**, s. 548.

³⁹⁸Payların ne şekilde temin edilebileceği konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **Arslanlı**, s. 316-320; **Poroy**, s. 493-501; **Domanıç**, Tahvil Senetleri, s. 343; **Erdem**, s. 718-720; **Kubilay**, s. 64-69.

³⁹⁹Bu durum Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'den önceki tebliğlere de yansımıştır. Zira Seri:II No:3 ve Seri:II No:15 sayılı tebliğlere göre HDT'lerin sadece sermaye artırımı yoluyla temin edilecek paylarla değiştirilmesi mümkündür.

⁴⁰⁰Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 30-34.

⁴⁰¹**Choudhry**, s. 176.

sermaye artırımını ile elde edilen yeni paylara henüz paylar oluşturulmadan alıcı bulunması olanakları, HDT ihracında sermaye artırımını yönteminin kullanılması kadar, sermaye artırımında HDT'lerin kullanılmasının önemini gözler önüne sermektedir. Nitekim, şirketin sermaye artırımını yapmak istemesi halinde, yeni oluşturulacak payların doğrudan halka arz edilmesi yerine HDT ihraç edilerek ileride sermaye artırımına gidilmesi sayesinde payların yüksek değerle satılması imkânı, ABD'de ve İsviçre'de şirketlerin sermaye artırımını için bu dolaylı yöntemin kullanılmasının gerekçesi olarak gösterilmektedir⁴⁰².

Dönüştürme hakkını kullanan HDT sahiplerine verilecek payların sermaye artırımını yapılmaksızın temin edilebilmesi de mümkündür. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre payların sermaye artırımını ile temin edilmesi kural olarak zorunlu değildir. Ancak bu durum, HDT'lerini ihraççı paylarına dönüştürmek için talepte bulunan HDT sahiplerine sunulması gerekli pay miktarının, ortaklığın toplam pay miktarına oranı %20'nin altında kalması ile sınırlı olarak ve sadece ortaklığın talebine bağlı dönüştürme yöntemi ile tasarruf sahibinin talebine bağlı dönüştürme yönteminde kabul edilmiştir (m. 40/5, 41/3). İtfa planına bağlı dönüştürme yönteminde ise payların sermaye artırımını ile temini zorunludur (m. 39/2-a,b). Bu düzenlemeler, sermaye artırımını tercih edilmeden HDT'lerden yararlanma imkânını sınırlandırmakta ve zorlaştırmaktadır.

Sermaye artırımını, şirketin mali yapısı, pay sahiplerinin şirkete hakimiyet oranları gibi önemli değişiklikleri beraberinde getirmektedir. Şirket, mali kaynak temin etmek amacıyla HDT'lerden yararlanmak istemekle birlikte, sermaye artırımını gerçekleştirmek istemeyebilir. Şirketi sermaye artırımına zorlamak, sermaye

⁴⁰²Kormann, s. 25, 26.

artırımının ihtiyari niteliği ile bağdaşmamasının yanı sıra HDT ihracının tercih edilmesini de engeller. 6102 sayılı TTK'nın anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabına yönelik düzenlemeleri, bu yöntemle HDT sahiplerine karşı olan taahhütlerin yerine getirilebilmesine imkân vermektedir. HDT'leri sermaye artırımını ile sıkı sıkıya bağlı bir borçlanma aracı olarak düşünmemek gerekir. Bu esnekliğin tanınması HDT'lerin yaygınlık kazanmasına hizmet eder.

B-Sermaye Artırımı Yapılması Yoluyla Payların Temini

Anonim şirketler açısından esas sermaye, pay sahiplerinin şirkete getirmeyi taahhüt ettikleri malvarlığı toplamının nakit olarak ifadesidir⁴⁰³. Esas sermayenin temel özelliklerini ise önceden belirlenmiş ve sabit olması, nakitle ifade edilmesi, itibari değer taşıyan paylara bölünmüş olması ve tamamen taahhüt edilmiş olması oluşturmaktadır⁴⁰⁴. Belirli ve şirket sözleşmesinde gösterilen sabit bir rakamı ifade eden esas sermaye, ilgili düzenlemelerde yer alan usuller izlenerek artırılabilir veya azaltılabilir.

Anonim şirketlerde esas sermayenin artırılması, genel olarak bilançoda yer alan “*esas sermaye*”; şirket kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş ise “*çıkarılmış sermaye*” kalemlerinin yükseltilmesi olarak ifade edilmektedir⁴⁰⁵. Şirketi sermaye artırımına yönlendiren nedenler çok çeşitlidir⁴⁰⁶. HDT ihracı da, şirketlerin sermaye artırımında kullanılan bir araç olmasının yanı sıra, şirketi sermaye artırımına gitmeye

⁴⁰³**Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 1.

⁴⁰⁴**Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 8-11.

⁴⁰⁵**Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 657.

⁴⁰⁶Bu nedenler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 4-12; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 14-16; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, 2010, s. 657.

teşvik eden bir etmendir. Zira sermaye artırımı, dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerinin tatmin edilebilmeleri açısından önemli bir alternatiftir.

Sermaye artırımı yolları, değişik açılardan tasniflere tabi tutulmaktadır. Sermaye artırımının kaynağına göre yapılan ayırmda iç kaynaklardan sermaye artırımı ve dış kaynaklardan sermaye artırımı yer almaktadır⁴⁰⁷.

İç kaynaklardan sermaye artırımının ne şekilde gerçekleştirilebileceği TTK'nın 462. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan maddenin iç kaynaklardan sermaye artırımını tarif eden birinci fıkrasına göre, *“esas sözleşme veya genel kurul kararıyla ayrılmış ve belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeler ile kanuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilen kısımları ve mevzuatın bilançooya konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonlar sermayeye dönüştürülerek sermaye iç kaynaklardan artırılabilir”*. Her ne kadar sermaye artırımına kaynak oluşturabilecek iç kaynaklar hükümde belirtilenlerle sınırlı olmasa da⁴⁰⁸, şirketin borçları iç kaynak sayılamaz. Bu bağlamda, HDT'lerin önceden belirlenen koşullarla ihraççı paylarına dönüştürülmesinin iç kaynaklardan sermaye artırımı sayılamayacağı açıktır. Zira HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesi, şirketin borçları arasında yer alan bir değer HDT sahiplerinin iradeleriyle yapılacak sermaye artırımına kaynak oluşturmasıyla gerçekleşir. Bu bağlamda, şirket ihraççılara HDT bedellerini nakit olarak ödemez; yerine kendi paylarını sunar. Böylece, şirket bilançosunda yükümlülük olarak görülen HDT'lerden şirket paylarına dönüştürülenler için

⁴⁰⁷**Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 27-34; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 16-21.

⁴⁰⁸Bu durum hükümde yer alan *“mevzuatın bilançooya konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonlar”* ifadesinden anlaşılmaktadır. Ayrıca, gerekçede de iç kaynakların *“sınırlı sayı (numerus clausus) karakter taşımadığı”* açıkça belirtilmiştir (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 462).

bilançoda yükümlülük kaleminden şirket sermayesine geçiş yapılır. Yine, dönüştürülen HDT'ler için birikmiş faizler ise faiz gideri kaydı yapılarak HDT sahiplerine nakden ödeme gerçekleştirilir.

Dış kaynaklardan sermaye artırımına göre, şirkete dışarıdan ayni ve/veya nakdî nitelikte yeni sermaye getirilerek şirket malvarlığı ve sermaye artırılmaktadır⁴⁰⁹. Bu artırım yeni pay çıkarılarak gerçekleştirilebileceği gibi mevcut payların itibari değeri yükseltilerek de gerçekleştirilebilmektedir. Bu ayrımda, dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların temini amacıyla gerçekleştirilen sermaye artırımını dış kaynaklardan sermaye artırımını olup, yeni pay çıkarılarak gerçekleştirilir. Hemen belirtelim ki, bu artırımın dış kaynaklardan sermaye artırımını sayılmasının bir hukuki sonucu olarak esas veya çıkarılmış sermayeye karşılık olan payların nakdî bedelleri tamamen ödenmedikçe sermaye artırımına karar verilemez (TTK m. 456/1; SerPK m. 18/3).

Dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların temininin sermaye artırımıyla gerçekleştirileceği hallerde ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanması zorunludur. Aksi takdirde sermaye artırımını ile oluşturulan yeni payların HDT sahiplerine sunulması tehlikeye girer.

Yeni pay alma hakkı genel olarak TTK'nın 461. maddesinde düzenlenmiştir⁴¹⁰. Kanun koyucu pay sahiplerinin yeni pay alma hakkının

⁴⁰⁹**Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 27, 28; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 16, 17.

⁴¹⁰TTK'nın 461. maddesinin kenar başlığı "Rüçhan Hakkı"dır. Bununla birlikte, madde içeriğinde ve TTK'nın ilgili diğer maddelerinde "rüçhan hakkı" ile "yeni pay alma hakkı" eş anlamlı olarak kullanılmıştır. Aynı kavramı karşılamak üzere iki farklı terimin kullanılması doktrinde eleştirilmiştir (**Kendigelen**, s. 369). **Moroğlu** ise "rüçhan hakkı" teriminin terk edilerek yerine "yeni pay alma

sınırlandırılmasını veya kaldırılmasını kural olarak genel kurul tarafından alınacak bir karara bağlamıştır⁴¹¹. Bu kararın alınabilmesi için esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ve haklı sebeplerin varlığı gerekir (TTK m. 461/2). Her ne kadar TTK m. 461/2’de sınırlı sayıda olmamak üzere örnekleyici olarak belirtilen haller arasında yer almasa da, HDT sahiplerine taahhüt edilen payların temin edilmesi amacının pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılmasına haklı sebep teşkil edeceği kuşkusuzdur⁴¹².

Kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim şirketlerde yönetim kurulu kararıyla ortakların yeni pay alma hakları sınırlandırılabilir. Hemen belirtelim ki, kanun koyucu yeni pay alma haklarının genel kurul kararıyla “sınırlandırılması” veya “kaldırılması”na izin vermiştir (TTK m. 461/2). Ancak kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararıyla sadece “sınırlandırılması”na olanak tanınmıştır (eSerPK m. 12/5; SerPK m. 18/5)⁴¹³. Doktrinde *Bahtiyar* yönetim kurulu kararıyla yeni pay alma

hakkı” teriminin kullanılmasını önermektedir (**Moroğlu, E.:** Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler, 6. Bası, İstanbul 2009, s. 263, 264).

⁴¹¹“Mevcut hükmün aksine Tasarıya göre rüçhan hakkı esas sözleşme ile sınırlandırılmaz ve kaldırılamaz. Yeni sisteme hâkim olan düşünce bu hakkın kaldırılmamasının, hatta sınırlandırılmamasının gerekli olduğu bu yola ancak istisnaen gidilebilmesidir. İstisnanın uygulanması söz konusu ise, genel kurul somut olayın özelliklerine göre kararını vermelidir. Esas sözleşmede yer alacak ve hakkı kaldırmaya ya da sınırlandırmaya olanak veren genel bir hüküm bu temel düşünce ile çelişirdi” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 461).

⁴¹²TTK m. 461/2 hükmünde sayılan örnekleyici haller arasında “borçların sermayeye dönüştürülmesinin” sayılmamış olması doktrinde eleştirilmiştir (**Moroğlu,** Değerlendirme ve Öneriler 2009, s. 264).

⁴¹³**Aytaç, Z.:** Anonim Ortaklıklarda Rüçhan Hakkı, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II, Ankara 1985, s. 334.

haklarının sınırlandırılabilceği hatta tamamen kaldırılabilceğini savunmaktadır⁴¹⁴. Kayıtlı sermaye sistemi kapsamında yönetim kurulu kararıyla gerçekleştirilen sermaye artırımlarında “sınırlandırılma” ifadesinin tercih edilme nedeni, kısıtlamanın söz konusu sermaye artırım kararına özgü nitelik arz etmesidir. Bu durumda kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim şirketlerde yönetim kurulu, yapılacak sermaye artırımından bağımsız olarak şirketin geleceğine etkili olarak alacağı karar ile ortakların yeni pay alma haklarını tamamen ortadan kaldıramaz⁴¹⁵. Ancak dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların temini için gerekli miktarda sermaye artırım yapılarak söz konusu artırımdan doğan yeni pay alma haklarının kullanılmasının “sınırlandırma” yetkisiyle dahi önüne geçilebilir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 42. maddesine göre “*HDT ile dönüştürölmek üzere artırılacak sermayeyi temsil eden hisse senetleri, TTK nın 394 üncü maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dahil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak HDT sahiplerine tahsis olunur*”. Kuşkusuz Tebliğ’in bu hükmü ile pay sahiplerinin kanuna dayanan yeni pay alma haklarına geçerli bir istisna tanınmış olamaz. Ancak SPK, bu düzenlemesiyle bir anlamda dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların sermaye artırım yoluyla oluşturulmasını tercih eden şirketlere iki konuda yol göstermektedir. Bunlardan ilki ortakların yeni pay alma haklarının sınırlandırılması noktasında, ikincisi ise oluşturulan yeni payların dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine tahsis edilmesi noktasındadır. Gerçekten oluşturulacak yeni paylar halka arz edilmeyip ortakların yeni pay alma

⁴¹⁴**Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 157, 158.

⁴¹⁵Kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş anonim şirketlerde, yönetim kurulunun imtiyazlı pay ihraç yetkisi kapsamında alacağı kararlarla, ortakların yeni pay alma haklarını dolaylı olarak ve ileriye dönük olarak sınırlandırması ise mümkündür.

hakları da sınırlandırıldığından, söz konusu ihraç halka arz değil, tahsisli satış kapsamında değerlendirilmelidir⁴¹⁶. Ancak tahsisli satış kapsamında değerlendirilmesi sadece esas sermaye sisteminde ve kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı anlamında geçerlidir. Şarta bağlı sermaye artırımı yolu, yeni payların oluşturulması şekli itibarıyla farklılık arz etmektedir⁴¹⁷.

Nihayet, şirketin benimsemiş olduğu sermaye sistemine göre yapılan ayırmda esas sermaye sistemi ve kayıtlı sermaye sistemine göre sermaye artırımının esasları farklılık arz etmektedir. Ayrıca bir sermaye sistemi olarak kabul edilmemekle birlikte, genel olarak esas sermaye sisteminin sakıncalarını ortadan kaldırmak amacıyla düzenlendiği ifade edilen şarta bağlı sermaye artırımı yöntemiyle de sermayenin artırılması sağlanabilmektedir. HDT ihraç etmek isteyen bir anonim şirket teorik olarak üç yöntemi de kullanabilir. Her biri son derece geniş kapsamlı ve

⁴¹⁶Özdemir, s. 27, 28. Ancak belirtmek gerekir ki, *“halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı”* eSerPK m. 3/1-c’de yer alan halka arz tanımına dâhildir. Halka açık anonim şirketlerin yaptıkları sermaye artırımları tahsisli satışla söz konusu olduğunda dahi halka arz kapsamında değerlendirilmektedir. Bu durumda halka açık bir anonim şirketin HDT ihracı sonrasında dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine olan taahhütlerini sermaye artırımı sonucu oluşturulan yeni paylarla yerine getirmesi 2499 sayılı mülga SerPK’ya göre farazi bir halka arz olarak değerlendirilebilecek tahsisli satış olacaktır.

Ancak 6362 sayılı SerPK m. 3/1-f hükmüne göre halka arz, *“sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı”* ifade eder. Dolayısıyla 6362 sayılı SerPK açısından durum değerlendirildiğinde, eSerPK m. 3/1-c’de yer verilen farazi halka arz hallerine tanımda yer verilmediği ve halka arz kapsamına alınmadığı görülmektedir.

⁴¹⁷Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 221-229.

ayrıntılı incelenebilecek bu konuların HDT ihracı ekseninde ve her yöntemin gerektirdiği farklı esaslarla sınırlı olarak incelenmesi uygun olacaktır.

a-Esas Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Yoluyla

Şirketin esas sermaye sisteminde sermaye artırımı gerçekleştirilerek oluşturulan yeni payları dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunması mümkündür. Özellikle itfa planına bağlı bir dönüştürme süreci öngörülmesi halinde, zaman aralığı önceden belirli bir dönüştürme talebi toplama sürecinden hemen sonra gerçekleştirilecek genel kurul toplantısıyla sermaye artırımı gerçekleştirilebilir.

Esas sermaye sisteminde sermaye artırımına karar vermekle yetkili organ genel kuruldur (TTK m. 456/2). Sermaye artırımına yönelik genel kurul kararının TTK m. 421/1'e göre kural olarak şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurul toplantısında mevcut oyların çoğunluğu ile alınması gerekmektedir. Anılan düzenlemede belirtilen toplantı ve karar nisaplarının esas sözleşme ile ağırlaştırılabilmesi mümkündür.

Sermaye artırımı sonucu elde edilecek yeni payların HDT sahiplerine sunulabilmesi için ortakların yeni pay alma haklarının sınırlandırılmış olması gerekir. Esas sermaye sisteminde ortakların yeni pay alma haklarının sınırlandırılması veya kaldırılması için gereken karar nisabı olarak esas sermayenin yüzde altmışının oyunun aranmasının, yeni oluşturulan payların dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine tahsis edilmesindeki riski artırdığı gözden uzak tutulmamalıdır.

TTK m. 333 kapsamında kuruluşu Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın iznine bağlı olan anonim şirketlerin esas sözleşme değişiklikleri de Bakanlığın iznine tabi olduğundan bu şirketlerin sermaye artırımları da Bakanlık iznine tabi olmaktadır.

TTK m. 333’de ayrıca hangi şirketlerin bu madde kapsamında değerlendirileceğine Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanacak tebliğle karar verileceği düzenlenmiştir. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı bu yetkisini “*Anonim ve Limited Şirketlerin Sermayelerini Yeni Asgari Tutarlara Yükseltmelerine ve Kuruluşu ve Esas Sözleşme Değişikliği İzne Tabi Anonim Şirketlerin Belirlenmesine İlişkin Tebliğ*”⁴¹⁸ ile kullanmış ve anılan Tebliğ’in 5. maddesi ile kuruluşu ve esas sözleşme değişiklikleri izne tabi anonim şirketleri belirlemiştir⁴¹⁹. Bu şirketler sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliğinde ilgili Tebliğ’in 6. maddesinde belirtilen belgelerle birlikte Gümrük ve Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü’ne başvurarak izin almak zorundadır. Tebliğ’in m. 6/2-ç hükmünde sermaye artırımına özgü belgeler belirtilmiş olmakla beraber, sermaye artırımını esas sözleşme değişikliği anlamını taşıdığından ikinci fıkrada belirtilen diğer belgelerin de başvuruya eklenmesi gerekir. Yine Tebliğ’e göre, esas sözleşme değişikliklerinde iznin genel kurul tarihinden önce alınması gerekir ve belirtilen izin alınmadan kuruluş ve esas sözleşme değişikliği işlemleri ticaret sicili müdürlüğüne tescil edilemez (m. 6/3). Her ne kadar Bakanlık incelemesi emredici hükümlere aykırılık

⁴¹⁸RG. 15.11.2012, S. 28468.

⁴¹⁹Anılan hükme göre, “*Bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, tüketici finansmanı ve kart hizmetleri şirketleri, varlık yönetim şirketleri, sigorta şirketleri, anonim şirket şeklinde kurulan holdingler, döviz büfesi işleten şirketler, umumi mağazacılıkla uğraşan şirketler, tarım ürünleri lisanslı depoculuk şirketleri, ürün ihtisas borsası şirketleri, bağımsız denetim şirketleri, gözetim şirketleri, teknoloji geliştirme bölgesi yönetici şirketleri, 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa tabi şirketler ile serbest bölge kurucusu ve işleticisi şirketlerin kuruluşları ve esas sözleşme değişiklikleri Bakanlığın iznine tabidir. Ancak, kayıtlı sermaye sistemine kabul edilen Sermaye Piyasası Kanununa tabi halka açık anonim şirketlerin kayıtlı sermaye tavanı içinde yapacakları sermaye artışlarında Bakanlık izni aranmaz*”.

olup olmadığının denetlenmesiyle sınırlı olsa da (TTK m. 333), bu kapsamdaki anonim şirketler için HDT sahiplerine sunulacak payların temini için gereken sermaye artırımının gerçekleştirilmesini zora sokmaktadır.

Genel kurulun zamanında toplanıp sermaye artırımı ve pay sahiplerinin rüçhan haklarını sınırlandırmaya yönelik kararları alabilmesi, ağır karar nisapları ve gereken diğer formalitelerin gerçekleştirilmesi açısından riskli, pratik olmayan ve uzun bir süreçtir. Nitekim esas sermaye sisteminde sermaye artırımının gerçekleştirilme sürecinin güç, masraflı ve ağır işleyen formalitelere bağlı olması göz önünde bulundurularak bu sistemin HDT ihracına elverişli olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. HDT ihracına elverişli olmaması, esas sermaye sisteminin en temel sakıncaları arasında gösterilmektedir⁴²⁰.

Sonuç olarak, HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları halinde, bu kişilere verilecek payların esas sermaye sisteminde gerçekleştirilen sermaye artırımı yoluyla payların temin edilmesi, teorik olarak mümkündür; fakat uygulaması çok güçtür⁴²¹.

b-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Sermaye Artırımı Yoluyla

HDT'lerin dönüştürüleceği payların oluşturulması ve dönüştürme haklarını kullanan pay sahiplerine tahsis edilmesinde kayıtlı sermaye sisteminden istifade edilebilir. 2499 sayılı mülga SerPK'da kayıtlı sermaye sisteminin düzenlenme gerekçelerinden birini bu olanağı yaratma amacı oluşturmuştur⁴²².

⁴²⁰**Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 44; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 26-28.

⁴²¹**Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 28;

⁴²²Bkz. eSerPK "Gerekçe", Bölüm-I. Ayrıca bkz. s. 25 dpn. 59.

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu ve Yatırımlar (Holding) Anonim Ortaklığı Kanunu’nun bu şirketler için içerdiği özel nitelikte düzenlemeler bir kenara bırakılacak olursa, kayıtlı sermaye sistemi, hukuk sistemimize 2499 sayılı mülga SerPK ile sadece halka açık anonim ortaklıkların yararlanabileceği bir sistem olarak girmiştir. Bu Kanun ile halka açık anonim şirketlere tanınan kayıtlı sermaye sisteminden yararlanma olanağı, 6102 sayılı TTK ile birlikte halka açık olmayan anonim şirketlere de verilmiştir (m. 332; 460/1). Dolayısıyla, halka açık olsun veya olmasın bütün anonim şirketler bu sistemden yararlanarak dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payları oluşturabilir. Ancak halka açık anonim şirketler SerPK ve SPK’nın Seri:IV No:38 sayılı “Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği”; halka açık olmayan anonim şirketler ise TTK hükümleri ile birlikte Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan “Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” düzenlemelerine tabidirler.

Kayıtlı sermaye sistemini benimseyen anonim şirketlerde sermaye artırımının temel özelliği, esas sözleşmede belirtilen kayıtlı sermaye tavanına kadar olan artırımlarda, esas sözleşme değişikliği gerekmez, yönetim kurulu kararıyla sermayenin artırılmasının mümkün olmasıdır⁴²³. Bu usul sayesinde esas sermaye sisteminde sermaye artırımının uzun, külfetli ve riskli niteliğinin yarattığı sakıncalar giderilmektedir.

6102 sayılı TTK’ya göre kayıtlı sermaye sistemine geçen anonim şirketlerde sermayenin yönetim kurulu kararıyla kayıtlı sermaye tavanına kadar artırılabilmesi imkânı, süre ile sınırlandırılmıştır. TTK m. 460/1 hükmünde bu yetkinin yönetim

⁴²³ **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 98.

kuruluna en çok beş yıl için tanınabileceği düzenlenmiştir. TTK m. 460/1 hükmünün lafzı ve TTK m. 460/7 düzenlemesinde SerPK'nın halka açık anonim şirketlere ilişkin hükümlerin saklı tutulmuş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, TTK'da belirtilen zamansal sınırlamanın, sadece halka açık olmayan anonim şirketler için uygulama alanına sahip olarak yürürlüğe girdiğinin kabul edilmesi gerekir.

