

**İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
HUKUK YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**PAYA DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER**

**Nihan Zeynep AKSAN  
114615024**

**Prof. Dr. Gül OKUTAN NILSSON**

**İSTANBUL  
2018**

Paya Dönüştürülebilir Tahviller  
Convertible Notes

Nihan Zeynep Aksan  
114615024

**Tez Danışmanı :** **Prof. Dr. Gül OKUTAN NILSSON** (İmza) .....  
İstanbul Bilgi Üniversitesi

**Jüri Üyeleri :** **Prof. Dr. Veliye YANLI** (İmza) .....  
İstanbul Bilgi Üniversitesi

**Doç. Dr. Tolga AYOĞLU** (İmza) .....  
Galatasaray Üniversitesi

Tezin Onaylandığı Tarih : 07.02.2018..

Toplam Sayfa Sayısı : .....

Anahtar Kelimeler (Türkçe)

- 1) Paya Dönüştürülebilir Tahviller
- 2) Şarta Bağlı Sermaye Artırımı
- 3) Borçlanma Araçlarının İhracı
- 4) Borçlanma Araçlarının Satışı
- 5) Sermaye Yatırımları

Anahtar Kelimeler (İngilizce)

- 1) Convertible Notes
- 2) Conditional (contingent) Capital Increase
- 3) Issuing Debt Instruments
- 4) Selling Debt Instruments
- 5) Equity Investments

## İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	viii
ABSTRACT .....	x
ÖZET.....	xi
PAYA DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	1
1.1. Giriş.....	1
1.2 Kavramsal Tanım .....	2
1.2.1. Tahvil Kavramı .....	2
1.2.2. PDT'lerin Benzer Kavramlardan Ayrıştırılması .....	4
1.2.2.1. Değiştirilebilir Tahviller .....	4
1.2.2.2. Opsiyonlu Tahviller .....	6
1.2.2.3. Kar İştirakli Tahviller .....	8
1.2.2.4. Oydan Yoksun Paylar.....	8
1.3. Tahvil İhracının Tarafları.....	10
1.3.1. İhraççı Kuruluş .....	10
1.3.2. Yatırımcılar.....	13
1.3.3. Yetkili Kuruluş .....	13
1.4. PDT'lerin Özellikleri .....	15
1.4.1. Hukuki Nitelik .....	15
1.4.1.1. PDT'nin Hukuki Niteliği .....	15
1.4.1.2. Dönüştürme Hakkının Hukuki Niteliği.....	20
1.4.2. PDT'lerin Devri.....	21
1.4.2.1. Senede Bağlanmış PDT'ler bakımından .....	22
1.4.2.2. Kayden Takip Edilen PDT'ler bakımından .....	26
1.4.3. İhraççı ve PDT Sahipleri Arasındaki Hukuki İlişki .....	27
1.5. Tarihsel Süreci .....	30
1.5.1. Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Hukuk Sistemi'nde .....	30
1.5.2. Kara Avrupa Sistemi'nde.....	33
1.5.2.1. Alman Hukuku .....	34

1.5.2.2. Fransız Hukuku.....	35
1.5.3. Türk Hukuku.....	36
1.5.3.1. 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 865 Sayılı Ticaret Kanunu .....	36
1.5.3.2. 7462 Sayılı Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu .....	39
1.5.3.3. 86 Sayılı Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve muafıklar Verilmesine Dair Kanun.....	41
1.5.3.4. Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliğler.....	42
1.6. PDT'lerin Sermaye Piyasası Mevzuatına Tabi Olması Gerekliği..	43
1.7. PDT'lerin İhraç Nedenleri, Yararları ve Riskler.....	45
1.7.1. PDT'lere Duyulan İhtiyaç ve Taraflara Sağladığı Avantajlar.....	46
1.7.2. PDT'lerin Borçlanma Araçları Olmalarından Kaynaklanan Riskleri .....	49

## İKİNCİ BÖLÜM

### Tahvil İhracı ve İtfası

2.1. Paya Dönüştürülebilir Tahvil İhraç Süreci .....	51
2.1.1. Yetkili Organ Kararı .....	51
2.1.1.1. Genel Kurulu Kararı .....	51
2.1.1.2. Yönetim Kurulu Kararı.....	51
2.1.1.2.1. Yetkilendirme Süresi .....	53
2.1.1.2.2. Yetkilendirme Şekli .....	54
2.1.2. Yetkili Organ Kararının Tescil ve İlan Edilmesi .....	56
2.1.3. SPK'ya Başvuru .....	57
2.1.3.1. İzin (Liyakat) Yaklaşımı ve Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı .. .....	57
2.1.3.2. SerPK ve Tebliğ Düzenlemeleri .....	59
2.1.3.2.1. İzahname .....	60
2.1.3.2.1.1. İzahname ve İzahnamenin İçeriği .....	60
2.1.3.2.1.2. İzahnamenin Hukuki Niteliği.....	62

2.1.3.2.1.3. İzahnamede Değişiklik ve Yeni Hususların Eklenmesi	63
2.1.3.2.1.4. İzahnamenin Kurul Tarafından Onaylanması	64
2.1.3.2.2. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi	65
2.1.3.2.2.1. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi Hazırlanmasının Esasları	66
2.1.3.2.2.2. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesinin Kurul Onayına Sunulması	67
2.1.3.2.3. İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Sorumluluk	68
2.1.3.2.3.1. İzahnameden Doğan Sorumluluk	68
2.1.3.2.3.2. İhraç Belgesinden Doğan Sorumluluk	72
2.1.4. Merkezi Kayıt Kuruluşu'na Bildirim Zorunluluğu	75
2.1.5. Tahvil İhracındaki Sınırlamalar	77
2.1.5.1. Mülga Mevzuatta Yer Alan Sınırlamalar	78
2.1.5.1.1. 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu	78
2.1.5.1.2. 2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu	81
2.1.5.2. Mevcut Durum	81
2.1.5.2.1. Türk Ticaret Kanunu	81
2.1.5.2.2. SerPK ve VII-128.8 Sayılı Tebliğ Düzenlemeleri	82
2.1.6. PDT'lerin Satışı	83
2.1.6.1. Genel Hükümler	84
2.1.6.2. Halka arz edilerek yapılacak satışlar	84
2.1.6.3. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar	85
2.1.6.3.1. Nitelikli Yatırımcıya Satış	86
2.1.6.3.2. Tahsisli Satışlar	87
2.2. Paya Dönüştürülebilir Tahvillerin İtfası	89
2.2.1. Genel İlkeler	90
2.2.2. Dönüştürme Fiyatı ve Dönüştürme Oranı	91
2.2.2.1. Ortaklık Hisselerinde Meydana Gelen Değişiklikler	92
2.2.2.2. Dönüştürme Fiyat ve Oranına İlişkin Olarak, İzahname yahut İhraç Belgesine Eklenebilecek Hükümler	93

<b>2.2.3. PDT'lerde Vade Tarihinde veya Vade Tarihinden Önce İtfa.....</b>	<b>94</b>
<b>2.2.3.1. İtfa Planına Bağlı Olarak Vade Tarihinden Önce İtfa .....</b>	<b>95</b>
<b>2.2.3.1.1. Önceden Talep Toplamaksızın .....</b>	<b>95</b>
<b>2.2.3.1.2. Önce Talep Toplamak Suretiyle.....</b>	<b>96</b>
<b>2.2.3.2. Ortaklığın Talebine Bağlı Olarak Vade Tarihinden Önce İtfa .....</b>	<b>97</b>
<b>2.2.3.3. PDT Sahibin Talebine Bağlı Olarak Vade Tarihinden Önce İtfa .....</b>	<b>98</b>
<b>2.2.3.4. Ortak/Farklı Hükümler ve Genel Değerlendirmeler.....</b>	<b>98</b>
<b>2.2.3.4.1. Yetkili Kuruluş Kullanma Zorunluluğu.....</b>	<b>98</b>
<b>2.2.3.4.2. PDT Sahiplerinin Süresi İçerisinde Talepte Bulunmamaları.....</b>	<b>98</b>
<b>2.2.3.4.3. Sermaye Artırımı Gerçekleştirme Zorunluluğu .....</b>	<b>100</b>
<b>2.2.4. PDT'lerde Dönüştürme Hakkının Kullanılmaması.....</b>	<b>101</b>

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **Dönüştürme Talebinin Temini**

<b>3.1. Sermaye Artırımı Yolu ile Dönüştürme Talebinin Temini.....</b>	<b>103</b>
<b>3.1.1. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Suretiyle .....</b>	<b>103</b>
<b>3.1.1.1. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Tanımı ve Özellikleri.....</b>	<b>103</b>
<b>3.1.1.1.1. Şart Unsuru .....</b>	<b>103</b>
<b>3.1.1.1.2. Şarta Bağlı Sermaye Artırımının Özellikleri .....</b>	<b>104</b>
<b>3.1.1.2. TTK'ya Göre Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....</b>	<b>106</b>
<b>3.1.1.2.1. Ön Koşullar ve Sınırlamalar.....</b>	<b>106</b>
<b>3.1.1.2.1.1. Artırım Sınırı.....</b>	<b>106</b>
<b>3.1.1.2.1.2. Yapılacak Ödeme Bakımından Sınırlama .....</b>	<b>107</b>
<b>3.1.1.2.1.3. Zaman bakımından.....</b>	<b>108</b>
<b>3.1.1.2.2. Esas Sözleşme Dayanağı.....</b>	<b>109</b>
<b>3.1.1.2.3. Mevcut Pay Sahiplerinin ve Hak Sahiplerinin Korunması .....</b>	<b>111</b>
<b>3.1.1.2.3.1. Pay Sahiplerinin Korunması ve Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı .....</b>	<b>111</b>

3.1.1.2.3.2. Değiştirme veya Alım Hakkını Haiz Bulunan Kişilerin Korunması .....	112
3.1.1.2.4. şarta Bağlı Sermaye Artırımının Uygulanması.....	114
3.1.1.2.4.1. Genel Kurul Kararı .....	115
3.1.1.2.4.2. Genel Kurulun Dayanak Kararının Tescil ve İlanı	116
3.1.1.2.4.3. Hak Sahipleri Tarafından Talepte Bulunulması ...	117
3.1.1.2.4.4. Taahhüdün İfası.....	117
3.1.1.2.4.5. Esas Sözleşmenin Uygun Duruma Getirilmesi.....	118
3.1.1.2.4.6. Ticaret Siciline Tescil.....	118
3.1.1.2.4.7. Esas Sözleşmeden Çıkarma.....	119
3.1.1.3. SPK Mevzuatına Göre şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	120
3.1.2. Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı Suretiyle Temini..	122
3.1.2.1. Esas Sermaye Artırımı.....	122
3.1.2.1.1. PDT Alacağıının Sermaye Olarak Eklenmesi ve Değerlemesi.....	122
3.1.2.1.2. Genel Kurul Kararı .....	123
3.1.2.1.3. Nisaplar.....	124
3.1.2.1.4. Rüçhan Hakkı .....	124
3.1.2.1.5. Önceki Sermaye Taahhütlerinin Ödenmiş Olması Zorunluluğu .....	126
3.1.2.2. Kayıtlı Sermaye Artırımı.....	127
3.1.2.2.1. Halka Açık Olmayan Ortaklıklar .....	129
3.1.2.2.2. Halka Açık Ortaklıklar .....	131
3.1.2.2.3. PDT'ler Bakımından Kayıtlı Sermaye Sisteminin Değerlendirilmesi .....	134
3.2. şirketin Kendi Payını İktisap Etmesi Yolu ile Dönüştürme Talebinin Temini.....	135
3.2.1. Sınırlamalar .....	136
3.2.2. Genel Kurul Yetkilendirme Kararı.....	137
3.2.3. şirket Malvarlığının Değerlendirilmesi .....	137

3.2.4. PDT'ler Bakımından Değerlendirilmesi .....	138
3.3. Dönüştürme Hakkının Kullanılması .....	140
3.3.1. Dönüştürme Hakkının Kullanılması ve Şarta Bağlı Sermaye ...	140
3.3.2. Dönüştürme Hakkının Kullanılması ve Sermaye Taahhüdü .....	141
3.3.3. Dönüştürme Hakkının Kullanılması ve Şirketin Kendi Payını İktisabı.....	142
3.3.4. Anonim Ortaklığın Dönüştürme Talebine Aykırı Davranması.	143
3.4. SONUÇ.....	145
KAYNAKÇA .....	149

## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ATGR	: Avrupa Topluluğu Resmi Gazetesi
b.	: Bent
bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
Dn.	: Dipnot
DET	: Değiştirilebilir Tahvil
E.	: Esas
eBK	: 818 sayılı Mülga Borçlar Kanunu
eSerPK	: 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
eTK	: 6762 sayılı Ticaret Kanunu
EDFK	: 7462 sayılı Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu
f.	: Fıkra
HD	: Hukuk Dairesi
K.	: Karar
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
m.	: Madde
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
MKS	: Merkezi Kaydi Sistem
R.G.	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa

S.	: Sayı
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
PDT	: Paya Dönüştürülebilir Tahviller
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TMK	: 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve diğerleri
Y.	: Yıl
Yarg.	: Yargıtay

## **ABSTRACT**

The first part of this paper deals with defining the distinguishing features of convertible notes, compared to other similar instruments. The following part examines the legal nature of such notes and the nature of the conversion mechanism. The next part investigates the history of the convertible instruments and how its used in daily practice, in order to provide a deeper insight and understanding to the reader. In light of these, our work tries to explain the pros and cons of using convertible notes and the reasoning behind such instruments are subject to CMB (*Capital Markets Board*) regulations.

The second chapter outlines the required resolutions to issue the notes, how these depend in public and private companies, paperwork to be drafted by the issuing company, the contents and the legal liabilities associated with such contents. This chapter ends with the sale, maturity and redeeming of the convertible notes at the maturity or before or abstaining from use of right to redeem the convertible instrument by the owner.

Final chapter examines the theory and practice of the conversion phase of the notes. The paper explores the potential conversion mechanics, namely through, a regular capital increase, a conditional (contingent) capital increase, a capital commitment or the authorized capital system. Moreover, non-capital increase methods are also examined including by way of transferring the shares owned by the company itself and the pros and cons of each method, respectively.

## ÖZET

Çalışmamızın ilk bölümünde bugün paya dönüştürülebilir tahviller olarak ifade edilmekte olan borçlanma aracı enstrümanların, öncelikle benzer mahiyetteki kavramlardan ayırıştırılmış, sonrasında ise hem PDT'lerin hem de PDT'lerin taraflara sağladığı dönüştürme hakkının niteliğine yer verilmiştir. Devamında ise, sistemin daha kolay anlaşılabilmesi için hem yabancı hukukta hem de Türk hukukunda uygulaması ve tarihi gelişimine değinilmiştir. Tüm bu bölüm altında yer alan bilgiler doğrultusunda da, PDT ihracının risk ve avantajları ile SPK mevzuatına tabi olmalarının gerekliliği izah edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın ikinci kısmında ise, PDT'lerin ihracı bakımından ortaklık nezdinde alınması gereken karar süreçleri, ihraççı ortaklığın halka açık anonim ortaklık olup olmamasına göre farklılık arz edecek hususlar, PDT'lerin ihracı bakımından ihraççı ortaklık tarafından hazırlanması gereken evraklar, bunların içerikleri ve bu evrakların hazırlanmasından doğan sorumluluklara yer verilmiştir. Nihayet bu bölümün sonunda ise, ihraç edilecek olan PDT'lerin satışına ve satış sonrası vade tarihinde yahut vade tarihinden önce gerçekleştirilecek itfanın ne şekilde olacağı yahut PDT sahibinin bu hakkını kullanmaması durumu izah edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın son kısmında ise, ihraç edilip satışı gerçekleştirildikten sonra PDT sahibinin dönüştürme hakkını kullanması durumunda bu hakkın nasıl temin edilebileceği izah edilmiştir. Dönüştürme talebinin sermaye artırımı yoluyla karşılanması haline ilişkin olarak, şarta bağlı sermaye artırımı sisteminin yanı sıra ayrıca kayıtlı sermaye sistemi yahut sermaye taahhüdü yoluyla da bu hakkın sağlanıp sağlanamayacağı incelenmiştir. Dönüştürme hakkının sermaye artırımı gerçekleştirilmeksizin, ihraççı ortaklığın kendi payını iktisap etmesi suretiyle de bu hakkın teminin kanunen mümkün olup olmadığına değinilmiştir. Nihayet dönüştürme hakkının temin edilmesi bakımından tercih edilecek yöntemin zayıf ve güçlü yanlarına değinilmiştir.

# PAYA DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİLLER

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1.1. Giriş

Paya dönüştürülebilir tahviller, gerek yabancı hukuk sistemlerinde gerekse de Türk hukuku sisteminde uzunca bir süre doktrinde tartışılmış ve uygulamasına yönelik çözüm arayışları bir çok defa kaleme alınmıştır. Nihayet kanun koyucunun özel bir düzenleme ihtiyacı hissederek 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlemeye kavuşturmuş olduğu şarta bağlı sermaye artırımını ile daha da önemli bir konu haline gelmiştir.

Paya dönüştürülebilir tahvil mekanizmasına ihtiyaç, günümüzde hızla gelişen teknolojik gelişmeler ile daha da hissedilir bir hale gelmiştir. Zira günümüzde yenilikçi teknolojik girişimler ve fikirler son derece önem kazanmaya başlamıştır. Bu teknolojik girişimler en başta bir fikir iken, özellikle insan hayatına dokunan ve kolaylaştıran noktalara temas etmesi vesilesiyle de son derece önemli şirketler haline dönüşebilmektedir.

Ancak henüz yeni kuruluş yahut başlangıç aşamasında bulunan bu şirketler, daha sonra belki son derece değerli şirketler haline dönüşecek olsalar bile, ilerideki durumunun öngörülemezliği sebebiyle fon ve yatırımcıya kolaylıkla ulaşamayabilmektedirler. Bir yatırımcının erken aşamadaki bir girişime yatırım yapması açısından akla gelen klasik yöntemler; kuruluş aşamasında fon sağlanması suretiyle şirket ortağı olunması yahut sermaye artırımına iştirak yöntemidir. Ancak genelde bu aşamalarda, şirketin değerlemesi mümkün olmadığından sağlanan fon nispetinde kaç adet hisse alınabileceğini öngörmek mümkün olmamaktadır. Dünya pratiğinde, paya dönüştürülebilir tahviller ise, bu tereddütü bertaraf etmesi nedeniyle önemlidir. Zira kısa bir ifadeyle, paya dönüştürülebilir tahvil

mekanizması ile sağlanan fon neticesinde şirketin dönüştürme gününde yapılacak değerlemesine göre yatırımcının kaç adet pay alarak, şirkette pay sahibi olabileceği belirlenebilmektedir.

Çalışmamızda bu konunun tercih edilmesinin sebebi ise, yukarıda kısaca izah edilen bu hususlar doğrultusunda uygulamada paya dönüştürülebilir tahvil mekanizmasına duyulan ihtiyaç sebebiyle olmuştur.

## **1.2 Kavramsal Tanım**

### **1.2.1. Tahvil Kavramı**

Etimolojik kökeni Arapça olan tahvil kelimesi, sözlük anlamıyla değiştirme, çevirme, döndürme, dönüştürme anlamlarında kullanılmakta olup ayrıca “*devletin veya özel bir kuruluşun ödünç para almak için çıkardığı, yıllık faiz getiren yazılı senet*” anlamında da kullanılmaktadır.<sup>1</sup>

Hukuk terminolojisi olarak baktığımızda ise tahvil kelimesinin farklı anlamlarda kullanıldığı görülmektedir. Tahvil “*bir tasarrufun doğumu, geçerliliği için gerekli koşullara uyulmamakla beraber, var olan koşulların benzeri bir işleme uygun olduğu takdirde, eksik tasarrufun batıl sayılmayarak, benzeri bir işlem olarak geçerli kabul etmek*” anlamında kullanıldığı gibi ayrıca “*devletin, ortaklıkların veya kurumların, borç sağlamak amacı ile çıkarttıkları senetler*” anlamına gelecek şekilde de kullanılmaktadır.<sup>2</sup>

Hukuk ve etimolojik olarak yukarıda anılan tanımlamalardan, ikinci anlamda kullanılan ve bu çalışmanın konusunu teşkil etmekte olan tahvil kelimesi, İngilizce’de ise; “*debentures*”, “*bonds*” veya “*securities*”, Almanca’da “*Wandelanleihen*”, “*Schuldverschreibung*”, “*Anleihenobligationen*”,

---

<sup>1</sup> Türk Dil Kurumu, Türkçe Sözlük, Türk Tarih Kurumu Basım Evi, Ankara, 1988, II. Cilt, s. 1403.

<sup>2</sup> YILMAZ, Ejder, Hukuk Sözlüğü, 3. Basım, Yetkin Yayınları, Ankara 2005 s. 658.

Fransızca’da ise; “*Obligation*”, “*Titre de Rente*”<sup>3</sup> veya “*Obligation Transformables en Action*”<sup>4</sup> olarak ifade edilmektedir.

Mevzuat düzenlemelerine baktığımızda ise, tahvil kelimesinin yasal tanımlamasının 6762 sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu<sup>5</sup> (“eTK”) m. 420’de “*anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri*” olarak yapılmış olduğu görülmektedir.

Tahvil kavramı VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nin<sup>6</sup> 3/1-(m) maddesinde ise “*İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde<sup>7</sup> yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı*” olarak tanımlanmıştır.

Mülga Ticaret Kanunu ve halihazırda yürürlükte bulunan VII-128.8 sayılı tebliğde yapılmış olan tahvil tanımından yola çıkılarak bu çalışmanın konusunu oluşturan tahvillerin genel bir tanımlamayla, anonim şirketlerin fon ihtiyacını karşılamak adına ödünç para bulmak için çıkardıkları en az bir yıl vadeli borç senetleri olduğunu söylemek mümkündür.<sup>8</sup> Nitekim, yukarıda da belirtildiği üzere yabancı

<sup>3</sup> YELBAŞI, Cengiz, Fransızca-İngilizce-Almanca Karşılıklarıyla Ansiklopedik Hukuk Sözlüğü, Sim Matbaacılık, 2014, s. 603.

<sup>4</sup>25 Şubat 1953 tarihli 53-148 No’lu “*Loi Relative à Diverses Dispositions D’ordre Fiscal Intéressant L’Epargne*” isimli kanun metninde anıldığı üzere.

<sup>5</sup> R.G. 09.07.1956, S. 9346.

<sup>6</sup> R.G. 07.6.2013, S. 28670 ve 29983 sayılı 18.02.2017 tarihli “Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ve 30001 sayılı 08.03.2017 tarihli “Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.7)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.7c)” ile değişik.

<sup>7</sup> Madde hükmünde yer alan “...veya vade tarihine kadar taksitler halinde” ifadesi 29983 sayılı 18.02.2017 tarihli “Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile değişik ile eklenmiştir.

<sup>8</sup> “*AO’ların iştiğal konularını gerçekleştirmek ve amaçlarına ulaşabilmek için esas sermayeleri ve –dağıtılmamış karlarından oluşan- yedek akçeleri yanında ödünç para da kullanırlar. Birinciler AO’nun, öz, ikinciler yabancı varlığıdır. Çoğu kez, yabancı varlığın kaynağı, her çeşidi ile ödünç sözleşmeleridir. Bunlar karşımıza başlıca üç türde çıkarlar: 1) Adi ödünç (karz) sözleşmeleri ile ticari ödünç sözleşmeleri; 2) Daha çok ödünç sözleşmesinden kaynaklanan ve borçluyu tek bir borç çerçevesinde çeşitli edimlerde bulunma yükümü altına sokan kredi açma sözleşmeleri; 3) Özellikleri olan ve ayrı hükümlere bağlanmış bulunan bir ödünç niteliğindeki tahvil.*” POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin, Ortaklıklar Hukuku II, 13. Basım, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2017, s. 189.

dillerde de tahvil kelimesinin “*bond*”, “*debenture*”, “*obligation*” gibi ifadeler ile birlikte kullanılması da tahvillerin borç senedi olma özelliğini ortaya koymaktadır.<sup>9</sup>

Bununla birlikte, doktrindeki daha detaylı tanımlamalara baktığımızda Tekinalp’e göre tahvillerin “*bir adet tahvil bütünlük gösteren bir tertibe ait büyük bir ihraç borcunun bir parçasını oluşturur*”<sup>10</sup> olarak ifade edilmiş olduğu ve Domaniç’e göre ise, ödünç para bulmak amacıyla çıkartılmış olan, itibari değerleri eşit olan ve aynı ibareleri taşıyan ve münhasıran anonim şirketler tarafından çıkartılabilen bir senet nevi olarak ifade edilmiş olduğu görülmektedir.<sup>11</sup>

Mevzuat metinlerinde ve doktrinde yer alan tanımlamalar bunlar olmakla birlikte, tahvil kelimesinin bu çalışmanın başlığında da ifade bulunduğu şekli ile dönüştürülebilir yahut değiştirilebilir gibi kavramlarla birlikte kullanılmakta olmasına yönelik eleştirilere de değinmekte fayda bulunmaktadır. Gerçekten de kelime anlamı itibariyle “*değiştirme*”, “*çevirme*”, “*döndürme*”, “*dönüştürme*” anlamlarında da kullanılmakta olan tahvil kelimesinin, dönüştürülebilir yahut değiştirilebilir anlamına gelen bir kelime ile birlikte kullanılması neticesinde tekrarın meydana geldiği ve tanımda uyumsuzluk teşkil ettiğine işaret edilmektedir.<sup>12</sup>

## **1.2.2. PDT’lerin Benzer Kavramlardan Ayırıştırılması**

### **1.2.2.1. Değiştirilebilir Tahviller**

Çalışma kapsamında, anlam karmaşasının yaşanmaması adına öncelikle değiştirilebilir tahvillerden (“*DET*”) kısaca bahsetmek uygun olacaktır.