2499 sayılı mülga SerPK'da, kayıtlı sermaye sistemine geçen anonim şirketlerde, sermayenin yönetim kurulu kararıyla kayıtlı sermaye tavanına kadar artırılabilmesi imkânı süre ile sınırlandırılmamıştı. Ancak Seri:IV No:38 sayılı Tebliğ m. 4/2'de⁴²⁴ bu yönde bir sınırlandırma getirilmiştir. Kanun koyucu 6102 sayılı TTK ve Kurul'un alt düzenlemelerine paralellik sağlamak amacıyla⁴²⁵ SerPK'nın m. 18/2⁴²⁶ hükmünde beş yıllık zamansal sınırlandırmaya yer vermiştir.

Kayıtlı sermaye sistemi, kuruluşta esas sözleşme ile kabul edilebileceği gibi daha sonra yapılacak esas sözleşme değişikliği ile de benimsenebilir (TTK m. 460/1). Bu bağlamda, her iki halde de yönetim kuruluna sermaye artırım yetkisi beş yıl için

⁴²⁴ “Kurulca izin verilen kayıtlı sermaye tavanı, izin verildiği yıl da dahil olmak üzere en fazla 5 yıllık süre için geçerlidir. Belirlenen sürenin sonunda izin verilen kayıtlı sermaye tavanına ulaşılamamış olsa dahi, yönetim kurulunun sermaye artırım kararı alabilmesi için daha önce izin verilen tavan ya da yeni bir tavan tutarı için Kurul'dan izin almak suretiyle genel kuruldan yeni bir süre için yetki alması zorunludur. Söz konusu yetkinin alınmaması durumunda bu ortaklıklar kayıtlı sermaye sisteminden çıkmış sayılırlar”.

⁴²⁵ Bkz. SerPK “Madde Gerekçeleri”, m. 18.

⁴²⁶ “Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu, 6102 sayılı Kanunun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın esas sözleşmelerinde tespit edilen kayıtlı sermaye tavanına kadar sermayelerini artırmaya yetkilidir. Şu kadar ki, bu yetki genel kurul tarafından en çok beş yıl süre ile verilebilir. Bu yetkinin süresi azami beş yıllık dönemler itibarıyla genel kurul kararıyla uzatılabilir”.

tanınmış olacaktır. Bu sürenin sona ermesi halinde ya da henüz sona ermeden yine azami beş yıllık süreyle sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna sermaye artırım yetkisi tanınabilir.

Bilindiği üzere, kayıtlı sermaye sistemi üç farklı sermaye kavramı üzerine inşa edilmiştir. Bunlardan başlangıç sermayesi “*kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayelerini*”; çıkarılmış sermaye “*kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış paylarını temsil eden sermayelerini*”; ve nihayet kayıtlı sermaye “*anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun esas sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın pay çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret sicili’ne tescil edilmiş sermayelerini*” ifade eder (SerPK m. 3/1-b,d,l). Anılan kavramların TTK’nın 332. maddesinde ve SerPK’da yer alan tanımlarının paralellik arz ettiği görülmektedir⁴²⁷.

Esas sermaye sistemiyle karşılaştırıldığında, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen bir anonim şirkette dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların oluşturulması daha kolaydır. Bu kolaylık, kayıtlı sermaye kavramıyla ifade edilen tavan miktara kadar sermaye artırımının esas sözleşme değişikliği niteliği taşımadan yönetim kurulu kararıyla gerçekleştirilebilmesi ve yönetim kurulu kararıyla ortakların yeni pay alma haklarının sınırlandırılabilmesi noktalarında kendini göstermektedir.

⁴²⁷Bu kavramlara kayıtlı sermaye sistemi için ihdas edilecek ayrı bir maddede yer verilmeyip; anonim şirketlerin asgari sermayelerini düzenleme amaçlı olan “*En Az Sermaye Tutarı*” kenar başlık 332. maddede yer verilmesi doktrinde eleştirilmiştir (bkz. **Bahtiyar, M.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nda Kayıtlı Sermaye Sistemi, Makaleler II, İstanbul 2008, s. 239, 240).

HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları halinde, yönetim kurulu, şirketin çıkarılmış sermayesini artırma kararı alır ve diğer formalitelerin de yerine getirilmesi ile oluşturulan yeni paylar HDT sahiplerine sunulur. Oluşturulan yeni payların HDT sahiplerine sunulabilmesi için ortakların yeni pay alma haklarının da sınırlandırılmış olması gerekir. Yeni pay alma haklarının sınırlandırılması yetkisi, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna verilen yetkiler arasındadır (TTK m. 460/2, 461/2; SerPK m. 18/5). Ancak yönetim kurulunun bu yönde karar alabilmesi için esas sözleşme ile de açıkça yetkili kılınması şarttır.

Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu TTK m. 390/1 hükmünde düzenlenen nisaplara göre karar alacaktır. Buna göre yönetim kurulu *“esas sözleşmede aksine ağırlaştırıcı bir hüküm bulunmadığı takdirde, yönetim kurulu üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanır ve kararlarını toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile alır”*.

Kayıtlı sermaye sisteminin, esas sermaye sistemine göre daha güvenilir ve pratik bir yol sunduğu kuşkusuzdur. Ancak yine de, belirtilen hususlar ve bunları tamamlayan diğer işlemlerde yaşanması muhtemel sorunlar ve gecikmeler ihraççı şirketin HDT sahiplerine karşı olan yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirmesini engelleyebilir. Dolayısıyla, kayıtlı sermaye sisteminin, HDT’lerin niteliğine en uygun yol olduğunu söylemek mümkün değildir.

c-Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Yoluyla

Şarta bağlı sermaye artırımı yolu, HDT’lerle dönüştürülmek üzere gerekli ortaklık paylarının temini sorununa Alman hukukunda bulunan çözüm yoludur. İlk defa 1937 tarihli Kanun’da düzenlenmiş ve 1965 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar

Kanunu'nun da 192-201. paragrafları arasında yer bulmuştur. Şarta bağlı sermaye artırımını, İsviçre hukukuna 01.07.1992 tarihinde yürürlüğe konulan revizyon ile girmiştir. Bu düzenlemeler, büyük ölçüde 1965 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun şarta bağlı sermaye artırımını ile ilgili hükümlerden yararlanılarak hazırlanmıştır⁴²⁸.

Türk hukukuna 6102 sayılı TTK ile giren şarta bağlı sermaye artırıma ilişkin düzenlemelerin mehzazını, İsviçre Borçlar Kanunu (m. 653-653i) oluşturmaktadır⁴²⁹.

Şarta bağlı sermaye artırımını, TTK'nın 463-472 maddeleri arasında düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, şarta bağlı sermaye artırımını esas veya kayıtlı sermaye sistemine alternatif oluşturacak bir sermaye sistemi olarak değil, özellikli bir sermaye artırımını yolu ve biçimi olarak düzenlenmiştir⁴³⁰. Bu yöntemin uygulama alanı TTK'nın 463. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre *“genel kurul yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara, esas sözleşmede değiştirme⁴³¹ veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına karar verebilir”*. Şarta bağlı sermaye

⁴²⁸**Karayalçın**, İsviçre Borçlar Kanunu Değişiklikleri, s. 12.

⁴²⁹Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 463.

⁴³⁰Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 332.

⁴³¹Kanun koyucu, TTK'nın ilgili maddelerinde ve özellikle şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükümlerde “değiştirme hakkı” ifadesini tercih etmiştir. Daha önce de belirtildiği üzere, kanun koyucunun “değiştirme” hakkı tanıdığı tahvil türü HDT'leri kapsamaktadır. HDT'lerin içerdikleri hakkın “değiştirme” ya da “dönüştürme” hakkı olarak ifade edilmesi aynı kavramın farklı terimlerle ifadesinden ibarettir. Bu yüzden her iki terim, HDT'ler açısından eş anlamlı olarak yorumlanmalıdır. Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 25-29, 196-198.

artırımının uygulanması, TTK’da değiştirme veya alım hakkı sağlayan tahvil veya benzeri borçlanma araçları ihracı ve çalışanlara pay alım hakkı tanınması ile sınırlandırılmıştır⁴³². HDT’ler bu kapsamın sınırları içerisinde ve hatta merkezindedir.

Şarta bağlı sermaye artırımının uygulanabilmesi için esas sözleşmesel bir dayanağın oluşturulması gerekir. Bu kapsamda esas sözleşmede bulunması gereken hususlar, TTK’nın 465. maddesinde düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, şirketin kuruluşunda ya da daha sonra yapılacak değişiklikle esas sözleşmeye hüküm konulması halinde, bu hükümler şirketin yapacağı bütün şarta bağlı sermaye artırımlarına değil, esas sözleşmede belirtilen şarta bağlı sermaye artırımının toplam itibari değerine ulaşılan dek gerçekleştirilen artırım için uygulama alanına sahip olacaktır⁴³³.

Kanun koyucu, şarta bağlı olarak artırılabilir sermayenin toplam itibari değerini, şirket sermayesinin yarısı ile sınırlandırmıştır (m. 464). Bu miktar,

⁴³²Bkz. TTK “Madde Gereklere”, m. 463. TTK’da düzenlenmemekle birlikte şarta bağlı sermaye artırımından yararlanılabilecek diğer durumlar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kaya**, s. 93-106; **Biçer**, s. 206-214; **Saraç**, s. 162-170.

⁴³³Bu durum TTK’nın gerekçesinde “*esas sözleşmede yer alan (alması gereken) hüküm her şarta bağlı sermaye artırımına (ŞSA) uygulanabilecek genel bir hüküm değildir. Her ŞSA için ayrı, ona özgü bir esas sözleşme maddesine gerek vardır. Bir tertip artırımda dayanak olan esas sözleşme hükmü o tertip artırım tamamlanınca işlevsiz ve konusuz hale gelir. Hüküm ifade etmez. Bu sebeple esas sözleşmeden silinir. Yeni bir tertip artırım için genel kurul esas sözleşme değişikliği yolu ile yeni bir esas sözleşme maddesi kabul eder. Bu madde de ikinci tertibin dayanağı olur*” şeklinde belirtilmiştir (bkz. TTK “Madde Gereklere”, m. 465).

HDT'lerin dönüştürüleceği payların şarta bağlı sermaye artırımını ile temin edilmek istendiği halde HDT'ler için de bir sınır oluşturur⁴³⁴.

Genel kurul tarafından şarta bağlı sermaye artırımına zemin hazırlayan esas sözleşme değişikliğinin yapılması ve bu değişikliğin ticaret siciline tescili ile sermaye artırımının gerçekleşmediği gibi alım veya değiştirme hakları da henüz doğmaz⁴³⁵. HDT'ler açısından düşündüğümüzde, esas sözleşmede yer alan şarta bağlı sermaye artırımını hükümlerine uygun olarak ihracın gerçekleştirilmesi gerekir. Bu bağlamda, şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşmesel dayanağın oluşturulması ve tescil edilmesi sonrasında ihraç edilen HDT'lerle dönüştürülmek üzere gerekecek olan payların temininde, şarta bağlı sermaye artırımını yönteminden yararlanılabilir. Zira, TTK m. 465/3 hükmüne göre *“şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme hükmünün tescilinden önce tanınmış bulunan değiştirme ve alım hakları batıldır”*. Kuşkusuz, bu hükmü şarta bağlı sermaye artırımını ile sınırlı düşünmek gerekir. Aksi takdirde şarta bağlı sermaye artırımını kapsamı dışında değiştirme ve alım hakkı tanınmasının mümkün olmadığı sonucuna ulaşılır ki, kanun koyucunun amacının bu olduğu kabul edilemez. Anılan düzenleme ile sadece, şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşmesel dayanak oluşturulmadan, sermayenin şarta bağlı olarak artırılmasının önüne geçilmektedir.

Şarta bağlı sermaye artırımını yönteminin uygulanabilmesi için pay sahiplerinin rüçhan haklarının söz konusu sermaye artırımını ile sınırlı olmak üzere kaldırılması zorunludur. TTK m. 465/1-d'ye göre bu durum, şarta bağlı sermaye artırımının uygulanabilmesi için esas sözleşmenin zorunlu bir içeriğidir. Kanun koyucu rüçhan

⁴³⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 109, 110.

⁴³⁵ **Saraç**, s. 126.

hakkının kaldırılmasından doğan boşluğu önerilmeye muhatap olma hakkı ile doldurmuştur. 6102 sayılı TTK ile Türk hukukuna giren bu yeni pay sahipliği hakkı, şarta bağlı sermaye artırımını çerçevesinde ihraç edilen değiştirme veya alım hakkı içeren senetlerin öncelikle mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilmesini öngörmektedir⁴³⁶.

Şarta bağlı sermaye artırımını HDT'ler açısından değerlendirdiğimizde, sermaye artırımını ne esas sözleşme değişikliği ile ne de HDT ihraç kararıyla gerçekleştirir. Sermaye, HDT sahipleri dönüştürme haklarını kullandıkları anda ve ölçüde kendiliğinden artar (TTK m. 463). Dönüştürme haklarının kullanılmasının esaslarının genel çerçevesi TTK m. 468 ile çizilmiştir. Dönüştürme haklarının kullanımı sermaye artırımının gerçekleştirilmesi anlamı taşıyacağından, maddede aslında sermaye artırımının gerçekleştirilmesinin şartları düzenlenmiştir.

TTK'nın 468. maddesinin birinci fıkrasına göre, şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında ihraç olunan HDT'lerin içerdikleri dönüştürme hakkı esas sözleşmenin şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükmüne gönderme yapan yazılı bir beyan ile kullanılır. Anılan fıkarda ayrıca, izahname yayımlanmasının zorunlu olduğu halde, yazılı beyanda izahnameye de göndermede bulunulacağı belirtilmiştir. HDT'lerin halka arzında izahname düzenlenmesi zorunludur (SerPK m. 4/1; Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 13). Bu bağlamda, şarta bağlı sermaye artırımını çerçevesinde ihraç edilerek halka arz edilen HDT'lerde, anılan yazılı bildirimde esas sözleşmenin şarta bağlı

⁴³⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 254-263.

sermaye artırımına ilişkin hükümlerinin yanı sıra izahnameye de göndermede bulunulur⁴³⁷.

TTK'nın 468. maddesine göre, *“Taahhüdün ifası, para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla gerçekleştirilir”*. Anılan hükümde şarta bağlı sermaye artırımında belirtilen işlemlerin bankalar⁴³⁸ aracılığıyla gerçekleştirilmesi düzenlenmiştir. İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653e maddesinin ikinci fıkrasından alınan bu düzenleme ile sermaye artırımında taahhüdün ifası anlamı taşıyacak olan para yatırılması ya da takas işleminin sadece bankalar aracılığıyla yapılması emredici nitelikte düzenlenmiştir. Oysa ki, başta SerPK olmak üzere sermaye piyasası mevzuatında, menkul kıymetlerin ihracında aracılık

⁴³⁷Anılan maddede belirtilen *“gönderme”* ile ne kastedildiği madde gerekçesinde açıklanmıştır. Buna göre *“...Yenilik doğurucu bu haklar, sahibinin şirkete yönelteceği yazılı bir beyan ile kullanılır. Bu beyanda şarta bağlı sermaye artırımının dayanağı olan esas sözleşme hükmüne göndermede bulunulur. Gönderme ile kastedilen sadece esas sözleşme hükmüne ilişkin madde numarasının belirtilmesi değildir; somut olaya uygun olarak kullanılan hak, değiştirilecek veya alınacak payın cinsi, sayılı, itibari değeri (varsa) grubu, çıkarma bedeli ve saire hakkında beyanda bulunmasıdır. Sermayenin yeni sermaye getirmesi yoluyla artırılmasında öngörülmüş bulunan iştirak taahhütnamesinin yerini burada bu beyan aldığından, esas sözleşmeye yapılan göndermede de 459 (2) hükmünün işlevini yerine getirmektedir. Yazılı beyan geçerlilik şartıdır, esas sözleşme hükmüne yapılan göndermenin içeriği ise kullanılan hakkın şirket tarafından belirlenebilmesine yardımcı olan bir unsurdur. Bazı belirtici açıklamalar veya yollamalardaki eksikliklere rağmen, kullanılan hak belirlenebiliyorsa beyan geçersiz olmaz, aksi halde hukukî sonuç doğurmaz. Başka bir deyişle eksiklik ve aksaklıklar esas noktalarda olmamalıdır”* (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 468).

⁴³⁸5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na göre *“Banka: Mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarını”* ifade eder (m. 3). Şarta bağlı sermaye artırım sürecinde kendisine rol verilen banka türleri ise mevduat ve katılım bankaları olarak belirtilmiştir. Kalkınma ve yatırım bankaları aracılığıyla işlemlerin gerçekleştirilmesine izin verilmemiştir.

işlemlerinin aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilmesi düzenlenmiştir. Bu durumda, kanunun açık ve emredici hükmü gereğince, şarta bağlı sermaye artırımının kapsamında HDT'nin ihracı aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilse de, sermaye taahhüdü açısından takas anlamını taşıyacak dönüştürme sürecinin mevduat veya katılım bankaları aracılığıyla gerçekleştirilmesi zorunludur.

TTK m. 468'in gerekçesi bankanın bu süreçteki rolüne ilişkin önemli açıklamaları içermektedir. Öncelikle bankaya biçilen rol, şartlara uygunluğun incelenmesi görevidir. Banka, şartlara uygunluğun gerçekleştiğini inceleme görevine sahip, alımı veya değiştirmeyi gerçekleştiren bir temsilci konumundadır⁴³⁹. HDT'ler açısından düşündüğümüzde, banka, dönüştürme beyanının koşullara uygun olarak yapılıp yapılmadığı ile esaslı noktalarda bir eksiklik içerip içermediğini inceleme görev ve yetkisine sahiptir⁴⁴⁰. Sermaye artırımının konusunun önemi ve kendisine verilen yetkinin bir gereği olarak, bankanın özel bir inceleme yükümlülüğüne ve özen gösterme borcuna sahip olduğu kabul edilmektedir⁴⁴¹. Banka, incelemeleri sonucunda olumlu kanaate varırsa, önceden belirlenen koşullara uygun olarak ihraççı paylarını dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine tahsis eder.

TTK m. 468/2'de şarta bağlı sermaye artırımında sermaye taahhüdünün ifası ikili bir ayrıma tabi tutulmuştur. HDT'lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesi halinde, taahhüdün ifası takas yoluyla gerçekleştirilmektedir⁴⁴². HDT'lerin ibrazı, geri

⁴³⁹Bkz. TTK "Madde Gereççeleri", m. 468.

⁴⁴⁰**Kaya**, s. 131; **Saraç**, s. 301.

⁴⁴¹**Kaya**, s. 130; **Saraç**, s. 301.

⁴⁴²Bu durum Kanun'un gerekçesinde şu şekilde açıklanmıştır: "*Değiştirme hakkının söz konusu olduğu hallerde, alınan pay senedinin bedeli, değiştirme hakkının kullanıldığı anda takas yolu ile ödenir. Alınan pay senedinin bedeli bellidir. Bu bedel pay senedini alacak olan değiştirme hakkı*

alınması ve imhası sürecine ilişkin işlemler yine banka aracılığıyla gerçekleştirilecektir.

TTK m. 468/3'e göre "*pay sahipliği hakları taahhüdün ifası ile doğar*". Şarta bağlı sermaye artırımı yolunda esas ve kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımında olduğu gibi yeni oluşturulan paylar sermaye artırımı kararının tescili ile⁴⁴³ değil, dönüştürme hakkı sahiplerinin bu haklarını kullandıkları anda ve ölçüde gerçekleşmektedir⁴⁴⁴. TTK m. 470'e göre "*yönetim kurulu yeni çıkarılan payların sayısını, itibari değerini, türlerini, belirli gruplara tanınan imtiyazları veya*⁴⁴⁵ *hesap döneminin sonundaki sermayenin durumunu belirler. Yönetim kurulu esas sözleşmeyi mevcut duruma uyarlar*". Daha sonra yönetim kurulu, TTK m. 471'e göre hesap döneminin kapanmasından itibaren en geç üç ay içinde yapılmak koşuluyla, esas sözleşme değişikliğini ticaret siciline tescil ettirecek ve yönetim kurulunun sermaye artırımına ilişkin hazırlamış olduğu beyannameyi sicile tevdi edecektir. Ancak şarta bağlı sermaye artırımında ticaret siciline tescil kurucu nitelikte değil, açıklayıcı

sahibinin ödemesi gereken bir sermaye (taahhüt) borcudur. Diğer yandan değiştirme hakkının bağlı bulunduğu tahvil veya benzeri borçlanma senedinin içerdiği anapara ve oluşan faiz tutarı da bellidir. Değiştirme hakkı kullanıldığında anapara ve faiz tutarı pay senedinin bedeli ile ipso iure takas edilmiş olur"(bkz. TTK "Madde Gereçekleri", m. 463). Ayrıca bkz. **Biçer**, s. 221.

⁴⁴³**Moroğlu**, Esas Sermaye Artırımı, s. 256, 352; **Bahtiyar**, Kayıtlı Sermaye, s. 117-126.

⁴⁴⁴**Kaya**, s. 136, 137; **Saraç**, s. 35.

⁴⁴⁵Anılan düzenlemede yer alan "veya" ifadesi "ve" olarak anlaşılmalıdır (**Kendigelen, A.:** Türk Ticaret Kanunu, 2. Bası, İstanbul 2012, s. 246, dpn. 70). Bu durum OR 653g maddesinin birinci fıkrasından alınan bu hükmün tercümesinde yapılan hatadan kaynaklanmaktadır.

niteliktedir⁴⁴⁶. Bunun sonucu olarak, pay ve HDT sahiplerinin pay sahipliği hakları dönüştürme haklarının kullanıldığı anda doğar (TTK m. 468/2, 3)⁴⁴⁷.

Bu artırım yolunda esas sözleşmesel dayanağın oluşturulması ve HDT'lerin ihracı ile birlikte şirket sermaye artırım imkânını tanımakta; sermayenin artırılması açıklamasını ise başkaları yapmaktadır. Dönüştürme haklarının kullanılmasıyla birlikte sermaye artırımını gerçekleştireceğinden dolayı dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların zamanında ve gereği gibi teminine ilişkin sorunlar büyük ölçüde ortadan kalkmış olmaktadır.

Nihayet, gerek dönüştürmenin gerçekleştirilmesi gerekse şarta bağlı sermaye artırımının diğer detaylarının, TTK gibi genel ve kapsamlı bir Kanun'da bütün ayrıntılarıyla düzenlenmesi olası değildir. Bu itibarla, şarta bağlı sermaye artırım yönteminin esas ve usulleri SPK'nın alt düzenlemeleri ile şekillenecektir. Unutulmamalıdır ki, SPK'nın normlar hiyerarşisini gözeterek ve bu maddedeki esaslara aykırı olmamak koşuluyla düzenleme getirmesi zorunludur. HDT'lerin ihrac edilebilmesinin önündeki en önemli engellerden birini kaldıran şarta bağlı sermaye artırımına uygun bir dönüştürme yolunun ivedilikle sermaye piyasası mevzuatında yer bulması gerekmektedir. Son olarak, açıklanan gerekçelerle, ihraççı şirketin, dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payları sermaye artırım ile oluşturma iradesine sahip olduğu durumlarda şarta bağlı sermaye artırımının en güvenilir ve pratik yol olduğu açıktır.

⁴⁴⁶Bkz. TTK "Madde Gerekçeleri", m. 471. Anılan madde gerekçesinde ayrıca tescilin TTSG'de ilânının şart olmadığı belirtilmiştir.

⁴⁴⁷Pay sahipliği hakkının doğumu için ticaret siciline tescil gerekli olmadığı gibi, yönetim kurulunun tespit kararı ya da pay defterine kayıt hakkının doğumu için gerekli değildir (**Biçer**, s. 218, 219).

C-Sermaye Artırımı Yapılmaksızın Payların Temini

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ, önceki tebliğlerden farklı olarak dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların sermaye artırımı ile temin edilmesi zorunluluğunu getirmemiştir. SPK tarafından, sınırlı hallerde⁴⁴⁸ de olsa sermaye artırımı yapılmaksızın mevcut paylarla dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerinin tatmin edilebilmesi olanağına izin verilmiştir. Ancak yine de, SPK'nın yaklaşımı sermaye artırımı odaklıdır.

Tarihsel süreçte, ihraççı şirketin yedek pay senetlerinden veya pay sahiplerine ait senetlerden yararlanma, şirketin senetlerini satın alan üçüncü bir kişinin dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine payları sunma, raf kayıt sisteminin ABD uygulamasından yararlanma gibi yöntemler yabancı ülkelerde kullanılmış ve Türk hukukunda da önerilmiştir⁴⁴⁹. Ancak gerek bu yöntemlerin Türk anonim şirketler hukuku ile uyumlu olmayışı gerekse pratik ve güvenli bir yapı oluşturulması konusunda çekinceleri içinde barındırması, HDT ihracında sermaye artırımının zorunlu olduğu şeklinde bir yaklaşımı beraberinde getirmiştir.

HDT'lerin yaygınlaşması için sermaye artırımı ile HDT ihracını birbirinden ayırmak ve bu konudaki tercihi şirketin takdirine bırakmak gerekir. Zira anonim şirket mali kaynak ihtiyacını gidermek için HDT ihraç etmek istemekle birlikte sermaye artırımına gitmek istemeyebilir. Sermaye artırımına gidilmediğinde de, payların temini kuşkusuz yürürlükteki hukuka uygun olarak taahhüt edilmelidir. Payların temin edilebilmesini sağlayan değişik olanaklar mevcuttur. Özellikle, 6102

⁴⁴⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 171-175.

⁴⁴⁹ Bu yöntemler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kubilay**, s. 64-69; **Biçer**, s. 62-74.

sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap olanağının genişlemesiyle birlikte bu olanak ağırlık kazanmıştır.

Anonim şirketlere sınırlı da olsa kendi paylarını iktisap edebilme imkânı verilmesindeki amaç şirketin ve pay sahiplerinin korunmasıdır⁴⁵⁰. Ancak bu durum, bazı sakıncaları içinde barındırmaktadır. Bu haller şirketin kendisi, pay sahipleri ve alacaklılar açısından ortaya çıkan tehlikeler olarak sınıflandırılmaktadır⁴⁵¹. HDT ihracında taahhütlerin yerine getirilmesini sağlayıcı bir araç olarak bu olanaktan yararlanılması ise bu kişileri zarara uğratacak bir durum yaratma tehlikesi taşımaz; tam tersi HDT'den doğan borçların sermaye artırımının şirket tarafından tercih edilmediği hallerde de HDT ihracına olanak sağlayarak şirketin mali kaynak teminine ve işleyişine katkıda bulunur. Bu durumu alacaklıların zarara uğrama tehlikesi özelinde açıklamak gerekirse, konunun doktrinde incelenişinde anonim şirkette sermayenin iade edilemeyeceği (TTK m. 480/3) ve sermayenin belli olması (TTK m. 329/1) kuralları ile ilişkilendirildiği görülmektedir⁴⁵². Ancak şirketin kendi paylarını iktisabının alacaklıları zarara uğratıp uğratmayacağının belirlenmesinde, şirketin kendi paylarını hangi kaynaktan finanse ederek iktisap ettiği önem taşımaktadır⁴⁵³.

⁴⁵⁰**Özkorkut, K.:** Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı İle Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Batider 2011, C. 27, S. 3, s. 33, 34.

⁴⁵¹**Aydın, A.:** Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008, s. 98-114.

⁴⁵²**Özdamar, M.:** Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara 2005, s. 77; **Aydın, s.** 236-239.

⁴⁵³**Sevi, A. M.:** Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması Üzerine Bir İnceleme, Batider 2003, C. 22, S. 1, s. 241; **Özdamar, s.** 77-79; **Aydın, s.** 101.

Özdamar, dağıtılabilir bilanço kârı dışındaki her türlü unsurdan yapılan ödemelerin sermayenin iadesi kapsamında değerlendirilmesi gerektiğini savunmaktadır⁴⁵⁴. *Aydın*, iktisabın bağlı malvarlığı kullanılarak gerçekleştirilmesinin, alacaklıların zarara uğramasına neden olabileceğini, bu yüzden dağıtılabilir malvarlığından karşılanması gerektiğini ifade etmektedir⁴⁵⁵. *Sevi*, kârdan ayrılacak bir meblağ ya da genel kurul kararıyla ayrılan olağanüstü yedek akçeler ile ortaklığın kendi paylarını devralmasının alacaklılar için herhangi bir sakınca doğurmayacağını ileri sürmektedir⁴⁵⁶. HDT'ler açısından düşündüğümüzde, dönüştürme haklarını kullanan yatırımcılara anaparalarının ödenmesi yerine şirketin kendi paylarını iktisap ederek bu payları sunması söz konusu olduğundan alacaklıları zarara uğratacak bir sermaye kaybı söz konusu değildir. Zira, şirket bu şekilde iktisap ettiği payları elinde tutmayıp dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunacaktır. Ayrıca, bu payların temini için kullanılan kaynak aslında şirket alacaklılarından birini oluşturan HDT sahiplerine ödenmesi gerekli olan sermaye olmaktadır. Bu bağlamda, payların bu şekilde temin edilip HDT sahiplerine olan taahhüdün yerine getirilmesi alacaklıları zarara uğratmaz.

6102 sayılı TTK ile birlikte anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap olanağına ilişkin olarak reform niteliğinde⁴⁵⁷ düzenlemeler yürürlüğe girmiştir. Bu düzenlemeler TTK'nın 379-389. maddeleri arasında yer almaktadır.

⁴⁵⁴ *Özdamar*, s. 79.

⁴⁵⁵ *Aydın*, s. 100, 101.

⁴⁵⁶ *Sevi*, s. 243, 245.

⁴⁵⁷ Bkz. TTK "Madde Gerekçeleri", m. 379. Anılan madde gerekçesinde ayrıca, Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)'nin şirketlere ilişkin 77/91 sayılı İkinci Yönergesi'nin bu düzenlemelerin kaynağını oluşturduğu belirtilmiştir.

6102 sayılı TTK'nın anonim şirketin kendi paylarını iktisabına yönelik düzenlemeleri, HDT ihracından doğan taahhütlerin yerine getirilmesi açısından önem taşımaktadır. HDT sahipleri izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak dönüştürme haklarını kullandıklarında, anonim şirketin kendi paylarını iktisap ederek bu kişilere olan borcunu yerine getirmesine uygun bir yasal zemin oluşturulmuştur.

6102 sayılı TTK'nın kabul edilmesinden sonraki süreçte, SPK'nın 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı ile payları Borsada işlem gören anonim şirketlerin kendi paylarını satın almaları sırasında uyacakları ilke ve esaslar belirlenmiştir⁴⁵⁸. Bu karar, payları Borsa'da işlem gören şirketler açısından oldukça yararlı olabilecek ve gerekli bir düzenleme olarak görülmüştür⁴⁵⁹. Fakat 6762 sayılı TTK'nın yürürlükte olduğu bir dönemde alınan bir Karar olması sebebiyle bu Kanun'un anonim şirketlerin kendi paylarının iktisabını yasaklayan ve bu işlemleri geçersizlik yaptırımına tabi tutan 329. maddesine açıkça aykırı bir düzenleme olması ve 6102 sayılı TTK yürürlüğe girinceye kadar bu yönde yapılacak işlemlerin geçersizliğine sebebiyet vereceği gerekçeleriyle de eleştirilmiştir⁴⁶⁰. Ayrıca 6762 sayılı Kanun'un yürürlükte olduğu bir dönemde bu Kanun ve eSerPK gereğince SPK'nın bu konuda düzenleme yapma yetkisinin mevcut olmadığı da bir başka eleştiri noktasını oluşturmuştur⁴⁶¹.

⁴⁵⁸ Anılan İlke Kararı SPK'nın 2011/32 sayılı Haftalık Bülteni'nde yayımlanmıştır.

⁴⁵⁹ **Özkorkut**, Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisabı, s. 32.

⁴⁶⁰ **Özkorkut**, Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisabı, s. 33, 34; **Yanlı, V./Okutan Nilsson, G.:** Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi, "Arslanlı Bilim Arşivi", s. 1-15.

⁴⁶¹ **Özkorkut**, Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisabı, s. 32-34.

Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabı konusunun payları Borsada işlem gören şirketler açısından taşıdığı önem, bu şirketler hakkında şeffaflık ilkeleri ve fiyata ilişkin kurallar yönünden düzenleme yapma yetkisinin SPK'ya verilmesine neden olmuştur (TTK m. 379/5). 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesiyle birlikte, anılan İlke Kararı hukuki dayanağa ve uygulama alanına kavuşmuştur. 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girdiği tarih olan 01.07.2012 tarihinden sonra⁴⁶² yapılan ve yapılacak olan iktisapların bu Karar kapsamında değerlendirilmesi gerekir. Ayrıca 6362 sayılı SerPK m. 22 ile halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabı ile bu payların şirketin konsolide bilançosuna dâhil edilen şirketler tarafından satın alınmasına ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisinin Kurul'a ait olduğu düzenlenmiştir.

6102 sayılı TTK'nın anonim şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin düzenlemelerine baktığımızda kendi paylarını iktisap kuralı olarak yasaktır. Ancak bu Kanunla, 6762 sayılı TTK'da da yer alan bu yasağın istisnaları genişletilmiş ve yasağın müeyyidesi farklılaştırılmıştır.

6102 sayılı TTK m. 379/1'e göre anonim şirketler esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonucu aşacak miktarda olmak üzere kendi paylarını iktisap edemez. Genel kuralı düzenleyen bu hükümde yasağın en önemli istisnasına yer verilmiştir. Buna göre şirket, esas veya çıkarılmış sermayenin yüzde onunu⁴⁶³ aşmamak şartı ile kendi paylarını iktisap edebilir. Hemen belirtelim

⁴⁶² Anılan İlke Kararı'nın alınmasından 01.07.2012 tarihine kadar yapılan işlemler geçersiz olup; 01.07.2012 tarihinden sonra geçerlilik kazanmaları da mümkün değildir (**Özkorkut**, Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisabı, s. 34).

⁴⁶³ "...şirket ikinci fıkrafta öngörülen şartlara uymak kaydıyla, sermayesinin yüzde onuna kadar kendi paylarını iktisap ve rehin olarak kabul edebilir. Burada söz konusu olan itibari değerdir. Yoksa

ki, bu yasak ivazlı iktisaplar için geçerli olup TTK m. 383/1 gereğince ivazsız iktisap yasak değildir.

Yüzde onluk sınır dışındaki istisnalar ise TTK m. 382’de belirtilmiştir. TTK m. 382’de sayılan haller arasında HDT’lerden doğan borcun ifasına ilişkin bir hüküm yer almamaktadır. TTK m. 382’de düzenlenen haller sınırlı sayıda⁴⁶⁴ olduğundan HDT’lerin bu maddedeki istisna kapsamında olmadığı açıktır. Ancak anonim şirketlerin mali kaynak temininde HDT’lerin önemi ve sermaye artırımını yapılmaksızın HDT’den kaynaklanan borçların ifası imkânının yasal zeminini oluşturmanın yararları düşünüldüğünde, bu yönde bir hükmün Kanuna eklenmesi yararlı olacaktır.

TTK m. 379/2 hükmüne göre, şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu en çok beş yıl için geçerli olabilecek bir kararla yetkilendirmesi gerekir. Bu karar ile yetkilendirilen yönetim kurulunun şirket adına kendi paylarını iktisap kararı alabilme imkânı, HDT’den kaynaklanan dönüştürme taahhüdünün yerine getirilmesine uygun bir yapı sunmaktadır. Ayrıca yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkilerinin düzenlendiği TTK m. 375’de şirketin kendi paylarını iktisap kararına yer verilmediğinden hareketle, TTK m. 367 ve 370 hükümlerine göre devredilebileceği kabul edilmektedir⁴⁶⁵. Bu bağlamda, bir üyeye ya da üçüncü bir kişiye devredilerek daha da pratik bir karar alma ve uygulama süreci tesis edilebilir.

yetkilendirmeye bağlı “yasak dışı” yüzde on, Pazar değeri veya borsa değeri olarak anlaşılamaz” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 379).

⁴⁶⁴Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 379.

⁴⁶⁵**Özkorkut**, Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisabı, s. 21, 22.

Yürürlükteki hukuka göre, ihraççı şirketin yüzde onluk sınırı aşmamak kaydıyla borçlarını ifa edebileceği açıktır. Her ne kadar ilk bakışta HDT'lerin dönüştürülmesi için yüzde onluk sınırı aşan ölçüde payın gerektiği hallerde bu yöntemin kullanılamayacağı düşünülse de, taahhütlerin kademeleri olarak gerçekleştirilmesi imkânı ve yasağın yaptırımları göz önünde bulundurulduğunda, TTK'nın mevcut haliyle dahi HDT ihracında taahhütlerin ifasına uygun bir durumun söz konusu olduğu savunulabilir.

İlk olarak, şirket yüzde onluk sınırı aşmadan elde ettiği payların dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine devrini gerçekleştirip, tekrar yapacağı iktisap ve elden çıkartmalarla taahhütlerini yerine getirebilir. Özellikle kaydi sistem olanakları ile bu durumu gerçekleştirmek son derece kolay ve pratiktir.

Kanun koyucu kendi paylarını iktisaba ilişkin kurallara aykırılığın yaptırımını TTK'nın 385. maddesinde düzenlemiştir. Bu maddeye göre *“379 ilâ 381 inci maddelere aykırı bir şekilde iktisap edilen veya rehin olarak alınan paylar, iktisapları veya rehin olarak kabulleri tarihinden itibaren en geç altı ay içinde elden çıkarılır ya da üzerlerindeki rehin kaldırılır”*⁴⁶⁶. Bu düzenleme, kendi paylarını iktisap yasağının yıllar içerisinde yabancı hukuk sistemlerinde yumuşatılmasının⁴⁶⁷

⁴⁶⁶ Aynı yönde bir kurala SPK'nın anılan İlke Kararı'nda *“Geri alımı yapılacak payların, daha önce iktisap edilenler dahil, toplam nominal değeri, şirketin ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin %10'unu aşamaz. Bu oranın aşılması halinde aşım sebepleri olan paylar, alım tarihini müteakip 6 ay içerisinde elden çıkarılır”* şeklinde yer verilmiştir. Ayrıca, İlke Kararı'nda yer alan *“Şirket tarafından bir günde geri alımı yapılacak toplam pay miktarı, payların son üç aydaki günlük işlem miktarı ortalamasının %25'ini geçemez”* hükmü de gözden uzak tutulmamalı ve payları Borsa'da işlem gören ihraççı şirketler bu Kurala uygun olarak hareket etmek zorundadırlar.

⁴⁶⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Özdamar**, s. 95-148; **Aydın**, s. 115-178.

Türk hukukuna etkisini yansıtmaktadır⁴⁶⁸. Anılan hükme göre, şirketin belirtilen kurallara aykırı olarak kendi paylarını iktisap etmesi halinde, bu işlemin geçersizliği söz konusu olmayacağı gibi bu işlemi takip eden işlemler de geçerliliğini koruyacaktır. Bu durumda ihraççı şirket, yüzde onluk sınıra aykırı olarak paylarını iktisap ederek dahi, dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine devredebilir⁴⁶⁹. Zira şirket iktisap ettiği paylarını elinde tutmayacak, izahnamede belirtilen kurallara göre dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine devredecektir.

⁴⁶⁸6102 sayılı Kanun'dan farklı olarak 6762 sayılı TTK m. 329/1'in "*Şirket, kendi hisselerinin temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Bu senetlerin temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran akitler hükümsüzdür*" şeklindeki hükmü ile kendi paylarını iktisap geçersizlik yaptırımına bağlanmıştır. Şirketin iktisabı gerçekleştirdikten sonra bu geçersiz işlemi izleyen devirlerin de, kişinin üzerinde tasarruf yetkisine sahip olmadığı bir varlığı başkalarına geçerli olarak devretmesinin mümkün olmadığından hareketle, geçersiz olacağı kabul edilmekteydi (**Yanlı/Okutan Nilsson**, s. 8-11).

⁴⁶⁹Konuyla ilgili önem taşıyan bir husus olarak, TTK m. 379'un gerekçesinde yer verilen açıklamaları belirtmek gerekir. Anılan madde gerekçesine göre, "*Yasağın, pay senedi ile değiştirilebilir tahvilleri ve şarta bağlı sermaye artırımında (Tasarı m. 463) söz konusu olan değiştirme ve alım haklarını ve diğer benzeri halleri içerip içermediği gibi tartışmalı olan konular öğretiye açıktır. Bu konudaki katı kanuni düzenlemelerin uygulamada sıkıntılara sebep olabileceği ve hukukun gelişimini önleyebileceği düşüncesi ile hareket edilmiştir*".

Düzenlemelerin açık lafzı, HDT ihracından doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi anlamında ihraççı şirketin kendi paylarını iktisabının bir istisna olarak tanınmadığını göstermektedir. Ancak kendi paylarını iktisabın müeyyidesinin geçersizlik olmaması ve sadece şirketin bu payları elinden çıkartma zorunluluğunun doğduğu göz önünde bulundurulduğunda, gerekcede konunun öğretiye bırakıldığının ifade edilmesi de şirketlere kendi paylarını iktisap edip dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine devretme imkânının varlığını güçlendirmektedir.

Sonuç olarak, TTK'nın anılan düzenlemelerini HDT'ler açısından değerlendirdiğimizde, dönüştürme işlemi için gerekli payların temini noktasında bu Kanun ile birlikte önemli bir alternatifin Türk hukukuna kazandırıldığı görülmektedir. SPK'nın bu durumu göz önünde bulundurarak sermaye artırımını yapılmaksızın payların temini olanağı üzerindeki sınırı⁴⁷⁰ esnekletmesi ya da daha da ileri giderek kaldırması yerinde olabilir.

2-HDT'lerin Devri

HDT'lerin devrini kıymetli evrak teorisi bakımından ve kaydi sistem esaslarına göre iki farklı açıdan ele almak gerekirse, TTK'nın kıymetli evrakın devrini düzenleyen 647. maddesi ve SerPK m. 13 ile birlikte eSerPK'nın 10/A maddesi ekseninde bir değerlendirme yapmak gerekir.

HDT'ler hukuki nitelikleri itibarıyla kıymetli evrak niteliğini haiz senetlerdir. Kıymetli evrak teorisi gereğince bu nitelikteki senetlerin devri senedin emre, nama veya hamiline yazılı olmasına göre değişkenlik gösterir. HDT'ler emre, nama ve hamiline yazılı olarak düzenlenebileceğinden devirleri TTK m. 647'ye göre üç farklı şekilde gerçekleşebilir. HDT'lerin emre yazılı olarak düzenlenmeleri halinde, ciro ve zilyetliğin devri gerekir. Nama yazılı düzenlenen HDT'lerde alacağın devri (alacağın temliki) hükümlerine tabi yazılı devir beyanı ile birlikte zilyetliklerinin devralana geçirilmesi söz konusu iken hamiline yazılı HDT'lerde ise zilyetliğin geçirilmesi yeterlidir.

Kıymetli evrak tanımında yer alan “hakkın senetten ayrı olarak ileri sürülememesi ve devredilememesi” unsuru kaydi sistem ve değerlerin ortaya çıkması

⁴⁷⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 171-175.

ile bir kenara bırakılmıştır⁴⁷¹. 4487 sayılı Kanun⁴⁷² ile 2499 sayılı mülga SerPK'ya 10/A maddesinin eklenmesiyle başlayan ve kademeli bir geçişin gerçekleştiği kaydi sistem ile birlikte kaydi değer haline getirilen sermaye piyasası araçları fiziki olarak senede bağlanmamaktadır. Bu sistemde kaydi değerlerin devri maddi olarak değil, kaydi olarak, bir başka deyişle tescille gerçekleşmektedir⁴⁷³.

Kaydi sermaye piyasası araçlarını belirleme yetkisi SPK'dadır (eSerPK m. 10/A/4; SerPK m. 13/1). SPK bu konudaki yetkisini Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 10 hükmü ile kullanmış ve yurtiçinde ihraç edilen borçlanma araçlarının MKK nezdinde kayden izlenmesi zorunluluğunu getirmiştir. Tebliğ'in anılan hükmünde ihraççı niteliğine göre bir sınırlandırma yapılmamıştır. Dolayısıyla, bütün anonim şirketlerin halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin yapmış olduğu tüm borçlanma aracı ihraçları bu çerçevede değerlendirilir.

Kaydileştirilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin kayıtların tutulmasına ilişkin esaslar, Seri:IV No:28 sayılı Tebliğ⁴⁷⁴ ile düzenlenmiştir. 2499 sayılı mülga SerPK'nın 10/A maddesine dayanılarak kurulan MKK'ya ilişkin esaslar ise Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan bir yönetmelik ile belirlenmiştir⁴⁷⁵.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 5/6 hükmü ile halka arz edilecek borçlanma araçlarının Borsanın ilgili pazarında işlem görüp göremeyeceğine ilişkin olarak

⁴⁷¹ **Poroy/Tekinalp**, s. 44.

⁴⁷² RG. 18.12.1999, S. 23910.

⁴⁷³ **Turanboy**, Varakasız, s. 3.

⁴⁷⁴ "Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ" (RG. 22.12.2002, S. 24971).

⁴⁷⁵ "Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun Kuruluş, Çalışma, Faaliyet ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik" (RG. 21.06.2001, S. 24439).

ihraççılara Borsaya başvurma zorunluluğu getirilmiştir. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in halka arz edilecek borçlanma araçları için getirdiği kotasyon için başvuru zorunluluğu "kotasyon zorunluluğu" olarak değerlendirilemeyeceğinden, ihraç olunan bütün HDT'lerin Borsa'da işlem görmesi zorunlu değildir. Borsa yönetim kurulu kotasyon başvurusunun Kotasyon Yönetmeliği'ne, özellikle Yönetmeliğin "*Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymetlerin Kotasyonu*" kenar başlıklı 16. maddesinde aranan şartlara uygunluğunu inceleyip karar verir. Ancak, MKK kaydı yalnızca Borsa kotuna alınmış HDT'leri değil, aynı zamanda Borsa kotuna alınmayan HDT'leri de kapsar.

Birinci el piyasada gerçekleşen işlemler Seri:IV No:28 sayılı Tebliğ m. 14/7'de ve ikinci el piyasada gerçekleşen işlemler anılan Tebliğ'in 15. maddesinde düzenlenen esaslara göre MKK'ya kaydedilir. Zikredilen düzenlemeler Borsa dışında gerçekleştirilen alım satım işlemlerini de kapsamaktadır.