Zira günümüze kadar gelen süreçte, çalışmamızın konusunu teşkil eden paya dönüştürülebilir tahviller (“*PDT*”) bakımından doktrinde ve mevzuat

---

<sup>9</sup> POROY, Reha, Değiştirilebilir Tahviller, Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’e Armağan, Ankara 1964 s. 479.

<sup>10</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 190.

<sup>11</sup> DOMANIÇ, Hayri, Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi-II, Yayıncılık Matbaası, İstanbul 1988, s.1366-1367.

<sup>12</sup> POROY, s. 479.

düzenlemelerinde farklı terimlerin kullanılmış olduğu ve bunlar içerisinde “*değiştirilebilir tahvil*” ifadesinin de geçtiği görülmektedir.

Bugün mevzuatta özellikle konunun düzenlendiği VII-128.8 sayılı tebliğde “*paya dönüştürülebilir tahvil*” olarak kullanılmakta olan bu terim, günümüze gelen süreçte doktrinde<sup>13</sup> ve mevzuatta<sup>14</sup> “*hisse senetleriyle değiştirilebilir*” olarak da ifade edilmiştir. Bu nedenle, bugün farklı bir düzenleme olan ve “*değiştirilebilir tahviller*” ile ayırt edilmesi önem taşımaktadır.

Bu noktada iki temel mevzuat düzenlemesini birlikte ele almakta fayda bulunmaktadır. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun<sup>15</sup> (“*TTK*”) m. 504’ncü maddesinde “*alma ve değiştirme hakkını haiz senetler*” ifadesine yer verilmiştir. TTK’da yer verilen bu genel ifadenin alt ayrımına ise Seri: II, No:22<sup>16</sup> sayılı tebliğde ve halihazırda yürürlükte bulunan VII-128.8 sayılı tebliğde yer verilmiştir.

Buna göre, TTK’nın ilgili hükümlerinin ve madde gerekçelerinin incelenmesi neticesinde tahvillerin “*değiştirme*” ve “*alım*” hakkı veren senetler<sup>17</sup> olarak ayrılmış olduğunu ve bunlardan “*değiştirme hakkı veren tahvil*” başlığının da tebliğler ile “*paya dönüştürülebilir tahviller*” ve “*değiştirilebilir tahviller*” olarak ayrıldığını söylemek mümkündür.

SPK’nın VII-128.8 sayılı tebliğinin 24’ncü maddesi ve devamı hükümlerinde yer almakta olan değiştirilebilir tahviller, “*İhraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracı*” olarak tanımlanmıştır. Tanımda da belirtilmiş olduğu üzere,

---

<sup>13</sup> Doktrinde; Hirsch’in 1948 tarihli Ticaret Hukuku Prensipleri isimli kitabında (s. 545) “*mütehavvil tahvilat*”, Halil Arslanlı’nın 1960 tarihli Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller kitabında (s. 311) “*Hisse senetleriyle değiştirilebilen tahviller*”, H. Ercüment Erdem’in 1988 tarihli Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller eserinde “*Pay Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller*”, Huriye Kubilay’ın 1986 tarihli kitabında “*Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller*” olarak ifade edilmiştir.

<sup>14</sup> Örneğin 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu’nun 14’ncü maddesinde PDT’ler “*Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller*” olarak ifade edilmiştir.

<sup>15</sup> R.G. 14.02.2011, S. 27846.

<sup>16</sup> R.G. 21.09.2009, S. 27117.

<sup>17</sup> TTK madde 463-472 ve TTK m. 141, 183, 379, 388, 463 ve 465’nci madde gerekçeleri.

değiştirilebilir tahviller paya dönüştürülebilir tahvillerden farklı olarak tahvillerin ihraççı dışındaki şirketin paylarıyla değiştirme hakkı tanımaktadırlar.

Netice itibariyle, çalışmamız kapsamında terim bütünlüğünün sağlanabilmesi adına paya dönüştürülebilir tahviller ifadesi aksi belirtilmediği sürece, VII-128.8 sayılı tebliğde tanımlanan anlamı ile kullanılacaktır.

#### **1.2.2.2. Opsiyonlu Tahviller**

Opsiyon hakkı geniş bir tanımlamayla şartları önceden belirlenmiş bir sözleşme neticesinde, opsiyon satıcısının herhangi bir onayına tabi olmaksızın, opsiyon sahibine belirli değerleri talep etme yahut teslim etmeyi talep etme hakkı olarak tanımlanabilir.

Daha özel bir ifadeyle, sahibine prim adı verilen bir miktar paranın peşin olarak ödenmesi karşılığında belirli miktardaki bir varlığı, kararlaştırılan bir fiyattan gelecekteki belirli bir tarihte veya bu tarihe kadar olan süre içinde satın alma ya da satma hususunda serbesti tanıyan bir haktır.<sup>18</sup>

Opsiyonlu tahviller<sup>19</sup> ise tahvil sahibine faiz ve vade sonunda anaparayı talep etme hakkı ile beraber ayrıca opsiyon senedinde belirlenmiş sürede, önceden belirlenmiş fiyattan hisse senedi alma hakkını tanıyan tahvillerdir.<sup>20</sup>

Doktrindeki bir görüşe göre, opsiyonlu tahvillerin paya dönüştürülebilir tahvillerin bir türü olduğu ve tahvil sahibinin şartlar gerçekleştiğinde bu hakkını kullanması ile hem pay sahibi hem de tahvil sahibi olacağı ve sermaye piyasası mevzuatında

---

<sup>18</sup> KIRCA, İsmail, Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, s. 36.

<sup>19</sup> Doktrinde opsiyonlu tahviller için “rüçhan haklı tahviller”, “rüçhan haklı opsiyonlu tahviller”, “hisse senedi satın alma hakkı veren tahvil” veya “varant” kelimeleri de kullanılmaktadır. Bkz. KARSLI, Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Alfa Yayınları, 2004, s. 382, POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 12. Basım, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2009, s. 727.

<sup>20</sup> SARAÇ, Tahir, Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, Asil, 2009, s. 114 ve orada dn. anılan yabancı literatür.

“değiştirme” kavramının aynı zamanda opsiyonlu tahvil sahiplerinin sahip olduğu “edinme” hakkını da kapsadığı ileri sürülmektedir<sup>21</sup>.

Oysa opsiyonlu tahvillerin, PDT yahut DET’lerden ayrılan en önemli özelliği opsiyon hakkının kullanılması neticesinde pay sahibi konumuna gelen tahvil sahibinin aynı zamanda alacaklı sıfatını korumaya devam etmesidir. Bir başka deyişle, ihraççı şirket aynı anda tahvil ve opsiyon senedi olan iki farklı finansal aracı birlikte satarak sunmaktadır.<sup>22</sup> Alım hakkını kullanan tahvil sahibi, ödeme yükümlülüğünü alım bedelini nakit ödeyerek yerine getirmekte ancak diğer DET ve PDT’lerden farklı olarak ihraççı şirket borç almış olduğu tutarın tamamını tüm opsiyonlar kullanılmış olsa dahi ödemekle yükümlü olmaktadır.<sup>23</sup>

Nihayet opsiyonlu tahvillere ilişkin olarak mevzuat düzenlemelerine baktığımızda da ise opsiyonlu tahvil türünün açıkça tanımlanmadığı yahut özel bir düzenlemeye yer verilmemiş olduğu tespit edilmektedir. Ancak, TTK’nın şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin 465’nci maddesinin ikinci fıkrasında baktığımızda, madde metni içerisinde “*değiştirme ve alım hakları içeren tahviller*” ifadesine yer verilmiş olduğu görülmektedir. Madde düzenlemesi içerisinde yer alan bu ifadeden hareketle, alım hakkı ve dolayısıyla da opsiyon hakkı tanıyan tahvillerin kanunen ihraç edilebilmesinin mümkün olduğunu söylemek uygun olacaktır.

Tüm bu izahlarımız doğrultusunda, kanaatimiz opsiyonlu tahvillerin PDT yahut DET’lerden ayrı bir tahvil türü olduğu yönündedir. Zira her ne kadar opsiyonlu tahviller mevzuat hükümlerinde açıkça düzenlenmemiş olsa da opsiyon hakkının opsiyon senedine bağlanması ve ayrı olarak piyasaya sürülmesi mümkündür ve bu nedenle de<sup>24</sup> TTK’da tanımlanan ifadeyle değiştirme hakkı veren tahvillerin bir alt türü olarak değerlendirilmesi mümkün değildir.

---

<sup>21</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatifler, s. 727.

<sup>22</sup> KIRCA, s. 50.

<sup>23</sup> SARAÇ, s. 115.

<sup>24</sup> SARAÇ, s. 105 ve orada dn. 26’da yabancı literatür.

### 1.2.2.3. Kar İştirakli Tahviller

Yatırımcıların, tahvillerden beklediği başlıca yatırım unsuru faiz getirisi dir. Ancak çalışmamızın konusunu oluşturan PDT'lerde olduğu gibi faiz ile birlikte yahut faiz şartı olmaksızın tahvil sahiplerine çeşitli hak ve menfaatler tanınması mümkündür.<sup>25</sup> Nitekim kar iştirakli tahvillerde de, PDT'lerde olduğu üzere yatırımcıların salt faiz gelirinden farklı bir beklentileri bulunmaktadır.

Bu doğrultuda, TTK'nın 339'ncü maddesinin 2'nci fıkrasının (f) bendi gereğince esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla, yatırımcılara temettü payına iştirak etme hakkı sağlanması mümkündür.<sup>26</sup> Kar iştirakli tahvillerde yatırımcılara verilecek olan kar payının farklı usullerde verileceğinin kararlaştırılması da söz konusu olabilir. Buna göre (i) tahvilin getirisi olan faiz ile birlikte tahvile kar payı verilmesi, (ii) kar payının faizden az olması halinde faiz ödemesi yapılması ya da faiz getirisine eşit veya daha yüksek ise kar payı ödemesinin yapılması yahut (iii) herhangi bir faiz öngörülme ksizin kardan ödeme yapılması kararlaştırılabilir.<sup>27</sup>

Dolayısıyla, PDT'lerde dönüştürme hakkının kullanılması ve ihraççı şirketin bir hissedarı olması neticesinde kardan pay alabilecek olan PDT yatırımcılarından farklı olarak kar iştirakli tahvil sahiplerinin, bu tahvilin niteliği gereği faiz ödemesinin yanı sıra yukarıda anılan esaslardan birini seçerek kara iştirak hakları bulunmaktadır.

### 1.2.2.4. Oydan Yoksun Paylar

Türk Ticaret Kanunu'nun 434'ncü maddesi hükmü gereğince, her pay sahibi bir paya sahip dahi olsa en az bir oy hakkına sahiptir.

---

<sup>25</sup> ÜNAL, Oğuz Kürşat, Türk Hukukunda Tahvil Türleri, Maliye Postası Dergisi, S. 178, 1988, s. 48.

<sup>26</sup> ÜNAL, Türk Hukukunda Tahvil Türleri, s. 47.

<sup>27</sup> YANLI, Veliye, "Sermaye Piyasası Hukukunda Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller", Prof. Dr. Belgin Erdoğan'a Armağan, Der Yayınları, İstanbul, 2011, s. 877.

TTK'da ve Mülga Ticaret Kanunu'nun 373'üncü maddesinde emredici bir hüküm olarak düzenlenmiş olan bu genel kaide, mülga kanun döneminde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ("*eSerPK*")<sup>28</sup> 1992 yılında 3794 sayılı kanun<sup>29</sup> ile yapılan değişiklik ile farklı bir düzenlemeye kavuşturulmuştur. Değişiklik kanunu ile ihdas edilen 14/A hükmü ile şirketlerin esas sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak oy hakkından yoksun paylar ihraç edilebileceği belirtilmiştir. Buna karşılık, SerPK baktığımızda ise mülga kanun döneminde getirilmiş olan düzenlemeye benzer bir istisna ihdas edilmemiş olduğu görülmektedir. Bir başka deyişle, halihazırda oydan yoksun paydan bahsedebilmenin yolu kanuni olarak sağlanmış değildir. Ancak her halükarda çalışmamızın bu kısmında, oydan yoksun paylar ile PDT'lere ilişkin bir mukayese yer vermenin faydalı olacağı kanaatindeyiz.

Şöyle ki; yukarıda anılan araçlarda olduğu gibi, oydan yoksun paylar da Sermaye Piyasası'nın gelişen sistemi çerçevesinde hem yatırımcıların ve ihraççı kuruluşların ihtiyaçlarının karşılanabilmesi adına getirilmiş bir sistemdir. Oydan yoksun paylar da, ihraççı kuruluşların sermaye ihtiyaçlarını karşılamalarına yönelik olması dolayısıyla PDT'ler ile örtüşmektedir. Bununla birlikte, oydan yoksun paylar yatırımcılar bakımından ise, esasında şirketin yönetsel faaliyetleri içerisinde yer almak arzusunda olmayıp yalnızca kar getirisinden faydalanmak isteyen pay sahiplerinin de ihtiyaçlarını karşılamaktadır.<sup>30</sup> Buna mukabil PDT'lerde ise, yatırımcılara tanınan haklar farklıdır. PDT sahipleri ilişkinin en başında pay sahibi dahi olmayıp daha sonrasında dönüştürme hakkını kullanması ile birlikte TTK'da öngörüldüğü şekilde oy hakkını da haiz bir şekilde pay sahibi olacaktır. Bir başka ifadeyle tahviller ve dolayısıyla PDT'ler alacak hakkı sağlayan menkul kıymetler olup oydan yoksun paylar ise ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetler olmaları noktasında PDT'lerden ayrılmaktadır.<sup>31</sup>

---

<sup>28</sup> R.G. 30.07.1981, S. 17416.

<sup>29</sup> R.G. 29.04.1992, S. 3794.

<sup>30</sup> BAŞ, Ece, Oydan Yoksun Paylar, Prof. Dr. Belgin Erdoğan'a Armağan, Der Yayınları, İstanbul, 2011 s. 468.

<sup>31</sup> GÜNAL, Vural, Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul 2007, s. 219.

### 1.3. Tahvil İhracının Tarafları

#### 1.3.1. İhraççı Kuruluş

İhraççılar, “sermaye piyasası araçları ihraç ederek fon fazlası olan kesimden kaynak temin eden ve bunları yatırımlara dönüştüren fon açığı olan kesimler”<sup>32</sup> olarak tanımlanmakta olup ayrıca ihraççıların tahvil ihracındaki borç ilişkisinin borçlu yanı olduğunu söylemek mümkündür.

Mevzuat hükümlerine bakıldığında ise ihraççıların genel tanımlaması SerPK m. 3’de “Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, 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 fonlarını” olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte VII-128.8 sayılı tebliğde ise, “borçlanma araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya borçlanma araçları halka arz edilen tüzel kişiler” olarak tanımlanmıştır. Bu tanımlamadan hareketle, ihraç imkanının gerçek kişilere tanınmadığının ancak tüzel kişilere tahvil çıkartma imkanının verilmiş olduğu anlaşılmaktadır.

Bununla birlikte, her ne kadar TTK’nın ifadesinden tahvil ihracının yalnızca anonim şirketlere hasredilmiş bir hak olduğu intibayı oluşmaktaysa da doktrinde bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bu konuda doktrindeki bir görüşe göre, yalnızca anonim ortaklıklar tahvil ihraç etme hakkını haizdir ve yalnızca özel kanunlar uyarınca bazı diğer tüzel kişilere –devlet ve belediye tahvili gibi- bu hakkın tanınmış olduğu belirtilmiştir.<sup>33</sup> Diğer görüşe göre ise, eTK m. 476 f. 2 hükmü uyarınca<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> KILIÇ, Saim, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 95, 1997, s. 7.

<sup>33</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 190 ile ERİŞ, Gönen, Ticari İşletme ve Şirketler, II. Cilt, 2004, s. 2536, DOMANIÇ, 1367.

<sup>34</sup> eTTK’nın Komandit Şirketlere ait kısmının “Tatbik Olunan Hükümler” başlıklı 476’ncı maddesi “ (1) Komanditelerin gerek birbirleriyle gerekse komanditerlerin heyeti umumiyesi ve üçüncü şahıslarla olan hukuki münasebetleri ve bilhassa şirketi idare ve temsil vazife ve yetkileri ve şirketten çekilmeleri, komandit şirketlerdeki hükümlere tabidir. (2) Birinci fıkrada gösterilen hususların dışında, aksine hüküm olmadıkça, anonim şirket hükümleri tatbik olunur” hükmünü haizdir.

sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin de tahvil ihraç edebilecekleri savunulmuştur.<sup>35</sup>

Konuya ilişkin görüşler bunlar olmak ile birlikte VII-128.8 sayılı tebliğ düzenlemesinin incelenmesi neticesinde, PDT ihracının yalnızca anonim ortaklıklara hasredildiğini söylemek mümkündür. Şöyle ki; VII-128.8 sayılı tebliğin 3/1-(g) maddesinde ihraççılar, genel bir tanımlamayla tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte tahvil teriminin tanımlamasına ise, VII-128.8 sayılı tebliğde yer verilmemiş ancak PDT'lerin tanımlaması yapılmış ve tanımlamaya göre de, bu borçlanma araçlarını "*ihraççı ortaklık*" tarafından ihraç edileceği belirtilmiştir. Son olarak, ihraççı ortaklık teriminde yer alan "*ortaklık*" ifadesinin ise, tebliğde m.3/1-(k) hükmünde açıkça anonim ortaklık olarak tanımlandığı görülmektedir. Dolayısıyla, VII-128.8 sayılı tebliğin 3'ncü maddesinde yer alan tanımlamalarda yola çıkılarak, PDT ihracının ancak anonim ortaklık olabilen ihraççı ortaklıklara tanınmış olduğunu söylemek mümkündür.

Kanun koyucunun, DET'ler bakımından dahi ortaklık ifadesine vurgu yapmayarak ve fakat PDT'ler bakımından "*ihraççı ortaklık*" ifadesini kullanmasının bilinçli bir tercih olup olmadığının da tartışılabileceği hususuna işaret etmek isteriz. Ancak daha detaylı bir incelemeye yer verilmeksizin VII-128.8 sayılı tebliğ ifadesi gereğince, bu tezin konusunu oluşturan PDT'lerin yalnızca anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilebileceğinin kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Değnilmesi gereken bir başka konu da, PDT'lerin halka arz edilmek suretiyle satılmasına ilişkin yasal bir zorunluluk bulunup bulunmadığıdır. Bu konuda VII-128.8 sayılı tebliğ ve mülga II-31.1 sayılı tebliğin incelenmesi neticesinde ihraç kavramının "*borçlanma araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin tahsisli satışı*" olarak tanımlanmış olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, mevzuat metninde açıkça düzenlenmiş olduğu üzere,

---

<sup>35</sup> EREM, Turgut S., Ticaret Hukuku Prensipleri, Yörük Matbaası, II. Cilt, İstanbul, 1965 s. 315-316.

PDT'lerin satışının halka arz edilmek suretiyle gerçekleştirilmesi noktasında bir zorunluluk bulunmamaktadır.

PDT'lerin, anonim ortaklıklar tarafından halka arz edilmeksizin de ihraç edilebileceği hususu ortaya konulduktan sonra bu hakkın yalnızca halka açık anonim ortaklıklara tanınıp tanınmadığı noktasında da bir tereddüt hasıl olabilir.<sup>36</sup> Bu konuda VII-128.8 sayılı tebliğ ve mülga II-31.1 sayılı tebliğin incelenmesi neticesinde ihraççılar kavramının tanımlamasında, halka açık olan veya halka açık olmayan anonim ortaklık gibi ayrımına yer verilmemiş olduğu görülmektedir. Ayrıca, ortaklık kavramının tanımlaması da “anonim ortaklıklar” olarak yapılmış olduğundan mevzuat düzenlemesinde bu borçlanma araçlarının ihracının bakımından halka açık olan yahut halka açık olmayan ortaklıklar bakımından bir ayrıma gidilmemiş olduğunu söylenebilecektir.

Anılan tanımlar doğrultusunda özetle ifade etmek gerekir ise, ihraç edilen tahvillerin, halka arz edilmeksizin satışının mümkün olduğu bir başka deyişle ihraççıların borsada işlem görmelerinin zorunluğu gibi halka açık ortaklıklar olmaları da gerekmemektedir. Bu halde sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeyen anonim ortaklıkların, esas itibariyle Türk Ticaret Kanunu'na tabi olduklarının kabulü ile birlikte ayrıca bu şirketlere sermaye piyasası mevzuatının da uygulanması söz konusu olacaktır.<sup>37</sup> Nitekim bu husus, SerPK m. 2/1'de de “Halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları, bu Kanun kapsamı dışındadır” ifadesinin mefhumu muhalifinden de teyit edilmiş bulunmaktadır.

---

<sup>36</sup> Konuya ilişkin olarak ÜNAL, yazının kaleme alındığı dönemdeki PDT'lerin dönüştürme hakkının karşılanabilmesine dair mekanizmaların eksikliği sebebiyle “Görüliyor ki, kayıtlı sermaye sisteminden faydalanmayan veya bunu kabul etmemiş olan ortaklıkların HDT çıkarması, TK.'na göre mümkün ve SPK'na yasaklanmamış olmasına rağmen birçok zorluklar arz etmektedir. Bu şekilde HDT çıkartılması halinde yatırımcıların korunması da çok zor olacağından, doktrinde hakim olan ve bizimde katıldığımız bu tür tahvillerin sadece SPK.'na tabi ortaklıklarca çıkartılması görüşünün kanun koyucu tarafından da kabul edilmesi ve hatta aksi takdirde uygulamanın bu yolda gelişmesi zaruri gözükmektedir” yönünde görüşte bulunmuştur. Bkz. ÜNAL, Oğuz Kürşat, Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT)-1, Maliye Postası Dergisi, S.188, 1988, s. 49.

<sup>37</sup> YANLI, Veliye, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Beta, 2005, s. 15.

### 1.3.2. Yatırımcılar

Tahvil ihracındaki borç ilişkisinin alacaklı tarafında yer alan ve sermaye piyasasını oluşturan temel unsurlardan olan yatırımcıları “*daha fazla gelir elde etmek amacıyla, fon ihtiyacı içinde olan çeşitli kurum ve ortaklıklar tarafından sunulan sermaye piyasası araçlarına tasarruf ve birikimlerini yatıran kişi, kurum ve işletmeler*” olarak tanımlamak mümkündür.<sup>38</sup> Fon fazlası olan bu yatırımcılar, bireysel yahut kurumsal yatırımcılar olabilirler.

Poroy’a göre<sup>39</sup> yatırım yapacak kişiler üç gruba ayrılmakta olup PDT’ler de bu üç gruba da hitap eden mahiyette bir yatırım aracıdır. Bu yatırımcı grupları (i) makul bir gelir bekleyen yatırımcılar, (ii) farklı hisse senetlerine yatırım yapmak suretiyle rizikoyu dağıtarak yatırımı para kazanma amacıyla yapan iş adamları ve son olarak da (iii) tüm rizikosuna rağmen alım-satım yapmak suretiyle gelir elde etmek gayesinde olan spekülâtörlerdir.

Doktrinde de ifade edildiği üzere, yatırımcılar küçük yahut büyük beklentiler içerisinde olmakla birlikte ortak bir amaç olarak fon fazlasını değerlendirmek arzusunda olan gerçek kişiler yahut tüzel kişiler olabilmektedir.

### 1.3.3. Yetkili Kuruluş

Yetki kuruluş kavramının tanımlamasından önce, bu başlığın daha kolay anlaşılabilmesi adına öncelikle (i) aracı kuruluş, (ii) aracı kurum ve (iii) yatırım kuruluşu kavramların izah edilmesinde fayda bulunacağı kanaatindeyiz.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun<sup>40</sup> (“SerPK”) 3’ncü maddesinde yatırım kuruluşları ve aracı kurum tanımları ayrı ayrı tanımlanmıştır. Buna göre, SerPK’nın 3/1-(v) maddesinde yatırım kuruluşları “*aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları*”, aracı kurumlar ise, “*37’nci maddenin*

<sup>38</sup> KARABABA, Serdar, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Seçkin, Ankara 2001, s. 40.

<sup>39</sup> POROY, s. 483 ve orada anılan DEWING, s. 270.

<sup>40</sup> R.G. 30.12.2012, S. 28513.

*birinci fıkrasındaki yatırım hizmet ve faaliyetlerinden (a), (b), (c), (e) ve (f) bentlerinde<sup>41</sup> yer alanları münhasıran olmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilen yatırım kuruluşu” olarak tanımlanmıştır.*

Bu doğrultuda SerPK'nın yeni düzenlemesinde, eSerPK'da<sup>42</sup> aracı kurum ve bankaların üst bir başlığı olan “*aracı kuruluş*” ifadesinin yerine “*yatırım kuruluşları*” ifadesinin benimsenmiş olduğu görülmektedir. Bununla birlikte ayrıca, SerPK'da yer verilen tanımda kullanılan “*diğer sermaye piyasası kurumları*” ifadesiyle de bu kavramın, yeni kanun sistematğinde genişletilmiş olduğunu söylemek mümkündür.

Tüm anılan maddeler ve tanımlamalar doğrultusunda, mevzuat sistematğinde yatırım kuruluşlarının bir üst başlık olduğu ve bunların altında da (i) aracı kurumlar, (ii) bankalar ve (iii) kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarının bulunduğunu söylemek mümkündür.

Nihayet bu başlığın konusunu teşkil eden yetkili kuruluş tanımlamasına baktığımızda ise, terimin tanımlamasına VII-128.8 sayılı tebliğin 3'ncü maddesinde yer verilmiş olduğu görülmektedir. Buna göre yetkili kuruluş, “*Kurulca Kanununun 37 nci maddesi uyarınca bu Tebliğde sayılan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere yetkilendirilmiş yatırım kuruluşlarını*” olarak tanımlanmıştır. Yetkili kuruluş SPK'nın II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin<sup>43</sup> 4'ncü maddesinin (s) fıkrasında ise, “*Kurulca sermaye piyasası araçlarının halka arzında satışa aracılık etmek üzere*

---

<sup>41</sup> Buna doğrultuda bu kuruluşlar; “*a. sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, b. Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, c. Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı, e. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak satışa aracılık edilmesi, f. Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi*” faaliyetlerinde münhasıran yetkili olacaklardır.

<sup>42</sup> 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanun'un 3/-(i) fıkrasında, aracı kuruluşlar ifadesine yer verilmiş ve tanımlaması da; “*Aracı kurumlar ile bankaları ifade eder*” şeklinde yapılmıştır. Buna göre, aracı kuruluş ifadesi bir üst başlık olarak düzenlenmiş, aracı kurumlar ve bankalar olarak iki başlığa ayrılmıştır.

<sup>43</sup> R.G. 28.06.2013, S. 28691.

*yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile yatırım ve kalkınma bankalarını,*” olarak tanımlanmıştır.

Bununla birlikte yetkili kuruluş, II-5.2 sayılı tebliğde yalnızca *“halka arzda satışa aracılık”* etmek üzere görevlendirilmiş aracı kurumlar ve bankalar olarak tanımlanmış, VII-128.8 sayılı tebliğ ise, SerPK’nın 37’nci maddesinde yer alan ve bu tebliğde yer alan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gerçekleştirmekle yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları olarak ifade edilmiştir.

Dolayısıyla çalışmamızın konusunu oluşturan ve borçlanma araçlarından olan PDT’ler bakımından yetkili kuruluşların, yatırım kuruluşları başlığı altında yer alan ve VII-128.8 sayılı tebliğde belirtilmiş olan yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere yetkilendirilmiş olan aracı kurumlar yahut bankalar olduğunu söylemek mümkündür.

Kısaca yetkili kuruluş tanımlaması içerisinde yer verilen yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine, PDT’ler bakımından değinilmesinde fayda bulunmaktadır. Tebliğe göre yetkili kuruluşun hizmet ve faaliyetleri şu şekilde sıralanabilir: (i) PDT’lerin dönüştürme oranına ilişkin raporun hazırlanması (m.18/2), (ii) vade tarihinden önce gerçekleştirilecek itfa planına bağlı veya ortaklık talebine bağlı dönüştürmelere ilişkin talep toplama ve bildirim işlemlerinin yapılması (m. 20/3 ve m. 21/3) ve (iii) vade tarihinden önce, PDT sahibinin talebine bağlı olarak gerçekleştirilecek itfalarda, PDT sahibinin bildirimini muhatabı olunması (m. 22/2).

#### **1.4. PDT’lerin Özellikleri**

##### **1.4.1. Hukuki Nitelik**

###### **1.4.1.1. PDT’nin Hukuki Niteliği**

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (*“SPK”*) VII-128.8 sayılı tebliğinde tahviller, borçlanma aracı olarak tanımlanmış olup borçlanma aracı ise, tahviller,

değiştirilebilir tahviller, finansman bonoları<sup>44</sup> vs. şeklinde sıralanmak suretiyle tanımlanmıştır.

Mülga Seri No: II, No:22 sayılı tebliğe baktığımızda ise tahvillerin, borç senedi olarak tanımlanmış olduğu görülmektedir. Bu tebliğde borçlanma araçları ise, VII-128.8 sayılı tebliğden farklı olarak ayrıca bu senetlerin emre, nama yahut hamiline yazılı kıymet niteliğinde olduğu hususuna vurgu yapmıştır.

Her iki tebliğde yer alan tanımlamalarda, borçlanma araçlarının birer sermaye piyasası aracı olduğu kabul edilmiş olup SerPK m.3 f. 1'in (ş) bendine göre sermaye piyasası araçları ise “*menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dahil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları*” olarak tanımlanmıştır. Mevzuat düzenlemesinden yola çıkılarak, sermaye piyasası araçlarının “*menkul kıymetler*” ve “*diğer sermaye piyasası araçları*” olarak başlıklandırılmak mümkündür.<sup>45</sup> SerPK düzenlemesinde, bir üçüncü sınıf olarak türev araçlar olarak ayrı bir sınıfın oluşturulduğunun düşünülmesi de mümkündür. Ancak kanaatimizce madde düzenlemesine göre, menkul kıymetler bir grubu, türev araçlar ve yatırım sözleşmelerinin de dahil olduğu sermaye piyasası araçları ise, diğer grubu oluşturmaktadır.

Bu noktada PDT'lerin menkul kıymet mi yoksa diğer sermaye piyasası aracı başlığında mı değerlendirileceği sorusu gündeme gelebilir. Tekinalp, menkul kıymet kavramının tanımlanmasında üç unsurun bulunduğunu ve bunların da (a) misli eşya niteliğinde olma, (b) yatırım aracı olarak kullanılma ve (c) dönemsel ürün verme olduğunu ifade etmektedir.<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> Madde hükmünde yer alan “bono” ifadesi 29983 sayılı 18.02.2017 tarihli “Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile değişik tebliğ ile “finansman bonosu” olarak değiştirilmiştir.

<sup>45</sup> ÜNAL, Mücahit, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi: 6102 sayılı TTK ile Yapılan Değişiklikler İşlenmiş, Adalet Yayınevi, Ankara, 2011 s. 9, MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen, s. 61.

<sup>46</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 102.

İlk olarak, PDT'lerin dönemsel ürün verme niteliği değerlendirildiğinde bu unsuru karşıladığı açıktır. Zira yukarıda tahvil kavramında izah edildiği ve çalışmamızın genelinde de ifade edildiği üzere, tahviller ödünç para karşılığında belirli bir faiz getirisi sağlamaktadır. Dolayısıyla anılan unsurlardan, dönemsel ürün verme niteliği bulunduğu tartışmasızdır.

Misli olma kriteri kapsamında incelendiğinde ise, öncelikle menkul kıymetlerin misli nitelikte olmaları ifadesinden ne anlaşılması gerektiğinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Menkul kıymetlerin misli olması, bu kıymetlerin birbirlerinin yerine geçebilir nitelikte olması olarak tanımlanmaktadır. Örneğin aynı türde ve şartlarda ihraç edilmiş olan ve sahibine aynı hakları veren borçlanma araçları birbirlerinin yerine geçebilir mahiyettedir.<sup>47</sup> Dolayısıyla PDT'ler bu yönüyle de, menkul kıymet olma unsurunu taşımaktadır. Nihayet PDT'lerin yatırım aracı olarak kullanılmakta olduğundan, bu kriterlere göre menkul kıymet olduğunun tespiti gerekmektedir.

Bununla birlikte, SerPK'nın 3'ncü maddesinin 1'nci fıkrasının (o) bendinde yer alan menkul kıymet tanımında, menkul kıymetlerin yalnızca sıralandığı ve fakat açık bir tanımlamaya yer verilmemiş olduğu görülmektedir. Bu nedenle, menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğini de haiz olup olmadığının da ayrıca incelenmesi gerekmektedir. Zira eSerPK'da, menkul kıymetlerin tanımlaması yapılmakla beraber açıkça kıymetli evrak olduğu da belirtilmiş iken SerPK'da bu tanımlamaya ve kıymetli evrak niteliğine vurgu yapılmamış olmasının bilinçli bir tercih olup olmadığı tereddütünün gündeme gelmesi mümkündür.

Kıymetli evrak TTK m. 645'de "*kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülmediği gibi başkalarında da devredilemez*" olarak tanımlanmıştır.

---

<sup>47</sup> ÜNAL, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 13.

Tahvillerin senede bağlanmış olduğu varsayımında, bu senetlerin kıymetli evrak niteliğinde olduğunu kabul etmek mümkün olmakla birlikte,<sup>48</sup> kaydileştirilmiş olan tahvillerin kıymetli evrak niteliğini haiz olup olmadığı ise, tartışmalı olacaktır. Zira gelişen ekonomik sistemler ve piyasalar doğrultusunda, SPK'nın 27/751 sayılı ve 2006 tarihli kararıyla<sup>49</sup> halka arz edilmeksizin ihraç edilecek olan özel sektör tahvillerinin ihraççının talebi üzerine ve ihtiyari olarak kaydileştirilebilmesine imkan tanınmıştır. Bir başka deyişle, senede bağlı olma zorunluluğu kaldırılmıştır. Buna mukabil TTK'nın 645'nci maddesinde açıkça "*kıymetli evrak öyle senetlerdir ki*" ifadesine yer verilmek suretiyle senede bağlılık öngörülmüş olduğundan, kaydileştirilerek ve fiziki senede bağlanmayan tahvillerin hukuki niteliği tartışmalı bir hal almaktadır. Doktrinde, anılan bu düzenlemelerin ve kanun metninin birlikte esnek olarak yorumlanması gerektiği ve bu senetlerin "*evraksız kıymetli evrak*" olarak değerlendirilmesi gerektiğini savunan yazarlar bulunmaktadır.<sup>50</sup> Ancak TTK'da hak senede mündemiç olarak düzenlenmiş olduğundan senetten ayrı olarak düşünülebilmesi de mümkün değildir ve artık yeni dönemde "kıymet hakkı" kavramına doğru gidildiğinin kabulü gerekmektedir.<sup>51</sup> Dolayısıyla kanaatimize göre, senede bağlanmamış ve kaydileştirilmiş olan bu senetleri kıymetli evrak olarak nitelendirmek mümkün değildir.

Bununla birlikte, SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliğinin 8'nci madde düzenlemesine baktığımızda, yurt içinde ihraç edilecek olan borçlanma araçlarının MKK nezdinde ihraç edilmesinin zorunlu olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu borçlanma araçlarının senede bağlanması söz konusu olmayacağından, kanaatimizce bunların kıymetli evrak niteliğinde olması mümkün olmayacaktır.

---

<sup>48</sup> ÜLGEN/Hüseyin, HELVACI/Mehmet, KENDİGELEN/Abuzer, KAYA/Arslan, Kıymetli Evrak Hukuku, 9. Basım, Oniki Levha, İstanbul, 2014 s. 33.

<sup>49</sup><http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2006&sayi=27&submenuheader=null&ext=.pdf>

<sup>50</sup> ÜNAL, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 22

<sup>51</sup> MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen, Sermaye Piyasası Hukuku, Seçkin, 2017, s. 62-63 ve AYOĞLU, Tolga, Sermaye Piyasası Hukukunda, Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008, s. 34.

Tebliğin 8'nci maddesinin ikinci fıkrasında ise, yurt dışında ihraç edilecek olan borçlanma araçları düzenlenmiş ancak bunların ihracının MKK nezdinde elektronik ortamda olması gerektiğine ilişkin bir zorunluluk getirilmemiş fakat bu borçlanma araçlarının bilgilerinin üç iş günü içerisinde MKK'ya bildirilmesi gerektiği düzenlenmiştir. Dolayısıyla yurt dışında ihraç edilecek olan PDT'lerin fiziken senede bağlanmaları durumunda, bu senetlerin kıymetli evrak olarak nitelendirilmesi söz konusu olabilecektir.

Kaydileştirilmiş olan tahvillere ilişkin izahlarımız ve çekincemiz saklı kalmak kaydıyla, senede bağlanmış olan senetler bakımından, TTK m. 661'inci maddesi incelendiğinde, hamiline yazılı senetler arasında tahvillerin de sayılmış olduğu görülmektedir. Bu madde, hem tahvillerin kıymetli evrak olarak nitelendirilmesinde noktasında herhangi bir tereddüdün olmadığını ortaya koymakta hem de tahvillerin hamiline yazılı olarak düzenlenebilmesine mümkün olduğu görülmektedir.

Bu halde, senede bağlanmış olan tahvillerin kıymetli evrak niteliğinde olduğunun kabulü ile birlikte bu senetlerin hamiline yazılı olarak düzenlenebilmesine kanunen cevaz verilmiş olması sebebi ile ayrıca nama yazılı olarak düzenlenebilmesine engel teşkil eden herhangi bir hüküm bulunmadığını da belirtmek gerekecektir.<sup>52</sup>

Tahvillerin, menkul kıymet niteliğini haiz borçlanma senetlerinin olmasının yanı sıra ayrıca başka bir açıdan bakıldığında da bir para alacağı senedi olduğu da söylenebilecektir.<sup>53</sup> PDT sahibi, değiştirme hakkını kullanıncaya kadar, tahvil olarak sağlanan yararların yanı sıra ayrıca pay senetlerinin iktisabına yönelik bir beklenen hak da sağlamaktadır. Tahvil sahibi, değiştirme tarihinde anonim ortaklığın mevcut durumuna göre değiştirme hakkını kullanabilecek yahut

---

<sup>52</sup> ÜNAL, Oğuz Kürsat, Spk. Ve TK.'nda Tahviller, Gazi Üniversitesi, Hukuk Fakültesi Dergisi, c. VII, S. 1-2, 2003, s. 4.

<sup>53</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 190. Aksi yönde bkz. DEMİR, Koray, Şarta Bağlı Sermaye Artırımında Tahvil Benzeri Borçlanma Araçları Kavramı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, S. 3, Eylül 2015 s. 59-74.

ortaklığın kazanç elde edip etmemesinden bağımsız olarak oranı belirli bir faiz alacağı olacaktır.<sup>54</sup>

Bu hususta son olarak izah etmek gerekir ki, PDT'ler anonim ortaklıkların ihtiyaç duydukları borç para için ihraç edilen borç senetleri olarak olduğundan, paradan başka hak ve alacaklar bakımından tahvil düzenlenmesi mümkün değildir. Bir başka deyişle, tahviller, mal yahut hizmet karşılığı verilmekte olan borç senetlerinden ayrılmaktadır. Bu nedenle, ihraççı ile fon sağlayan gerçek yahut tüzel kişi arasında bir hukuki ilişki kurulmasına rağmen herhangi bir tahvil ihracı gerçekleştirilmemişse o halde kanuni anlamda tahvilden bahsedilmesi mümkün olmayacak yalnızca anonim ortaklığa ait bir borç söz konusu olacaktır.<sup>55</sup>

#### **1.4.1.2. Dönüştürme Hakkının Hukuki Niteliği**

Paya dönüştürülebilir tahvillerde, tahvil alacaklısına sağlanan değiştirme hakkının hukuki niteliğine ilişkin olarak farklı görüşler bulunmaktadır. Bu görüşlerden biri, bu değiştirme hakkının seçimlik yetki olduğu yönünde olup diğer görüşe göre ise, bu hak seçimlik borç yetkisidir.<sup>56</sup>

Seçimlik borca ilişkin Türk Borçlar Kanunu'nun<sup>57</sup> ("TBK") 87'nci maddesi "*seçimlik borçlarda, hukuki ilişkiden ve işin özelliğinden aksi anlaşılmadıkça, edimlerden birinin seçimi borçluya aittir*" hükmünü haizdir. Seçimlik borç, borcun başından beri olan ancak birden fazla edim mevcut olduğundan dolayı hangi edimin yerine getirileceği belli olmayan borçlardır. Yetkili kişi tarafından seçim hakkının kullanılması ile birlikte bu edimlerden biri kesin olarak borcun konusunu oluşturmakta ve diğer edimler de ortadan kalkmaktadır.<sup>58</sup>

Seçimlik yetki ise, TBK'da özel olarak tanımlanmamış olup seçimlik borçtan farklılaştığı nokta sözleşmenin yapıldığı anda kesin olarak belirlenmiş ve

---

<sup>54</sup> BAHTİYAR, Mehmet, Ortaklıklar Hukuku, Beta, İstanbul, 2017, s. 338.

<sup>55</sup> ÜNAL, Spk. Ve TK.'nda Tahviller, s. 3 ve

<sup>56</sup> ERDEM, H. Ercüment, Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller, Ankara, 1988, s. 708. Yazar,

<sup>57</sup> R.G. 11.01.2011, S. 6098.

<sup>58</sup> EREN, Fikret, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yetkin, 15. Bası, Ankara, 2013, s. 113.

borçlanılmış bulunan bir tek asli edimin mevcut olmasına dayanmaktadır. Seçimlik yetkide asıl borç ile ikame edilen, özellikle edimin imkansızlaşması halinde ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle edimlerden birinin imkansızlaşması halinde borç ilişkisi sona ermemekte ancak borcun konusu diğer edim olmaktadır.<sup>59</sup> Bu görüşü savunan yazarlara göre, tahvillerin pay senetleri ile değiştirilmesi esas edim olarak kabul edilmekte ve tahvil sahibi bu hakkını kullanmaz ise, bu esas edim yerine geçmek üzere ana para ve faizi talep edebilirler.<sup>60</sup>

Seçimlik borcun düzenlendiği TBK m.87’de her ne kadar edimlerden birinin seçimi hakkının borçluya tanınmış olduğu anlaşılmakta olsa da hükmün lafzına bakıldığından bu yetkinin mutlak olarak borçluya verilmediğini söylemek mümkündür. Zira hükmün lafzında, işin niteliği gereği bu seçimlik yetkinin alacaklıya da tanınabilmesi mümkün kılınmıştır.

Bu halde, seçimlik borçta asıl olan husus, yetkili kişinin hangi edimi tercih edeceğine bağlı olup seçimlik yetkiden farklı olarak asıl edimin imkansızlaşması gibi bir şarta bağlılık söz konusu değildir. Bununla birlikte, PDT sahibinin seçimi yapmaya yetkili olması dolayısıyla kanaatimizce, PDT’lerin hukuki niteliğinin seçimlik borç mahiyetinde olduğunun kabulü gerekmektedir.<sup>61</sup>

#### **1.4.2. PDT’lerin Devri**

Yukarıda belirtildiği üzere, PDT’lerin VII-128.8 sayılı tebliğinin 8’nci maddesi hükmüne göre, yurt içinde ihraç edilecek olan borçlanma araçlarının MKK nezdinde elektronik ortamda ihraç edilmesi zorunluluğu getirilmiş, yurt dışında ihraç edilecek olan borçlanma araçlarının ise bilgilerinin MKK’ya bildirilmesi zorunluluğu getirilmiştir.

---

<sup>59</sup> EREN, s. 969.

<sup>60</sup> ERDEM, s. 708 ve oradan dn. 17 ve devamında anılan yabancı literatür.

<sup>61</sup> Aksi yönde bkz. KAYA, Mustafa İsmail, Şartlı Sermaye Artırımı, Yetkin, Ankara, 2009, s. 46. Yazara göre, dönüştürme hakkının niteliğini en iyi ortaya koyan görüşler; beklemece hak (Anwartschaftsrecht) ve yenilik doğurucu (Gestaltungsrecht) bir hak olduğudur.

Bu noktada tebliğ ifadesinden her ne kadar yurt içerisinde ihraç edilecek tüm borçlanma araçları bakımından MKK kaydı zorunluluğu getirilmiş olduğu anlaşılmakta olsa da, halka arz edilmeden yapılacak olan satışların da kayden izlenmesinin zorunlu olup olmadığı noktasında bir tereddütün oluşması muhtemeldir. Kanaatimizce, tebliğin düzenlemesinin lafzi yorumu doğrultusunda halka arz edilerek yahut halka arz edilmeksizin yapılan ve yurt içinde gerçekleştirilecek olan tüm satışlar bakımından MKK kaydının zorunlu olduğunun kabulü gerekmektedir. Bununla birlikte, bu hususta oluşabilecek muhtemel tereddütlerin önüne geçilmesi bakımından şayet gerçekten de bizim burada çıkartmış olduğumuz anlam doğrultusunda tüm yurt içi satışlarını kapsayacağı kabul edilecek ise, bunun açıkça madde metninde belirtilmesi yönünde bir düzenleme yapılmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz.

Dolayısıyla tebliğ düzenlemesinin lafzi yorumu doğrultusunda, yurt içinde ihraç edilecek olan PDT'lerin ihracı, elektronik ortamda gerçekleştirilecek olduğundan bunların devri, aşağıda kayden izlenen PDT'ler başlığı altında değerlendirilecektir. Bununla birlikte, yurt dışında ihraç edilenlerde ise, MKK'ya yapılacak bildirim bilgilendirme mahiyetinde olduğundan, bu PDT'lerin fiziken senede bağlanmış olma ihtimallerine karşılık aşağıda ayrı bir başlık altında incelenecektir.

#### **1.4.2.1. Senede Bağlanmış PDT'ler bakımından**

Senede bağlanmış PDT'lerin kıymetli evrak niteliğini haiz olması sebebiyle devrine ilişkin şart ve koşulların da bu çerçevede değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, TTK'nın kıymetli evrak hükümlerinin yer aldığı kısmının giriş maddesi olan m. 520'nin *"kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunların içerdikleri hak, senetten ayrı olarak ileri sürülemediği gibi başkalarına da devredilemez"* ifadesi konunun incelenmesi bakımından önem arz etmektedir.

Bu madde doğrultusunda ilk olarak, PDT'lerin içermekte olduğu ve birbirinden ayrılamayan iki hak olan, alım ve değiştirme hakkının tahvilden bağımsız olarak devredilmesinin mümkün olmadığı tespiti gerekmektedir. Ayrıca, birbirinin peşi

sıra gelen bu iki hakkın birbirinden ayrı olarak değerlendirilmesi ve dolayısıyla da ayrı ayrı devre konu edilmesi de mümkün değildir. Zira PDT sahibi alım hakkını yahut değiştirme hakkını kullanacağından, bu haklarından birini devredip diğerini saklı tutmak yahut ikisini de tahvilden bağımsız devre konu edebilmek gibi bir imkanının olması düşünülemezdir.