HDT'lerin devri açısından önem taşıyan bir diğer nokta olarak, Seri:IV No:28 sayılı Tebliğ m. 15 hükmü gösterilebilir. Bu düzenlemeye göre, alım satım işlemlerinin kaydı açısından, Borsa işlemleri ile Borsa dışında gerçekleştirilen işlemler arasında ayırım yapılmıştır. Tebliğ'de zikredilen Borsa dışındaki işlemler Borsa kotunda olan HDT'lerin Borsa dışındaki alım satım işlemleri ile Borsa kotunda olmayan HDT'lerin alım satım işlemlerini kapsamaktadır.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in 20. maddesi de borçlanma araçlarının ikinci el piyasa işlemlerine ilişkindir. Borsada işlem gören HDT'lerin, Borsa'da ve Borsa dışında alım satımının Borsa mevzuatı çerçevesinde mümkün olduğu ilgili

düzenlemede açıkça belirtilmiştir (m. 20/1)⁴⁷⁶. Tebliğ'in m. 20/2 hükmünde ayrıca borsalarda işlem gören borçlanma araçlarına ilişkin olarak aracı kuruluşların⁴⁷⁷ borsa dışında vermiş oldukları alım satım fiyat tekliflerinin, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği⁴⁷⁸ tarafından belirlenecek bir veri yayın kuruluşu vasıtasıyla kamuya açıklanması zorunluluğu hükme bağlanmıştır. Nihayet, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 20/3 gereğince, Borsalarda işlem görmeyen borçlanma araçları için aracı kurumların verdikleri alım satım fiyat tekliflerinin, kendi internet sitelerinde güncel bir şekilde yayımlanarak ve TSPB tarafından belirlenecek bir veri yayın kuruluşu vasıtasıyla kamuya açıklanması gerekir.

Kaydi sistemin bir sonucu olarak ihraç olunan HDT'ler için senet basılmadığı için devirlerinde senedin zilyetliğinin fiziken devri söz konusu değildir. HDT'nin devri Borsa'da gerçekleşiyorsa, Seri:IV No:28 sayılı Tebliğ m. 15/2 hükmüne göre aracı kuruluş⁴⁷⁹ vasıtasıyla bu hükümde belirtilen esaslara göre devir gerçekleşir.

Tarafların Borsa dışında HDT'lerin devri yönünde anlaşmaları halinde, Seri:IV No:28 sayılı Tebliğ'in m. 15/4 hükmüne göre, HDT'nin yer aldığı hesabın

⁴⁷⁶İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Yönetmeliği m. 26'da Borsa üyelerinin, m. 27'de ise Borsa üyesi dışındaki piyasa üyelerinin Borsa'ya kote olan menkul kıymetlerin alım satımına ilişkin olarak Borsa dışında gerçekleştirilen işlemlerinin Borsa'ya tescili düzenlenmiştir.

⁴⁷⁷6362 sayılı SerPK gereğince "aracı kurum" olarak algılamak gerekir. Ayrıntılı bilgi için bkz. 81-84.

⁴⁷⁸6362 sayılı SerPK Geçici Madde 5/1 hükmüne göre 2499 sayılı Kanunun 40/B maddesinde düzenlenen "Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin" unvanı, 6362 sayılı Kanun'un 74. maddesinde düzenlenen "Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği" olarak değiştirilmiştir. Bu nedenle ilgili düzenlemelerde yer alan "Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği" (TSPAKB) ifadelerini, 6362 sayılı SerPK gereğince "Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği" (TSPB) olarak algılamak gerekir.

⁴⁷⁹6362 sayılı SerPK gereğince "aracı kurum" olarak algılamak gerekir. Ayrıntılı bilgi için bkz. 81-84.

MKK’da bağlantılı olduğu üye tarafından gerekli değişiklikler yapılacaktır. Kaydi değerlerin alım satımı her durumda MKK dışında gerçekleştirilmektedir. Devirlerin MKK’ya tescili ise kurucu değil, bildirici niteliktedir⁴⁸⁰. Bu durumda devir tarafların akdettiği sözleşme ile gerçekleşecek, MKK’ya yapılan bildirim tarihi, eSerPK’nın 10/A maddesinin üçüncü fıkrasına paralel olan SerPK m. 13/5 gereğince, kayden izlenen HDT üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde etkili olacaktır.

HDT’lerin devrinin taraflar arasında kararlaştırabilmesi noktasında ise Borsa’da gerçekleşen devirlerde Borsa mevzuatına uygun hareket esas alınırken; Borsa dışı devirlerde ise kıymetli evrak genel teorisi göz önünde bulundurulacaktır. Bu bağlamda, hamile yazılı HDT’ler için zilyetliğin geçirilmesi anlamını taşıyacak MKK bildirimi yeterlidir. Nama yazılı HDT’lerde ise zilyetliğin geçirilmesinin yanı sıra alacağın devri (alacağın temliki) hükmünde olacak bir yazılı devir beyanı ile devir geçerli olacaktır. TTK m. 647/2 yazılı devir beyanının senedin üzerine yapılmasının yanı sıra başka bir kağıda yapılabilmesine de izin verdiğinden HDT’nin fiziki olarak basılı olmaması nama yazılı HDT’lerde bir sorun teşkil etmez. Ancak emre yazılı tahvillerde durum farklılık arz etmektedir. Bilindiği üzere, emre yazılı senetlerin devri için zilyetliğin geçirilmesinin yanı sıra senet üzerine yapılacak ciro beyanına ihtiyaç vardır. Kaydi sistemde fiziki anlamda senet mevcut olmadığından, ciro hükmündeki devir beyanının ne şekilde yapılabileceği tereddüt doğurabilir. Bu noktada oluşan sorunu açmak için konuya anonim şirketlerde senede bağlanmamış pay anlamına gelen çıplak payın devrine ilişkin kuralların kıyasen uygulanabileceği

⁴⁸⁰**Manavgat, C.:** Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A maddesi Hükümüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, AÜHFD 2001, C. 50, S. 2, s. 181; **Yıldız Destanoğlu**, s. 183.

ileri sürülmektedir⁴⁸¹. Nasıl ki, ister nama ister hamiline yazılı olursa olsun çıplak payların alacağın temliki hükümleri çerçevesinde devrinin mümkün olduğu ve devir kabiliyetine göre iki farklı tür olmasına rağmen tek bir devir prosedürüne bağlıysa, kaydi sermaye piyasası araçlarının kaydi sistem dışındaki devri de aynı devir prosedürüne bağlıdır⁴⁸². Bu bağlamda, Borsa dışındaki devirlerde, emre yazılı HDT'lerin de nama yazılı HDT'lerde olduğu gibi alacağın temliki hükmünde yazılı devir beyanı ile zilyetliğin geçirilmesi anlamını taşıyacak MKK bildirimi ile devirleri mümkündür.

Nihayet, kıymetli evrak niteliğindeki senetlerin içerdikleri hakkın senetten ayrı olarak ileri sürülebilmesi ve devredilebilmesi TTK'nın kıymetli evrak tanımını içeren 645. maddesinde yasaklanmıştır. Bu bağlamda, HDT'lerin içerdiği faiz ve dönüştürme haklarının HDT'den bağımsız bir niteliğe sahip olmaması sebebiyle tahvilden ayrı olarak devredilebilmesi mümkün değildir. Dönüştürme hakkı kullanıldığında, HDT ihraççı şirket payına dönüşeceğinden bu hakkın senetten ayrılıp bir başka kişiye devredilmesi zaten HDT'lerin niteliğiyle de bağdaşır bir durum değildir⁴⁸³.

⁴⁸¹ **Ünal, M.:** Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara 2011, s. 409-411.

⁴⁸² **Ünal,** s. 410-411.

⁴⁸³ HDT'ler hakkında Türk hukukunda yer alan ilk özel nitelikte düzenleme olan EDÇKn'nın "*Hisse Senedine Çevrilecek Tahvil İhracı*" kenar başlıklı 4. maddesinin kenar başlığı ve birinci fıkrasından HDT'lerin düzenlendiği açıkça anlaşılmaktadır. Anılan maddenin ikinci fıkrası ise "*hisse senedi iktisap hakkı, tahvil sahipleri tarafından müstakilen başkalarına devredilebilir*" şeklindedir. Değiştirme hakkının senetten ayrı olarak devredilemeyeceği gerekçesiyle ikinci fıkra ile kastedilenin HDT'ler olamayacağı, senetten ayrı olarak devredilebilmesine izin verilen hakkı içeren senedin opsiyonlu tahvil olarak da adlandırılan "hisse senedi satma taahhüdü belgesi ekli tahvil" olarak anlaşılması gerektiği ileri sürülmüştür (**Poroy**, s. 502).

3-Sürelı Anonım Ŗirketlerin HDT İhraç Edip Edemeyecekleri Sorunu

İhraççı anonim Ŗirket belirli süreli olarak kurulup da HDT ihraç etmesi halinde, dönüştirme hakkının kullanımından önce Ŗirketin sona ermesinin dönüştirme haklarının kullanımını imkânsız hale getireceği akla gelir. Hemen belirtelim ki, Türk hukukunda süre ile sınırlandırılmış anonim Ŗirketlerin tahvil ihracını yasaklayan açık bir düzenleme bulunmamaktadır. HDT ihracında ihraççı Ŗirketin varlığının süre ile sınırlandırılması ile birlikte vadeden ve/veya dönüştürmeden önce bu sürenin dolacak olması özel bir önem taşır. Gerçekten, süreli bir anonim Ŗirketin, adi tahvillerinin vadesi içerisinde tasfiye sürecine girmesi halinde, Ŗirket borçlarının ifası hukuken olanaklı olduğundan en azından edimin aynen ifası imkânsız hale gelmez. Fakat HDT ihraç eden bir anonim Ŗirketin tasfiye sürecine girmesi dönüştirme haklarının kullanım imkânını ortadan kaldırır.

Ŗirketin tahvil ihraç edip daha sonra esas sözleşmede yazılı sürenin dolması gerekçesiyle sona ermesi sermaye piyasasında güven ve yatırımcıların korunması ilkesine açık ve ağır bir aykırılık oluşturacağından bu şekilde bir ihracın yapılabilmesi hukuken ve fiilen mümkün olamamalıdır. Her ne kadar bu yönde açık ve emredici bir düzenlemeye yer verilmese de, tahvillerin niteliği ve sermaye piyasalarında hakim olan güven ve yatırımcıların korunması ilkeleri göz önünde bulundurularak SPK'nın tahvil vadesinden önce sona erecek bir anonim Ŗirketin tahvillerine ilişkin izahnameyi onaylamaması gerekir.

Belirtilen hukuki engelin yanı sıra bu şekilde ihraç olunacak bir tahvile birinci el ve ikinci el piyasada alıcı bulunabilmesinin imkânsızlığı da fiili bir engel oluşturmaktadır. Bu durumda Ŗirket esas sözleşme değişikliği ile süresini

uzatmalıdır⁴⁸⁴. O halde esas sözleşmesinde belirtilen sona erme tarihinden sonra dönüştürme ve/veya vadenin söz konusu olacağı şekilde HDT ihraç etmek mümkün olmadığından, bu gerekçeyle dönüştürme haklarının sona ermesi söz konusu olmayacaktır. Ancak belirtmek gerekir ki, esas sözleşmesine göre salt süre anlamda HDT'lerin dönüştürme ve/veya vadesinden hemen sona erecek bir ihraççının dahi HDT ihracı da sorun teşkil etmektedir. Zira HDT'nin içerdiği dönüştürme hakkı sona ereceği kesin olan bir anonim şirketin payları açısından makul bir değer taşımaz. Dönüştürme gerçekleşip de HDT sahibi pay sahibi konumuna geçse dahi, sona erme halinde, TTK m. 543'de belirtilen esaslara göre hukuken elde etme hakkı olup da fiilen elde edebileceği şüpheli tasfiye payı dışında bir hukuki yarara sahip olamayacaktır. Bu durum, yatırımcıların HDT'lerden bekledikleri yararın elde edilebilmesini engeller. O halde şirketin belirli bir süre ile sınırlı olarak kurulmuş olmasının adi tahviller açısından sadece itfa ile sınırlı bir anlam taşımasına rağmen, HDT'lerde itfayı aşan bir anlam taşıdığının kabulü gerekir. Bu bağlamda, şirket sözleşmesinde yazılı süre ile izahnamede belirtilen dönüştürme zamanını salt zamansal anlamda uyumlaştırmaktan ötesine gidilmelidir. Bu yönde yatırımcıların korunabilmesi ve uyuşmazlıkların önüne geçilebilmesi için ihraççı şirketin HDT'lerin ortaklık paylarına dönüştürülmesinden makul bir süre sonrasını sona erme tarihi olarak belirlemesi zorunluluğunun getirilmesi yararlı olabilir.

Nihayet, HDT'lerin Kanuna dayanan senetler olması ve TTK m. 467/2 hükmünün sağladığı genel koruma da hesaba katılmalıdır. Süreli şirketlerin her

⁴⁸⁴**Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 332, 333. **Domaniç** ayrıca süreli olmayan şirketlerin dahi tahvil ihracı için esas sözleşme değişikliği ile en az tahvil süresi kadar bir süre devam edeceğini garanti etmesi gerektiğini savunmaktadır.

nasılsa HDT ihraç etmeleri halinde dahi bu düzenleme de HDT sahiplerine belirli bir ölçüde koruma sağlayacaktır. Şirketlerin esas sözleşmelerinde yazılı süreleri doldukları gerekçesiyle tasfiye sürecine girmesi hali, TTK m. 467/2 hükmündeki sınırlı sayıda olmayan haller arasında açıkça zikredilmese de, dönüştürme haklarının kayba uğratılması sonucunu doğuracağı açıktır. Bu durumda en makul yol şirketin HDT sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlaması koşuluyla tasfiye sürecine girmesidir.

4-HDT İhraççısı Şirketin İflâsı

Anonim şirketler tacir sıfatına sahip olmaları sebebiyle TTK m. 18/1 hükmüne göre iflâsa tabidirler⁴⁸⁵. İflâs ehliyetinin anonim şirketler için tüzel kişilik kazanma ile başlayıp, tüzel kişiliğin son bulmasına kadar süreceği kabul edilmektedir⁴⁸⁶. İİK m. 44/2’de yer alan tacirin ticareti terk ettiğini ticaret siciline tescil ve ilân ettirdikten sonra bir yıl boyunca iflâsa tabi olması hükmü, gerçek kişiler açısından geçerli olmakla birlikte, ticaret şirketleri hakkında uygulama alanına sahip değildir⁴⁸⁷. Zira tüzel kişiliğin sona ermesinden sonra artık iflâs yoluyla takip yapılabilecek bir anonim şirket mevcut olmayacaktır.

⁴⁸⁵Hukuk sistemimizde kural olarak tacirler iflâsa tabidirler. Ancak tacir olmadığı halde iflâsa tabi tutulan kişiler de bulunmaktadır. Bu kişiler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Bozer/Göle**, Ticari İşletme, s. 55, 57; **Arkan**, Ticari İşletme, s. 131-134.

⁴⁸⁶**Atalay**, s. 5.

⁴⁸⁷**Arkan**, Ticari İşletme, s. 130; **Kuru, B.**: Ticareti Terk Eden Tacirlerin Tabi Bulunduğu Hükümler, AÜHFED 1970, C. 27, S. 1-2, s. 115; **Pekcanıtez**, s. 18; **Atalay**, s. 7.

Anonim şirketlerin iflâsı sebepleri, genel iflâs sebebi olarak nitelendirilen “*muaccel bir borcun ödenmemesi*” ve İİK’nın 177 ilâ 179. maddeleri arasında düzenlenen “*doğrudan doğruya iflâs hallerinden*” oluşmaktadır⁴⁸⁸.

İflâsın hukuki sonuçlarının HDT ihracı ile oluşturulan ilişkiye yansımaları, HDT’nin içerdiği hakların akıbeti noktasında önem taşır. İflâs eden ihraççı şirketin HDT’den doğan borçları İİK m. 195’e göre kendiliğinden muaccel hale gelir⁴⁸⁹. İcra ve İflâs Kanunu’nun iflâs tarihini düzenleyen 165. maddesine göre “*iflâs hükmüyle açılır ve bu hükmüde açılma anı gösterilir*”. Buna göre mahkemenin iflâsa karar verdiği anda iflâs açılmış olmakta ve iflâs kararının hukuki sonuçları ortaya çıkmaktadır⁴⁹⁰. Bu durumda HDT’lerin içerdiği anapara ve faiz hakkı ile dönüştürme hakkının akıbeti ve tazmininin ne şekilde sağlanacağını belirlemek gerekir.

İflâs kararı ile HDT sahibinin anapara ve birikmiş faiz hakkı muaccel hale gelir⁴⁹¹. Ancak muaccel hale gelen faiz hakkı, iflâs kararına kadar birikmiş faiz

⁴⁸⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Atalay**, s. 13-62.

⁴⁸⁹ Ancak HDT’ler müflis şirkete ait gayrimenkullerin rehni ile teminat altına alınarak ihraç edilmişlerse kendiliğinden muaccel hale gelmezler (**Kubilay**, s. 72) Ancak bu halde de yine, HDT sahiplerinin dönüştürme hakları iflâs kararı ile birlikte sona erer (**Atalay**, s. 211, 212, 219). Çünkü bu durumda, müflisin rehinli taşınmazı alacaklının rehin hakkıyla birlikte satılıp, müflisin müeccel olan şahsi borcu da alıcıya intikal ettirilecektir. Bu durumda, rehinli taşınmazın satış bedeli müeccel rehinli alacağı tamamen karşılamaya yetmezse alacağın rehin ile karşılanamayan kısmı muaccel hale gelmiş sayılacak ve iflâs masasına yazdırılacaktır (**Kuru, B./Arslan, R./Yılmaz, E.**: İcra ve İflâs Hukuku, 26. Bası, Ankara 2012, s. 528).

⁴⁹⁰ **Kuru/Arslan/Yılmaz**, s. 477.

⁴⁹¹ Ancak İİK m. 195/1 ve m. 196/2 gereğince, rehile teminat altına alınmış HDT’lerde, alacak iflâs kararı ile muaccel hale gelmeyeceğinden, izahnamede öngörülen akdî faiz, iflâs kararına rağmen işlemeye devam eder (**Atalay**, s. 219).

miktardır⁴⁹². İİK m. 195'e göre birikmiş faiz anaparaya eklenir. İflâs masasına giren alacaklarda faizin işlemeye devam edeceğine dair İİK m. 196/1 hükmü gereği, birikmiş faizin anaparaya eklenmesiyle oluşan miktara faiz işlemeye devam eder. Ancak, 196. maddenin üçüncü fıkrasında, bu maddeye göre alacaklılara tahakkuk edecek bütün faiz ödemelerinin, 195 inci maddeye göre hesaplanan şirket borçlarına ilişkin anaparalar ödendikten sonra bakiyesi üzerinden yapılacağı düzenlenmiştir.

Rehinle temin edilmemiş alacaklarda ticari olmayan işlerdeki faiz oranının uygulanacağının hükme bağlandığı İİK m. 196/2 gereğince, rehinle güvence altına alınmamış HDT'lerden doğan alacaklarda, adi işlerde geçerli yasal faiz oranı uygulanacaktır. Bu düzenlemenin bir sonucu olarak, iflâs kararı sonrası geçecek süre için izahnamede kararlaştırılan faiz uygulanmayacağı gibi⁴⁹³, ticari nitelikte bir iş olan HDT'ler için adi işlerdeki faiz oranının uygulama alanı bulacağı öngörülmüş olmaktadır⁴⁹⁴.

⁴⁹²**Pekcanıtez**, s. 75; **Üstündağ, S.:** İflas Hukuku, 9. Bası, İstanbul 2009, s. 101; **Gözütok, Z.:** Faiz Hukuku, Ankara 2010, s.637, 638; **Deynekli, E./Kısa, S.:** Açıklamalı-İçtihatlı Faiz Hukuku, Ankara 2003, s. 83.

Yargıtay'ın İİK m. 195 ve 196 ile ilgili kararları için bkz. **Karmış, E.:** Uygulamalı Faiz ve Alacak Hesapları Hukuku, C. II, Ankara 2007, s. 2512-2514; **Deynekli/Kısa**, s. 601-614.

⁴⁹³İİK m. 196 gereğince, bu miktarın sözleşmesel değil yasal faiz olması doktrinde yerinde bulunmaktadır. Zira müflisin masaya giren mal ve haklar üzerinde artık kullanım hakkına sahip olamayacağından hareketle, parasını işletmemesinden dolayı kendisinden sözleşmesel faizin ya da başkaca herhangi bir faizin en üst düzeyinin talep edilmesinin uygun bulunmaması gerektiği ifade edilmektedir (**Üstündağ**, s. 103).

⁴⁹⁴İflasın kaldırılması ya da iflâs kararının Yargıtay tarafından bozulup kararın kesinleşmesi halinde iflâstan önceki durumun geri döneceğinden hareketle, iflâs kararı ile iflâs kararının ortadan kalktığı

İhraççı anonim şirketinin iflâsının HDT'lerin içerdiği dönüştürme hakkına etkisi özellik arz etmektedir. Anonim şirketin iflâsından önce dönüştürme hakkını kullanan HDT sahiplerinin tahvil sahibi olarak iflâs alacaklısı olmaları mümkün değildir⁴⁹⁵. Zira bu kişiler dönüştürme haklarını kullanmakla, şirket alacaklısı sıfatından pay sahibi sıfatına geçmiş olmaktadır. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in m. 43/1'e göre dönüştürme hakkını kullanan HDT sahiplerine dönüştürme gününe kadar işlemiş faizlerin nakden ödenmesi gerektiğinden, birikmiş faizlerin henüz ödenmemiş olması halinde, bu kişilerin ödenmeyen faiz hakları dolayısıyla iflâs alacaklısı olabilmeleri mümkündür.

İflâstan önce dönüştürme haklarının kullanılmaması halinde ise iflâsın açılması ile birlikte bu hakkın kullanılması imkânsız hale geleceğinden, dönüştürme hakkının son bulduğu kabul edilmektedir⁴⁹⁶. Ancak konusu para olmayan alacaklara ilişkin olan İİK m. 198/1 "*Mevzuu paraya olmıyan alacak ona muadil bir kıymette para alacağına çevrilir. Şu kadar ki iflâs idaresi taahhüdün aynen ifasını deruhte edebilir. Bu takdirde alacaklı talep ederse iflâs idaresi teminat gösterir*" şeklindedir. İflâs idaresinin bu durumda taahhüdün aynen ifasını üstlenmesi mümkün değildir. O halde HDT'ler para alacağına dönüştürülecektir⁴⁹⁷. HDT'lerin iflâs masasına para alacağı olarak yazdırılmasında ise HDT'nin itibari değeri ile faiz alacağının yazdırılabileceği savunulmaktadır⁴⁹⁸. Kubilay, HDT sahiplerinin HDT'nin itibari

tarih aralığında ticari faiz uygulanabilir (**Kuru, B.:** İcra ve İflas Hukuku, C.3, 3. Bası, Ankara 1993, s. 2931).

⁴⁹⁵ **Atalay**, s. 218.

⁴⁹⁶ **Kubilay**, s. 72; **Pekcanitez**, s. 76; **Atalay**, s. 218; **Biçer**, s. 179.

⁴⁹⁷ **Kubilay**, s. 72; **Pekcanitez**, s. 76; **Atalay**, s. 218, 219.

⁴⁹⁸ **Kubilay**, s. 72; **Pekcanitez**, s. 76; **Atalay**, s. 219.

değerlerine eş değerde pay senedi alabilme hakkına sahip olduklarından hareketle, dönüştürme hakkının para olarak değerinin HDT'nin itibari değeri olduğunu vurgulamıştır⁴⁹⁹. Bu bağlamda, HDT sahibinin, iflâs masasına, HDT'nin itibari değerini ve faiz alacağını yazdırabileceği kabul edilmektedir⁵⁰⁰.

Menkul kıymetlerin belirli bir meblağı temsil etme özelliğinden hareketle, doktrinde her menkul kıymetin bir itibari değerinin olması ve belirli bir miktar üzerine düzenlenmesi gerekliliği olarak yorumlanan⁵⁰¹ itibari değer kavramı, tahviller açısından vade sonunda ihraççı tarafından ödenecek miktar olarak da ifade edilmektedir⁵⁰². İtibari değer kavramı, borsaların gelişimine paralel olarak önemini yitirmiş ve “piyasa değeri”, “piyasa fiyatı” kavramları önem kazanmıştır⁵⁰³. HDT'lerin hibrit menkul kıymet karakteri sebebiyle, piyasa değerleri dönüştürme hakkı verilen ihraççı paylarının piyasa değerindeki değişimlerden etkilenir. İhraççı paylarının değer artışlarından yarar sağlama amacı HDT yatırımcısının bu borçlanma aracını talep etmekteki temel amacıdır. İhraççının iflâsına karar verilmeden önce HDT'lerin en son piyasa değerinin itibari değerden yüksek olması halinde, piyasa değerinin esas alınması ve bu değer in iflâs masasına para alacağı olarak yazılması

⁴⁹⁹ **Kubilay**, s. 72. Bu konuda ayrıca Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 37/2'de yer alan “*Dönüştürme oranı, hisse senedine dönüştürme sırasında HDT'nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gösterir*” hükmüne değinmek gerekir. Anılan düzenlemede “*HDT'nin nominal değerini*” nin esas alındığı görülmektedir.