Senede bağlanmış ve kıymetli evrak niteliğini haiz PDT'ler bakımından, TTK'nın 647'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında yer alan ifadenin de değerlendirilmesi son derece önemlidir. Zira bu maddeye göre, kıymetli evrakın devrinde kanunda yahut taraflar arasındaki sözleşmede öngörülmesi kaydıyla borçlunun onayının aranmasına imkan tanınmıştır. Bu hükmün, PDT ilişkisinin tarafları bakımından da uygulanabilir olup olmadığına baktığımızda, bu konuda Kubilay'ın PDT'nin devrinin borçlu şirketin iznine tabi tutulabileceğini kabul etmiş olduğu görülmektedir.<sup>62</sup>

Ancak kıymetli evraka ilişkin bu hükmün TTK'nın 492'nci maddesi ve SerPK'nın 37/3 hükmü ile birlikte değerlendirildiğinde, PDT'ler açısından uygulanmasında güç olabileceği kanaatindeyiz. Zira TTK'nın 492'nci maddesine göre, ancak esas sözleşmede öngörülmüş olması kaydıyla nama yazılı payların devri şirketin onayına tabi olabilecek ve 493/1 hükmüne göre de şirket pay devrini ancak esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebin varlığı halinde reddedebilecektir. Dolayısıyla PDT'lerin de müstakbel pay senetleri olduğu düşünüldüğünde, borçlunun yani ihraççı şirketin takdirinde olarak PDT'lerin devrinin herhangi bir sınırlamaya tabi olmaksızın engellenmesine olanak tanınması, dolaylı da olsa bir noktada TTK'nın 492 ve 493'ncü maddelerine aykırılık teşkil edebilecektir.

Bu konu ayrıca, TTK m. 647/3 dolayısıyla değil ancak TTK 492-493 hükümleri uyarınca şirketin esas sözleşmesinde yer alan bağlam hükümlerinin PDT'lerin devri bakımından uygulanıp uygulanmayacağı sorusunu da akıllara getirmektedir. Kanaatimize göre, TTK'nın 647/3 maddesi doğrultusunda herhangi bir sınırlamaya

---

<sup>62</sup> KUBİLAY, Huriye, Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara, 1986 s. 38.

tabi olmaksızın ihraççı şirketin onayının aranması TTK'nın 492-493'ncü maddesinde kapsamı sınırlı olarak belirlenmiş olan bağlam hükümlerine aykırılık teşkil edecektir.

Öte yandan SerPK'nın 37/3'ncü maddesi hükmüne göre halka açık olan ortaklıkların borsada gerçekleştirilen işlemler neticesinde satın alınan payları pay defterine kaydedilmesinden imtina etmeleri mümkün olmayıp ancak borsada işlem görmeyenler bakımından TTK 492 ve 493 hükümleri uygulanacağı açıkça belirtilmiştir. Bu nedenle, halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecek PDT'ler bakımından da TTK m. 647/3 ile herhangi bir sınırlama getirilmesinin mümkün olmayacağı kanaatindeyiz.

Bununla birlikte, yukarıda da belirtildiği üzere kıymetli evrak niteliğini haiz olan PDT'ler nama yazılı yahut hamiline yazılı olarak düzenlenebildiklerinden<sup>63</sup> bu senetlerin devir şekli bakımından da, nama yahut hamiline yazılı olup olmadığına göre değerlendirme yapılması gerekecektir.

Buna göre PDT'ler nama yazılı olarak düzenlenmiş olması halinde, TTK'nın 647'nci ikinci fıkrasında maddesinde belirtildiği bu senetlerin devredildiğine ilişkin bir devir beyanına ihtiyaç duyulacak olup bu beyan senedin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir beyan olarak düzenlenebilir. Bununla birlikte, muhakkak TTK'nın 647'nci maddesinin ilk fıkrasında da belirtildiği üzere senedin zilyetliğinin de karşı tarafa geçirilmesi gerekecektir. Bu doğrultuda, doktrinde de ifade edildiği üzere nama yazılı senetlerin devri bakımından çift tasarruf işlemi bahse konu olmaktadır.<sup>64</sup>

Bu noktada ayrıca TTK'nın 490'ıncı maddesinin de değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır. Zira anılan maddede, şirketin paylarının nama yazılı olması halinde, pay senetlerinin yalnızca ciro yoluyla devredilebileceği belirtilmiştir. Bir başka deyişle nama yazılı olmasına rağmen pay senetlerinin devrine ilişkin olarak devir

---

<sup>63</sup> KUBİLAY, s. 37, DOMANIÇ, s. 1367.

<sup>64</sup> POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2013, s. 79.

beyanı bakımından istisna getirilmiştir. Aynı doğrultudaki, eTTK'nın 420'nci maddesinde de kanunun yürürlükte bulunduğu dönemde bu maddenin PDT'ler açısından bir istisna teşkil edip etmeyeceği de tartışılmıştır.<sup>65</sup> Ancak KUBİLAY tarafından da ifade edilen ve bizim de katıldığımız görüşe göre, nama yazılı pay senetleri için getirilmiş olan bu istisnanın münhasıran pay senetleri bakımından değerlendirilmesi gerekmekte olup “*istisnalar dar yorumlanır*”<sup>66</sup> ilkesi gereğince ayrı bir nama yazılı senet türü olan ve pay senedinden farklı hukuki ilişki içermekte olan PDT'ler bakımından, istisnanın yorum yoluyla genişletilmesi ve PDT'lerin ciro ile devredilmesinin kabul edilmesi mümkün değildir.

PDT'lerin hamiline yazılı olarak düzenlenmesi ihtimalinde ise, PDT'ler zilyetliğin geçirilmesi ile devredilebilecektir. Bu noktada da doktrinde tartışmalı olan nokta, devir işleminin taraflarının bu işlemi gerçekleştirme amaçlarının bulunup bulunmadığının önemli olup olmadığı noktasındadır. Kubilay'a ve aynı doğrultudaki yazarlara göre, hamiline yazılı olan PDT'lerin devri zilyetliğin geçirilmesi ile mümkün olduğundan, bu hususun aynı haklara ilişkin esaslar çerçevesinde değerlendirilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla tarafların devir hususunda anlaşmaları ve bu çerçevede devir işlemi gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Bu tespit bir sonucu olarak da, senedin çalınması suretiyle bir başkasının hamil olması halinde tarafların arasında bir anlaşma bulunmayacağına kabulü gerekeceğinden devir işleminin gerçekleştiğini söylemek mümkün olmayacaktır.<sup>67</sup>

---

<sup>65</sup> Bkz. KUBİLAY, s. 38 ve orada dn. 6'da anılan Onsun, s. 171.

<sup>66</sup> Latince “*Singularia Non Sunt Extenda*” olarak ifade edilen “İstisnalar Dar Yorumlanır” ilkesi için bkz. YONGALIK, Aynur, “İstisnalar Dar Yorumlanır” Kuralı ve Değerlendirilmesi, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.60, Sayı: 1, 2001.

<sup>67</sup> Bkz. KUBİLAY, s. 39. Aksi yönde ise bkz. POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal, s. 106. Bu görüşe göre, m.659/3'de yer alan ifadenin yumuşatılması adına m. 659/2 düzenlemesi ile birlikte ele alınması gerekmektedir. Buna göre; borçlunun senedi kötü niyetle iktisap eden veya iktisabında ağır kusur bulunan hamile karşı defî ileri sürebilmelidir.

Bizim de katıldığımız bu görüşe göre PDT'lerin hamiline yazılı olarak düzenlenmiş olması halinde, zilyetliğin nakli ile birlikte ayrıca taraflar arasındaki devir iradesinin de sarih olması gerekmektedir.

#### **1.4.2.2. Kayden Takip Edilen PDT'ler bakımından**

SPK'nın 27/751 sayılı ve 2006 tarihli kararıyla, özel sektör tahvillerinin Merkezi Kayıt Kuruluşu ("MKK") kayden izlenmesine ve müşteri hesabına saklanmasına karar verilmiş<sup>68</sup> olup bununla birlikte, yukarıda da belirtilmiş olduğu üzere VII-128.8 sayılı tebliğinin 8'nci maddesinde de borçlanma araçlarının MKK nezdinde izlenmesi zorunlu kılınmıştır.

Esasında kayden takip edilen PDT'ler, fiziken senede bağlanmamış olduklarından nama yahut hamiline yazılı ayrımının da söz konusu olmasının mümkün olmayacağı düşünülmesi mümkündür. Bu konuda senede bağlanmamış olması yönüyle benzeşmekte olan çıplak paylara ilişkin görüşlerin incelenmesinin uygun olacağı kanaatindeyiz. Buna göre doktrindeki ağırlıklı görüşe göre<sup>69</sup> fiziken senede bağlanmamış olan çıplak pay mahiyetindeki senetlerde nama veya hamiline olmasına göre farklı durumların söz konusu olabileceği kabul edilmektedir.<sup>70</sup> Bu doğrultuda tıpkı çıplak paylarda olduğu gibi fiziken senede bağlanmamış olan kaydi senetler bakımından da nama yahut hamiline şeklinde bir ayrıma tabi tutulması ve dolayısıyla devirlerinin de bu ayrım doğrultusunda gerçekleştirilebileceği düşünülebilir.

Nitekim SPK'nın II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ'inin<sup>71</sup> geçici 2'nci

---

<sup>68</sup> Konuya ilişkin Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun 22.06.2006 tarihli 123 No'lu mektubu için bkz. <https://www.mkk.com.tr/genel-mektup/123>

<sup>69</sup> Aksi yönde bkz. NARBAY, Şafak, Anonim Ortaklıkta Pay Defteri, Seçkin, Ankara, 2003, s. 60.

<sup>70</sup> Tekinalp'e göre a) ilmühaber çıkartılacağı zaman, (2) Bağlam kurallarının uygulanması bakımından ve (3) pay senedinin hangi şartlar altında çıkartılabileceğinin belirlenmesi bakımından nama ve hamiline çıplak paylara farklı hükümlerin uygulanması söz konusu olabilmektedir. Ayrıntılı izah için bkz. POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin, Ortaklıklar Hukuku I, 13. Basım, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2014 s. 553.

<sup>71</sup> R.G. 07.08.2014, S. 29081.

maddesinde “payları kayden izlenmeye başlanacak ortaklıkların aynı gruptaki paylarının farklı nevilere olması durumunda” denilmek suretiyle kayden izlenen payların da farklı türlerde olmasının, bir başka deyişle kayden izlenmekte olsa da sermaye piyasası araçlarının farklı türlerinin bulunabilmesine ilişkin durumun saklı tutulduğu yorumunu yapmak mümkündür.

Her ne kadar anılan mevzuat düzenlemesi ve doktrindeki görüşler, senede bağlanmayan sermaye piyasası araçlarının nama yahut hamiline yazılı olarak farklı türlerde olmasına teorik olarak imkan tanımış olsa da kanaatimizce kaydileştirilmiş olan PDT’lerin devri bakımından bu ayrıma bir sonuç bağlamak mümkün olmayacaktır. Zira MKK nezdinde tutulan sistem üzerinden son derece açık bir şekilde tutulan kaydi olarak bu takipten<sup>72</sup> -ayrı olarak bu senetlerin türüne göre devir bakımından bir sonuç bağlanması herhangi amaca da hizmet etmeyecektir. Dolayısıyla kaydi sisteme bağlanmış olan PDT’lerin devrinde, alacağın devri hükümleri uygulanarak taraflar arasında yazılı bir devir sözleşmesinin yapılması gerekecek, sonrasında ise MKK nezdinde yapılacak olan başvuru ile devralan tarafın malik kaydı yapılacaktır.<sup>73</sup>

#### **1.4.3. İhraççı ve PDT Sahipleri Arasındaki Hukuki İlişki**

Tahvillerin yukarıda ifade edilmiş olduğu üzere, borçlanma senetleri olduğunun kabulü ile birlikte PDT’lerin daha iyi anlaşılabilmesi adına ihraççı ve tahvil sahipleri arasındaki hukuki ilişkinin temelini de ortaya konulması önemlidir.

İhraççıların, fon ihtiyaçlarının karşılanması için ihraç ettikleri tahviller karşılığında fon temini sağlandığından, bu ilişkinin tüketim ödücü (karz) sözleşmesi<sup>74</sup> olarak

---

<sup>72</sup> ÜNAL, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 166.

<sup>73</sup> BAHTİYAR, Ortaklıklar Hukuku, s. 321.

<sup>74</sup> “Tahvili de bir ödünç sözleşmesi temellendirir. Tahvilin, adi veya ticari ödünçten farklı hükümlere bağlanması, ödünç sözleşmesinin birçok noktalarda tahvile uymaması veya hukuk dogmatikinden bazan değişik olumsuz sonuçlar çıkabileceği düşüncesi bu temeli değiştirmez.” TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 190; aynı görüşte ERDEM, s. 705 ve TUNÇOMAĞ, Kenan, Borçlar Hukuku Dersleri, C.2, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1967 s. 305 ve YANLI, Armağan, , s. 877.

nitelendirilmesi gerektiği görüşünün yanı sıra bir görüşe göre de bu ilişkinin temelini satım sözleşmesi<sup>75</sup> oluşturmaktadır.

Tüketim ödünç sözleşmeleri, TBK m. 386'da "*Tüketim ödünç sözleşmesi, ödünç verenin, bir miktar parayı ya da tüketilebilen bir şeyi ödünç alana devretmeyi, ödünç alanın da aynı nitelik ve miktarda şeyi geri vermeyi üstlendiği sözleşmedir.*" olarak tanımlanmıştır. Bu görüşteki yazarlara göre, ödünçün borçlusu anonim ortaklıklar, alacaklıları ise tahvil sahipleridir. Ayrıca bu sözleşmelerin pek çok noktadan tahvile uymaması ve "*hukuk dogmatüğinden bazen değişik olumsuz sonuçlar çıkabileceği düşüncesi*" bu hukuki temeli değiştirmeyecektir.<sup>76</sup> Tüketim ödünç sözleşmesi sona erdiğinde, ödünç alan miktar ve nitelik olarak ödünç aldığına eşit aynı türden şeyleri geri vermekle yükümlü olacaktır.<sup>77</sup> Kanaatimizce tüketim ödünç sözleşmelerinde, ödünç alanın "*aynı nitelik ve miktarda şeyi*" geri verme borcu bu borcu ile PDT'lerin birlikte uygulanması güç olacaktır. Zira PDT'ler bakımından, anonim ortaklıklar kimi zaman ödünç almış olduğu bir miktar parayı geri verme borcu altında olabilecekleri gibi kimi zaman da aynı nitelikte olmayan anonim ortaklık paylarını verme borcu altında olacaklardır. Bu nedenle, kanaatimizce PDT'ler bakımından tüketim ödünç sözleşmesi görüşünün benimsenebilmesi güç olacaktır.

Satım sözleşmesi bakımından incelediğimizde ise, eSerPK 3/1-(ğ) maddesinde ihracın "*Sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*" olarak tanımlanmış olduğu görülmektedir. Kanaatimizce yalnızca bu madde metni içerisinde yer alan "*satış*"

---

<sup>75</sup> "Nitekim, anonim şirket tahvilleriyle ilgili "satın alma taahhütleri" başlığını taşıyan TK. Md. 424'de "tahviller, halk tarafından satın alınmaları taahhüt olunmak suretiyle çıkarıldığı takdirde..." denilmektedir. Keza TK. Md. 426'da da "tahvillerin satın alınması taahhüdü"nden bahsolenmektedir. Arslanlı, tahvil müteahhidi ile şirket arasındaki ilişkiyi TK.'nun alman hukukundan esinlenerek satış akdi mahiyetinde nitelendirdiğini beyan eylemektedir. TK. md. 430'da tahvil sahipleri genel kuruluna tanınan yetkiler de, sözü geçen ilişkiyi alelade bir karz akdinden farklı kılmaktadır." TANDOĞAN, Haluk, Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Cilt I/2, Vedat Kitapçılık, 9. Basım, 2008 s. 339 vd.

<sup>76</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 190. Aksi yönde bkz. TANDOĞAN, s. 339. Ayrıca Nitelikli ödünç sözleşmesi görüşü için bkz. DEMİR, s. 59-74.

<sup>77</sup> ARAL, Fahrettin/AYRANCI, Hasan, Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Genişletilmiş 9. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara 2012, s. 308.

ifadesinin kullanılmış olmasının, tahvillerin hukuki niteliğini tayin etmede yetersiz olacağı kanaatindeyiz. Zira mevzuat düzenlemelerinde “*tahvillerin satışı*” ifadelerine yer verilmekteyse de öte yandan eTTK m. 420’de tahviller “*ödünç para*” olarak ifade edilmiştir.

Taraflar arasındaki ilişkinin satım sözleşmesi olduğu görüşüne göre, tahvillerin çıkarılma bedelleri ile itfa bedellerinin aynı olması gerekmediği gibi bu bedeller arasındaki farkın da faiz olarak nitelendirilmesi mümkün olmadığı kabul edilmektedir.<sup>78</sup> Bununla birlikte ayrıca eTTK’nın 426’ncı maddesinde “*tahvillerin satın alınması taahhüdünden*” bahsedildiğinden bahisle, bu ilişkinin satım sözleşmesi olarak nitelendirilmesinin uygun olacağı belirtilmektedir.

Tahvil sahibi, değiştirme hakkını kullandığı anda alacaklı sıfatını yitirmekte ve pay sahibi olmaktadır. Bu halde tek taraflı ve varması gerekli bir irade beyanıyla kullanılan, yenilik doğurucu hakka<sup>79</sup> sahip olan tahvil alacaklısının mutlak surette para alacağı hakkını haiz olduğunu söylemenin mümkün olmadığı kanaatindeyiz.

Her iki görüş içerisinde de PDT’lerin karakteristik özelliklerini karşılamayan hükümlerin bulunuyor olması nedeniyle kanaatimizce PDT’ler bakımından taraflar arasındaki ilişkinin karma sözleşme değerlendirmesinin yapılmasının uygun olacağı kanaatindeyiz. Karma sözleşmeler, kanunda düzenlenmiş olan çeşitli sözleşmelerin tiplerine ilişkin farklı unsurları, kanunda öngörülmeleyen bir şekilde bir araya toplayarak oluşturulan sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır.<sup>80</sup> Zira çalışmamızın bu kısmında izah edilmiş olduğu üzere taraflar arasındaki ilişkide hem tüketim ödücü hem de satış sözleşmesinin unsurlarının yer aldığı göz önüne alındığında, PDT’ler bakımından taraflar arasındaki ilişkinin “*çeşitli tiplere ait*

---

<sup>78</sup> TANDOĞAN, s. 339.

<sup>79</sup> BAHTİYAR, Mehmet, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, Beta, İstanbul, 1996 s. 27, ERDEM, s. 706.

<sup>80</sup> ZEVLİLER, Aydın/ GÖKYAYLA, K. Emre, Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, 12. Bası, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, 2013, s. 16-17.

*unsurların birbirine karıştığı sözleşmeler*”<sup>81</sup> şeklinde oluşan karma sözleşmeler olduğu kanaatindeyiz.

## **1.5. Tarihsel Süreci**

### **1.5.1. Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere Hukuk Sistemi’nde**

Paya dönüştürülebilir tahvillerin ilk uygulaması İngiltere ve özellikle ABD’de görülmektedir.

Tarihçesine baktığımızda, dönüştürme hakkını veren tahvillerin ilk defa 17’nci yüzyılda İngiltere’de kullanılmış olduğu söylenmektedir. İlk kullanımda, Londra Su Kampanyasının dönüştürme hakkını veren tahvillerinin bugün anladığımız klasik anlamda tahvilin paya dönüştürülmesi olarak değil pay senedinin tahvile dönüştürülmesi şeklinde ortaya çıktığı belirtilmektedir.<sup>82</sup>

Bununla birlikte bugün klasik anlamda ifade ettiğimiz dönüştürme hakkı veren tahviller ise ilk kez ABD’de kullanılmıştır. Yaklaşık 170 yıllık bir tarihi olan ve günümüze gelen zaman zarfında da halen daha yaygın bir şekilde uygulamaya sahip olan tahviller ABD’de ilk defa 19. yüzyılın ikinci yarısında “*New York and Erie Railroad Company*” unvanlı şirket tarafından ihraç edilmiştir. Burada İngiltere’de Londra Su Kampanyası’ndan farklı olarak, demiryollarının giderek yaygınlaşması ve daha büyük bir sermaye ihtiyacının karşılanması amacıyla değiştirme hakkı veren tahvillere ihtiyaç duyulmuştur.

Devamında 20. yüzyılın başlarından itibaren de farklı endüstriyel alanlarda, özellikle de “*American Telephone and Telegraph Co*” şirketi tarafından yaygın bir biçimde kullanılmıştır.<sup>83</sup>

Dönüştürme hakkı veren tahvillerin ilk kullanımlarının, Amerika ve İngiltere’de ortaya çıkmış olması ve devamında da geniş uygulama alanı bulmasının başlıca

---

<sup>81</sup> ARAL, Fahrettin/AYRANCI, Hasan s. 53.

<sup>82</sup> POROY, s. 480.

<sup>83</sup> KUBİLAY, s. 17, POROY, s. 481 ve ERDEM, s. 712.

sebebinin, bu ülkelerin sistemlerinde tahvillerin birbirleri yahut pay senetleri ile doğrudan değiştirilmesine cevaz vermiş olmasından kaynaklandığını söylemek mümkündür. Zira bu ülkelerde, doğrudan değiştirilmeyi kolaylaştıran sistemler bulunmaktadır.

Örneğin İngiliz Hukuku ve Amerikan Hukuku'na göre, anonim şirketlerin kuruluş işlemleri aşamasında şirketin tavan sermayesini (kayıtlı sermaye) esas sözleşmelerinde belirtmek zorunluluğu bulunmakta olup daha sonra şirketin esas sözleşmesinde belirtileceği tavan sermaye oranında pay senedi çıkarma yetkisi bulunmaktadır.<sup>84</sup> Bu imkan sayesinde şirket, kayıtlı sermaye tutarında pay senedi ihraç edebilmekte ve şirketin esas sözleşmesinde yazılı usul uyarınca şirketin sermayesini yönetim kurulu kararıyla artırma hakkını elde etmektedir. Bunun yanı sıra ayrıca bu hukuk sistemlerinde, şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesine de imkan tanınmakta olduğundan şirketin yeni pay ihraç etmeksizin pay senetlerini satma imkanı da bulunmaktadır.<sup>85</sup> Görüldüğü üzere, bu şirketlerde PDT'lerin kabul edilmiş olması ve şirketlerin gerek kendi paylarını iktisap etmesine gerekse de kayıtlı sermaye sistemine müsaade edilmiş olması sayesinde uygulamasının olanaklı kılınması amaçlanmıştır.<sup>86</sup>

PDT'lerin Amerikan sisteminde uygulaması yaygın olması konusunda, yakın tarihteki sürecinden de kısaca bahsetmek uygun olacaktır. Şöyle ki Amerika'da yatırımlar, İkinci Dünya Savaşı'nın öncesindeki döneme tekabül eden 20. yüzyılın ilk yarısına kadar, varlıklı olan ailelerin tekelinde kalmıştır. Daha sonrasında ise, gerçek anlamda girişim sermayesi şirketleri olarak anılan "*American Research and Developement Corporation*" ve "*J.H. Whitney & Company*" şirketleri kurulmuş ve akabinde girişim sermayesinin kurucusu olarak bilinen Georges Doriot tarafından

---

<sup>84</sup> ANARAL, Hüseyin, Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulama, Ankara 1982, s. 20-21.

<sup>85</sup> ERDEM, s. 712.

<sup>86</sup> İMREGÜN, Oğuz, Anonim Ortaklıklar, İstanbul, 1989 s. 425.

1946 yılında ARDC unvanlı şirket kurularak ve İkinci Dünya Savaşı'ndan dönen askerlerin, özel sektörde desteklenmesi amaçlanmıştır.<sup>87</sup>

Kısa bir dönemde gelişen bu tarihi süreçte, şirketlerin, en öncelikli olarak, ekonomik olarak mantıklı enstrümanlarla fon ihtiyaçlarının karşılanması gerekmiştir. Zira fon ihtiyacı, kurulu olan şirketlerin faaliyetlerine devam ederken doğabileceği gibi bu ihtiyaç, yenilikçi fikirler ile teknoloji girişimlerinin erken aşamalarda fonlanmasında kullanılan ve günümüzde girişim sermayesi ("*Venture Capital*") veya erken safhadaki girişim sermayeleri ("*Early Stage Venture Capital*") olarak ifade edilen yatırım kuramlarının da temelini oluşturmaktadır.

Burada dikkat edilmesi gereken ve PDT'lerin popülerleşmesini tetikleyen en önemli husus, erken safha girişimler için, alışılacağı, şirketin imtiyazlı hisse senedi ihraç etmesi ve bu senetlere yatırımcı tarafından emisyon primli olarak iştirak edilmesi yöntemi ile yatırım almanın uygun olmamasıdır. Uygun olmamasının sebebi ise bu türde bir sermaye artırımında yatırımcının tam olarak kaç adet şirket hissesine iştirak edeceğinin, yani yatırdığı paraya nispeten şirketin ne kadar bir yüzdesini iktisap edeceğinin belirli olması gerekmesidir. Oysa, örneğin erken safha yenilikçi teknoloji girişimlerine piyasaya uygun bir değer biçmek çok zordur.

PDT'nin veya PDT benzeri enstrümanların Amerikan sistemindeki uygulamasında, yatırımı alan şirketin yüzde yüzünün ne kadar değerinde olduğunu belirlemeye mutlaka gerek bulunmamaktadır. PDT bedeli, dönüştürme anındaki bazı değişkenler üzerinden hesaplanacak bir şirket değerini esas alabilmektedir. Bu da dönüştürme bedelinin, örneğin şirkete ilk yatırımdan önemli bir süre sonra yatırım yapacak yatırımcının şirkete biçtiği değerden daha avantajlı bir fiyatı öngörecektir (bir indirim bedeli ile) bir miktarda olmasına olanak sağlamaktadır. Böylece erken safha yatırımcısı, şirketin değerlemeye esas verilerinin henüz ortaya çıkmadığı dönemde, şirketi değerlemek zorunda bırakılmamaktadır. Oysa aşağıda

---

<sup>87</sup>The New Kings of Capitalism, Survey on the Private Equity Industry, The Economist, November 25, 2004.

detaylandıracağımız üzere, Türk PDT mevzuatının, böyle bir avantaja izin verip vermediği açık olarak belirlenmemiştir.

PDT'lerin Amerikan sisteminde popülerleşmesini tetikleyen ikinci önemli husus ise normal bir sermaye artırımına iştirake karşımıza çıkan evrak yükü ve bürokratik kalabalığın yerine, her bir yatırımcı ile birebir yapılan anlaşmalar ile (en popüler örneği Y-Combinator fonunun yayımladığı SAFE sözleşmesidir)<sup>88</sup> anında kaynak toplamanın mümkün olmasıdır. Hatta her bir yatırımcı ile farklı bir ticari anlaşmaya varılması da mümkündür. Aksi bir senaryoda, sermaye artırım işlemlerinin tamamlanması için bir yatırım turuna katılan tüm yatırımcıların aynı anda bir sözleşme üzerinde uzlaşması ve koordine biçimde şirkete sermaye miktarlarını aktarması gerekecekti.

Nitekim, bugünün dev teknoloji şirketlerinden olan Microsoft, Intel, Apple, Federal Express gibi şirketler dahi ilk kurulduklarında girişim sermayesine ihtiyaç duymuşlar ve PDT gibi enstrümanlar ile desteklenmişler, yatırımcılarına ise büyük karlar sağlamışlardır.<sup>89</sup>

### **1.5.2. Kara Avrupa Sistemi'nde**

Kara Avrupa Hukuk Sistemleri'ne bakıldığında ise Amerika ve İngiltere'de olduğu gibi eski bir tarihçesinin olduğunu söylemek mümkün değildir. Aşağıda kısaca yer verilecek olan tarihçelerden ve hukuk sistemlerinin uygulamalarından anlaşılacağı üzere Amerikan ve İngiliz tahvillerin çıkartılmasını kolaylaştıran mekanizmalara yer verilmemiş olması, bu hukuk sistemlerinde paya dönüştürülebilir tahvil uygulamasının yaygınlaşmasını engellemiştir.

---

<sup>88</sup> <https://www.ycombinator.com/documents/>

<sup>89</sup> SCHMIDT, M. Klaus, Convertible Securities and Venture Capital Finance, Journal of Finance, Vol. 58, June 2003.

### 1.5.2.1. Alman Hukuku

Kara Avrupası sisteminde, dönüştürülebilir tahvillerin ilk kullanımına Almanya’da başlanılmış olması<sup>90</sup> sebebi ile evvela Alman Hukuku’nun incelenmesinde fayda bulunmaktadır. Almanya’ya baktığımızda paya dönüştürülebilir tahvillerin ilk kullanımının 1924 yılında ortaya çıktığı ancak 1937 yılına kadar mevzuatta yer alan hükümler nedeniyle yaygın bir uygulama bulamadığı söylenmektedir.

Zira Alman Hukuku’nda tahvil ihraç edilebilmesi için esas sermayenin tamamının taahhüt edilmesi edilmiş olması ve evvelce çıkartılmış olan tüm hisse senetlerinin ödenmiş olması koşulunu aramaktaydı.<sup>91</sup> Bununla birlikte tahvil sahipleri bakımından da, bu kişilerin dönüştürme haklarını kullanmaları durumunda ihraççı ortaklık tarafından, payların temin edilebilmesinin güvence altına alınmasına ihtiyacı duyulmuştur. Bu doğrultuda, 30 Ocak 1937 tarihli Alman Anonim Şirketler Kanunu<sup>92</sup> bu tür tahvillere ilişkin olarak özel hükümler getirmiştir.<sup>93</sup> Buna göre, kanunda ilk defa şartlı sermaye artırım sistemi benimsenerek genel kurulun alacağı bir karar ile sermaye artırımını kabul edilmekte ve değiştirme, satın alma hakları bu alınacak karar ile belirtilmekteydi. Daha sonra bu kararın ticaret siciline tescil edilmesi tahvil sahiplerinin haklarının korunmasını sağlamakta böylece şirketin almış olduğu karardan tahvil sahibi aleyhine vazgeçmesi yahut tarafların kararlaştırdıkları hususların aksine bir durumun ortaya çıkması engellenmekteydi. Bununla birlikte Alman Hukuku’nda kayıtlı sermaye sistemi de benimsenmiş olup böylece dönüştürme hakkı veren tahvillerin kullanımının yaygınlaştırılması hedeflenmiştir.<sup>94</sup>

---

<sup>90</sup> POROY, s. 485.

<sup>91</sup> POROY, s. 486.

<sup>92</sup> İngilizcede “*German Stock Corporation Act*” ve Almandada “*Aktiengesetz*” olarak anılmaktadır.

<sup>93</sup> KUBİLAY, s. 26.

<sup>94</sup> KUBİLAY, s. 28.

### 1.5.2.2. Fransız Hukuku

Fransız Hukuku'na baktığımızda ise, bu PDT'lerin 1920'li yıllarda kullanılmaya başlandığı belirtilmektedir.<sup>95</sup>

Alman Hukuku'na benzer bir şekilde, Fransız Hukuku'nda da paya dönüştürülebilir tahvil ihracındaki hukuki alt yapı yetersizliği nedeniyle PDT'lerin uygulanabilir olması geç vakitleri bulmuştur. Zira Fransız Hukuku'nda paya dönüştürülebilir tahvil ihracı, esas sermayenin tamamının ödenmiş olması şartına bağlandığı gibi ayrıca tahvil ihracı da ancak şirketin halihazırdaki pay sahipleri tarafından bir genel kurul kararı ile mümkün olmaktadır.<sup>96</sup>

Bu nedenlerle Fransız Hukuku'nda, paya dönüştürülebilir tahvillere ilişkin olarak mevzuatta yeni düzenlemeler yapılması ihtiyacı doğmuştur. Bu doğrultuda, 25 Şubat 1953 tarihli 53-148 No'lu "*Tasarrufu İlgilendiren Çeşitli Mali Düzen Hükümlerine İlişkin Kanun*"<sup>97</sup> başlığını taşıyan kanun yürürlüğe girmiştir. Anılan bu kanunun birinci fıkrasında, paya dönüştürülebilir tahvillere ilişkin düzenlemeye yer verilmiş olup buna göre anonim şirketler tarafından ihraç edilecek olan paya dönüştürülebilir tahvillerin ne şekilde ihraç edileceği hususunun ayrıca çıkartılacak bir kararname ile düzenleneceği belirtilmiştir.

Bu doğrultuda 3 Eylül 1953 tarihli 53-811 sayılı kararname<sup>98</sup> ile paya dönüştürülebilir tahviller, temel bir düzenlemeye kavuşturulmuştur. Bu kararnamenin ikinci maddesine göre değiştirme hususunun ancak tahvil sahiplerinin iradesine bağlı olabileceği belirtilmiş ve ayrıca bu değiştirmenin de ancak emisyonla ilişkin olarak akdedilmiş olan sözleşme uyarınca olabileceği ifade edilmiştir. Bununla birlikte, kararnamenin devamında yer hükümlerde

---

<sup>95</sup> KUBİLAY, s. 20.

<sup>96</sup> ARSLANLI, Halil, Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, II-III, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1960, s. 312-313, POROY, s. 490.

<sup>97</sup> Kanun'un tam adı "*Loi Relative à Diverses Dispositions D'ordre Fiscal Intéressant L'Épargne*" olarak geçmektedir.

<sup>98</sup> Kararnamenin tam adı "*Décrets No 53-811 du 3 Septembre 1953 portant règlement d'administration publique pour l'application de l'article 1er de la loi No. 53-148 du 25 février 1953 et relatif à l'émission d'obligations convertibles en actions au gré des porteurs*" olarak geçmektedir.

uygulamadaki problemlerin bertaraf edilmeye çalışıldığını söylemek mümkündür. Gerçekten de kararnamenin 3'ncü maddesinde şirketin mevcut hissedarlarının, önceden yeni hisse ihracına ilişkin olarak onay vermesi gerektiği ve bu onayın da ancak tahvil sahiplerinin lehine olabileceği, ayrıca şirketin mevcut hissedarlarının da rüçhan haklarından feragat ettiklerinin belirtilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Kararnamenin 5'nci maddesinde ise ihraç tarihine yahut dönüştürme hakkı kullanılmıncaya kadar şirketin sermayesinin artırılması, azaltılması, rezervlerin veya kazançların dağıtılmasına ilişkin olarak genel kurul karar alması yasaklanmıştır.

Anılan bu maddeler doğrultusunda, dönüştürülebilir tahvillerin uygulanmasında özellikle tahvil sahiplerinin haklarının korunmasına ilişkin olarak düzenlemeler getirilmiş olduğunu söylemek mümkündür. Getirilen düzenlemeler doğrudan ve dolaylı olarak dönüştürme hakkının sağlıklı bir şekilde kullanılabilmesini sağlamaktadır. Zira yeni ihraç edilecek olan paylara ilişkin olarak mevcut hissedarların talepte bulunması doğrudan engellenerek, dönüştürme anında tahvil sahiplerinin iktisap edebilecekleri payların şirkette bulunması sağlanmakta, ayrıca yeni katılacak olan hissedarın hisse oranının azalmaması için sermaye artırımının yasaklanması suretiyle dolaylı olarak dönüştürme anında bu hakkın bertaraf edilmesi riskleri ortadan kaldırılmış olmaktadır.

### **1.5.3. Türk Hukuku**

#### **1.5.3.1. 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 865 Sayılı Ticaret Kanunu**

Yukarıda, tarihçe kısmında izah edilenler doğrultusunda PDT ihracının uygulamasının yaygınlaştırılabilmesi adına, Kıta Avrupa Hukuku sistemlerinde mevzuatta değişiklikler yapılmak suretiyle kayıtlı sermaye ve ayrıca şarta bağlı sermaye artırımı sisteminin benimsendiği söylemek mümkündür. Zira PDT'lerin uygulanabilmesi için öncelikle tahvil alacaklılarının, haklarının güvence altına alınması,<sup>99</sup> bir başka deyişle değiştirme hakkını kullandıkları anda, kendilerine hisse senetlerinin sağlanmasının mümkün olması gerekmektedir.

---

<sup>99</sup> KARABABA, s. 79.

Bu bilgiler ışığında Türk Hukuku'na baktığımız ise, 1926 tarihli 865 Sayılı Ticaret Kanunu'nda<sup>100</sup> yalnızca sabit sermaye sisteminin benimsenmiş olduğunu ve ayrıca anonim ortaklığın sermayesinin tamamı ödenmiş olmadıkça ortaklığın yeni hisse senedi çıkartmasının engellenmiş olduğu görülmektedir. Bununla birlikte yine tahvil alacaklıların, değiştirme hakkını kullandıkları anda haklarının korunmasının bir yolu olarak görülen anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi de TK'da açıkça yasaklanmıştır.

Bu noktada, 865 sayılı Ticaret Kanunu'nda her ne kadar şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yasaklanmış olsa da, yasağı ihdas eden 346'ncı maddenin devamında bir istisna tanındığına ve yönetim kuruluna şirketin temettülerinden ayrılan ihtiyat bedellerinin, bedelleri tamamen ödenmiş olan şirket hisselerini satın almak üzere kullanılabileceği ifade edilmiş olduğuna işaret etmekte fayda bulunmaktadır.

PDT'lere ilişkin temel sorunların tespiti noktasında Hirsch de, değiştirmeye konu edilecek olan payların ne şekilde iktisap edilmesi gerektiği noktasında güçlük bulunduğuna işaret etmiş ve bir kısım usullerin izlenebileceğine ilişkin önerilerde bulunmuştur<sup>101</sup>. Hirsch'e göre, bu usullerden biri 865 sayılı Ticaret Kanunu'nda yer alan 346'ncı maddesinde düzenlenmiş olan, şirketin kendi paylarını iktisap yasağına ilişkin hükmün devamında yer alan *“Şu kadar ki heyeti umumiye, usulü dairesinde tahakkuk eden temettüattan tefrik olunan meblağ mukabilinde bedelleri tamamen tediye olunan hisse senedatının iştirası için meclisi idareye mezuniyet verebilir”* ifadesi doğrultusunda sağlanabilecektir. Buna göre şirketin iktisap edeceği payların doğrudan dönüştürme hakkını kullanacak olan tahvil sahiplerinin taleplerinin karşılanmasını sağlayabileceği savunulmuştur.<sup>102</sup> Ancak doktrinde bunun mümkün olmadığı<sup>103</sup> zira açıkça m. 329 hükmü ile şirketin kendi paylarını

---

<sup>100</sup> R.G. 26.06.1926, S. 406.

<sup>101</sup> HİRŞ, E. Ernst, Ticaret Hukuku Dersleri, İsmail Akgün Matbaası, İstanbul, 1948, s. 546.

<sup>102</sup> Diğer önerilen usuller *“2. Veya anonim şirket, üçüncü bir şahıs ile, hususu ile bir banka ile yaptığı bir mukavele ile bu mübadele işini şirket namına ve kendi hesabına yapmayı üçüncü şahsa veya bankaya bırakır. 3. Veyahut anonim şirket, tahvilatın ihracile birlikte bir sermaye çoğaltması da yaparak –hissedarların rüçhan hakkını bertaraf ederek- yeni hisse senetlerinin şirket hesabına fakat kendi namına taahhüt edilmesini üçüncü bir şahsa bırakır.”*

<sup>103</sup> Aksi yöndeki görüşler için bkz. ARSLANLI, s. 314-315.

iktisap etmesinin yasaklanmış olduğu ve tahvil alacaklılarının alacaklarına karşılık olarak hisse senedi kabul edilmesinin de ancak sermaye artırımını doğrultusunda mümkün olduğu savunulmuştur.

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin yasağın yanı sıra ayrıca eTK'nın PDT'lere doğrudan veya dolaylı olarak tesir edebilecek hükümlerinden de kısaca bahsetmek faydalı olacaktır. Bu kanunda da, 865 sayılı Kanun'dan farklı ve PDT'lerin ihracını kolaylaştıracak hükümlere yer verilmemiş olduğunu söylemek mümkündür. Örneğin eTK'da da sabit sermaye (esas sermaye) sistemi benimsenmiştir. Esas sermaye sisteminde, sermaye artırımının gerçekleştirilebilmesi ancak genel kurulun kabulüne bağlı olduğundan, tahvil alacaklılarının dönüştürme haklarını kullandıkları anda taleplerinin karşılanamaması riski ortaya çıkmaktadır. Nitekim, yukarıda izah edildiği üzere, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi de mümkün olmadığından dönüştürme anında mutlaka genel kurul kararına ihtiyaç duyulmaktaydı. Dolayısıyla, mülga kanun sistemlerinde tahvil alacaklıların haklarının korunması ve taleplerinin kolayca karşılanabileceği sistem uzak kalınmış olduğunu söylemek doğru olacaktır.

Bununla birlikte eTK hükümlerinde, tahvil ihracının bir kısım şartlara bağlanmış olduğu görülmektedir. Örneğin eTK m. 422'de çıkartılacak tahvillerin miktarının şirket esas sermayesinin ödenen miktarını aşamayacağı, şirketin son bilançosunun yapılmış ve tasdik edilmiş olması, m. 421'de eskiden çıkartılmış olan tahvillerin bedellerinin tamamen alınmış olması gibi bir kısım kısıtlamalara da yer verilmiş olduğu görülmektedir.

Netice itibariyle, aşağıdaki bölümlerde detaylı olarak izah edileceği üzere bu bölümde yer verilmiş olan ve PDT ihracını güçleştiren ve hatta imkansız kılan başlıca eksiklikler, eSerPK ile başlayan ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve tamamlayıcı mahiyette olan SPK'nın tebliğleriyle giderilmeye çalışılmış olduğu görülmektedir.

### **1.5.3.2. 7462 Sayılı Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu**

Yukarıda yer alan bölümde izah edilmiş olduğu üzere PDT ihracı bakımından mevzuat hükümlerinde yer alan bir kısım sorunların önüne geçilebilmesi bakımından, eSerPK'nın da ihdas edildiği dönemden önceye tekabül eden ara bir dönemde 28 Şubat 1960 tarihinde Türkiye'de yassı çelik üretim tesisinin kurulması adına 7462 sayılı Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu<sup>104</sup> ("*EDFK*") yürürlüğe girmiştir.

Yürürlüğe giren bahse konu kanunun 1'nci maddesi ile Bakanlar Kurulu'na Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi'nin kurulması bakımından yetki verilmiş ve şirket 11 Mayıs 1960 tarihinde tescil edilerek kurulmuştur.

EDFK'nın 4'ncü maddesini incelediğimizde, şirket tarafından çıkartılacak olan tahvillerin daha sonradan Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi tarafından alınacak bir kararla hisse senedi ile değiştirilebileceği hüküm altına alınmıştır. Bu maddeden yola çıkarak, EDFK ile şirketin PDT ihracının önü açılmaya çalışılmış ve özellikle "*Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunundan İstifade*" başlıklı 5'nci maddesinde de ifade edildiği üzere yabancı sermayeli yatırımcıların ülkeye çekilmesi hedeflenmiştir.

Çalışmamızın bu kısmında EDFK ile getirilen hükümlerin incelenmesinin, yalnızca tarihsel bir boyutu değil aynı zamanda kanunun yürürlüğü döneminde Türk Hukuku'nda PDT'lerin ihraç edilebilmesindeki problemleri ortaya koyacağı kanaatindeyiz.<sup>105</sup>

Nitekim EDFK'nın 2 ve 3'ncü maddesine bakıldığında, kanunun eTK'da yer alan bazı hükümlere istinaslar getirdiği ve bu istisnalar bakımından şirketin esas sözleşmesindeki hükümlerin uygulanacağını belirtildiği görülmektedir. Bu

---

<sup>104</sup> R.G. 01.03.1960, S. 10445.

<sup>105</sup> 7462 sayılı EDFK'nın ve 86 sayılı Kanun'un eleştirisi için bkz. İMREGÜN, Oğuz, Kara Ticareti Hukuku Dersleri, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2005 s. 448.

istisnaların; şirketin kendi hisse senetlerini satın alması, genel kurulun toplantıya davet şekli, şirketin çıkartacağı tahvil miktarının sınırlandırılması ve oydan yoksunluğa ilişkin maddeler olarak listelenmesi mümkündür.

Bu düzenlemeler ışığında görülmektedir ki, kanunun yürürlüğe girdiği tarih itibariyle yürürlükte bulunan eTK m. 430 hükmü her ne kadar PDT'lerin ihracına cevaz verdiği şekilde yorumlanmış olsa da ihracın mümkün kılınabilmesi adına yeni düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaçların bir kısmının da EDFK ile getirilen istisnalar yoluyla giderildiğini söylemek mümkündür. Nitekim EDFK'nın 2'nci maddesi incelendiğinde öncelikle şirketin ani yahut tedrici kuruluş sisteminden muaf tutulduğu, kayıtlı sermaye sistemine cevaz verdiği ve kuruluş kanununda şirketin sermayesinin 600.000.000 TL olacağını belirttiği görülmektedir. Dolayısıyla, şirketin yönetim kurulunun alacağı bir kararla müsaade edilen miktara kadar hızlıca sermayenin artırılmasına imkan tanınmış olması yoluyla, tahvil alacaklılarının haklarının hızlıca sağlanabilmesinin hedeflendiğini söylemek mümkündür.

Bir diğer husus da şirketin kendi paylarını iktisap etmesine cevaz verilmiş olmasıdır. ETK'nın "*Şirket, kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez*" ifadesini haiz 329'ncü maddesi uyarınca açıkça şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yasaklanmıştı. Bu durum da aynı şekilde, tahvil alacaklılarının dönüştürme haklarının derhal kullanılmasına engel teşkil etmekte ve şirketi muhakkak sermaye artırımını gerçekleştirmeye mecbur kılmaktaydı. EDFK'da da pratikliğin sağlanabilmesi adına şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yasağının uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır.

Anılan tüm bu istisnalar her ne kadar PDT'lerin tarihçesindeki uygulama sıkıntılarına bir nebze olsun ışık tutmakta olsa da, doktrinde, yapılan bu düzenlemelerin ve getirilen istisnaların yeterli olmadığına ilişkin eleştiriler yöneltilmiştir. Örneğin yukarıda izah edildiği üzere her ne kadar kayıtlı sermaye sistemi doğrultusunda yönetim kuruluna sermaye artırımına ilişkin yetki verilmiş

olsa da, eTK'nın 423'ncü maddesine istisna getirilmemiş ve tahvillerin çıkartılmasında genel kurul kararının aranması gerekliliği doğmuştur.<sup>106</sup>

Bununla birlikte EDFK'nın yukarıda anılan 4'ncü maddesi PDT ihracına cevaz veren bir madde olmanın ilerisinde, tahvil çıkartmanın şart ve koşullarının şirketin esas sözleşmesinde belirlenecek hususlar dairesinde mi olacağı noktasında bir tereddüttün meydana gelmesi de mümkündür. Poroy'a göre, bu madde malumun ilanından öte bir anlam taşımamaktadır ve tahvil ihracına ilişkin olarak eTK'nın 422'nci maddesinden başka bir istisnanın getirilmemiş olduğu hususu göz önüne alındığında, şirketin PDT ihracını kendi belirleyeceği özel şart ve koşullar doğrultusunda gerçekleştirilebilmesinin önünün açıldığını söylemek mümkün değildir.

### **1.5.3.3. 86 Sayılı Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve muafıklar Verilmesine Dair Kanun**

86 sayılı kanun<sup>107</sup> da EDFK ile aynı maksat doğrultusunda düzenlenerek yürürlüğe girmiş ve yabancı yatırımcıların teşviki hedeflenmiştir. Nitekim kanunun 2'nci maddesine bakıldığında, yabancı sermayedarların 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'ndan<sup>108</sup> istifade edeceği hüküm altına alınmıştır. Bir başka deyişle, toplamda 5 maddeden ibaret olan kanunun ihdas edilme amacını yansıtmakta olduğunu söylemek mümkündür.

Yabancı yatırımcının teşviki amacıyla da kanunun 1'nci maddesini incelediğimizde EDFK ile benzer bir düzenlemeye yer verilmiş olduğunu ve Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketi'nin kuruluşunda ticaret kanunun ani ve tedrici kuruluşla ilişkin hükümlerinin uygulanmayacağı ve ayrıca kuruluştan sonra ihraç edilecek olan tahviller bakımından da ihraç edilecek olan tahvil miktarı sınırlamasına ilişkin eTK'nın 422'nci maddesinin uygulanmasına istisna getirildiği görülmektedir.