⁵⁰⁰ **Kubilay**, s. 72; **Pekcanitez**, s. 76; **Atalay**, s. 219.

⁵⁰¹ **Aytaç**, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, s. 47; **Öztan**, s. 185, 186; **Turanboy**, Varakasız, s. 73.

⁵⁰² **Pash**, s. 1531.

⁵⁰³ **Pash**, s. 1531, 1532.

düşünülebilir. Yürürlükteki hukuka göre bu zorlama bir yorum olarak görünse de, bu yönde yapılacak düzenlemeler ile hukuki dayanağa kavuşturulması düşünülebilir. Zira uzun vadeli borçlanmalara imkân sağlayan HDT’lerde şirketin iflâsı halinde, bu senetlerin itibari değeri ve faiz alacağının iflâs masasına yazdırılması HDT’lerin hukuki niteliğine ve hakkaniyete uygun değildir.

Son olarak belirtmek gerekir ki, tahvillerden doğan alacaklar İİK’nın 206. maddesine göre dördüncü sırada yer alan “imtiyazlı olmayan diğer bütün alacaklar” kapsamındadır. Tahvillerin iflâs ve tasfiyede adi bir borç senedi gibi kabul edilmesinin bu borçlanma araçlarının satışını zorlaştırmasından hareketle, bu durum özel sektör tahvil ihracını engelleyen bir husus olarak gösterilmektedir⁵⁰⁴.

III. İLGİLİLERİN KORUNMASI

HDT ihracı, ihraççı şirketin bütün menfaat sahiplerini etkileyen bir tercih olmakla birlikte, özellikle pay sahiplerinin hakları üzerinde etkili olur. Bu sebeple, ortakları oldukları şirketin mevcut ya da ileride oluşturulacak payları üzerinde bazı kişilere dönüştürme hakkı tesis edilmesi pay sahiplerinin korunmasını gerektirir.

İhraç olunan HDT’leri satın alan yatırımcılar açısından düşündüğümüzde, dönüştürme hakkının kullanılmasından önceki süreçte henüz ortak olmadıkları için pay sahipliği haklarından yararlanamazlar. Şirket idaresinde söz sahibi olmadıkları

⁵⁰⁴Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler (Türkiye Bankalar Birliği), Bankacılar Dergisi 2000, S. 35, s. 45. Türkiye Bankalar Birliği tarafından hazırlanan raporda, bu sorunun çözümü olarak icra, iflâs ve tasfiye hallerinde tahvillerin alacak sıralarının daha önlere getirilmesine yönelik düzenlemeler yapılması önerilmiştir (Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçları, s. 47).

bir süreçte gelecekte pay sahibi olma olanağına sahip oldukları şirketin alacağı kararlardan zarar görmeleri muhtemeldir.

Bu itibarla, HDT ihracında pay sahiplerinin ve HDT sahiplerinin korunması konuları özel bir önem taşımaktadır. Ancak her biri ayrı akademik çalışma konusu olabilecek derinlikte olan bu konular ana hatlarıyla izah edilmeye çalışılacaktır.

1-Pay Sahiplerinin Korunması

HDT ihracında pay sahiplerinin korunması gerekliliği, esas itibarıyla HDT'lerin içerdiği dönüştürme hakkından kaynaklanmaktadır. HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmalarıyla birlikte, bu kişiler alacaklı sıfatından pay sahibi sıfatına geçerler. Bu durum şirkette pay sahibi olması istenmeyen kişi veya grupların şirkete dâhil olması sonucunu doğurabilir.

HDT'lerin dönüştürüleceği ihraççı paylarının sermaye artırımını ile gerçekleştirileceği durumlarda pay sahiplerinin korunması daha da önem kazanmaktadır. Zira sermaye artırımını ile oluşturulan yeni payların dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulabilmesi için pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının kısıtlanması zorunludur. Bu durum ise pay sahiplerinin şirketteki hakimiyet oranlarını etkiler.

İstenmeyen kişi veya grupların şirkette pay sahibi olması sonucunun doğması riski dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların sermaye artırımını ile temininde olduğu gibi sermaye artırımının yapılmadığı hallerde de söz konusudur.

Belirtilen riskleri ortadan kaldırmaya yarayan başlıca hukuki araçlar, HDT'lerin tahsisli satış yöntemiyle satılması, halka arzda işlem sınırlamaları ve pay sahiplerine HDT'ler üzerinde rüçhan hakkı tanınmasıdır.

A-Tahsisli Satış Yönteminin Tercih Edilmesi

Şirket, HDT'lerin halka arzı sonrasında HDT'leri satın alacak kişileri kendisinin belirleyememesinden kaynaklanan riski göze alamıyorsa tahsisli satış yöntemine başvurabilir. En yalın ifadeyle, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin satışını ifade eden tahsisli satış yönteminin kullanılmasıyla şirketin HDT'leri satın alacak kişileri belirlemesi mümkündür. Dolayısıyla, bu yöntem gelecekte pay sahibi olması muhtemel kişilerin önceden belirlenebilmesine imkân verir.

B-Halka Arz Yönteminde İşlem Sınırlandırmalarından Yararlanılması

Seri:VIII No:66 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” halka arzda işlem sınırlandırmaları yapılmasına izin vermektedir. Anılan Tebliğ m. 4/2 “*Halka arz edilecek sermaye piyasası araçları, izahnamede nitelikleri tanımlanan herhangi bir yatırımcı grubuna satılmak üzere, her bir yatırımcı grubu için yapılacak tahsisat oranlarına izahnamede ayrıntılı olarak yer verilmesi suretiyle, tahsis edilebilir. Satış sırasında talep edilebilecek sermaye piyasası aracı miktarlarına ihraçcının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından izahnamede belirtilmesi suretiyle asgari veya azami sınırlar konulabilir*” hükmünü ihtiva etmektedir. Bu şekilde yapılacak belirlemelerle HDT'leri satın alabilecek yatırımcı grupları sınırlandırılabilir.

Ayrıca belirtmek gerekir ki, şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında yapılacak ihraçlarda şarta bağlı sermaye artırımının esas sözleşmesel dayanağını düzenleyen TTK m. 465’ e göre “*değiştirme veya alım hakkından yararlanılabilecek gruplar*”ın belirtilmesi gerekir. Bu düzenleme doktrinde şirket ele geçirmelerine karşı etkin bir önlem olarak yorumlanmaktadır⁵⁰⁵. Ancak bu yöntemden bir savunma önlemi olarak yararlanılırken söz konusu hakların kimlere tanınacağı hususunun önem taşıdığı ve hakkın şirket kontrolünü ele geçirme girişiminde bulunmayacak kişiler lehine tanınmasının uygulamanın etkinliğini artıracığı ifade olunmaktadır⁵⁰⁶.

C-Pay Sahiplerine HDT’ler Üzerinde Rüçhan Hakkı Tanınması ve “Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı”

Sermaye artırımı ile oluşturulacak yeni payların dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine tahsis edilebilmesi için pay sahiplerinin bu paylar üzerindeki rüçhan haklarının sınırlandırılması zorunludur. Bu durum ise pay sahiplerinin şirket üzerindeki hâkimiyetlerini, bir başka deyişle şirkete katılım oranlarını etkiler. Dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine karşı olan borcun sermaye artırımını ile oluşturulacak yeni paylar ile ifasının gerçekleştirilmesinin öngörüldüğü bu halde de yeni pay alma haklarından doğan boşluğun doldurulabilmesi için pay sahiplerine HDT’ler üzerinde rüçhan hakkı tanınması gerekir. Ancak hukuk sistemimizde pay sahiplerinin ihraç edilecek HDT’ler üzerinde rüçhan hakkına sahip olduğu genel olarak düzenlenmemiş; sadece şarta bağlı

⁵⁰⁵Şehirali Çelik, F. H.: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008, s. 342, 343.

⁵⁰⁶Şehirali Çelik, s. 342, 343.

sermaye artırımını kapsamında gerçekleştirilen ihraçlar için geçerli olmak üzere “önerilmeye muhatap olma hakkı” ile bu boşluk doldurulmaya çalışılmıştır.

Türk Ticaret Kanunu’nun şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükümleri arasında yer alan ve “Pay Sahiplerinin Korunması” kenar başlığını taşıyan 466. maddesinde esas itibarıyla “önerilmeye muhatap olma hakkı” düzenlenmiştir. Hükümün mehzazını İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653c maddesi oluşturmaktadır.

a-Terminoloji

Şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında dönüştürme veya alım hakkı içeren tahviller veya benzeri borçlanma araçları ihracında bu araçların ilk olarak pay sahiplerine önerilmesi zorunluluğunu ifade eden “önerilmeye muhatap olma hakkı” 6102 sayılı TTK ile Türk hukukuna giren yeni bir pay sahipliği hakkıdır.

Türk Ticaret Kanunu’nun yasalaşma sürecinde Bakanlar Kurulu’nun 2005 yılında Tasarı olarak TBMM’ye sunduğu metinde “önerilme hakkı” olarak adlandırılan bu hak daha sonra “önerilmeye muhatap olma hakkı” olarak değiştirilmiştir. Bu sebeple Kanun’un gerekçesinde yer alan terim ile yürürlüğe giren metinde yer alan terim arasında uyumsuzluk göze çarpmaktadır. “Önerilme hakkı” yerine “önerilmeye muhatap olma hakkı” teriminin tercih edilmesi, doktrinde OR 653c hükmünde yer alan terime daha uyumlu bir tercih olarak değerlendirilmiştir⁵⁰⁷.

İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653c maddesinin ikinci fıkrasında bu hak “*Vorwegzeichnungsrecht*” terimi ile ifade edilmiştir. *Pulaşlı*, bu terimin “önceden taahhütte bulunma hakkı”, “önceden taahhüt etme hakkı” anlamlarına geldiğini

⁵⁰⁷ Kaya, s. 139.

belirtmiştir⁵⁰⁸. *Biçer* ise kavramın edilgen yapıyla ifadesini eleştirmiş ve “önce taahhüte bulunma hakkı”, “öneriye muhatap olma hakkı” ya da “öneri bekleme hakkı” gibi terimlerin bu hakkı daha iyi açıklayacağını savunmuştur⁵⁰⁹.

Mehaz OR 653c hükmünde de, 652b maddesinde düzenlenen pay sahibinin sermaye artırım ile oluşturulan yeni paylar üzerindeki “rüçhan hakkı”nı ifade eden “*bezugsrecht*” teriminden farklı bir terim benimsenmiş olsa da, Türk hukukunda yeni bir terim oluşturulması zorunlu değildi. Oluşturulan yeni terim olan “önerilmeye muhatap olma hakkı” ifadesinin anlamı ile OR 653c hükmünde yer alan “*Vorwegzeichnungsrecht*” teriminin anlamı da tam olarak örtüşmemektedir. Bunun yerine öncelik hakkını ifade etmek için kullanılan yerleşik kavram olan “rüçhan hakkı” teriminin benimsenmesi daha yerinde bir tercih olabilir⁵¹⁰. Zira hakkın hukuki niteliği ve özellikleri göz önünde bulundurulduğunda, esas itibarıyla ihraç olunan HDT’ler ile değiştirme veya alım hakkı içeren benzeri borçlanma araçları üzerinde

⁵⁰⁸**Pulaşlı, H.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Batider 2006, C. 23, S. 4, s. 80.

⁵⁰⁹**Biçer,** s. 232.

⁵¹⁰Bu şekilde yapılan bir tercih, pay sahibinin yeni pay alma konusundaki öncelik hakkını ifade eden ve TTK m. 461’de “Rüçhan Hakkı” kenar başlığı ile düzenlenen “yeni pay alma hakkı” kavramı ile karşılığa neden olabileceği gerekçesiyle eleştirilebilir. TTK m. 461’de “rüçhan hakkı” ifadesinin kullanılmasının sebebi gerekçede şu şekilde açıklanmıştır: “*Yeni payları almada paysahibinin önceliğini vurgulamak amacıyla, kenar başlıkta, uygulamamızda yaygınlık kazanmış bulunan “rüçhan” hakkı kelimesine de yer verilmiştir*” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 461.)

Gerçekten “rüçhan hakkı” pay sahibine tanınan bir öncelik hakkıdır ve hakkın konusuna göre sınıflandırmalara tabi tutulmasına bir engel yoktur. Bu itibarla, “rüçhan hakkı”nın tıpkı Alman hukukunda olduğu gibi “pay” dışındaki varlıklar için de tanınıp üst kavram haline getirilmesi kanaatimizce daha isabetlidir.

tanınan bir öncelikli alım hakkı (rüçhan hakkı) olduğu görülmektedir. Nitekim Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 221. paragrafında da “rüçhan hakkı” anlamına gelen “*bezugsrecht*” terimi HDT’ler için de kullanılmıştır.

b-Hakkın Hukuki Niteliği ve Kapsamı

Yeni bir pay sahipliği hakkı⁵¹¹ olarak hukuk sistemimize dâhil olan önerilmeye muhatap olma hakkı, hukuki niteliği itibarıyla birçok yönden ortakların yeni pay alma hakkına benzer özellikler taşımaktadır.

Öncelikle TTK m. 466/1 hükmünde ve gerekçede belirtildiği üzere kanuni bir hak olarak sadece pay sahipleri önerilmeye muhatap olma hakkına sahiptir. Bu hakkın şirket payından ayrı olarak devredilebileceği veya bağışlanabileceği kabul edilmektedir⁵¹². Hakkın konusu ise yeni pay alma hakkından farklı olarak ihraç edilen yeni paylar değil, HDT’ler veya benzeri borçlanma araçlarıdır.

Pay sahipliği haklarının mali haklar (malvarlıksal haklar) ve yönetsel haklar (katılma hakları) şeklindeki ayrımında önerilmeye muhatap olma hakkının yeri konusunda yeni pay alma hakkında rüçhan hakkına ilişkin görüşlerden yararlanılabilir. Bu hak bazı eserlerde mali haklar kategorisinde incelenmiş olsa da⁵¹³, hakkın niteliği ve korumayı amaçladığı hukuki menfaatler dikkate alındığında iki kategori arasında karma bir niteliğe sahip olduğunun kabul edilmesi gerekir⁵¹⁴. Aynı şekilde önerilmeye muhatap olma hakkı da mali bir niteliğe sahip olmasının

⁵¹¹Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 466.

⁵¹²Kaya, s. 142; Saraç, s. 199-201.

⁵¹³İmregün, s. 304; Tekil, s. 391; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), 2010, s. 488.

⁵¹⁴Aytaç, s. 102; Yıldız, Ş.: Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul 1996, s. 135.

yanı sıra, pay sahibinin şirket yönetimindeki etkisini koruma fonksiyonu⁵¹⁵ gördüğünden karma nitelikte bir hak olarak değerlendirilmelidir.

TTK m. 466/2 hükmünde haklı sebeplerin varlığı halinde kaldırılabilceği veya sınırlandırılabilceği düzenlendiğine göre önerilmeye muhatap olma hakkının müktesep bir hak olduğundan söz edilemez.

Önerilmeye muhatap olma hakkının sadece pay sahipleri tarafından sadece şirkete karşı ileri sürülebilecek bir hak olmasından dolayı nisbi bir hak olduğu ileri sürülmektedir⁵¹⁶. Bu hak, tıpkı ortakların yeni pay alma hakkında olduğu gibi pay sahiplerinin mevcut payları ile orantılı bir nitelik arz eder. Bir başka deyişle, her pay sahibi kural olarak şirketteki payı oranında olmak üzere yeni ihraç edilen dönüştürme veya alım hakkı içeren benzeri borçlanma araçları üzerinde önerilmeye muhatap olma hakkına sahiptir.

Önerilmeye muhatap olma hakkı şarta bağı sermaye artırım kapsamında dönüştürme veya alım hakkı içeren tahvil ve benzeri borçlanma araçları ihracında söz konusudur. Şarta bağı sermaye artırımının bir diğ er uygulama alanı olan çalışanlara alım hakkı tanınmasında uygulama alanına sahip değildir⁵¹⁷. Hakkın kapsamının belirlenebilmesine yarayan bir düzenleme olarak TTK'nın m. 466/1 hükmü “*Şarta bağı sermaye artırımında, tahvillere ve benzeri borçlanma araçlarına bağı olarak değıştirme ve alım hakları içeren senetler ihraç edildiğı takdirde, bunlar önce mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilir*” şeklindedir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, hükmün kaleme alınış şekli hatalıdır. Bu

⁵¹⁵Önerilmeye muhatap olma hakkının, pay sahibinin yön etimsel haklarını koruma amacı ve fonksiyonu konusunda değıerlendirmeler için bkz. **Kaya**, s. 144-146.

⁵¹⁶**Saraç**, s. 176.

⁵¹⁷Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 466.

düzenlemede yer alan “...tahvillere ve benzeri borçlanma araçlarına bağlı olarak değiştirme ve alım hakları içeren senetler..” ifadesi TTK’nın şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin diğer hükümlerinde kullanılan ifadelerle uyumlu olmadığı gibi, HDT’lerle de uyumlu değildir. Zira, HDT’lerin içerdiği dönüştürme hakkı ayrı bir senede bağlı değildir. Her ne kadar ilgili maddenin lafzı sadece değiştirme ve alım haklarının ayrı bir senede bağlı olduğu durumların (örneğin opsiyonlu tahvillerin) kastedildiği intibainı uyandırmakta ise de, şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin diğer düzenlemeler ve hükme kaynaklık eden İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653c maddesi göz önünde bulundurduğunda, kanun koyucunun amacının bu olmadığı muhakkaktır. İfade şeklindeki bozukluk ve HDT’lerin bu düzenleme kapsamında yer almıyor görüntüsü, hükmün mehzazını oluşturan İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653c maddesinin tercümesinde yapılan hatadan kaynaklanmaktadır⁵¹⁸. Bu bağlamda, anılan hüküm HDT’leri de kapsar şekilde anlaşılmalıdır⁵¹⁹.

Önerilmeye muhatap olma hakkı, Kanun’un sistematüğinden ve hükmün lafzından açıkça anlaşılacağı üzere, bütün HDT ihraçlarında değil, sadece şarta bağlı sermaye artırımı çerçevesinde gerçekleştirilen ihraçlar için düzenlenmiştir. HDT

⁵¹⁸OR 653c maddesinin birinci fıkrasının “Şarta bağlı sermaye artırımında, dönüştürme veya alım hakkının bağlandığı tahviller veya benzeri borçlanma araçları ihraç edildiği takdirde, bu araçlar öncelikle mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilir” şeklinde Türk Ticaret Kanunu’na alınması yerinde olurdu.

⁵¹⁹Aynı yönde bir diğer hata TTK m. 465/2 hükmünde yer almaktadır. Bu düzenlemede yer alan, “Tahviller ve benzeri borçlanma araçlarına bağlı değiştirme ve alım hakkı içeren tahviller veya benzeri borçlanma araçları...” ifadesi, İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653b maddesinin ikinci fıkrasından yanlış bir şekilde tercüme edilmiştir. OR 653b hükmüne paralel olarak, TTK m. 465/2 hükmünde “Dönüştürme veya alım hakkı içeren tahviller veya benzeri borçlanma araçları” ifadesi tercih edilmeliydi.

ihracında dönüştürme için gerekli payların oluşturulmasının sermaye artırımını ile yapılacağı hallerde, ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanmasından doğan boşluğun önerilmeye muhatap olma hakkı ile doldurulması pay sahiplerinin korunması ve şirket ele geçirmelerinin önlenmesi adına son derece önemlidir. Bu itibarla, önerilmeye muhatap olma hakkının salt şarta bağlı sermaye artırımını için değil, sermaye artırımını ile HDT sahiplerinin tatmin edileceği bütün ihraçlar için öngörülmesi gerekir⁵²⁰. Hükümün esas veya kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımını ile yeni payların temininin öngörüldüğü ihraçlarda da kendiliğinden kıyasen uygulama alanına sahip olduğu düşünülebilir.

Önerilmeye muhatap olma hakkının salt şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında gerçekleştirilenler için değil, bütün HDT ihraçlarında geçerli kanuni bir hak olarak kabul edilmesi düşüncesinin zorlama bir yorum olarak değerlendirilmesi ve kabul edilmemesi halinde dahi şirket esas sözleşmesine ya da yetkili organ tarafından alınan HDT ihraç kararına HDT'lerin öncelikle payları oranında mevcut pay sahiplerine önerilmesi zorunluluğuna ilişkin bir hüküm konulması halinde, ortakların yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasından doğan boşluk doldurulmuş ve pay sahiplerinin zarar görmeleri engellenmiş olur.

⁵²⁰ Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 221. paragrafının dördüncü fıkrasında pay sahiplerinin ihraç edilecek HDT'ler üzerinde rüçhan hakkının olduğu hükme bağlanmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. s. 14-18.

c-Hakkın Sınırlandırılması veya Kaldırılması

Kanun koyucu pay sahiplerinin önerilmeye muhatap olma hakkının varlığını düzenlemekle birlikte, bu hakkın haklı sebeplerin⁵²¹ varlığı halinde, kaldırılabilirliğini veya sınırlandırılabilirliğini de düzenlemiştir (TTK m. 466/2)⁵²². TTK’da önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılması veya sınırlandırılması yetkisinin kimde olduğuna ilişkin bir hüküm bulunmamakla birlikte, bu yetkinin genel kurulda olduğuna hükmün gerekçesinde yer verilmiştir⁵²³. Genel kurulun bu yetkisini yönetim kuruluna devrine cevaz veren açık bir düzenleme olmadığından konu doktrinde tartışmalıdır⁵²⁴.

Genel kurulun önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılmasına veya sınırlandırılmasına ilişkin kararı hangi nisapla alabileceği Kanun’da açıkça düzenlenmemiştir. Ancak TTK m. 466’nın gerekçesinde genel kurul kararının TTK

⁵²¹Anılan hükümde, haklı sebeplerin neler olabileceğine ilişkin örnekleyici de olsa bir belirleme yapılmamıştır. Ancak gerekçede bu yönde bir açıklamaya yer verilmiştir. Buna göre, “*Haklı sebep şirketin menfaati yönünden değerlendirilmeli ve eşit işlem ve hakların sakınılarak kullanılması ilkesine uyulmalıdır. İsviçre doktrininde birinci fıkranın katı kurallar içerdiği bunun da piyasanın gerçeklerine uymadığı eleştirisi yapılır. Piyasa şartları (gereğinde) haklı sebep olarak kabul olunmalıdır. Mesela, bir aracı kurumun tahvillerin tümünü satın alma önerisi yapması halinde pay sahiplerinin önerilme hakkı kaldırılabilir*” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 466). Önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılmasında veya sınırlandırılmasında “haklı sebep”lerin belirlenmesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kaya**, s. 165-170; **Biçer**, s. 240-245; **Saraç**, s. 194-197.

⁵²²Bu bağlamda şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında ihraç olunan HDT’lerin tahsisli satış yöntemiyle satılabilmesi için pay sahiplerinin önerilmeye muhatap olma haklarının sınırlandırılması gerekir.

⁵²³Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 466.