---

<sup>106</sup> POROY, s. 493.

<sup>107</sup> R.G. 22.09.1960, S. 10610.

<sup>108</sup> R.G. 23.01.1954, S. 8615.

Ancak kanunda istisnaların yalnızca bu hususlardan ibaret olacak şekilde tutulması ve adeta uygulamadaki sair zorlukların göz önüne alınmamış olmasına yönelik doktrinde, bu kanunun yalnızca 422'nci maddeye getirmiş olduğu muafiyete ilişkin de eleştiriler bulunmaktadır.<sup>109</sup>

Nihayet Türk Hukuku'nun tarihçesinde PDT'lerin ihracına yönelik birtakım girişimlerde bulunulmuştur. Buna karşılık, getirilen bu düzenlemelerin birçok noktada eksik kalmış olduğunu ve PDT'lerin ihracını yine de elverişli hale getirmediğini söylemek mümkündür.

#### 1.5.3.4. Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliğler

Yukarıda izah edildiği üzere, mülga ticaret kanunları hükümlerinin tahvil ihracı bakımından kolaylaştırıcı hükümler içermediği gibi bilakis tahvil ihracını güçleştiren hükümler içermiştir. SPK'nın kurulduğu, 13 Ocak 1982<sup>110</sup> tarihine kadar geçen ara sürede ise, yalnızca anılan 86 sayılı Kanun ve EDFK gibi mevzuat düzenlemeleri yapılmıştır.

Nihayet, eTK'nın yürürlükte olduğu dönemde 1981 yılında 2499 sayılı eSerPK yürürlüğe girmiş ve ilk defa PDT'ler<sup>111</sup>, eSerPK'nın 14'ncü maddesinde açıkça düzenlenmiştir.

2499 sayılı eSerPK, yalnızca PDT'leri açıkça zikretmekle kalmamış ayrıca ihracının kolaylaştırılması adına, kayıtlı sermaye sisteminin uygulanmasına kapı açmıştır. Nitekim kayıtlı sermaye sisteminin ihdas edilmesine ilişkin olarak kanunun gerekçesinde "*Sistemin diğer bir faydası, şirketlerin hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller çıkarmalarına işlerlik kazandıracak, nitelikte olmasıdır*"<sup>112</sup>

---

<sup>109</sup> POROY, s. 492.

<sup>110</sup> <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2007123&subid=1&ct=c>

<sup>111</sup> 2499 sayılı eSerPK'da terim "*Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller*" olarak ifade edilmiştir.

<sup>112</sup> Gerekçenin devamında; "*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 imkan dahilindedir. Oysa sabit esas sermaye sisteminde bu işlem uzun ve külfetli formaliteleri gerekli kılmaktadır.*" Şeklinde ifade edilmiştir.

denilmek suretiyle sistemin ihdas edilmesinin hedeflerinden birinin de PDT'lerin ihracının kolaylaştırılması olduğu ortaya konulmuştur.

2499 sayılı eSerPK'da “*Anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanununun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Siciline tescil edilmiş sermayeleridir*” olarak tanımlandığı üzere kayıtlı sermayenin sistemi kolaylaştıran noktası, kimi zaman uzun ve bir çok prosedür gerektiren genel kurul kararına tabi olmaksızın, yönetim kuruluna miktarı daha önceden belirlenmiş miktarda sermaye artırımını gerçekleştirme ve dolayısıyla da ihtiyaç anında tahvil ihracını sağlayabilme imkanı sağlamasıdır. Böylece, tahvil alacaklıları dönüştürme haklarını kullandıkları anda derhal hisse senetlerine kavuşma imkanına sahip olabilmelerinin önü açılmıştır.

Bununla birlikte, eSerPK'da tahvillerin ne şekilde ihraç edileceğine ilişkin detaylı düzenlemelere yer verilmemiş ve m. 14/1 hükmünde, çıkarılma ve değiştirilmesine ilişkin şart ve usullerin SPK tarafından tespit edileceği düzenlenmiştir.

Nitekim, ilk olarak 1982 yılında Seri: II, No:3 sayılı “*Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar*” tebliği yayınlanmış, sonra aynı isimle 1992 yılında Seri: II, No: 15 sayılı tebliğ çıkartılmış ve daha sonra 2009 yılında ise “*Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği*” ismiyle Seri: II, No:22 sayılı tebliğ yayınlanmıştır. Daha sonra, 2013 yılında ise II-31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği yürürlüğe girmiş ve nihayet halihazırda yürürlükte bulunan VII-128.8 sayılı “*Borçlanma Araçları Tebliği*” yılında yayınlanmıştır.

#### **1.6. PDT'lerin Sermaye Piyasası Mevzuatına Tabi Olması Gerekliliği**

Çalışmamızın çeşitli kısımlarında ifade edildiği üzere, PDT'ler ihraççı kuruluşların sermaye ihtiyacını karşılamak için yatırımcılara verdikleri borç senetleridir. Bu noktada, tahvillerin, adi bir borç senedinden farklı olarak, SPK kaydına alınmasını

ve gerek SerPK gerekse de ikincil mevzuatta bu denli detaylı ve titiz bir sürecin yürütülmesini gerektirecek sebebin ne olduğu sorusunun akla gelmesi olağandır.

Örneğin bir anonim şirketin sermaye ihtiyacı doğması halinde, bu ihtiyacı karşılayacak ve paranın ödenmesi zamanında da faiz getirisi ile birlikte ödünç verdiği sermayeyi geri alacak olan yatırımcıya yalnızca borçlar ve ticaret hukuku ilişkisi kapsamında değerlendirilmesi gerekecek adi bir senet verilmesi mümkündür. Buna karşılık, esasında aynı amaca hizmet etmekte ve taraflar arasındaki ilişkide aynı ihtiyacı karşılamakta olan tahvili özel mevzuata ve düzenlemelere tabi tutan husus nedir? Bu konunun değerlendirilmesinin yalnızca PDT'ler yahut tahviller açısından yapılmasının doğru olmayacağı kanaatindeyiz. Zira öncelikle, borçlanma araçlarına ve hatta SPK'ya değinmekte fayda bulunmaktadır.

Gelişen sosyal ve ekonomik çerçevede, ekonomi piyasasındaki aktörlerin sayısı artmıştır. Bu artış ve ekonomik düzenin getirdiği karmaşıklık, hem şirketleri hem de yatırımcıları farklı arayışlara itmiştir. Örneğin şirketler bakımından, ihtiyaç duyulan sermayenin klasik anlamda banka kredileri yoluyla karşılanabilmesi giderek zahmetli ve geri ödemeler bakımından riskli bir hale gelmiştir. Yatırımcılar bakımından ise, gelişen ekonomik sistem, sahip oldukları fonların eriyip gitmesinin engellenmesi için değerlendirilmesini sağlamaya, gelir elde etmeye ve daha da basit bir ifadeyle yatırım yapılması ihtiyacına sevk etmektedir.

Yatırımcı ve şirketlerin anılan bu ihtiyaçlarının karşılanması ve her iki tarafın da ortak bir paydada buluşabilmesi hedeflenirken, bir yandan da yatırımcının ve piyasanın korunabilmesi için gerekli güvenlik mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu güvenlik mekanizmaları borçlanma temeline dayanmakta olan taraflar arasındaki ilişkinin, bir otorite tarafından korunması yatırımcılar bakımından önemli olduğu gibi ayrıca piyasanın sağlıklı ve dolayısıyla ekonominin de güvenli bir şekilde ilerlemesine katkı sağlayacaktır. Nitekim bu konu, Tanör tarafından da *“bir yandan tasarrufu özendirici politikalar yoluyla ulusal birikimlerin çoğaltılarak yatırımların finansmanı için sağlıklı kaynaklar*

*yaratılması hedeflenirken, bu hedefe, tasarruf sahiplerinin kolay para kazanma heveslilerinin elinde oyuncak olmalarını engelleyecek” şeklinde ifade edilmiştir.<sup>113</sup>*

Nitekim PDT’ler özelinde düşünülduğünde de, özellikle yatırımcılar bakımından hem yatırımcının ihraççı kuruluşun gerçekten yatırım yapılabilecek durumda olup olmadığı hususunda sağlıklı karar verebilmesi hem de dönüştürme hakkını sağlıklı bir şekilde kullanabilmesi ve herhangi bir şekilde ihraççı kuruluş tarafından bu hakkının bertaraf edilememesi adına bir kamu otoritesine ihtiyaç duyulması olağandır. Örneğin ihraççı kuruluşun düzenleyeceği izahname yahut ihraç belgesi ile şirketin durumuna ilişkin olarak açıklamalarda bulunma zorunluluğu olmasa yahut bu belgelerden doğan sorumluluk bakımından özel mevzuat düzenlemelerine yer verilmemiş olsaydı, bu durum yatırımcıların haklı olarak daha ürkek ve çekingen davranmalarına sebep olabilecekti.

Bununla birlikte, SPK’nın müdahalesinin sınırlarının da dikkatli bir şekilde belirlenmesi gerektiği yönünde eleştiriler de yöneltmiştir. Örneğin, yazının kaleme alındığı 1988 yılında Ünal tarafından, SPK’nın dönüştürme fiyatına müdahale ve sınırlamalar getirmesi eleştirilmiştir. Ünal, esasında temelinde ödünç sözleşmesi olan tahvillerin, kanuna uygun olmak kaydıyla, sözleşme şartlarının serbestçe belirlenebilir olması gerektiğini ve dönüştürme fiyatı bakımından getirilen sınırlamalar göz önüne alındığında, SPK tarafından düzenlenen tebliğlerin, SPK’yı kanun koyucu gibi davranmaya yönelttiğini belirtmiştir.<sup>114</sup>

### **1.7. PDT’lerin İhraç Nedenleri, Yararları ve Riskler**

Çalışmamızın bu kısmında yer vermiş olduğumuz izahlar ile her ne kadar PDT’lerin ihraç sebepleri, ihraç ilişkisinin tarafları, ilişkinin hukuki niteliği, gibi unsurlar ortaya konulmuş olsa da, bir kısım ülkelerde uygulaması 17. yüzyıla dayanan bu enstrümanların hangi yararlarının ve muhtemel risklerinin bulunduğu tüm bu

---

<sup>113</sup> TANÖR, Reha, Türk Sermaye Piyasası, Beta, İstanbul, 1999, C.1, s. 2.

<sup>114</sup> ÜNAL, Oğuz Kürşat, Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT)-2, Maliye Postası Dergisi, S. 188, 1988, s. 43-45.

işlemin tarafları bakımından ayrı ayrı incelenmesinde fayda olacağı ve bir sonraki kısımların anlaşılabilmesi bakımından kolaylık sağlayacağı kanaatindeyiz.

### **1.7.1. PDT'lere Duyulan İhtiyaç ve Taraflara Sağladığı Avantajlar**

PDT'lerin ihraç sebeplerinin başında hiç şüphesiz anonim şirketlerin duydukları sermaye ihtiyacının karşılanması gelmektedir. Şirketler, PDT'ler sayesinde, sahip oldukları hisselerini satmaksızın yahut dış kaynaklardan yapılacak sermaye artırımını gerçekleştirilmesine gerek olmaksızın yahut daha da önemlisi, banka kredileri gibi yüksek faizli dış kaynaklara yönelmeksizin sermaye ihtiyaçlarını daha düşük maliyetler ile sağlayabilme imkanına kavuşmaktadır.<sup>115</sup>

Örneğin şirketin henüz yüksek değerlere ulaşmadığı ve dolayısıyla da hisse senetlerinin değerinin yüksek olmadığı bir aşamada, fon ihtiyacının sağlanması ancak sayıca olarak yüksek miktarda hisse senedi ihraç edilmesini gerektirebilecektir. Şüphesiz bu elverişsizliğin aşılmasının, TTK'nın 347'nci maddesinde düzenlenmiş olduğu şekilde, ortaklık tarafından primli paylar ihraç edilmesi yoluyla giderilmesi düşünülebilir. Buna göre ortaklık tarafından yatırımcıya payın nominal bedelinin üzerinde bir fiyattan hisse senedi satılarak hem ortaklığın ihtiyaç duyduğu bedelde fon ihtiyacı karşılanmakta hem de yatırımcının ortaklık yüzdesinin fon karşılığında daha düşük olması sağlanmaktadır.

Ancak bu durumun yatırımcı açısından avantajlı olmayan yönleri bulunmaktadır. Bir kere yatırımcı, sağladığı fon karşılığında arzu etse de etmese de ortaklığın hissedarı olmak durumunda kalmaktadır. Oysa PDT'lerde, yatırımcının bir tercih hakkı bulunmakta ve sağlanan fon neticesinde vade tarihinde arzusuna ve ortaklığın durumuna göre hissedar olmayı seçebileceği gibi ana para ve faizi talep ederek bu borç ilişkisini sonlandırmayı da seçebilecektir. Öte yandan, yatırımcı tarafından fonun sağlandığı tarih itibarıyla ortaklığın piyasa değerinin belirlenebilmesi yahut

---

<sup>115</sup> KUBILAY, s.14, İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 430, DOMANIÇ, s. 1370.

ilerideki olumlu/olumsuz gelişiminin öngörülebilmesi de güç olabilir. PDT'lerin sağladığı seçimlik borç niteliği, bu riskin bertaraf edilmesine hizmet etmektedir.

Bununla birlikte PDT'ler yalnızca halihazırda kurulmuş olan şirketler bakımından değil, ayrıca piyasaya yeni aktörlerin katılmasına da fayda sağlamaktadır.<sup>116</sup> Örneğin erken safha olarak ifade edildiği üzere bir şirket henüz kurulmuş ve olgunlaşmamış olabileceği gibi kimi zaman kuruluşu bile sağlayamamış aşamada olabilir. Bu durumda, PDT'ler hem yatırımcının kendisini güvence altına almak suretiyle şirkete gerekli finansmanın sağlanmasına ve hem de şirketin adeta ayağa kalkmasına vesile olacaktır.

Bunun da yanı sıra, ileride avantajlı bir konumda olması halinde şirket, yatırımcıya nakit ödemede bulunmak yükümlülüğünden de kurtulacaktır. Ayrıca dönüştürme hakkının kullanılmasından sonra şirkete yabancı bir kaynak olarak gelecek olan sermaye de, şirketin öz kaynağına dönüşecek olduğundan şirketin mali olarak daha da güçlenmesi sağlanmış olacaktır.<sup>117</sup>

Tahviller, bir yandan şirketlerin ihtiyaç duydukları fon kaynağını sağlarken diğer taraftan da bu fon kaynağının birçok küçük tasarrufların bir araya gelmesi suretiyle geniş bir kitleye yönelmesini de sağlamaktadır.<sup>118</sup>

PDT'lerin ihraççı şirketlerin yanı sıra, yatırımcılar açısından da pek çok avantajı bulunmaktadır. Zira PDT'ler en başta itfa anında tahvil alacaklısına, şirkete ödünç olarak verdiği meblağı sabit bir faiz geliri ile talep etme yahut tahvili anonim şirketin hisseleriyle değiştirebilme haklarını sağlamaktadır.

Zira tahvil alacaklısı, sahip olduğu bu seçimlik haklar doğrultusunda dilerse erken safhada yatırım yapmış olduğu ancak itfa tarihi itibarıyla değerlemesi artmış olan

---

<sup>116</sup> DOMANIÇ, s. 1369.

<sup>117</sup> ERDEM, s. 710.

<sup>118</sup> ÇELİK, Orhan Nuri, Anonim Şirketler, Seçkin Kitabevi, Ankara, 1988, s. 934.

bir şirkette hissedar olabilecek dilerse de şirkete borç olarak vermiş olduğu alacağını faiz geliri ile birlikte talep edebilecektir.

Böylece yatırımcı olan kişi bir taraftan henüz finansal durumunun nasıl olacağı belirli olmayan bir şirketin erken safhada hissedarı olma riskini bertaraf etmekte, diğer taraftan ise yeni kurulan bu şirket kara geçip temettü dağıtabilecek mertebeye gelene kadarki süreyi elinde bulundurduğu PDT ile nemalandırmaktadır.<sup>119</sup> Yatırımcı bu doğrultuda hem riskini bertaraf etmekte hem de yeni kurulan bu şirketin fikrine yahut düşüncesine yatırım yapmakla kalmayarak ileride cazip olması halinde, şirketin hissedarı olma ihtimalini de güvence altına almaktadır.

Öte yandan, PDT sahiplerinin sahip oldukları PDT'leri bir başka üçüncü kişiye devretme hakları da bulunmaktadır. Böylece, PDT sahibi olan bir kişi vade tarihini beklemeden, PDT'lerin tedavül kabiliyeti doğrultusunda kar elde etmesi mümkün olacaktır.

Tahvil alacaklısının sabit bir faiz geliri ile alacağını talep etmesi ise, anonim şirketin itfa tarihine kadar geçen sürede kar elde edip etmemesinden bağımsız olduğundan, bu anlamda tahvil alacaklısının üstlendiği riskin, ödünç olarak verilen borcun tahsilindeki tereddütten ibaret olduğunu söylemek mümkündür.

Son olarak belirtmek gerekir ki, faiz bakımından da PDT'ler hem yatırımcı hem de şirket bakımından oldukça karlıdır. Zira özellikle küçük tasarruf sahiplerinin yaptıkları yatırımlarda elde ettikleri faiz oranı bankaların mevduat hesap faiz oranlarından daha yüksek olmakta, öte yandan şirket bakımından da değiştirme opsiyonu sayesinde banka kredilerine nazaran daha düşük bir faiz oranı belirlenmesi söz konusu olmaktadır.<sup>120</sup>

---

<sup>119</sup> KARSLI, s. 380.

<sup>120</sup> İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 431.

### 1.7.2. PDT'lerin Borçlanma Araçları Olmalarından Kaynaklanan Riskleri

PDT'lerin risklerinin değerlendirilirken, bu başlık altında PDT sahipleri ve ihraççı şirketin yanı sıra ayrıca şirketin mevcut hissedarlarının da incelenmesi gerekecektir.

Öncelikle PDT'lerin yatırımcılar açısından, başlıca sakıncasının enflasyon riski olduğunu söylemek mümkündür.<sup>121</sup> Gerçekten de özellikle Türkiye gibi yüksek enflasyon oranının bulunduğu<sup>122</sup> ülkelerde, yatırımcılar faiz getirisine rağmen borç verdikleri ana paranın uzun vadede değerini kaybetmesi riski ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Yatırımcılar, ana paranın enflasyon karşısında erime riskine karşılık diğer taraftan da dönüştürme hakkının kullanılması halinde ödünç olarak verilen paranın getirdiği gelirin enflasyon karşısında erimesini de bertaraf etmektedirler. Zira, şirketin karlı duruma geçmesi ve yatırımcının da dönüştürme hakkını kullanması durumunda pay senetlerinin değerinde de artış meydana gelmiş olacağından, elde edilecek bu değer artışı yatırımcının başta vermiş olduğu ana paranın enflasyon karşısında erimesi riskine karşı bir güvence sağlayacaktır.<sup>123</sup>

Bununla birlikte yatırımcılar açısından bir diğer risk de, yukarıda da anıldığı üzere yatırımcının dönüştürme hakkını kullanmadığı ihtimalde şirketin durumunun kötüye gitmesi, iflas yahut konkordato istemesi gibi durumların gündeme gelmesi sebebiyle yatırımcının alacağını temin edememesi ihtimali olacaktır.

Ancak kanaatimize göre tamamen risksiz olarak nitelendirilebilecek bir yatırımdan bahsedebilmek hayatın olağan akışına aykırıdır. Dolayısıyla, PDT'lerin pay sahiplerine sağladığı yararların yanında, anılan risklerin daha küçük kaldığını söylemek doğru olacaktır.

Pay sahipleri açısından ise iki temel riskten bahsetmek mümkündür.<sup>124</sup> Yatırımcıların, dönüştürme haklarını kullanmaları durumunda şirketteki pay sayısında bir artış meydana gelecektir. Bu durum da, yatırımcının dönüştürme

---

<sup>121</sup> DOMANIÇ, s. 1370.

<sup>122</sup> <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>

<sup>123</sup> ERDEM, s. 711.

<sup>124</sup> SARAÇ, s. 111.

hakkını kullanmasından da anlaşılacağı üzere kuvvetle muhtemel değerlenmiş bir şirketin kar payının da paylaşılması anlamına gelecektir. Dolayısıyla şirketin mevcut hissedarları bakımından, elde edilecek temettü oranında bir düşüş söz konusu olacaktır. Bunun yanı sıra ayrıca, yatırımcının dönüştürme hakkını kullanması halinde şirket sermaye artırımını gerçekleştirerek yeni hisse ihraç etmek zorunda kalacaktır. Bu durumda, yeni ihraç edilen hisselerin PDT sahiplerine sunulabilmesi için mevcut hissedarların hisselerinde seyrelme meydana gelecektir.<sup>125</sup>

Son olarak şirket bakımından incelendiğinde ise, ihraççı ortaklığa yeni hissedarların katılacak olmasının, şirketin yapısı bakımından etkileri olacağı açıktır. Öncelikle yeni hissedarların iştiraki ile şirketin ortaklık yapısı değişecek ve hatta iştirak edilen pay oranına göre anonim şirketin yönetsel haklarında dahi söz sahibi olunması mümkün olacaktır. Bu durumda, en başta mali kaynak temini amacıyla bir hevesle başvurulmuş PDT'lerin dönüştürme hakkına konu edilmesi halinde bir anda şirket içerisinde yabancı olarak adlandırılacak hissedarların bulunma riski belki de şirketlerin ilerleyen safhalarda gidişatını dahi etkileyebilecek husus olabilecektir. Bu risklerin yanı sıra ayrıca dönüştürme neticesinde şirketin vergi yükünün artması veya pay senetlerinin fiyatının düşme riskinin de bulunduğunu belirtmekte fayda bulunmaktadır.<sup>126</sup>

---

<sup>125</sup> KUBİLAY, s. 16.

<sup>126</sup> ERDEM, s. 710.

## İKİNCİ BÖLÜM

### Tahvil İhracı ve İtfası

#### 2.1. Paya Dönüştürülebilir Tahvil İhraç Süreci

##### 2.1.1. Yetkili Organ Kararı

###### 2.1.1.1. Genel Kurulu Kararı

Türk Ticaret Kanunu'nun 504'ncü madde hükmünde her çeşit menkul kıymetin aksi başkaca bir kanunda öngörülmediği hallerde ancak genel kurul kararıyla ihraç edileceği belirtilmiştir.

Maddeye göre genel kurulun alacağı ihraç kararında uygulanacak nisaplar TTK'nın 421'nci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkraları uyarınca olacaktır. Buna göre esas sözleşmede farklı bir nisap öngörülmemiş ise, genel kurul bu kararı sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan pay sahiplerinin olumlu oyu ile alabilecektir.<sup>127</sup>

Bu noktada belirtmek gerekir ki genel kurulun ihraç kararı alabilmesi için, anonim ortaklığın esas sözleşmesinde tahvile ilişkin özel bir düzenleme bulunmasına gerek bulunmamaktadır.<sup>128</sup>

Genel kurulun alacağı ihraç kararında ayrıca, menkul kıymetlere ilişkin olarak tüm şart ve koşulların da belirlenmesi gerektiği hüküm altına alınmıştır.

###### 2.1.1.2. Yönetim Kurulu Kararı

Türk Ticaret Kanunu'nun 504'ncü madde hükmünde, anonim ortaklığın ihraç kararını almasının ancak genel kurul kararıyla mümkün olacağı hüküm altına

---

<sup>127</sup> Genel kurul kararıyla yapılacak ihraçlar bakımından TTK'nın 421/3-4'ncü fıkralarına yapılan atıfa ilişkin olarak yapılan eleştiri bakımından bkz. KENDİLEGEN, Abuzer, Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, On İki Levha, İstanbul, 2012, s. 359 ve MOROĞLU, Erdoğan, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, XII Levha, 7. Baskı, İstanbul, 2012, s. 300.

<sup>128</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 187, İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 433.

alınmış, devam eden 505'nci maddede ise, genel kurulun menkul kıymet çıkartma yetkisini ve bu ihraç edilecek menkul kıymetin şartlarını saptamak yetkisini en çok onbeş ay için yönetim kuruluna verebileceği ifade edilmiştir.

Türk Ticaret Kanunu'nun bu hükmü ile paralel olarak, SerPK'nın 31'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında yer alan açık hükmüne göre de, esas sözleşme ile yönetim kuruluna ihraç yetkisi verilebilir. SerPK'da yer alan bu hüküm doğrultusunda da VII-128.8 sayılı tebliğin 5'nci maddesinin 1'nci fıkrasında da ihraç için yönetim kurulu tarafından da karar alınabileceği belirlenmiştir.<sup>129</sup>

Mevzuat düzenlemelerinde yer alan açık hükümlerden, *–her ne kadar yönetim kuruluna yetki devri düzenlenmiş olsa da–* anlaşılacağı üzere tahvil ihracının yalnızca genel kurulun yetkisinde tanınmış olduğu yönünde bir intiba oluşmaktadır. Esasında tahvil ihracı, anonim ortaklık bakımından düşünüldüğünde ihraca ilişkin alınan bu karar bankadan kredi kullanılması yoluyla fon sağlanmasına benzemektedir. Bir anonim ortaklığın kredi kullanımı yönünde alacağı bu karar esasında yönetim kurulunun alacağı karar olacaktır. Buna mukabil bir yönüyle aynı amaca hizmet etmekte olan tahvil ihracına farklı bir önem atfedilmiş ve bu yetkinin genel kurula ait olduğu kabul edilmiştir. Benzer durumlar için öngörülen düzenlemelerdeki bu farkın ve hassasiyetin esasında yatırımcıların korunması amacından kaynaklandığını söylemek mümkündür.<sup>130</sup>

Bu izahlar ile birlikte yönetim kuruluna tanınacak olan bu yetki devrinin ne şekilde olacağı ve herhangi bir süreye bağlı olup olmayacağı hususu da önem taşımaktadır.

---

<sup>129</sup> Mülga mevzuat düzenlemelerinde ise; eTTK'nın "Umumi Heyet Kararı" başlıklı 423'ncü maddesinde maddenin başlığından da anlaşılacağı üzere, bu yetki münhasıran genel kurulun yetkisine verilmiştir. Daha sonra yürürlüğe giren eSerPK'nın 13'ncü maddesinin 6'ncı fıkrasında yer alan hüküm ile bu yetkinin yönetim kuruluna da devredilebileceği hüküm altına alınmıştır. Bununla birlikte, eSerPK m.13/f.6'da yönetim kuruluna devredilebilecek yetkiye ilişkin olarak halka açık anonim ortaklıklar ve halka açık olmayan anonim ortaklıklar arasında bir ayırım yapılmadığı görülmektedir. Nitekim eSerPK m.2'de ihraççılar bakımından bir ayırma gidilmiştir. Ancak Tekinalp'e göre; "*yetki devir imkanı sadece SerPK'ya tabi daha doğrusu, halka açık AO'lar için, mevcuttur*" şeklinde ifade edilmiştir. Bu görüş için bkz. TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatif, s. 729.

<sup>130</sup> İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 43.

### 2.1.1.2.1. Yetkilendirme Süresi

Türk Ticaret Kanunu'nun 505'nci maddesinde genel kurul tarafından menkul kıymetin ihraç edilmesi ve bunların hükümleriyle şartlarının saptanmasına bakımından, yetkilendirmenin süresinin onbeş ay süre ile olmak kaydıyla yönetim kuruluna devredilebileceği hüküm altına alınmıştır. SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliğine baktığımızda, m.5/4 düzenlemesinde de, TTK'nın 505'nci maddesine atıf yapılmış olduğu ve süre bakımından TTK ile paralel şekilde on beş ay için yönetim kuruluna yetkilendirme yapılabileceğinin belirtilmiş olduğu görülmektedir.

Buna karşılık SerPK'nın 31'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında ise, ihraç yetkisinin esas sözleşmeyle süreli yahut süresiz olarak yönetim kuruluna devredilebileceği hüküm altına alınmıştır. SerPK'nın anılan madde düzenlemesine baktığımızda, TTK'dan farklı olarak yetkilendirmenin esas sözleşmeyle de devredilebileceği ve hatta bu yetkilendirmenin süresiz olabileceğinin hüküm altına görüldüğü görülmektedir. Bu noktada, yetkilendirme şekline ilişkin hususlar çalışmamızın bir aşağıda yer alan kısmında izah edilecek olup burada TTK'dan farklı olarak SerPK'da süre sınırlaması olmaksızın yetkilendirme imkanı tanınmış olması ele alınacaktır.

TTK'nın düzenlemesine baktığımızda "*herhangi bir menkul kıymetin*" çıkartılmasından bahsedilmiş olduğu buna mukabil, SerPK'daki düzenleme ise borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarından bahsedilmiş olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, her iki kanun farklı hususları düzenlemekte olduğundan, SerPK'da öngörülmüş olan süresiz yetkilendirmeye ilişkin hükmün yalnızca SerPK kapsamındaki sermaye piyasası araçlarına uygulanması gerekeceği noktasında bir tereddüt bulunmamaktadır.

Nihayet çalışmamızın konusunu oluşturan PDT'lere baktığımızda, tebliğ düzenlemesinin TTK'ya atıf yaptığını ve bu doğrultuda da genel kurulun alacağı bir karar ile ancak on beş ay için bu yetkilendirmenin verilebileceğinin kabulü gerekecektir. Bu noktada, genel kurul kararı ile devredilecek olan yetkilendirmede TTK m. 505 hükmü ve on beş aylık süre uygulanacaktır.

Buna mukabil, genel kurul kararı olmaksızın esas sözleşmede belirtilmesi suretiyle yapılacak olan yetkilendirme bakımından ise, SerPK m.31/3 hükmünün uygulanması gerekecektir. Bir başka deyişle, SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliğın m.3/1-(c) hükmünde borçlanma araçları olarak tanımlanmış olan PDT'lerin ihracı bakımından SerPK'nın m.31/3 hükmü uyarınca esas sözleşmeyle ve herhangi bir sınırlama olmaksızın yetkilendirmede bulunulması mümkün olacaktır.

Ancak bu hükümlerinin uygulamada karışıklığa sebebiyet vermesi söz konusu olabilir. Zira her ne kadar m. 5/3 düzenlemesinde SerPK'nın 31'nci madde hükmüne açık bir atıf yapılmış olsa da bize göre madde metni içerisinde bu yetkilendirmenin süresiz olarak yapılabileceğinin açıkça zikredilmesi daha yerinde bir tercih olurdu. Zira devam eden fıkrada, TTK'ya yapılan atıfta on beş aylık sürenin belirtilmiş olması, bu sürenin her iki düzenleme bakımından uygulanması gerekeceği tereddütü haklı olarak oluşturabilecektir.<sup>131</sup>

#### **2.1.1.2.2. Yetkilendirme Şekli**

Yönetim Kurulu'na devredilecek olan bu yetkinin ne şekilde yönetim kuruluna devredilmesi gerektiğine de değinmekte fayda bulunmaktadır. Zira yetkilendirme süresinde olduğu gibi SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliği, TTK ve SerPK'nın konuya ilişkin hükümleri arasında farklılık bulunmaktadır.

TTK düzenlemesine baktığımızda, m.505'e göre yetkilendirmenin ancak genel kurul kararıyla alınabileceği ve genel kurulun alacağı bu kararın da m. 421/3 ve 421/4'de öngörülen nisaplara göre alınması gerektiği belirtilmiştir. SerPK'na göre ise, borçlanma araçları niteliğindeki sermaye piyasası araçlarını ihraç yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilebileceği belirtilmiştir. Buna mukabil VII-128.8 sayılı tebliğde ise, yönetim kurulunun genel kurul kararıyla veya esas sözleşme ile yetkilendirilmesinin mümkün olduğu belirtilmiştir. Bir başka deyişle,

---

<sup>131</sup> Tekinalp, TTK'nın 505'nci maddesinde yer verilen ve genel kurul kararıyla alınabilecek olan yetkilendirmenin esas sözleşmeyle de verilmesinin mümkün olduğunu ancak bu durumda da yetkinin süresinin sınırlandırılmasına ilişkin hükmün çığnenemeyeceğini belirtmektedir. TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 189.

tebliğ düzenlemesinde hem TTK hem de SerPK kapsamında yer alan düzenlemeler birleştirilmiş ve yetkilendirmenin genel kurul kararıyla yahut esas sözleşme ile olabileceği hüküm altına alınmıştır.

Kanaatimizce, hem TTK hem de SerPK'da öngörülen usullerin her ikisine, tebliğ düzenlemesinde açıkça yer verilmesinin, isabetli bir tercih olduğu görüşünderiz. Zira her ne kadar Tekinalp TTK m. 505 kapsamındaki ihraçlar bakımından, Yönetim Kuruluna yetki verilmesinin kapsamının esas sözleşmede belirtilmesi suretiyle de olabileceğini belirtmiş olsa da uygulamada yaşanabilecek tereddütlerin bertaraf edilmesi bakımından her iki usulün de açıkça düzenlenmesi isabetlidir. Böylece, SerPK'da öngörülmüş olduğu şekilde ancak esas sözleşme ile bu yetkinin verilebilmesi, esas sözleşmesinde bu doğrultuda hüküm bulunmayan anonim ortaklığın esas sözleşme değişikliği gibi daha uzun ve teferruatlı işlemler ile uğraşmalarına sebep olacaktır.

Bu noktada genel kurul kararıyla yapılacak olan yetkilendirme bakımından, genel kurul nisabının tespitinde tereddütlerin oluşması gündeme gelebilir. Tebliğin m. 5/2 düzenlemesine göre, genel kurul tahvil ihracına ilişkin kararını, TTK m. 505 atfıyla, 421'nci maddesinin 3'ncü ve 4'ncü fıkralarında öngörülen yüzde yetmişbeşlik nisabın uygulanması ile alabilecektir. Öngörülen bu nisap TTK ile uyumlu olmakla birlikte, aynı maddede halka açık olan anonim şirketler bakımından nisabın düşürülmüş olduğu görülmektedir. Buna göre halka açık olan ortaklıklar bakımından TTK m. 418'de öngörülen yüzde yirmibeşlik toplantı nisabın uygulanması konusu olacaktır. Kanaatimizce, tebliğ düzenlemesinde halka açık anonim ortaklıklar bakımından getirilen bu farklılık, her ne kadar işlemlerin halka açık ortaklıklar bakımından hızlandırılmasını hedeflemiş olsa da kanun düzenlemelerine aykırı olarak getirilmiş olan bu düzenlemenin isabetli olmadığı kanaatindeyiz.

Bununla birlikte, yetkilendirmenin yönetim kuruluna esas sözleşme ile devredilmesi halinde ortaklık nezdinde gerçekleştirilmesi gereken olan esas sözleşme değişikliği bakımından da m.421/1'de esas sözleşme değişiklikleri için

öngörölmüş olan yüzde ellilik nisabın uygulanmasının uygun olmayacağı kanaatindeyiz. Zira her ne kadar tebliğ düzenlemesinde esas sözleşme değişikliği için alınacak genel kurul kararındaki nisap bakımından bir belirleme öngörölmemiş olsa da, esas sözleşme değişikliği bakımından daha düşük bir nisabın esas alınmasının genel kurulun tahvil ihracına ilişkin olarak öngörölmüş olan ve son derece ağır olan yüzde yetmişbeşlik nisabın dolanılmasına sebebiyet verebileceği kanaatindeyiz.<sup>132</sup>

### **2.1.2. Yetkili Organ Kararının Tescil ve İlan Edilmesi**

Mülga Ticaret Kanunu'nun genel kurulun tahvil ihracına ilişkin kararına ilişkin 423'ncü maddesi "umumi heyetçe verilen karar, tescil ve ilan edilmedikçe infaz edilemez" hükmünü haizdi. Buna karşılık TTK'da tescil ve ilan zorunluluğuna ilişkin bir ifadeye yer verilmemiş olduğu görölmektedir

TTK'da tescil ve ilana ilişkin bir açıklık olmamakla birlikte, SerPK'da da bu konuda bir açıklık bulunmamaktadır. Konuya ilişkin SPK tebliğlerinin incelenmesi neticesinde ise, mülga Seri: II, No:22 sayılı Tebliğ'in ekinde yer almakta olan ve ihraç edilecek olan borçlanma araçlarının kayda alınması için gerekli olan belgelerin yer aldığı listede "*borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararının tescil ve ilanına dair TTSG veya esas sözleşme ile borçlanma senedi çıkarma yetkisi verilmiş yönetim kurulu kararının noter onaylı örneği*" ifadesine yer verilmiş olduğu görölmektedir. Buna karşılık, yürürlükte bulunan VII-128.8 sayılı tebliğ'in içerisinde yahut gerekli olan belgelerin listesinin yer aldığı tebliğ ekinde genel kurul kararının tesciline ilişkin ticaret sicil gazetesi yer almamaktadır.

Burada kanun koyucunun tebliğler arasında ihdas etmiş olduğu değişikliğin değerlendirilmesi gerekmektedir. Genel kurulun ihraca ilişkin alacağı kararın tescil ve ilan edilmesi sayesinde, yatırımcıların hak ve borçlarının kapsamı ortaya konulmuş olacağı görüşü bulunmaktaydı.<sup>133</sup> Ancak gerek TTK'dan, mülga kanunda

<sup>132</sup> Eleştirisi için bkz. MOROĞLU, Değerlendirme ve Öneriler, s. 300.

<sup>133</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 729.

yer alan tescil ve ilana ilişkin zorunluluk ifadesinin çıkartılmış olması gerekse de zaman içerisinde birden fazla sefer değişikliğe uğramış olan tebliğ metninden bu tescil ve ilan zorunluluğunun çıkartılmış olmasının bilinçli bir tercih olduğu kanaatindeyiz. Kaldı ki, VII-128.8 sayılı tebliğ ile genel kurulun yönetim kuruluna yapacağı yetki devrinin kolaylaştırılmış olduğu husus göz önüne alındığında, ileri bir yorumla tahvil ihracının yönetim kurul tarafından hızlı ve pratik bir şekilde sağlanabilmesinin amaçlandığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Netice itibariyle, tahvil ihracına ilişkin karar ister genel kurulca ister genel kurul tarafından veya esas sözleşme ile yetkilendirilmiş yönetim kurulu tarafından alınsın mevzuat hükümlerinde aksi öngörülmemiş olduğundan, bu kararların tescil ve ilanının aranması gerekmeyecektir.

### **2.1.3. SPK'ya Başvuru**

Borçlanma araçlarının ihracına ilişkin olarak hem SerPK'da hem de VII-128.8 sayılı tebliğde SPK'ya başvuruda bulunulması gerektiği hüküm altına alınmıştır.

Burada SPK'ya yapılacak olan başvurunun içeriği ve hangi hususlara ilişkin olarak SPK'dan izin alınmasının gerektiğine ilişkin tereddütlerin oluşması muhtemeldir. Bu nedenle eSerPK döneminde öngörülen izin ve kayıt sistemi ile halihazırda yürürlükte bulunan mevzuat hükümlerinin birlikte değerlendirilmesinde fayda bulunacağı kanaatindeyiz.

#### **2.1.3.1. İzin (Liyakat) Yaklaşımı ve Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı**

Mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında 3794 sayılı kanun ile yapılan değişiklik yapılmadan önceki sisteminde, menkul kıymetlerin halka arzı için SPK'dan izin almak zorunluluğu bulunmaktaydı.

Daha sonra eSerPK'da 3794 sayılı kanun ile yapılan değişiklik ile SPK'dan izin alma zorunluluğu, halka arz edilecek olan sermaye piyasası araçlarının bilgilendirmesinin sağlanabilmesi amacıyla SPK'ya kayıt olarak zorunluluğuna dönüştürülmüştür. Bu değişiklik ile paralel olarak, eSerPK'nın yürürlükte

bulunduğu dönemde de yürürlükte bulunan Seri: II, No:22 sayılı tebliğin 4'ncü maddesinde de *“ihraççıların ihraç edecekleri borçlanma araçlarını, bu Tebliğ’de belirtilen esaslara göre Kurul’a kaydettirmeleri zorunludur.”* ifadesine yer verilmiştir.

Mülga Sermaye Piyasası Kanunu’nda, 3794 sayılı kanun ile getirilen değişiklik öncesi dönemde öngörülmüş olan, ihraç edilecek borçlanma araçlarının kayıt altına alınmasına ilişkin zorunluluk *“izin (liyakat) sistemi”* olarak ifade edilmekteydi.<sup>134</sup> İlk örnekleri Amerika Birleşik Devletleri’nde 1911 ile 1931 yılları arasında görülen<sup>135</sup> liyakat yaklaşımının temelinde, adeta yatırımcıyı kendinden koruma felsefesinin yattığı ve yüksek riskli yatırımların piyasaya çıkmasının önlenmesi suretiyle yatırımcının korunmasının hedeflendiği idealist bir düzen düşüncesi olduğu kabul edilmektedir.<sup>136</sup>

Buna mukabil kamuyu aydınlatma yaklaşımındaki prensibinde ise, yatırımcıya yönelik gerekli bilgilendirmelerin yapılması ve aldatılmasının engellenmesi suretiyle korunması benimsenmektedir. Bir başka deyişle, bu sistemde SPK’nın görevi kamunun aydınlatılmasının sağlanmasından ibaret olup bu aydınlatılma neticesinde nihai takdir ve değerlendirmenin yatırımcılar tarafından yapılması beklenmektedir ve SPK’nın yegane sorumluluğu yatırımcının kararına etki edebilecek her türlü bilginin kamuya açıklanmasını sağlamaktan ibarettir.<sup>137</sup>

---

<sup>134</sup> ÇATAKOĞLU, Buket, Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Seçkin, 2016, s. 99.

<sup>135</sup> Bkz. “Blue Sky Laws”; terminolojik olarak bu ifadenin Hall vs. Geiger-Jones Co., 242 U.S. 539 (1917) davasında kullanıldığı tahmin edilmektedir. Amerika Birleşik Devletlerinde özellikle büyük buhran döneminde yüksek ve gerçeğe aykırı geliri taahhütleri ile hileli davranışların engellenmesi amaçlanmıştır.

<sup>136</sup> *“Bu özellikleri nedeniyle, liyakat yaklaşımının temelinde bir aptal aptallık yapmaktan korumak felsefesinin yattığı, kamuyu aydınlatma yaklaşımında böyle bir idealin peşinde koşulmadığı bu yaklaşımın, yatırımcının kendini aptal duruma düşürme hakkını elinden almadığı, sadece başkalarının onu aptal durumuna koymasını engellemeye çalıştığı kabul edilmektedir (Tyson 1985).”* şeklinde ifade edilmiştir. Bu görüş için bkz. KÜÇÜKSÖZEN, Cemal, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:131, s. 15.

<sup>137</sup> YANLI, Kamunun Aydınlatılması, s. 109, AYOĞLU, s. 46.

Mülga kanun döneminde yapılmış olan bu değişiklikler, SerPK'nın 4'ncü maddesinin düzenlenmesinde de muhafaza edilmiş ve bir adım öteye gidilmek suretiyle mülga kanundan farklı olarak borçlanma araçlarının değil halka açık olan anonim ortaklıklar için izahnamenin, halka açık olmayan anonim ortaklıklar için ise, 11'nci madde uyarınca hazırlanacak olan ihraç belgesinin SPK onayına sunulması yükümlülüğü getirilmiştir.<sup>138</sup>

Sermaye Piyasası mevzuatının, çalışmamızın konusunu teşkil eden borçlanma araçlarının ihracına ilişkin tarihsel gelişimine bakıldığında liyakat sisteminden, kamuyu aydınlatma prensibine geçildiği ve SerPK ile bu sistemin daha da ileriye taşınmak suretiyle uluslararası piyasaların dinamiklerine paralel düzenlemeler getirilmiş olduğu gözlemlenmiştir.

#### **2.1.3.2. SerPK ve Tebliğ Düzenlemeleri**

SerPK'nın, SPK kaydına ilişkin düzenlemelerine baktığımızda, halka açık anonim ortaklıklar ile halka açık olmayan anonim ortaklıklar arasında bir ayırım yapılmış olduğu görülmektedir.

SerPK'nın 4'ncü maddesine göre, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve bu izahnamenin de SPK tarafından onaylanması gerektiği belirtilmiştir.

Bununla birlikte sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihracı- ise SerPK'nın 11'nci maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre sermaye piyasası

---

<sup>138</sup> Nitekim SerPK'nın 4'ncü maddesine ilişkin gerekçesi "Madde ile izahname hazırlama yükümlülüğü düzenlenmektedir. Bu madde ile getirilen en önemli yenilik, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda yer alan sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arzı için öngörülen Kurul kaydına alınma sisteminin kaldırılarak yerine izahnamenin Kurulca onaylanması uygulamasına geçilmesidir. Yatırımcıların tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmelerinin artan önemi sebebiyle izahnamenin onaylanmasını esas alan bu yaklaşım ile uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonun sağlanması, AB düzenlemelerine uyum sağlanması, piyasanın hızlı gelişimine ayak uydurulabilmesini teminen prosedürlerin hızlandırılması amaçlanmış olup; AB uygulamalarına benzer şekilde izahnamenin gerçeği doğru ve dürüst bir şekilde yansıtması sorumluluğunun ihraççı ve izahnameyi hazırlayanlarda olduğu hususu ön plana çıkarılmıştır." İfadesini içermektedir. (<https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem24/yil01/ss337.pdf>).

araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi halinde, ortaklıklar ihraç belgesini hazırlamak ve bu belgeyi de SerPK'nın 6'ncı maddesi hükmü çerçevesinde SPK'nın onayına sunmak yükümlüdürler.

Bu doğrultuda, çalışmamızın bu kısmında halka arz edilmek üzere gerçekleştirilecek ihraçlarda düzenlenmesi gereken izahname ile halka arz edilmeden gerçekleştirilecek ihraç bakımından düzenlenmesi gereken ihraç belgesine ilişkin olarak, anonim bakımından izlemesi gereken prosedürlerin ayrı başlıklar altında incelenmesinin konunun daha net izah edilebilmesini sağlayacağı kanaatindeyiz.

### **2.1.3.2.1. İzahname**

#### **2.1.3.2.1.1. İzahname ve İzahnamenin İçeriği**

SerPK'nın ikinci kısım, birinci bölümünde “*Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı*” başlıklı 4'ncü maddesinde “*sermaye piyasası araçlarının halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi için izahname hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin Kurulca onaylanması zorunludur*” ifadesine yer verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun “*İzahname ve İhraç Belgesi*” başlıklı II-5.1 sayılı tebliğinin<sup>139</sup> 4'ncü maddesinde de izahname “*ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir 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.

Bu noktada öncelikle belirtmek gerekir ki, izahname her ne kadar yatırımcıların aydınlatılması için önemli bir araç olarak kabul edilerek Kurul'un onayına sunuluyor olsa da, burada Kurul tarafından verilecek onayın izahname içerisinde yer alan bilgilerin kontrolü, doğruluğunun teyidi şeklinde anlaşılması

---

<sup>139</sup> R.G. 22.06.2013, S. 28685.

gerekmektedir.<sup>140</sup> Zira yukarıda da izah edilmiş olduğu üzere, sermaye piyasası mevzuatının tarihsel gelişiminden de tespit edildiği üzere, SPK'nın sistematüğinde izin (liyakat) sisteminden, modern hukukun da bir gereğı olarak kamuyu aydınlatma prensibine doğru geçilmiştir.

Bununla birlikte her ne kadar, Kurulun onayına sunulmak ile içerik bakımından Kurulun onayı kastedilmiyor olsa da bu durumun ihraç edilecek olan borçlanma araçlarına ilişkin olarak kamunun aydınlatılmasına verilen önemde bir azalma olarak yorumlanması mümkün değildir.

Nitekim ihraç bakımından izahnamenin yatırımcılara ve genel olarak dış dünyaya yönelik beyan mahiyetinde olmasından dolayı izahname son derece önemli ve hatta en temel hukuki vasıttır.<sup>141</sup> Zira yatırımcılar, izahnamede yer alan bilgiler ve açıklamalar doğrultusunda yatırım riskini yahut elde edebileceğı muhtemel karı hesaplayabilecek ve sağlıklı bir yatırım kararı verebilecektir.