⁵²⁴Ayrıntılı bilgi için bkz. **Kaya**, s. 160-165; **Biçer**, s. 238; **Saraç**, s. 186-188.

m. 421/4 hükmüne göre alınacağı belirtilmiştir. Ancak yürürlükteki TTK'nın m. 421/4 hükmü "*İkinci ve üçüncü fıkralarda öngörülen nisaplara ilk toplantıda ulaşamadığı takdirde izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır*" şeklindedir. Gerekçede, genel kurul kararına ilişkin bir nisap ortaya koyma amacı mevcut olmasına rağmen, gerekçe ile maddeler arası uyumsuzluğun bir sonucu olarak toplantı ve/veya karar nisabı belirtilememiştir. Gerekçede belirtilen düzenlemeyle kastedilen aslında, 2005 yılında kamuoyuyla paylaşılan şekliyle Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın ilk şeklinin 421/4 hükmüdür⁵²⁵. Tasarı'nın ilk şeklinde yer alan 421. maddenin dördüncü fıkrası ile birinci fıkrası birleştirildiğine göre ilk bakışta, bu kararın esas sözleşme değişikliğinin bağlandığı nisap olan TTK m. 421/1'e göre alınması gerektiği düşünülebilir. Ancak kanun koyucunun tarihsel iradesinin bu yönde olmadığına bir göstergesi mevcuttur. TTK Tasarısı'nın 421. maddesinin bu ilk şeklinin birinci fıkrasında esas sözleşme değişiklikleri için "*mevcut olan oyların çoğunluğuna*" dayanan ayrı bir nisap daha öngörülmüşken,⁵²⁶ önerilmeye muhatap

⁵²⁵ "*Aşağıdaki esas sözleşme değişikliği kararları sermayenin en az yüzde ellisini oluşturan payların sahiplerinin olumlu oylarıyla verilebilir.*

a) *Esas sözleşmenin her türlü değişikliğine ilişkin kararlar.*

b) *Nevi değiştirme, birleşme ve bölünmeye ilişkin kararlar.*"

⁵²⁶ "*Kanunda ve esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı takdirde esas sözleşmeyi değiştiren kararlar, genel kurulda mevcut olan oyların çoğunluğu ile alınır. Bu nisabı düşüren veya nisbi çoğunluğu öngören sözleşme hükümleri geçersizdir*". Esas sözleşme değişikliğine ilişkin aynı maddede iki farklı nisap düzenlenmesi doktrinde eleştirilmiştir (Eleştiriler için bkz. **Moroğlu, E.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Değerlendirme ve Öneriler, 2. Bası, İstanbul 2005, s. 135; **Yıldız, Ş.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın Anonim ve Limited Şirketlere İlişkin Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Konferans (Bildiriler-Tartışmalar), Ankara 2005, s. 90).

olma hakkı bu nisaptan daha ağır bir nisap olarak sermayenin yarısını temsil eden pay sahiplerinin olumlu oylarına bağlanmak istenmiştir. Ancak daha sonra TBMM'ye sunulan Tasarı'da 421. maddede değişikliğe gidilmiş ve Kanun'un gerekçesinde belirtilen m. 421/4 hükmü m. 421/1 ile birleştirilerek Kanun metninden çıkartılmıştır.

Bu düzenlemenin kaynağını oluşturan İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653c maddesinde de önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılması veya sınırlandırılması kararına ilişkin bir nisap açıkça öngörülmemiştir.

İsviçre hukukunda mevcut görüşlere paralel olarak doktrinde, bu karar için özel bir nisap aranmadığı için esas sözleşme değişikliğine ilişkin olarak geçerli olan 421/1'de düzenlenen nisabın (şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurulda, toplantıda mevcut bulunan oyların çoğunluğu) aranması gerektiği de ileri sürüldüğü⁵²⁷ gibi; TTK m. 461/2 hükmünde yeni pay alma hakkının sınırlandırılması veya kaldırılmasına ilişkin aranan nisabın (esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu) geçerli olduğu da savunulmaktadır⁵²⁸.

Nihayet, yeni pay alma hakkına benzer bir hukuki ihtiyaçtan ortaya çıkan pay sahiplerinin önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılması veya sınırlandırmasına yönelik kararların, kanun koyucunun tarihsel iradesi ve hakkın yeni pay alma hakkına benzeyen niteliği göz önünde bulundurularak, TTK m. 461/2'de düzenlenen nitelikli çoğunluğa göre alınması gerekir.

⁵²⁷ **Kaya**, s. 157, 158.

⁵²⁸ **Biçer**, s. 239; **Saraç**, s. 189.

2-HDT Sahiplerinin Korunması

HDT sahipleri, tahvilleri itfa olunana kadar ihraççı şirketin alacaklısı sıfatına sahiptirler. HDT'lerin itfası, dönüştürme haklarının kullanılmasıyla gerçekleşebileceği gibi dönüştürme hakkı kullanılmaksızın önceden kararlaştırılan koşullara uygun olarak anaparanın faiziyle birlikte geri alınması şeklinde de gerçekleşebilir. Alacaklıların korunmasına yönelik olarak, borçlar hukukunda ve şirketler hukukunda birtakım koruma araçları öngörülmüştür⁵²⁹.

Alacaklıların korunması, şirketler hukukunun diğer prensipleriyle, özellikle pay sahiplerinin menfaatleriyle, çatışabilmektedir⁵³⁰. TTK'da yer alan birçok düzenlemede alacaklıların korunması amacına yönelik hükümlere rastlanılmaktadır. Şirket alacaklısı ile pay sahipleri arasındaki çatışmada, alacaklıların menfaatine öncelik verilmesi düşüncesi hâkimdir⁵³¹. HDT sahipleri ancak dönüştürme haklarının kullanılmasıyla alacaklı konumundan pay sahibi konumuna geçeceği için şirketin kararlarında söz sahibi olamadıkları fakat bu kararlardan zarar görme tehlikelerinin yüksek olduğu bu aşamada alacaklıların korunmasına yönelik genel düzenlemelerin yanı sıra özel olarak korunmaları gerekmektedir. Gerçekten, bu kişileri korumaya yönelik hükümler, hem menfaatler arası bir denge unsuru oluşturmakta hem de değiştirme veya alım hakkı içeren senetlere olan talebi etkileyerek sistemin işlerliğini kuvvetlendirmektedir.

⁵²⁹Alacaklıların korunması konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **Çoştan, H.:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklıların Korunması, Ankara 2009, s. 9-29.

⁵³⁰**Çoştan,** s. 12, 13.

⁵³¹**Çoştan,** s. 13, 14.

Şirketin alacağı kararlar ile HDT sahiplerini doğrudan ya da dolaylı olarak zarara uğratması olasıdır. Doğrudan zarar halleri, şirket ile HDT sahipleri arasındaki hukuki ilişkiden doğan taahhütlerin yerine getirilmesi noktasında meydana gelir⁵³². Ayrıca, şirketin doğrudan HDT sahipleri ile kurulan hukuki ilişki üzerinde olmamakla birlikte, alacağı bazı kararlar ile HDT sahiplerini dolaylı olarak zarara uğratması mümkündür. HDT sahiplerinin zarar görmesi muhtemel haller çok çeşitli olabilmekle birlikte, doktrinde özellikle şarta bağlı sermaye artırımını dolayısıyla konuya değinilmiştir⁵³³. Ancak şarta bağlı sermaye artırımını kabul edilmeden de HDT ihracı mümkündür. Bu itibarla, konunun şarta bağlı sermaye artırımından ayrılarak HDT'ler ekseninde değerlendirilmesi gerekir⁵³⁴. Bu bağlamda, HDT ihracından sonra şirketin sermaye artırımına gitmesi, HDT ihracına dayanak oluşturan kararın iptali, önceden ihraç olunan tahvillere dönüştürme hakkı tanınması, birleşme, bölünme ve tür değiştirme kararları alınması, yeni alım, değiştirme veya dönüştürme hakları tanınması, olağandışı kâr payı ödemesi, yedeklerin dağıtılması, tasfiye kararı alınması, azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılması, HDT'lerin dönüştürüleceği payların devir sınırlamalarına tabi tutulması halleri üzerinde durulmaktadır.

Bu konuda Türk pozitif hukukunda yer alan düzenlemeleri incelemek gerekirse, TTK'nın 158/3 ve 467 madde hükümleri önem taşımaktadır.

⁵³²Saraç, s. 198, 199.

⁵³³Kaya, s. 197-217; Biçer, s. 245-254; Saraç, s. 201-220.

⁵³⁴Yabancı hukuk sistemlerinde HDT'ler ekseninde yapılan değerlendirmeler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **Kormann**, s. 145-151; **Wilker, W. D.:** Kann Das Umtauschrecht Der Wandelschuldverschreibungsgläubiger Durch Kapitalverwässerungen Oder Strukturelle Veränderungen Der Gesellschaft Wirtschaftlich Beeinträchtigt Werden, Freiburg 1959, s. 129-180.

A-Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirmede Pay Sahiplerinin Sorumluluğu

TTK m. 158 “*Ortakların Kişisel Sorumlulukları ve İş İlişkilerinin Geçmesi*” kenar başlığını taşımaktadır. Anılan maddede genel olarak birleşmede devrolunan şirketin borçlarından dolayı birleşmeden önce sorumlu olan pay sahiplerinin sorumluluklarının birleşmeden sonra da devam edeceği hükme bağlanmıştır. TTK’nın 177. ve 190. maddelerinde yapılan yollamalar gereğince, bu düzenleme bölünme ve tür değiştirmede de uygulama alanına sahiptir.

TTK m. 158’in tahviller açısından belirtilmesi gereken hükmü olan üçüncü fıkrası aynen “*Kamuya arz edilmiş olan tahvil ve diğer borç senetlerinde sorumluluk itfa tarihine kadar devam eder; meğerki, izahname başka bir düzenleme içersin*” şeklindedir. Anonim şirketlerde şirket borçlarından dolayı pay sahiplerinin kişisel sorumlulukları mevcut değildir. Anonim şirketler dışındaki ticaret şirketlerinin tahvil ihraç yetkisine sahip olmadığı da göz önünde bulundurulduğunda, bu hükmün Türk hukukunda anonim şirketlerin ihraç edeceği tahviller ve diğer borçlanma araçları açısından bir uygulama alanına sahip olmadığı, dolayısıyla HDT sahiplerini koruyucu bir anlam taşımadığı görülmektedir. Hemen belirtelim ki, TTK’nın 158. maddesinin pay sahiplerinin şirket borçlarından dolayı kefalet ya da garanti gibi yüklendiği ek yükümlülöklere yönelik değildir⁵³⁵. Bu durumda halka arz edilen tahvillerden doğan borca ortakların garanti vermesi halinde de bu garantiye ilişkin

⁵³⁵ “Hüküm kişisel sorumlulukla ilgili olup ek yükümlere, kişisel taahhütlere (kefalet ve garanti gibi) uygulanmaz. Bu sorumluluklar da 158 inci madde uygulanmaksızın devam eder” (bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 158).

sorumluluk devam etmekle birlikte, bunun hukuki dayanağı TTK m. 158/3 değildir⁵³⁶.

Sonuç olarak, Türk anonim şirketler hukukunda uygulama alanı olmayan⁵³⁷ TTK m. 158/3 hükmünün Kanun'dan çıkartılması ile birleşme, bölünme ve tür değiştirmelerde HDT ve tahvil sahiplerinin korunmasına yönelik düzenlemelerin Kanuna dercedilmesi yerinde olur.

B-Payın Devri Sınırlandırmalarına Karşı Korunma

TTK'nın 467. maddesi de *“şarta bağlı sermaye artırımı kurumunun güven verebilmesi ve işlerlik kazanabilmesi”* amacına yönelik olup⁵³⁸ bu amacı gerçekleştirebilecek araç olarak değiştirme veya alım hakkı sahiplerinin korunması konusunu belirlemiştir.

TTK m. 467'nin birinci fıkrası⁵³⁹ ile HDT sahiplerinin devir sınırlandırılmalarına karşı korunması söz konusudur. Bu düzenlemeye göre HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları ile sahip olacakları payların nama

⁵³⁶Çoştan, s. 227.

⁵³⁷Kanunun gerekçesinde, “İsviçre Birleşme, Bölünme, Tür Değiştirme, Malvarlığı Devrine İlişkin Federal Kanun” (Fusiongesetz) m. 26/3 hükmünün hukukumuzda uygulama alanı bulunmadığı için Kanun’a alınmadığı ifade edilmiştir (Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 158). Ancak, bu Kanunun 26. maddesinin üçüncü fıkrasının ilk cümlesi, her nasılsa, TTK m. 158/3’de, ölü doğmuş bir hüküm olarak, yer almıştır.

⁵³⁸Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 467.

⁵³⁹“Kendilerine nama yazılı payları iktisap etme hakkı tanınmış bulunan değiştirme veya alım hakkını haiz alacaklılar veya çalışanlar, bu tür payların devirlerinin sınırlandırılmış olduğu gerekçesiyle, söz konusu hakları kullanmaktan engellenemezler; meğerki, bu husus, esas sözleşmede ve izahnamede saklı tutulmuş olsun”.

yazılı pay olması halinde, esas sözleşme ve⁵⁴⁰ izahnamede açıkça saklı tutulmadıkça,⁵⁴¹ dönüştürme haklarını kullanmaları engellenemez. Bir başka deyişle, bağlam kuralları gerekçe gösterilerek HDT sahiplerinin haklarını kullanmalarını engellenemez. Anonim şirketler bu senetleri ihraç ederken bağlamı göz önünde bulundurup eğer bağlamı üstün tutuyorlarsa HDT ihracından vazgeçmelidirler⁵⁴².

C-Diğer Durumlara İlişkin Korunma

TTK m. 467/2 hükmü HDT sahiplerinin korunması anlamında son derece önemli genel nitelikte bir hükmü ihtiva etmektedir. Anılan düzenleme “*Değiştirme veya alım hakları, sermaye artırımı yapılması, yeni değiştirme veya alım hakları tanınması veya başka bir yolla kayba uğratılamaz; meğerki değiştirme fiyatı indirilmiş veya hak sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlanmış ya da aynı şekilde, pay sahiplerinin hakları da kayba uğratılmış olsun*” şeklindedir. Bu hüküm eSerPK m. 14/2’ye paralel ve yaptırımlar açısından farklılaşmış olarak HDT sahiplerinin ortaklığın alacağı kararlardan zarar görmesini engelleme amacı taşımaktadır.

HDT sahiplerini zarara uğratabilecek hallere örnek olarak, “*sermaye artırımı yapılması*”, “*yeni değiştirme veya alım hakları tanınması*” zikredilmiştir. Hükümde yer alan “*veya başka bir yolla kayba uğratılamaz*” ifadesinden de bu hallerin sınırlı sayıda olmadığı ve HDT sahiplerini zarara uğratacak bütün karar, işlem ve fiillerin hükmün kapsamına dâhil edilebileceği anlaşılmaktadır.

⁵⁴⁰Kanun koyucu esas sözleşme ile birlikte izahnamede de saklı tutulmasını aramıştır.

⁵⁴¹Bu düzenlemenin amacının, devir engellerinin hile ile aşılmasının engellenmesinin oluşturduğu ileri sürülmektedir (Saraç, s. 218).

⁵⁴²Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, İstanbul 2012, s. 87.

Dönüştürme fiyatının indirilmesi, hak sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlanması ya da HDT sahipleriyle aynı şekilde pay sahiplerinin hakları da kayba uğratılmış olması halleri emredici bu kurala istisna olarak aynı düzenlemede belirtilmiştir. Bu haller bir açıdan istisna, diğer bir açıdan ise yasağa aykırılığın yaptırımları olarak düşünülebilir. Bu bağlamda, eğer HDT sahiplerinin zararını doğuracak bir durum söz konusu olacaksa dönüştürme fiyatının indirilmesi ya da uygun bir denkleştirmenin sağlanması gerekir. HDT sahipleriyle birlikte pay sahiplerinin haklarının da kayba uğratılmış olması hali ise şirketin kötüniyetli olmadığını göstermesi anlamında önem taşımaktadır. Ancak HDT sahiplerini korumaya yönelik genel kural esas alınmalı ve istisnai hükümler dar yorumlanmalıdır.

Dönüştürme fiyatı, HDT sahiplerinin tahvillerini şirket paylarına dönüştürmeleri halinde, bu paylara uygulanacak fiyatı ifade eder. Bu fiyatın düşürülmesi ile yatırımcılar HDT'lerini ihraççı paylarına önceden kararlaştırılan miktara görece daha ucuza dönüştürmüş olurlar.

Hak sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlanması yolları TTK'da açıkça düzenlenmemiştir. İlk bakışta, HDT sahiplerine zararlarını karşılayacak miktarda nakit para ödenerek denkleştirmenin gerçekleştirilebileceği akla gelmektedir. Buna ek olarak, HDT sahiplerini zarara uğratan faaliyetin türüne göre farklı denkleştirme yolları ileri sürülmektedir. Sermaye artırımını dolayısıyla bir zararları söz konusu oluyorsa yeni payları almada öncelik hakkı, daha sonra ihraç olunan tahvillerden doğan zararlar da önerilmeye muhatap olma hakkı gibi denkleştirme yolları tercih edilebilir⁵⁴³.

⁵⁴³ **Saraç**, s. 214, 215.

Nihayet, İsviçre Borçlar Kanunu’nun 653d maddesinden alınan TTK m. 467 şartı bağı sermaye artırımına ilişkin hükümler içerisinde düzenlenmiş ve gerekçede “*şarta bağı sermaye artırımı kurumunun güven verebilmesi ve işlerlik kazanabilmesi*” amacı zikredilmiştir⁵⁴⁴. Ancak madde lafzında açık bir sınırlandırma olmaması ve HDT’lerin “bağlayıcılıklarını Kanun’dan alan ortaksal nitelikte”⁵⁴⁵ senetler olmaları nedenleriyle her iki fıkra da bütün HDT ihraçları için uygulama alanına sahiptir. Ancak hukuki güvenlik ve farklı görüşlerin aşılması anlamında en sağlıklı yol, bu durumun şartı bağı sermaye artırımından bağımsızlık kazandırılarak açık kanuni zemine kavuşturulması olacaktır.

⁵⁴⁴Bkz. TTK “Madde Gerekçeleri”, m. 467.

⁵⁴⁵**Tekinalp**, Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, s. 87.

SONUÇ

Türk hukukunda “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller (HDT)”, genel olarak ve ilk defa mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda düzenlenmiştir. Yürürlükteki hukuka baktığımızda, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”inde HDT’lere ilişkin düzenlemeler yer almaktadır.

Türk pozitif hukukunda yer alan bu düzenlemeler esas alınarak ve yabancı hukuk sistemlerindeki düzenlemeler göz önünde bulundurularak HDT’ler bu çalışmada değişik açılardan ele alınmıştır. Bu düzenlemelerin değerlendirilmesi açısından, mülga 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilgili hükümleri de göz önünde bulundurulmuştur. Bu bağlamda, varılan sonuçlar ana hatlarıyla şu şekildedir:

Kavramsal çerçeve ve yasal terminoloji üzerinde durulması gerekirse, HDT’leri ifade etmek üzere hukuk sistemimizde farklı terimlerin kullanıldığı görülmektedir. Mülga 2499 sayılı Kanun’da benimsenen terim, “*hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil*” olmuştur. Belirtilen kanuni terime uygun olarak, Seri:II No:3 ve onu yürürlükten kaldıran Seri:II No:15 sayılı Tebliğ’lerde aynı terime yer verildiği görülmektedir. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de ise ihraççı şirket dışındaki diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren tahvillerin “*değiştirilebilir tahviller*” terimiyle düzenlenmesiyle birlikte, HDT’ler için yabancı hukuk sistemlerinde kullanılan terimler olan “*convertible bonds*” ve “*Wandelanleihe*” terimlerine paralel şekilde “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*” ifadesi tercih edilmiştir. 6102 sayılı TTK’da “*değiştirme hakkı içeren tahviller*”, Kanun’un gerekçesinde ise “*hisse*

senetleri ile değiştirilebilen tahviller” ifadelerinin; 6362 sayılı SerPK’da ise “*pay ile değiştirilebilir tahvil*” terimine yer verildiği görülmektedir. Görülüyor ki, yürürlükteki hukukta, aynı kavramı ifade etmek üzere farklı terimlere bir arada yer verilmiştir. 6362 sayılı SerPK ve 6102 sayılı TTK ile birlikte “*hisse senedi*” teriminin terk edilmesi ve bunun yerine “*pay senedi*” ve “*pay*” terimlerine yer verilmesi sebebiyle, kanun koyucunun tercihinine paralel şekilde, SPK’nın “*pay senedine dönüştürülebilir tahvil*” ya da “*paya dönüştürülebilir tahvil*” şeklinde bir terimi benimsemesi yerinde olur.

HDT’lerin yarar ve sakıncaları, anonim şirketlerin bu tahvil türünü ihracı, yatırımcıların ise birinci ve ikinci el piyasadaki talepleri üzerinde etkilidir. HDT’ler ihraççı şirket açısından düşünüldüğünde, düşük maliyetli ve uzun vadeli borçlanma imkânı sunan ve sermaye artırımının şirket yararlarına gerçekleştirilebilmesini sağlayan bir araç olarak kullanılabilir. Yatırımcılar açısından ise anaparanın korunması ve faiz güvencesinin yanı sıra anaparanın yerine dönüştürme hakkı ile ihraççı şirketin başarısından ve pay değerlerindeki artıştan yararlanma imkânını içinde barındırmaktadır. Ancak HDT’lerin ihraççı pay değerleri ile olan sıkı ilişkisi sebebiyle, ihraççı şirketin ve yatırımcıların HDT’lerden beklediği yararların elde edilmesini engelleyici birtakım durumlar da ortaya çıkabilir.

Özünde bir borçlanma ilişkisini barındıran HDT’ler, menkul kıymet niteliğindedir. Ayrıca TTK’da düzenlenen bir husus olması sebebiyle HDT ihracı her iki taraf için de ticari iş niteliğindedir. Bu bağlamda, HDT’ler kıymetli evrak ve menkul kıymet niteliğini haiz ve ticari iş sayılmaya bağlanan hukuki sonuçlara tabidirler.

HDT'ler menkul kıymet olmaları sebebiyle, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ihraç edilirler. Sermaye Piyasası Kurulu, izahnamenin Kurul tarafından onaylanması zorunluluğu çerçevesinde, HDT ihracında düzenleyici ve denetleyici bir rol oynamaktadır. Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre yurtiçinde ihraç edilen borçlanma araçlarının Borsa'nın ilgili pazarında işlem görüp göremeyeceğine ilişkin olarak Borsa'ya başvuru zorunluluğu ve Merkezî Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenmesi zorunluluğu söz konusudur. Hemen belirtelim ki, Borsaya başvuru zorunluluğu bir kotasyon zorunluluğu değildir. Borsa yönetim kurulu, başvuruyu ilgili mevzuat çerçevesinde değerlendirir ve başvuruyu olumlu veya olumsuz sonuçlandırır.

6362 sayılı SerPK ile birlikte, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak veya yüklenimde bulunmaksızın satışına aracılık edilmesi yetkisi sadece aracı kurumlara verilmiştir. 6362 sayılı Kanun ve Seri:II No:22 sayılı Tebliğ düzenlemeleri bir arada değerlendirildiğinde, halka arz edilen HDT'lerin ihracında ve yükümlülüklerin yerine getirilmesinde aracı kurumlardan yararlanılması zorunludur.

TTK m. 468/2 gereğince şarta bağlı sermaye artırımını kapsamında ihraç olunan HDT'lerde dönüştürmenin gerçekleştirilmesinde ve dolayısıyla sermaye artırımına ilişkin taahhüdün yerine getirilmesinde, sadece mevduat ve katılım bankaları rol oynayabilir. Bu açıdan, 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesi ile birlikte, TTK m. 468/2 ile Seri:II No:22 sayılı Tebliğ m. 12/1 arasında uyumsuzluk ortaya çıkmıştır. Normlar hiyerarşisine göre, kuşkusuz, TTK'da yer alan düzenleme geçerlidir. Bu bağlamda, TTK m. 468/2 kapsamına giren hallerde işlemlerin banka aracılığıyla gerçekleştirilmesi zorunlu olacaktır. SPK'nın alacağı kararlarda ve

yürürlüğe koyacağı yeni düzenlemelerinde, bu durumu göz önünde bulundurarak, şarta bağlı sermaye artırımında HDT uygulaması açısından sermaye taahhüdü anlamı taşıyan dönüştürme işlemlerinin sadece mevduat veya katılım bankaları tarafından gerçekleştirilebileceğini göz önünde bulundurması gerekir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'e göre HDT'lerin halka arz edilerek ihracı mümkün olduğu gibi, halka arz edilmeksizin tahsisli satış yöntemiyle ihraç edilebilmeleri de mümkündür. Tahsisli satış halinde dahi, gerek şarta bağlı sermaye artırımını kapsamasında gerçekleştirilen ihraçlarda gerekse diğerlerinde, aracı kurum ve bankaların rol oynayacağı istisnai haller söz konusudur.

İhraççı şirket açısından yetkili organ kararının alınması ile başlayan süreç HDT'lerin itfası ile son bulur. Çalışmanın ikinci bölümünde bu sürece ilişkin esaslara ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

Tahvil ihracı konusunda yetkili organ kural olarak genel kuruldur. Ancak TTK m. 505'e göre genel kurulun alacağı yetkilendirme kararıyla ya da SerPK m. 31/3'e göre esas sözleşme ile yönetim kurulunun yetkili kılınması mümkündür.

Kanun koyucu, tahviller ve 504. madde kapsamındaki diğer bütün menkul kıymetler açısından geçerli olmak üzere genel kurul tarafından ihraç kararı alınabilmesi için son derece ağır nisaplar öngörmüştür. Bu durum Tasarı'nın ilk hali üzerinde yapılan değişiklik sonrası Adalet Komisyonu'nun tercihinden kaynaklanmaktadır. TBMM'ye sunulan Tasarı'nın ilk halinin 504. maddesinde m. 421/4'e yapılan yollama gereğince, bu fıkra da belirtilen diğer esas sözleşme değişikliği kararları gibi 504. madde kapsamındaki menkul kıymet ihraç kararının sermayenin yüzde ellisini oluşturan payların sahiplerinin olumlu oyları ile alınacağı kararlaştırılmıştı. Ancak nisapların genel olarak düzenlenmiş olduğu 421. maddeye

yapılan eleştiriler, maddenin yeniden kaleme alınmasını zorunlu hale getirmiş ve maddenin tamamı değişikliğe uğramıştır. Bu değişiklikle, Tasarı'nın 421. maddesinin dördüncü fıkrası birinci fıkra ile birleştirilmiş ve buna bağlı olarak sonraki fıkraların numaraları değişmiştir. Bunun üzerine Adalet Komisyonu tarafından 504. maddede yer alan yollamaya 421. maddenin üçüncü fıkrasını eklenmiş ve yüzde yetmişbeşlik bir toplantı ve karar nisabının geçerli olacağı kabul edilmiştir.

Bu tercihe iki farklı açıdan bakılabilir. İlk olarak Tasarı'nın ilk halinde yer alan 421. maddenin dördüncü fıkrasının birinci fıkrayla birleştirilmesi göz önünde bulundurulduğunda, Adalet Komisyonu'nun maddeye eklemesi gerekli olan yollama diğer esas sözleşme değişikliklerinin bağlandığı m. 421/1 hükmü olması gerektiği savunulabilir. Bir diğer açıdan ise Tasarı'nın ilk şeklinin 504. maddesinde m. 421/1'den daha ağır bir nisap öngören m. 421/4'e yollamada bulunulmasının bilinçli bir tercih olduğundan hareketle, kanun koyucunun 504. madde kapsamındaki menkul kıymetlerin ihracı için nitelikli bir nisap arayışı içerisinde olduğu savunulabilir. Ancak, yüzde yetmişbeşlik ağır bir nisap öngörülmesi ile TTK m. 504'e göre esas sözleşme ile bu nisabın hafifletilebilmesi imkânının varlığı da tutarlı bir yaklaşım gibi görünmemektedir. Zira TTK m. 421/1'de yer alan ve m 421/3'e göre daha hafif nitelikte olan nisaplarla esas sözleşmeye hüküm eklenebilmesi mümkündür. Dolayısıyla, TTK m. 504 üzerinde yapılacak değişiklikle bu hatadan dönülmesi menkul kıymet ihracının kolaylaştırılması ve Kanun'un dolanılmasının önüne geçilmesi açılarından önem taşımaktadır. Aksi takdirde, kuruluştaki oluşturulan ilk esas sözleşmeyle ya da menkul kıymet ihraç kararı öncesinde esas sözleşme değişikliğine başvurulması yollarıyla nisabın hafifletilerek Kanun'un katı

düzenlemesinin devre dışı bırakılması söz konusu olabilir. Bu yolun yaygınlık kazanmasıyla hüküm uygulamada devre dışı kalacaktır.

Genel kurul tarafından alınacak yetkilendirme kararı, 421. maddenin üçüncü ve dördüncü fıkrasına göre alınır. Ayrıca TTK m. 505’de bu konuda esas sözleşme ile farklı bir nisap belirlenmesine de cevaz verilmemiştir. TTK m. 421/3’de aranan yüzde yetmişbeşlik nisabın TTK m. 421/1’de düzenlenen esas sözleşme değişikliğinden daha ağır olması, TTK m. 421/1’de düzenlenen nisaplarla esas sözleşmeye konulacak hükümle, SerPK m. 31/3’ün verdiği yetkiye dayanarak yönetim kurulunun HDT ihracı konusunda yetkilendirilmesi imkânı ile de uyumlu değildir.

SerPK’nın borçlanma araçları ihraç limitinin düzenlendiği 31. maddesinde, eSerPK’dan farklı olarak, Bakanlar Kurulu’na tahvil ihraç limitlerini artırma yetkisi verilmemiştir. SerPK m. 31/1 hükmü gereğince borçlanma araçları ihraç limitini belirleme yetkisi SPK’dadır. Nitekim SPK, 04.01.2013 tarih ve 1/2 sayılı İlke Kararı ile bu yetkisini kullanmış ve 6362 sayılı SerPK ile uyum amacıyla yapılacak alt düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar geçerli olmak üzere yeni limitler belirlemiştir. Bu bağlamda, hukuki dayanaktan yoksun kalan 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı’nın yürürlükten kalktığının kabulü gerekir.

HDT ihraç limitinin belirlenmesine ilişkin düzenlemeler olan TTK, SerPK ve Seri:II No:22 sayılı Tebliğ ile SPK’nın 04.01.2013 tarih ve 1/2 sayılı İlke Kararı’nın ilgili hükümlerine göre miktarın belirlenmesine yarayan kriterler, HDT ihracı için şirketin kuruluştan sonra belirli bir süre faaliyette bulunmasının gerekip gerekmediğinin sorgulanmasına yol açmıştır. Ancak bu düzenlemelerde yer alan koşulların, ara bilanço hazırlanması ve HDT ihracı öncesinde şirketin finansal

tablolarının bağımsız denetimden geçirilerek genel kurul onayının alınmasıyla aşılabileceği kabul edilmektedir. Ancak Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'in m. 5/7 düzenlemesi, halka arz edilecek borçlanma araçlarında izahnameye eklenecek hususlar arasında, ihracın, yıl içinde yapılacağı döneme ve şirketin payları Borsa'da işlem görüp görmemesine bağlı olarak değişmekle birlikte, asgari olarak iki yıllık finansal tablolar ve bağımsız denetim raporlarını araması şirketlerin kuruluştan sonra belirtilen süreler dolmadan HDT ihraç etmesinin önüne geçebilecek niteliktedir. TTK ve SerPK'da bu yönde bir hükme yer verilmemesi sebebiyle kanun koyucunun amacına aykırı ve hukuki dayanaktan yoksun Tebliğ hükmünün (m. 5/7) değiştirilmesi yerinde olacaktır.

Kotasyon Yönetmeliği'nde borçlanma araçlarının Borsa kotuna alınabilmesi için gereken koşullardan ihraççı şirkete yönelik olarak en dikkat çekici olan, şirketin kuruluşundan itibaren üç takvim yılı geçmesini arayan m. 16/1-d-1 hükmüdür. Şirketin belirli bir dönem faaliyet göstermesinin borçlanma araçlarına oluşacak talep açısından psikolojik ve iktisadi bir değer taşıdığı kesindir. Ancak bu durumun, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de, izahnamede bulunması gereken belgeler vesilesiyle olduğu gibi Kotasyon Yönetmeliği'nde Borsa kotuna alınması için bir ön koşul olarak sunulması, Kanun'da aranmayan bir koşul yaratmaktadır. Her ne kadar Borsa kotuna alınmadan tahvil ihracı mümkün olsa da, izahname SPK tarafından onaylanmadan halka arz gerçekleştirmek mümkün değildir. Yeni kurulan şirketlerin tahvil ihracının önüne geçen bu düzenlemelerin sermaye piyasalarına duyulan güveni korumaya yönelik olduğu düşünülebilecek ise de kanun koyucunun gerek TTK gerekse SerPK'da amaçlamadığı bir sonuç doğurmaktadır.

Kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık anonim şirketlerde, HDT ihracının, kayıtlı sermaye ile çıkarılmış sermaye arasındaki farkla sınırlandırılması, bu sermaye piyasası aracının yaygınlaşmasını engelleyici niteliktedir. Ayrıca 6102 sayılı TTK'nın sunduğu yeni olanaklarla da uyum içerisinde değildir. Bu düzenleme, HDT ihracında ihraççı şirketin dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların yegâne temin yolunun, kayıtlı sermaye tavanına kadar yönetim kurulu kararıyla yapılabilen sermaye artırımını olduğu anlayışıyla hazırlanmıştır. 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girmesi ile birlikte, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen bir anonim şirketin şarta bağlı sermaye artırımını kabul ederek HDT ihraç etmesi ya da kendi paylarını iktisap ederek dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine olan taahhütlerini yerine getirmesi mümkündür. Dolayısıyla, bu sınırlandırmanın kaldırılması ya da en azından dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların yönetim kurulu kararıyla yapılacak sermaye artırımını ile temin edileceği hallerle sınırlandırılması gerekmektedir. Nihayet, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş halka açık anonim şirketler ile halka açık olmayan anonim şirketler arasında bu anlamda bir farklılık yaratılmasının da haklı bir gerekçesi görünmemektedir.

SerPK'nın m. 18/6 hükmünde, *“yönetim kurulunun bu maddedeki esaslar çerçevesinde aldığı kararlar aleyhine”* iptal davası açılabilceği düzenlenmiştir. Kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık anonim şirketlerde HDT'ler için getirilen özel sınır bu maddenin dokuzuncu fıkrasında düzenlendiği için bu hükümde belirtilen sınıra aykırı yönetim kurulu kararları aleyhine SerPK m. 18/6'ya göre iptal davası açılabilmesi olanağı doğmuştur. SerPK m. 18/9'un sınırlandırıcı lafzı gereği, bu sınır sadece halka açık anonim şirketler için geçerli olduğundan, iptal davası

açılması da ancak halka açık anonim şirketlerin anılan hükme aykırı kararları için söz konusu olabilecektir.

2499 sayılı mülga SerPK'nın ilk şeklinde "izin sistemi" olarak hukuk sistemimize giren ve 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile eSerPK üzerinde yapılan değişiklikle kamuyu aydınlatma ilkesine dayanan "Kurul kaydına alınması sistemi", 6362 sayılı SerPK'nın yürürlüğe girmesi ile yerini "izahnamenin onaylanması" uygulamasına bırakmıştır. SerPK'nın gerekçesinden, uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonun sağlanması ve AB mevzuatına uyum amacına yönelik olduğu anlaşılan bu yeni sistemin merkez kavramını, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları açısından "izahname"; halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlar açısından "ihraç belgesi" oluşturmaktadır.

SerPK'nın 130. maddesinde SPK'nın ihraççılar veya halka arz edenlerden alacağı ücret belirlenmiştir. Bu düzenlemeye göre alınacak ücret, oransal olarak eSerPK'da yer alan düzenlemeye paraleldir. Ayrıca bu düzenleme ile SPK Karar Organı'nın farklı oranlar belirlemesine izin verilmiştir. Buna ek olarak, aynı madde hükmü ile Bakanlar Kurulu'na alınacak ücret konusundaki kanuni oranları indirme ve kanuni oranların iki katını aşmamak üzere arttırma yetkisi de verilmiştir. Bu haliyle SPK ile Bakanlar Kurulu arasında yetki çatışması doğuran bu düzenlemenin değiştirilmesi gerekmektedir.

Seri:II No:22 sayılı Tebliğ'de sadece HDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmamasından kaynaklanan sona erme hali düzenlenmiştir. Oysa, dönüştürme hakkını sona erdiren nedenler bu durumla sınırlı değildir. Şirketin herhangi bir nedenle sona ermesi dönüştürme hakkının kullanımını imkânsız hale getirir. Anonim şirketlerin sona erme halleri çok çeşitli olmakla birlikte, bunlardan özellik arz eden

hususlara ilişkin olarak yapılacak düzenlemeler, HDT’lerin işlerlik kazanması açısından son derece önemlidir. Bu bağlamda, süreli şirketlerin HDT ihracı, şirketin HDT ihracı sonrasında, genel kurul tarafından fesih kararı alınması ile şirketin iflâs etmesi hallerine ilişkin yatırımcıyı koruyacak nitelikte getirilecek düzenlemeler, yatırımcıların bu borçlanma aracına ilgisi üzerinde doğrudan etkili olacaktır.

Üçüncü bölümde tarafların hak ve borçları, HDT ihracında bazı özel durumlar ve nihayet pay sahipleri ile HDT sahiplerinin korunması konularına yer verilmiştir.

HDT ihracında yatırımcının yegâne borcunu, HDT bedelini tam ve nakden ödeme borcu oluşturmaktadır. HDT’lerin karakteristik niteliği gereği, dönüştürme hakkını kullanıp kullanmamak HDT sahibinin takdirindedir. HDT sahibinin yapacağı seçime göre, ihraççı şirket, izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak anapara ve faiz ödemesi ya da birikmiş faiz ödemesiyle birlikte HDT’lerin şirket paylarına dönüşümünü gerçekleştirme yükümlülüğü altındadır. Bu bağlamda, HDT ihracı ile oluşturulan hukuki ilişkide tarafların hak ve borçlarına ilişkin esaslı unsurları HDT’lerin talepte bulunan yatırımcılara teslimi ve HDT bedelinin ihraççı şirkete ödenmesi ile anapara güvencesi, faiz ve dönüştürme hakları oluşturmaktadır.

6102 sayılı TTK’nın 504. maddesinin emredici nitelikteki hükmü gereğince, halka arz edilerek veya tahsisli satış yöntemiyle gerçekleştirilen ihraçlarda borçlanma araçlarının bedellerinin teslimi anında nakit olarak ve tamamen ödenmiş olması gerekir.

HDT’lerin içerdiği dönüştürme hakkı ihtiyari niteliktedir ve yatırımcıya dönüştürme zorunluluğu yüklenemez. Ancak yabancı hukuk sistemlerinde, “*mandatory convertible bonds*” ve “*Pflichtwandelanleihe*” terimleri ile ifade edilen, dönüştürme hakkının kullanımının zorunlu olduğu bir HDT türü mevcuttur. Bu HDT

türünde, vadenin gelmesi ile birlikte, HDT kendiliğinden ve zorunlu olarak ihraççı payına dönüşmektedir. Türk hukukunda “dönüştürülmesi zorunlu tahviller” düzenlenmemiştir. HDT'lere ilişkin Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de yer verilen esaslara göre yatırımcıya dönüştürme zorunluluğu yüklenilebilmesi mümkün görünmemektedir. Sermaye piyasası araçlarının düzenlenmesi ve denetlenmesi yetkisinin SPK’da oluşu ve izahname ya da ihraç belgesi onaylanmadan bir sermaye piyasası aracının ihraç edilip satışının yapılmasının müeyyidelere bağlı olması göz önünde bulundurulduğunda, şu an için “dönüştürülmesi zorunlu tahviller”in ihraç edilebilmesi hukuken ve fiilen mümkün değildir. Ancak yapılacak düzenlemelerle bu HDT türünün de hukuk sistemimize kazandırılması faydalı olacaktır.

Dönüştürme fiyatı ve dönüştürme oranı, HDT’lerin ihraççı paylarına dönüşümünde esas alınan iki kavramdır. SPK, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de her iki kavramı da tanımlamıştır. Dönüştürme fiyatı, *“HDT sahiplerinin tahvillerini hisse senetlerine dönüştürmeleri halinde bu hisse senetlerine uygulanacak fiyat”*; dönüştürme oranı ise *“hisse senedine dönüştürme sırasında HDT’nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısı”*nı ifade eder (m. 37/1,2). Yabancı hukuk sistemlerinde, dönüştürme fiyatı ve oranının belirli zaman aralıklarına göre değişiminin öngörülebileceği kabul edilmektedir. Türk hukukunda bu durumu yasaklayan açık bir hüküm bulunmaması sebebiyle, izahnamede şartların açıkça belirtilmesi koşuluyla, bu şekilde HDT ihraç edilebilmesi mümkündür.

HDT’lerin dönüştürme zamanı konusunda, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’in 35. madde hükmüne göre HDT’lerin ihraççı paylarına dönüştürülmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken bir yıl sonra yapılabilir. Tebliğ’in m. 18/3 hükmüne göre vade başlangıç tarihi ise HDT’nin yatırımcı hesaplarına aktarıldığı gündür.

Tahvillerin vadesi konusundaki asgari bir yıllık sınır ile uyumlu bu düzenleme gereğince, bir yıl vadeli bir HDT ihracında dönüştürmenin en erken vade sonunda yapılabilmesi mümkün iken, daha uzun vadeli HDT’lerde ise HDT’nin yatırımcı hesabına aktarıldığı günden itibaren bir yılın dolması ile dönüştürme yapılabilmesi mümkün hale gelir. Bu sınırlar içerisinde olmak üzere, dönüştürme zamanı HDT ihraç kararında ihraççı şirketçe serbestçe belirlenecek ve izahnamede belirtilecektir. Tahvilin yatırımcı hesaplarına aktarılıp ihraç sürecinin tamamlanmasından itibaren bir yıl içinde dönüştürmeye izin verilmemesi vade konusundaki asgari bir yıllık sınırı korumaya yöneliktir ve bu bir yıllık süre içerisinde şirket borcunu ifaya zorlanamayacaktır.

HDT’lerin dönüştürüleceği payların değişik yollarla temin edilmesi mümkündür. Bu yollar, sermaye artırım yapılarak veya yapılmaksızın payların temini şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulabilir.

İhraççı şirket sermaye artırımına giderek HDT sahiplerine karşı olan taahhüdünü yerine getirmek istediğinde, esas ve kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırım yollarına göre HDT sahiplerini tatmin edebileceği gibi, 6102 sayılı TTK’nın HDT’lere son derece uygun bir yapı sunan şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükümlerinde öngörülen yöntemi de kullanabilir. Sermaye artırım yapılarak payların temin edilmesinde ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanması zorunludur. Sermaye artırım ile oluşturulacak yeni paylar halka arz edilmeyip ortakların yeni pay alma hakları da sınırlandırıldığından, söz konusu ihraç, 6362 sayılı SerPK anlamında halka arz değil, tahsisli satış kapsamında değerlendirilmelidir.

İhraççı şirket, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabına ilişkin kurallar (TTK m. 379-389) çerçevesinde edineceği payları, dönüştürme haklarını kullanan

HDT sahiplerine devrederek, sermaye artırımını yapılmaksızın da HDT sahiplerine karşı olan taahhüdünü yerine getirebilir. Bu itibarla, Seri:II No:22 sayılı Tebliğ’de düzenlenen oransal sınırın esnekleştirilmesi ya da kaldırılması yararlı olabilir.

Dönüştürme haklarını kullanan HDT sahiplerine sunulacak payların temini konusu, HDT’lerin yabancı ülkelerde ilk ihracından günümüze en çok tartışılan konu olmuştur. Bu sorunun aşılabilmesi amacı, kanun koyucuyu kayıtlı sermaye sistemi ve şarta bağlı sermaye artırımını yöntemini düzenlemeye yönlendirmiştir. Bu konudaki hükümlerin me hazını oluşturan ülkeler olan Almanya ve İsviçre’de belirtilen düzenlemelerin meyvesi alınmış olmasına rağmen Türkiye’de henüz HDT ihracı gerçekleştirilememiştir. 6102 sayılı TTK’nın şarta bağlı sermaye artırımını ve anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabına ilişkin düzenlemeleri bu sorunun Türk hukukunda büyük ölçüde aşılmasını sağlayacak niteliktedir. Ancak sermaye piyasası mevzuatının bu düzenlemelere tam uyumunun gerçekleştirilmesi ile birlikte HDT’lere işlerlik kazandıracak yapının kurulması mümkün olacaktır.

HDT ihracının gerçekleştirilmesinden sonra ihraççı şirketin iflâs etmesi HDT sahiplerinin haklarının akıbeti noktasında önem taşır. İflâs ile birlikte şirketin bütün borçları muaccel hale geleceğinden (İİK m. 195/1), anapara ve birikmiş faiz hakkı iflâs masasına alacak olarak yazdırılabilir. HDT’lerin içerdiği bir diğer hak olan dönüştürme hakkının kullanımı, iflâs ile birlikte imkânsız hale gelir. Konusu para olmayan alacakların para alacağına çevrilmesi kuralına göre (İİK m. 198/1) dönüştürme hakkının para alacağına çevrilmesi mümkündür. Bu noktada, HDT sahiplerinin HDT’nin itibari değerlerine eş değerde pay senedi alabilme hakkına sahip olduklarından hareketle, dönüştürme hakkının para olarak değerinin HDT’nin itibari değeri olduğu ve HDT sahibinin iflâs masasına tahvilin itibari değerini ve

birikmiş faiz alacağını yazdırabileceği kabul edilmektedir. İtibari değer kavramı, borsaların gelişimine paralel olarak önemini yitirmiş, yerine “piyasa değeri”, “piyasa fiyatı” kavramları önem kazanmıştır. HDT’lerin hibrit menkul kıymet karakteri sebebiyle, ihraççı paylarının piyasa değerindeki değişimler HDT’lerin piyasa değerleri dönüştürme hakkının değerini etkiler. HDT yatırımcısının bu borçlanma aracını talep etmekteki temel amacını, ihraççı paylarının değer artışlarından yarar sağlama amacı oluşturmaktadır. Uzun vadeli borçlanmalara imkân sağlayan HDT’lerde şirketin iflâsı halinde, bu senetlerin itibari değeri ve faiz alacağının iflâs masasına yazdırılması HDT’lerin hukuki niteliğine ve hakkaniyete uygun düşmemektedir. Bu nedenlerle, ihraççının iflâsına karar verilmeden önce, HDT’lerin en son piyasa değerinin itibari değerden yüksek olması halinde, piyasa değerinin esas alınması ve bu değer in iflâs masasına para alacağı olarak yazılması düşünülebilir. Yürürlükteki hukuka göre bu zorlama bir yorum olarak görünse de, bu yönde yapılacak düzenlemeler ile konunun hukuki dayanağa kavuşturulması yararlı olacaktır.

HDT’lerin içerdği dönüştürme hakkı, istenmeyen kişi veya grupların şirkete dâhil olması ve pay sahiplerinin şirketteki hâkimiyet oranları üzerinde etkili olarak pay sahiplerinin menfaatlerini ihlal eden sonuçlar doğurabilir. HDT’lerin tahsisli satış yöntemiyle satılması, halka arzda işlem sınırlamaları ve pay sahiplerine HDT’ler üzerinde rüçhan hakkı tanınması bu riskleri ortadan kaldırmaya yarayan başlıca hukuki araçlardır.

HDT ihracında pay sahiplerinin korunmasına ilişkin olarak, TTK m. 466’da, yeni bir pay sahipliği hakkı olarak “önerilmeye muhatap olma hakkı” düzenlenmiştir. Hemen belirtelim ki, bu maddenin birinci fıkrası ile yine bu düzenleme ile ilgili olan

TTK m. 465/2 hükümleri, İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653c/1 ve 653/2 hükümlerinden hatalı olarak çevirilmiştir. HDT'lerde dönüştürme hakkı opsiyonlu tahvillerden farklı olarak ayrı bir senede bağlanmaz. Ancak yine de, hükümlerin mehası ve şarta bağı sermaye artırımına ilişkin diğerk hükümler göz önünde bulundurulduğunda, anılan düzenlemeler HDT'leri de kapsar şekilde anlaşılmalıdır.

HDT ihracında dönüştürme için gereken payların sermaye artırımını ile temin edileceğı hallerde, ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanmasından doğan boşluğun önerilmeye muhatap olma hakkı ile doldurulması pay sahiplerinin korunması ve şirket ele geçirmelerinin önlenmesi açılarından önem taşımaktadır. 6102 sayılı TTK'da, önerilmeye muhatap olma hakkı, şarta bağı sermaye artırımını çerçevesinde gerçekleştirilen ihraçlarla sınırlı olarak düzenlenmiştir. Yine de, önerilmeye muhatap olma hakkının kıyasen bütün HDT ihraçlarında söz konusu olduğu kabul edilebilir. Bunun kabul edilmemesi halinde ise, şarta bağı sermaye artırımını kapsamında ihraç edilmeyen HDT'ler için kanuni bir önerilmeye muhatap olma hakkı söz konusu olmayacaktır. Bu hallerde, şirket esas sözleşmesine ya da yetkili organ tarafından alınan HDT ihraç kararında HDT'lerin öncelikle payları oranında mevcut pay sahiplerine önerilmesi zorunluluğuna ilişkin bir hüküm konulması halinde, ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanmasından doğan boşluk doldurulmuş ve pay sahiplerinin zarar görmeleri engellenmiş olur. Ancak pay sahiplerinin korunması açısından en sağlıklı yol, önerilmeye muhatap olma hakkının, salt şarta bağı sermaye artırımını için değil, sermaye artırımını ile HDT sahiplerinin tatmin edileceğı bütün ihraçlar için geçerli kanuni bir hak olarak öngörülmesidir. Bu durumda Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 221. paragrafında düzenlendiğı gibi

Türk hukukunda pay sahiplerine ihraç edilecek HDT'ler üzerinde açıkça rüçhan hakkı tanınması yararlı olur.

HDT sahiplerinin korunması noktasında ise eSerPK m. 14/2 hükmüne paralel bir düzenlemeye 6362 sayılı SerPK'da yer verilmemiştir. Yine de, 6102 sayılı TTK'nın şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin düzenlemeleri arasında yer alan TTK m. 467 ile bu boşluk doldurulabilir. Ancak bunun için TTK m. 467'nin sadece şarta bağlı sermaye artırımı kapsamında yapılacak HDT ihraçları için değil, bütün ihraçlar için uygulama alanına sahip olduğunun kabulü gerekir. Gerçekten, hükmün lafzında sınırlayıcı bir ifadenin tercih edilmemiş olması ve HDT'lerin bağlayıcılıklarını Kanun'dan alan senetler olmaları nedenleriyle, bu kuralın bütün HDT ihraçları için uygulama alanına sahip olduğu kabul edilebilir.

HDT sahiplerinin korunması noktasında bir diğer düzenleme olarak tahvil sahiplerinin şirketlerin birleşme, bölünme ve tür değiştirmelerine karşı korunmasına yönelik bir hüküm olarak öngörülen TTK m. 158/3 hükmüne değinmek gerekir. Anonim şirketlerde şirket borçlarından dolayı ortakların kişisel sorumluluklarının mevcut olmaması ve anonim şirketler dışındaki ticaret şirketlerinin tahvil ihraç yetkisine sahip olmadığı da göz önünde bulundurulduğunda, TTK m. 158/3 hükmünün anonim şirketlerin ihraç edeceği tahviller ve diğer borçlanma araçları açısından bir uygulama alanına sahip olmadığı ve HDT sahiplerini koruyucu bir anlam taşımadığı görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Adıgüzel, B.** :İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2008 (İpotekli Sermaye Piyasası Araçları).
- Adıgüzel, B.** :Türk Sermaye Piyasasında Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Varant, EÜHFD 2010, C. 14, S. 3-4, s. 227-267 (Varant).
- Ansay, T.** :Anonim Şirketler Hukuku, 6. Bası, Ankara 1982.
- Aral, F.** :Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 8. Bası, Ankara 2010.
- Arkan, S.** :Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976 (HAAO).
- Arkan, S.** :Ticari İşletme Hukuku, 16. Bası, Ankara 2012 (Ticari İşletme).
- Arslanlı, H.** :Anonim Şirketler (II-III Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller), İstanbul 1960.
- Atalay, O.** :Anonim Şirketlerin İflâsı, İzmir 1996.
- Ataman, Ü.** :Genel Muhasebe, Muhasebe Dönem Sonu İşlemleri, C. II, 12. Bası, İstanbul 1999.
- Aydın, A.** :Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008.
- Ayoğlu, T.** :Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008 (Halka Arz).
- Ayoğlu, T.** :Sermaye Piyasası Hukuku'nda Tam ve Nakden Ödeme İlkesi, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2004/1,

- Prof. Dr. Erden Kuntalp'e Armağan, C. I, İstanbul 2004, s.425-462 (Tam ve Nakden Ödeme İlkesi).
- Aytaç, Z.** :Anonim Ortaklıklarda Rüçhan Hakkı, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu II, Ankara 1985, s. 293-340 (Rüçhan Hakkı).
- Aytaç, Z.** :Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988 (Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri).
- Aytaç, Z.** :Kayıtlı Sermayeli Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali Sorunu, Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'in Hatırasına Armağan, Ankara 1986, s. 261-290 (Yönetim Kurulu Kararlarının İptali).
- Bahtiyar, M.** :Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul 1996 (Kayıtlı Sermaye).
- Bahtiyar, M.** :Ortaklıklar Hukuku, 7. Bası, İstanbul 2012 (Ortaklıklar Hukuku).
- Bahtiyar, M.** :Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Kayıtlı Sermaye Sistemi, Makaleler II, İstanbul 2008.
- Bainbridge, S. M.** :Corporation Law and Economics, New York 2002.
- Barber, B. B.** :Exchangeable Debt, Financial Management 1993, Vol. 22, No. 2, s. 48-60.
- Berle, A. A.** :Convertible Bonds and Stock Purchase Warrants, The Yale Law Journal 1927, Vol. 36, No.5, s. 649-666.
- Biçer, L.** :Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye, İstanbul 2010.
- Bilge, M. E.** :Ticaret Sicili, İstanbul 1999.

- Bozer, A./Göle, C.** :Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuku Bilgisi, 9. Bası, Ankara 1992.
- Bozer, A./Göle, C.** :Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 2006 (Kıymetli Evrak).
- Bozer, A./Göle, C.** :Ticari İşletme Hukuku, Ankara 2011 (Ticari İşletme).
- Choudhry, M.** :Corporate Bonds and Structured Financial Products, London 2004.
- Cipra, T.** :Financial and Insurance Formulas, , Heidelberg/London/New York 2010.
- Coyle, B.** :Hybrid Financial Instruments, Italy 2002.
- Çoştan, H.** :Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketin Birleşme, Bölünme ve Tür Değiştirme Yoluyla Yeniden Yapılanmasında Alacaklının Korunması, Ankara 2009.
- Dallwig, K.** :Convertible Bonds, Würzburg 1935.
- Deynekli, E./Kısa, S.:** Açıklamalı-İçtihatlı Faiz Hukuku, Ankara 2003.
- Doğanay, İ.** :Anonim Şirketlerin Tahvil Çıkarma Nedenleri ve Tahvil Çıkarılması Halinde, Çıkarılacak Tahvil Miktarına Esas Alınması Gereken Bilanço, Acaba “Ara Bilanço”mu, Yoksa “Yıl Sonu” Bilançosu Mudur?, Yargıtay Dergisi 1976, C. 2, S. 4, s. 99-113.
- Domaniç, H.** :Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1975 (Kıymetli Evrak).
- Domaniç, H.** :Tahvil Senetleri, Batider 1973, C. 7, S. 2, s. 311-356 (Tahvil Senetleri).
- Engelhardt, C.** :Convertible Bonds im Squeeze-Out, Berlin 2007.

- Erdem, H. E.** :Pay Senetleri İle Değiştirilebilir Tahviller, Prof. Dr. Kudret Armağanı, Ankara 1988, s. 701-739.
- Erem, T. S.** :Ticaret Hukuku Prensipleri (C. II Ticaret Şirketleri), 3. Bası, İstanbul 1969 (Ticaret Hukuku).
- Erem, T. S.** :Türk Ticaret Hukukunda Konvertibl Tahviller, II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (10-18 Mayıs 1961), Ankara 1962, s. 465-491 (Konvertibl Tahviller).
- Eren, E.** :Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu, İstanbul 2010.
- Fabozzi, F. J.** :Bond Markets, Analysis and Strategies, 7. Edition, Boston/San Francisco/New York 2010.
- Fabozzi, F. J./Modigliani, F.:**Capital Markets, Institutions and Instruments, 2. Edition, New Jersey 2009.
- Garner, B. A.** :Black's Law Dictionary, 8. Edition, USA. 2007.
- Georges, K. E.** :Ausführliches Lateinisch-Deutsches Handwörterbuch, B. II, 9. Auflage, Hannover 1913.
- Göle, C.** :Anonim Ortaklıklarda Nakdî Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt, Ankara 1976.
- Gözütok, Z.** :Faiz Hukuku, Ankara 2010.
- Gugler, T.** :Wandel- und Optionsanleihen nach schweizerischem Recht, Chur/Zurich 1991.
- Herbst, R.** :Dictionary of Commercial, Financial and Legal Terms, 3. Edition, Zug 1968.
- Herzog, H.** :Options- und Wandelanleihen schweizerischer Gesselschaften, Bern/Stuttgart 1991.

- Hirsch, E.** :Ticaret Hukuku Dersleri, 2. Bası, İstanbul 1946.
- Hofmeister, H.** :Der Erleichterte Bezugsrechtsausschluß bei Wandelschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und Genußrechten, Frankfurt 2000.
- Huppertz, H.** :Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere “Mischformen”, New York 1930.
- İmregün, O.** :Anonim Ortaklıklar, 4. Bası, İstanbul 1989.
- Karasu, R.** :Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarının Butlanı, Prof. Dr. Fırat Öztan’a Armağan, C. I, Ankara 2010, s. 1239-1261.
- Karayağcı, Y.** :İsviçre Borçlar Kanunu’nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler, Batider 1993, C. 17, S. 1, s. 3-48 (İsviçre Borçlar Kanunu Değişiklikleri).
- Karayağcı, Y.** :Ticaret Hukuku, C. III, Ticari Senetler (Kambiyo Senetleri), 4. Bası, Ankara 1970 (Ticaret Hukuku).
- Karımış, E.** :Uygulamalı Faiz ve Alacak Hesapları Hukuku, C. II, Ankara 2007.
- Kaya, M. İ.** :Şartlı Sermaye Artırımı, Ankara 2009.
- Kayhan, Ş.** :Ticaret Sicili Memurunun Tescil Başvurularını İnceleme Görev ve Yetkisinin Kapsamı, EÜHFD 2007, C. 11, S. 3-4, s. 357-382.
- Kendigelen, A.** :Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Bası, İstanbul 2012.
- Kendigelen, A.** :Türk Ticaret Kanunu, 2. Bası, İstanbul 2012.

- Koç Yalkın, Y.** :Genel Muhasebe, 16. Bası, Ankara 2008.
- Kormann, R.** :Die Wandelanleihe im schweizerischen Recht, Bern 1965.
- Kubilay, H.** :Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara 1986.
- Kuru, B.** : İcra ve İflâs Hukuku, C.3, 3. Bası, Ankara 1993.
- Kuru, B.** :Ticareti Terk Eden Tacirlerin Tabi Bulunduğu Hükümler, AÜHFD 1970, C. 27, S. 1-2, s. 109-118.
- Kuru, B./Arslan, R./Yılmaz, E.:**İcra ve İflâs Hukuku, 26. Bası, Ankara 2012.
- Küçüksözen, C.** :Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara 1999.
- Manavgat, Ç.** :Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükümüne Göre Kaydi Sistemin Esasları, AÜHFD 2001, C. 50, S. 2, s. 159-191.
- Metzger, P.** :Schweizerisches juristisches Wörterbuch, Bern/Stuttgart/Wien 1996.
- Moroğlu, E.** :Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, 2. Bası, İstanbul 2003 (Esas Sermaye Artırımı).
- Moroğlu, E.** :Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 6. Bası, İstanbul 2012 (Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü).
- Moroğlu, E.** :Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Değerlendirme ve Öneriler, 2. Bası, İstanbul 2005.
- Moroğlu, E.** :Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler, 6. Bası, İstanbul 2009 (Değerlendirme ve Öneriler 2009).

- Nerad, H.** :Tahvil Piyasasının Düzenlenmesi, Prof. Dr. K. Fikret Arık'a Armağan, Ankara 1973, s. 283-327.
- Onsun, K. Ş.** :Ticaret Şirketleri, Ankara 1949.
- Öçal, A.** :Anonim Şirketin Tahvil İhraç edebilmesi İçin Muayyen Bir Süre Faaliyette Bulunması Şart Mıdır?, İktisat ve Maliye Dergisi 1989, C. 36, S. 8, s. 313-318.
- Özdamar, M.** :Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara 2005.
- Özdemir, Ö.** :Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.
- :Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler (Türkiye Bankalar Birliği), Bankacılar Dergisi 2000, S. 35, s. 42-48 (Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçları).
- Özkorkut, K.** :Türk Hukukunda Depo Sertifikaları, Ankara 2003 (Depo Sertifikaları).
- Özkorkut, K.** :Anonim Şirketler Hukukunda İlmühaberlerin Kıymetli Evrak Sayılmaları Doğrudan Menkul Kıymet Olarak Kabul Edilmelerine Yol Açar Mı?, Prof. Dr. Fırat Öztan'a Armağan, C. II, Ankara 2010, s. 1729-1752.
- Özkorkut, K.** :Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali, Ankara 1996 (Yönetim Kurulu Kararlarının İptali).

- Özkorkut, K.** :Sermaye Piyasası Kurulu’nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı İle Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Batider 2011, C. 27, S. 3, s. 17-40 (Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisabı).
- Özmen, T.** :Tahvil Derecelendirilmesi (Bond Rating), Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, Ankara 1996, s. 317-329.
- Öztan, F.** :Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997.
- Paslı, A.** :Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1513-1579.
- Pekcanıtez, H.** :Anonim Ortaklıkların İflâsı, Ankara 1991.
- Poroy, R.** : Değiştirilebilir Tahviller, Ord. Prof . Dr. Ernst E. Hirsh’ e Armağan, Ankara 1964, s. 475-508.
- Poroy, R./ Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11. Bası, İstanbul 2009 (2009).
- Poroy, R./ Tekinalp, Ü./Çamoğlu, E.:** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 12. Bası, İstanbul 2010 (2010).
- Poroy, R./Tekinalp, Ü.:**Kıymetli Evrak Hukuku, 19. Bası, İstanbul 2010.
- Poroy, R./Yasaman, H.:**Ticari İşletme Hukuku, 13. Bası, İstanbul 2010.
- Pulaşlı, H.** :Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları, 3. Bası, Ankara 2013.
- Pulaşlı, H.** :Şirketler Hukuku Şerhi, C. II, Ankara 2011.
- Pulaşlı, H.** : Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Batider 2006, C. 23, S. 4, s. 35-90.

- Rasch, H.** :Wandel-Schuldverschreibungen (Convertible Bonds) nach nordamerikanischem und deutschem Recht, Mannheim/Berlin/Leipzig 1929.
- Rusch, H.** :Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956.
- Reçber, E.** :Türk Hukukunda Tahvil Çeşitlerinin Yatırımcılara Temin Ettikleri Haklar Bakımından İncelenmesi, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi 2010, S. 65-66, s. 190-212.
- Saraç, T.** :Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, Ankara 2009.
- Schlitt, M./Hemeling, P.:**Wandel- und Optionsanleihen, Unternehmens Finanzierung am Kapitalmarkt (Hrsg. Habersack, M./Mülbert, P.O./Schlitt, M.), 2. Auflage, Köln 2008.
- Schlegel, E.** :Convertible Bonds und ähnliche Einrichtungen, Borna-Leipzig 1931.
- Schumann, G.** :Optionsanleihen, München 1990.
- Sevi, A. M.** :Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması Üzerine Bir İnceleme, Batider 2003, C. 22, S. 1, s. 237-267.
- Sumer, A.** :Türk Sermaye Piyasası, 2. Bası, İstanbul 1999.
- Stefanini, F.** :Investment Strategies of Hedge Funds, Chichester 2006.
- Şehirali Çelik, F. H.:**Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008.
- Taner, B./Akkaya, C.:**Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara 2009.

- Tandoğan, H.** :Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Kira ve Ödünç Verme (Ariyet, Karz) Sözleşmeleri, C. I/2, 4. Bası, İstanbul 2008.
- Tandoğan, H.** :Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, Kendisine Özgü Yapısı Olan ve Karma Sözleşmeler, Satış ve Çeşitleri, Trampa, Bağışlama, C. I/1, 5. Bası, İstanbul 1988.
- Tanör, R.** :Türk Sermaye Piyasası, Halka Arz, C. 2, İstanbul 2000.
- Tecer, M.** :Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Ankara 1989.
- Tekinalp, Ü.** :Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, C. II, İstanbul 2012, s. 1681-1699 (Sermayenin Korunması İlkesi).
- Tekinalp, Ü.** :Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, İstanbul 2012 (Yeni Bağlam Sisteminin Esasları).
- Tekinalp, Ü.** :Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru, Batider 1988, C. 14, S. 3, s. 1-16.
- Tekinalp, Ü.** :Genel Kurul Kararlarının Butlanında Anonim Ortaklığa Özgü Sebeplerin Kabulü İhtiyacı, Batider 2009, C. 25, S. 4, s. 5-16.
- Tekinalp, Ü.** :Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982 (Sermaye Piyasası).
- Tekinalp, Ü.** :Tahvil Sahipleri Genel Kurulu'nun Görev ve Yetkileri, İktisat ve Maliye Dergisi 1970, C. 17, S. 6, s. 254-258.
- Tekinalp, Ü.** :Yargıtay'ın Tahvil Çıkarılmasına İlişkin Bir Kararı Üzerine Düşünceler ve Değerlendirme, İktisat ve Maliye Dergisi 1977, C. 23, S. 11, s. 457-459.

- Tekinalp, Ü.** :Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığının Esasları, 2. Bası, İstanbul 2012 (Yeni Ortaklıklar Hukuku).
- Tekil, F.** :Anonim Şirketler Hukuku, 2. Bası, İstanbul 1998.
- Teoman, Ö.** :Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Ön Şartı (TK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi, İktisat ve Maliye Dergisi 1971, s. 230-234 (Ön Şart).
- Teoman, Ö.** :Ticaret Sicili Müdürü Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İptal Edilebilir Bir Kararını Tescilden Kaçınabilir Mi?, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C. II, İstanbul 2010, s. 1701-1706 (Ticaret Sicili).
- Turanboy, A.** :Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002.
- Turanboy, A.** :Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998 (Varakasız).
- :Türkçe Sözlük (Türk Dil Kurumu), 11. Bası, Ankara 2010.
- Ülgen, H./Helvacı, M./Kendigelen, A./Kaya, A.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 7. Bası, İstanbul 2013.
- Ülgen, H./Teoman, Ö./Helvacı, M./Kendigelen, A./Kaya, A Nomer Ertan, N. F.:** Ticari İşletme Hukuku, 3. Bası, İstanbul 2009.
- Ünal, M.** :Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara 2011.
- Ünal, O. K.** :Menkul Kıymetler, Ankara 1988. (Menkul Kıymetler).
- Ünal, O. K.** :Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005 (Sermaye Piyasası).

- Ünal, O. K.** :Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Yaklaşım 1998, Y. 6, S. 69, s. 31-39 (Sermaye Piyasalarında HDT).
- Ünal, O. K.** :SPK. ve TK.'nda Tahviller, GÜHFD 2003, C. 7, S. 1-2, s. 1-46 (SPK. ve TK.'nda Tahviller).
- Ünal, O. K.** :Tahvil Çıkarma Yetkisi, Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 71-85.
- Ünal, O. K.** :Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Tahvil Çıkarması ve Halka Arzı, Maliye Postası 1988, S. 179, s. 53-60 (Tahvil Çıkarma ve Halka Arz).
- Üstündağ, S.** :İflâs Hukuku, 9. Bası, İstanbul 2009.
- Yanlı, V./Okutan Nilsson, G.:**Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi, "Arslanlı Bilim Arşivi".
- Yasaman, H.** :Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992.
- Yıldız Destanoğlu, B.:**Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004.
- Yıldız, Ş.** :Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın Anonim ve Limited Şirketlere İlişkin Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Konferans (Bildiriler-Tartışmalar), Ankara 2005, s. 85-106.
- Yıldız, Ş.** :Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul 1996.
- Yılmaz, E.** :Hukuk Sözlüğü, Ankara 2011.
- Wilker, W. D.** :Kann Das Umtauschrecht Der Wandelschuldverschreibungsgläubiger Durch

Kapitalverwässerungen Oder Strukturelle Veränderungen Der
Gesellschaft Wirtschaftlich Beeinträchtigt Werden, Freiburg
1959.

Wilson, R. S./Fabozzi, F. J.:Corporate Bonds, Structures&Analysis, Pennsylvania
1996.

ÖZET

“Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller”, anonim şirketler tarafından çıkarılan ve ihraççı şirketin paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetlerdir. HDT’ler 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Seri:II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”de düzenlenmiştir.

Bu çalışmada “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller” anılan düzenlemeler çerçevesinde olmak üzere değişik açılardan ele alınmış ve üç bölümde incelenmiştir.

Birinci bölümde HDT’lerin kavramsal çerçevesi ile Türkiye ve bazı yabancı hukuk sistemlerindeki tarihi gelişimi açıklanmıştır. Buna ek olarak, HDT’lerin hukuki nitelikleri incelenmiş ve HDT’ler benzer finansal araçlarla karşılaştırılmıştır.

İkinci bölümde anonim şirketlerin Türkiye’deki HDT ihraç süreci ortaya konulmuştur.

Üçüncü bölüm HDT ihracını gerçekleştiren anonim şirket ile HDT sahibinin hak ve borçlarına odaklanmıştır. Ayrıca HDT ihracı ile ilgili ortaya çıkabilecek bazı sorunlara ilişkin çözüm yollarının ortaya konulması amaçlanmıştır. Son olarak, ihraççı şirketin pay sahiplerinin ve HDT sahiplerinin korunması konuları irdelenmiştir.

ABSTRACT

“Convertible Bonds (CBs)”, issued by joint-stock companies, are securities which give the right to convert to the shares of the issuer. CBs are regulated in Turkish Commercial Code (Nr: 6102), Capital Market Law (Nr: 6362) and “Communiqué on the Principles Regarding Board Registration and Sale of Debt Securities” (Series:II Nr:22).

In this study, CBs are examined within the framework of aforementioned regulations with different aspects in three chapters. In the first chapter the conceptual framework of CBs and the historical developments in Turkey and in other foreign law systems are explained. In addition, legal characteristics of CBs are examined and CBs are compared to the similar financial instruments.

The second chapter presents joint-stock companies’ issue process of CBs in Turkey.

The third chapter focuses on the rights and obligations of joint-stock companies and the owners of CBs. In addition, this chapter aims to present some problems that may arise, such as recruitment of the shares to be presented to the owner of CBs in the process of conversion. Finally, protection of the shareholders and CBs holders are explained.