İzahname içeriğinde hangi unsurların bulunması gerektiğı sıralama yoluyla kanun metinlerinde açık olarak ifade edilmemiş ancak SPK'nın kılavuzlarında hazırlama usul ve esaslarına yer verilmiştir. Bu doğrultuda, yatırımcının bilinçli bir karar vermesini etkileyebilecek olan bilgileri içermesi gereken ve kamuyu aydınlatma belgesi olarak tanımlanan bu belgenin içeriğinin kanuni sınırlarla çerçevesinin belirlenmemiş olmasının ancak isabetli olduğu kanaatindeyiz.<sup>142</sup>

SPK'nın yönlendirici kılavuzlarına baktığımızda ise şu şekilde başlıklandırma yapmak uygun olacaktır. Buna göre izahnamenin, (i) ihraççı ortaklığın tanıtıcı bilgilerini; bağımsız yöneticileri, faaliyetleri hakkında genel bilgileri, bağımsız denetçileri, ana pay sahipleri, önemli sözleşmeleri, idari yapısı, yönetim organları

---

<sup>140</sup> SerPK'nın 6'ncı maddesinin gerekçesinde; "Kurulca belirlenen standartlara göre tüm başlıkları kapsadığını incelenmesi ile sınırlı olarak ve izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğunun araştırılmasını içermeyecek şekilde belirlenmiş olup, *Kanunun diğer maddelerinde izahnamede yer alan bilgilerin doğruluğundan ihraççılar, halka arz edenler ve Kanunda sorumluluğı düzenlenen diğer gerçek ve tüzel kişilerin sorumlu olacağı açıkça düzenlenmiştir*" ifadesine yer verilmiştir.

<sup>141</sup> İHTİYAR, Mustafa, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta, İstanbul, 2006, s. 121.

<sup>142</sup> Aynı doğrultuda bkz. MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen, s. 72.

ve üst düzey yönetici bilgileri, (ii) ihraççı şirketin ileriye dönük faaliyetlerini; eğilim bilgileri, kar tahminleri ve beklentilerini, risk faktörlerini, (iii) ihraca ilişkin genel bilgilerini; payların satışına ilişkin bilgi ve taahhütleri, halka arz edilecek olan paylara ilişkin bilgileri içermesi gerekmektedir. Özetle şirketin ortaklık yapısı, mali durumu, finansal tabloları, sahip olduğu malvarlıkları, geleceğe dönük yatırım planları gibi bilgilere yer verilmesi gerekmekte olup ayrıca satışa konu edilecek olan paylara ve satış esaslarına dair bilgilerin de belirtilmesi gerekmektedir.<sup>143</sup>

Özetle Kurulun onayına sunulacak olan izahname içeriği, ihraç edilecek olan borçlanma aracına göre farklılık gösterebileceği gibi bu hususta Kurul tarafından yayınlanmakta olan örneklerin kullanılması ve genel prensip itibarıyla de kamuyu aydınlatıcı mahiyette ve yatırım kararını etkileyecek asgari bilgilere yer verilmesi gerekmektedir.<sup>144</sup>

#### **2.1.3.2.1.2. İzahnamenin Hukuki Niteliği**

İzahnamenin hukuki niteliği bakımından ise, izahnamenin yayınlanmasının hukuki niteliği itibarıyla icap olarak kabul eden yazarlar<sup>145</sup> bulunduğu gibi ayrıca icaba davet olarak kabul eden yazarlar<sup>146</sup> da bulunmaktadır. İzahnameyi icaba davet olarak kabul eden yazarlara göre, SPK'nın II-5.2 sayılı tebliğin 14'ncü maddesinin ikinci fıkrasında açıkça sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin talebin toplanmış olmasının, bu taleplerin mutlaka karşılanacağı anlamına gelmediği ifadesinden hareketle, izahnamenin yayınlanmasının bir icaba davet olarak kabul edilmesi gerektiği ileri sürülmektedir.<sup>147</sup> Kanaatimizce de, ihraççıların yatırımcının talebini kabul edip etmeme hususunda serbest oldukları göz önüne alındığında

---

<sup>143</sup> YANLI, Kamunun Aydınlatılması, s. 110 ve TURAN, Gökçen, Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XX, 2016, S. 1, s. 193.

<sup>144</sup> ÇATAKOĞLU, Borçlanma Araçları, s. 113.

<sup>145</sup> ARSLANLI, s. 273.

<sup>146</sup> İMREGÜN, Anonim Ortaklıklar, s. 296, TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatif, s. 731. Ayrıca Arslanlı'ya göre zimni olarak HİRŞ de "tahvillere iştirak taahhüdünü icap mahiyetinde tasvir etmekle izahnameyi de icaba davet olarak vasıflandırmış" (HIRŞ, s. 544) olur demektir; bkz. ARSLANLI, s. 273 ve orada anılan dn. 41.

<sup>147</sup> ÇATAKOĞLU, Buket, Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, Kastamonu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ocak 2016, S. 11, s. 12.

izahnamenin hukuki niteliğinin icaba davet olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Nitekim, II-5.2 sayılı tebliğın 20'nci madde düzenlemesine baktığımızda da, taleplerin satışa sunulan sermaye piyasası araçlarından fazla olması halinde dağıtımın talep sahipleri arasında ne şekilde yapılacağıın esasları belirlenmiştir. Anılan bu madde de bize, talep sahiplerinin taleplerinin mutlak suretle karşılanamayacağını, bir başka deyişle izahnamenin icaba davet mahiyetinde olduğunu göstermektedir.

#### **2.1.3.2.1.3. İzahnamede Değişiklik ve Yeni Hususların Eklenmesi**

SerPK'nın 6'ncı maddesinin ikinci ve üçüncü fıkralarında, izahnamenin onaylanmasına ilişkin başvurunun Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış bir izahname ile yapılması gerektiği belirtilmiş, izahname içerisinde herhangi bir eksiklik olması halinde ise, Kurul tarafından verilecek süre içerisinde giderilmesi gerektiği belirtilmiştir.

İzahname yatırımcının kararını etkileyecek mahiyette bir belge olduğundan, satışa başlamadan önce yahut satış süresi içerisinde ihraççı şirket nezdinde meydana gelen ve yatırımcının kararını etkileyebilecek mahiyetteki değişikliklerin bildirilmesi gerekliliği olağandır. Nitekim bu durum SerPK'nın 8'nci maddesinde ve ayrıca II-5.1 sayılı tebliğın 24'ncü maddesinde ayrı bir madde altında düzenlenmiş ve bu maddelerde değişiklik hallerinde izlenmesi gereken usule ilişkin detaylı düzenlemelere yer verilmiştir. Bu maddelere göre ihraççı nezdinde yatırımcının kararını değiştirebilecek mahiyette değişiklik meydana gelmesi durumunda, bu değişikliğin en uygun haberleşme vasıtasıyla derhal Kurula bildirilmesi gerekmektedir.

Değişikliğin ihraççı tarafından Kurula bildirilmesini müteakip, Kurul tarafından bu değişikliğin onaylanması için de belirli bir süre öngörülmüştür. Kurul tarafından yedi iş günü içerisinde onaylama yapılacak olup değişiklikler de izahnamenin onayına ilişkin prosedürler izlenmek suretiyle ilan edilmelidir.

Bununla birlikte söz konusu değişiklik neticesinde, Kurul tarafından satışı durdurulmasına karar verilebileceği gibi ayrıca yatırımcının kararının olumsuz olması durumunda satın almak için talepte bulunmuş olan yatırımcılara bir hak tanınmış ve ek yahut değişikliğin yayınlanmasından itibaren iki iş günü içerisinde taleplerini geri alma hakkı tanınmıştır.

#### **2.1.3.2.1.4. İzahnamenin Kurul Tarafından Onaylanması**

SPK'nın II-5.1 sayılı tebliğinin 19'ncü maddesine göre, ihraççılar tarafından izahnamenin kurulun onayına sunulmasını müteakip ilk halka arz olması durumunda yirmi, diğer hallerde ise, on iş günü içerisinde Kurul tarafından başvurular sonuca bağlanmaktadır. Bununla birlikte, aynı maddede hüküm altına alındığı üzere, Kurul'a yapılan başvurularda bilgi veya belgelerin eksik olması durumunda Kurul tarafından bu eksikliklerin giderilmesi bakımından başvuru tarihinden itibaren on iş günü içerisinde ihraççıya bildirimde bulunulması ve ihraççı tarafından da yirmi iş günü içerisinde bu eksikliklerin tamamlanması gerekmektedir.

Sürelere ilişkin olarak eSerPK'nın 5'nci maddesine baktığımızda Kurula yapılacak başvurunun en çok otuz gün içerisinde sonuçlanacağına hüküm altına alınmış olduğu görülmektedir. Mevcut SerPK'nın 6'ncı maddesinde ve ayrıca Tebliğ kapsamında daha kısa sürelerin öngörölmüş olması, SerPK'nın gerekçesiyle de uyumaktadır. Zira gerekçede de ifade edildiği üzere, başta Kurula yapılan başvurunun niteliğinin izahname içeriğini teyit mahiyetinde olmaması hususu ile birlikte değerlendirildiğinde, madde kapsamında belirli ve kısa sürelerin getirilmiş olmasının, borçlanma araçlarına hızlı ve pratik bir şekilde ihraç edilebilmesi ve dolayısıyla da teşvikin sağlanmış olduğu anlaşılmaktadır.<sup>148</sup> Bununla birlikte sürenin kısaltılmasının, hiç şüphesiz kamunun aydınlatılması bakımından da,

---

<sup>148</sup> SerPK'nın 6'ncı madde gerekçesinde; "*Maddede, sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması sistemi yerine getirilen izahnamenin onaylanması uygulaması kapsamında, yapılacak başvuruların Kurul tarafından incelenmesinin kapsamı ve incelemeye ilişkin süreler yeniden düzenlenmektedir*" olarak ifade edilmiştir.

ihraççı kuruluş nezdinde yatırımcının kararını etkileyecek mahiyette gelişmelerin yaşanması riskini de bertaraf ettiğini söylemek mümkündür.

Netice itibariyle, Kurul tarafından izahnamenin onaylanmasını müteakip, II-5.1 sayılı tebliğin 28'nci maddesi hükmü uyarınca izahnamenin on beş iş günü içerisinde ihraççı şirketin internet sitesinde ve ihraççının Kamuyu Aydınlatma Platformu (“KAP”) üyeliği var ise, burada da ilan edilmesi gerekmektedir. Bunun haricinde, izahname onaylandıktan sonra ayrıca ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmesi gerekmemektedir. Tescil ve ilan edilmeyeceği açıkça SerPK'nın 7'nci maddesinde belirtilmiştir.<sup>149</sup> Maddenin gerekçesine baktığımızda da, eSerPK'da benimsenmiş olan tescil ve ilan zorunluluğunun kaldırılarak ihraççılar bakımından sistemin kolaylaştırılması ve maliyetlerin azaltılmasının hedeflendiği görülmektedir. Mülga eSerPK'da ayrılan bir hüküm olması ve yerleşik uygulamanın terk edildiğinin açıkça anlaşılabilmesi bakımından SerPK'da açık bir izaha yer verilmiş olduğu görülmektedir.

#### **2.1.3.2.2. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi**

SerPK'nın 11'nci maddesine göre, sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi halinde, bu araçların nitelik ve şartlarına ilişkin bilgilerini içeren ihraç belgesinin ihraççı kuruluş tarafından hazırlanması ve SerPK'nın 6'ncı maddesinde yer alan esaslar doğrultusunda Kurulun onayına sunulması gerekmektedir.

Mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nda, halka arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlar bakımından, ihraççı kuruluşların izahname düzenleme zorunluluğu bulunup bulunmadığı konusunda bir netlik bulunmamaktaydı. Zira eSerPK, halka arz halinde izahname düzenleneceğini hüküm altına almakta ancak halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlar bakımından bir düzenleme içermemekteydi. SerPK'da yer verilen bu düzenlemeler sayesinde, eSerPK'dan farklı olarak halka

---

<sup>149</sup> SerPK'nın 7'nci madde gerekçesinde; “Diğer taraftan, izahnamenin tamamının TTSG'de yayımlanma zorunluluğu kaldırılarak halka arz maliyetlerinin azaltılması ve böylece halka açılmaların teşvik edilmesi amaçlanmıştır.” ifadesine yer verilmiştir.

arz edilmeksizin gerçekleştirilecek ihraçlar bakımından ihraç belgesinin düzenleneceği açıkça belirtilmiştir.<sup>150</sup>

İhraç belgesi II-5.1 sayılı tebliğde daha açık bir tanımlaya yer verilmek suretiyle, *Sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belge*” olarak tanımlanmıştır.

Tertip ihraç belgesi ise II-5.1 sayılı tebliğde, *“Kurulca onaylanmış ihraç belgesi kapsamında sermaye piyasası araçlarının farklı zamanlarda satışa sunulan kısmına ilişkin olarak, bunların niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belge”* olarak tanımlanmıştır. Bununla birlikte anılan tebliğin 16’ncı maddesinin 2’nci fıkrası hükmü uyarınca, ihraççı kuruluş tarafından yurt içinde ve halka arz edilmeksizin yapılacak olan satışlarda ihraççı kuruluş tarafından düzenlenen ve ihraç tavanını ihtiva eden ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanmasından sonra, her bir tertip borçlanma aracının satışı için ayrı bir tertip belgesi hazırlanması gerekmektedir. Bu tertip belgesi de, her satış öncesinde Kurulun onayına sunulmalıdır.

#### **2.1.3.2.2.1. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi Hazırlanmasının Esasları**

İzahname yahut tertip ihraç belgesi düzenleyecek olan ihraççı kuruluşun II-5.1 sayılı tebliğin 12’nci maddesinde ifade edildiği şekilde, *“çıkartılacak sermaye piyasası araçlarının nitelikleri ve satış şartları hakkında genel bilgileri içerecek, yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilir şekilde”* bu belgeleri düzenlemesi gerekmektedir. İzahname ile paralel bir şekilde, tebliğ

---

<sup>150</sup> ÇETİN, Nusret/TÖREMİŞ, Hatice Ebru/CANTİMUR, Zeynep, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun Sistemik Analizi, Yetkin Yayınları, Ankara, 2014, s. 33.

hükümlerinde de ihraç belgesinde yer alması gereken unsurların sınırlı bir şekilde belirlenmemiş olduğu görülmektedir.

İhraç belgesi ve izahname gibi belgeler ile amaçlanan hususun kamunun aydınlatılması olduğu göz önünde alındığında, bunun isabetli bir tercih olduğunu söylemek gerekir. Zira bu belgelerde yer alması gereken unsurlar, her bir ihraççı kurum bakımından farklılık gösterecek olduğundan bu belgelerin genel bir tanımlama ile “yatırımcının kararını etkileyebilecek bilgiler” şeklinde ifade edilmesi, bu belgelerin niteliklerinin bir gereğidir. Hiç şüphesiz bu belgelerin, SerPK’nın ihraç belgeleri bakımından 6’ncu maddesi atfı gereği birinci fıkrada belirtilmiş olduğu şekilde, tutarlı, anlaşılabilir ve kurul tarafından belirlenmiş olan standartlara uygun olarak hazırlanması gerekmektedir.

Mevzuat düzenlemeleri bu şekilde olmakla birlikte, SPK’nın kılavuzlarına baktığımızda ihraç belgesi için kullanılacak olan metin formatının, izahname için kullanılacak olan metin formatına göre yalnızca temel belgeleri içerir şekilde oluşturulduğu görülmektedir.<sup>151</sup> Kanaatimizce, mevzuat metninde yer alan “kolaylıkla anlaşılabilir” ifadesi doğrultusunda SPK tarafından metin formatının izahnameye göre oldukça basit ve yalın bir şekilde düzenlenmiş olması muhtemeldir. Bunun nedeninin, halka arz edilmeksizin yapılacak olan satışların tahsisli veya nitelikli yatırımcıya yapılacak satışlar olması, bir başka deyişle yatırım konusunda uzman alıcıların muhatap olmasından kaynaklandığı kanaati değerlendirilebilir.

#### **2.1.3.2.2.2. İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesinin Kurul Onayına Sunulması**

İhraç belgesinin hazırlanmasını gerektiren anılan durumlarda, ihraççı kuruluşlar bu belgeyi hazırlayarak Kurulun onayına sunmakla yükümlüdürler. SerPK’ya göre, Kurul tarafından yapılacak olan bu incelemenin kanunun 6’ncı maddesi kapsamında yer alan esaslara göre gerçekleştirileceği belirtilmiştir. Buna göre,

---

<sup>151</sup> Bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/12>

ihraç belgesinin onaylanması bakımından da izahname bakımından uygulanan esasların izlenmesi söz konusu olacaktır.

Buna göre, izahnamenin Kurul onayına sunulmasına ilişkin olarak yukarıda belirtilmiş olan izahnameye ilişkin esaslar çerçevesinde ihraç belgesinin ve tertip ihraç belgesinin Kurul onayına sunulması gerekecektir. Nitekim II-5.1 sayılı tebliğin 22'nci maddesinin başlığında da bu iki belgenin Kurul onayına sunulmasına ilişkin esasların birlikte düzenlenmiş olduğu görülmektedir.

Bu noktada, farklı olarak tertip ihraç belgesinden ayrıca bahsedilmesinde fayda bulunmaktadır. Zira ihraççı kuruluşlar, düzenleyecekleri ihraç belgesi ile bir yıllık süre içerisinde satmayı planladıkları ihraç tavanını içeren ihraç belgesini Kurul'un onayına sunduktan sonra, ihraç edecekleri her tip borçlanma aracı bakımından ayrı bir tertip ihraç belgesi düzenlemek durumundadırlar. Ancak her seferinde Kurula başvuru yapılmasını gerektiren bu husus, borçlanma araçları piyasasının dinamik yapısına uymadığı açıktır.<sup>152</sup> Bu doğrultuda, II-5.1 sayılı tebliğin 16'nci maddesinde tertip ihraç belgeleri bakımından bir istisna getirilmiş ve ihraç belgesinde belirtilmiş olan ihraç limiti içerisinde kalmak kaydıyla, yurt içinde gerçekleştirilecek olan satışlar bakımından, Kurul tarafından ilgili düzenlemede öngörülmüş olması kaydıyla her bir tertip borçlanma aracının ihracı bakımından Kurula başvuru zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. Buna göre, her bir tertip ihraç bakımından, ihraççı kuruluşun Merkezi Kayıt Kurulu'na başvurmak ve Kurul ücretini ödemek kaydıyla ihracı gerçekleştirilmesi mümkün kılınmıştır.

### **2.1.3.2.3. İzahname ve İhraç Belgesinden Doğan Sorumluluk**

#### **2.1.3.2.3.1. İzahnameden Doğan Sorumluluk**

İzahnameler ve ihraç belgeleri, yatırımcının sağlıklı ve bilinçli bir yatırım yapması bakımından temel vasıta olduğundan bu belgelerin içeriğinde yer alan bilgilerin doğruluğu da şüphesiz son derece önemlidir. Bununla birlikte, Kurul tarafından bu bilgilerin doğruluğunun kontrolü gibi bir mekanizma söz konusu olmadığından, bu

---

<sup>152</sup> ÇATAKOĞLU, Borçlanma Araçları, s. 103.

belgelerde yer alan bilgilere ilişkin olarak doğacak sorumluluğun kapsamının ve sorumlu kişilerin kimler olduğunun net bir şekilde ortaya konulabilmesi önem taşımaktadır.

Burada kastedilen sorumluluğun kapsamının izahname yahut ihraç belgesinin içeriğinin hileli -bilgilerin gerçeği yansıtmaması, yatırımcıların yanlış anlamasına neden olacak yanıltıcı ifadeler içermesi- yahut sahte olmasından doğan sorumluluk olduğunu söylemek doğru olacaktır.<sup>153</sup> Bir başka deyişle, hem bilgilerin doğru bir şekilde iletilmesi hem de yatırımcının kararını etkileyecek bilgilerin iletilmesinin gizlenmemesi gibi iki yönlü düşünülmesi gerekmektedir.

İzahnamede yer alan bilgilerden sorumlu olan kişiler SerPK'nın 10'ncu maddesinde ve II-5.1 sayılı tebliğin 25'nci maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddelere göre, izahnamede yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı yahut eksik olması durumunda ihraççı kuruluşun sorumlu olduğu belirtilmiştir.

Ancak zararın, ihraççı kuruluşun tazmin edilememesi halinde ayrıca lider yetkili kuruluşlar<sup>154</sup>, varsa garantör<sup>155</sup> ve ihraççının yönetim kurulu üyelerinin kusurlarına ve durumun gereklerine göre sorumlu olacakları belirtilmiştir. Bunun yanı sıra ayrıca bağımsız denetim, derecelendirme ve değerlendirme kuruluşu gibi kurumların da izahnameye dayanak teşkil eden raporlardaki bilgilerden sorumlu olduğu ifade edilmiştir. Kanun koyucunun, izahnameye ve dolayısıyla kamunun herhangi bir hataya mahal vermeyecek şekilde aydınlatılmasına verdiği önem sorumlu tutulabilecek kişilerin son derece geniş olarak ve hatta derecelendirilmek suretiyle düzenlenmiş olmasıyla da tespit edilebilmektedir.

---

<sup>153</sup> ÇATAKOĞLU, İzahname, s. 121.

<sup>154</sup> SPK'nın II-5.2. sayılı tebliğinin 28'nci maddesinde; "*Halka arza aracılığın birden fazla yetkili kuruluş tarafından gerçekleştirilmesi durumunda aracılık konsorsiyum sözleşmesinde, yetkili kuruluşlardan en az biri konsorsiyum lideri olarak belirlenir.*" Şeklinde tanımlanmak üzere, lider yetkili kuruluşların tanımlaması yapılmıştır.

<sup>155</sup> MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen, s. 83'de, garantörün sorumluluğunun garantörlük sözleşmelerine dayanması dolayısıyla, mahiyeti gereği sorumluluğunun kusura dayanmayacağını kabul etmektedir.

İzahnamede yer alan bilgilerden asli olarak ihraççı kuruluş sorumlu tutulmuştur. Bununla birlikte ihraççı kuruluştan söz konusu zararın tahsil edilememesi durumunda diğer sorumlu olan kişiler sayılmıştır. Bir başka deyişle, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör, ihraççı kuruluşun yönetim kurulu üyeleri ancak ihraççı kuruluştan ilgili tahsilatın yapılamaması halinde sorumlu olacaklardır.<sup>156</sup>

SerPK düzenlemesi, iki basamaklı bir sorumluluk sistemi oluşturulduğu şeklinde yorumlanmaya müsaittir. Nitekim doktrinde, ihraççı kuruluşun sorumluluğunun kusursuz sorumluluk olduğu kabul eden yazarlar<sup>157</sup> bulunduğu gibi, ihraççı kuruluşun sorumluluğunun kusursuz sorumluluk olarak değerlendirilemeyeceği<sup>158</sup> görüşü de savunulmaktadır. Bizim de katıldığımız kusursuz sorumluluk görüşüne göre SerPK'nın m.10 sistematüğinde, ihraççı kuruluşlardan sonra sorumluluğu bulunan kişilerin kusurundan bahsedilmiş olduğu buna mukabil ihraççı kuruluş bakımından kusur şartının öngörülmemiş olmasının bilinçli bir tercih ile ihraççı kuruluşların kusursuz sorumluluklarının bulunduğunu göstermekte olduğunu ifade edilmektedir. Bunun yanı sıra ayrıca sorumluluğu düzenleyen SerPK'nın 10'ncu maddesinin, menkul kıymetlerin çıkartılması gibi işlemler için hazırlanan belgeleri düzenleyenler için öngörölmüş olan TTK'nın 549'ncu maddesi ile paralel şekilde düzenlendiği belirtilmektedir. TTK'nın 549'ncu maddesinde de anılan belgeleri düzenleyenlerin kusursuz sorumlu olduğu kabul edilmektedir.<sup>159</sup> Dolayısıyla izahnameyi düzenleyen ihraççı ortaklığın da kusursuz sorumluluğunun kabulü gerektiği kanaatindeyiz.

Bununla birlikte, ihraççı kuruluşlardan sonra sayılmış olan ve ikinci derecede yer alan sorumluların ise, SerPK'nın 10'ncu maddesinde ifade edildiği üzere kusura dayalı sorumlulukları bulunmaktadır. Bu kişilerin kusura dayalı sorumluluklarının

---

<sup>156</sup> ÇATAKOĞLU, Borçlanma Araçları, s. 119.

<sup>157</sup> ÜÇİŞİK, Güzin/ÇELİK, Aydın, Anonim Ortaklıklar Hukuku, C.1, Adalet Yayınları, Ankara, 2013, s. 205.

<sup>158</sup> ÇAMOĞLU (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar Hukuku I, s. 391-392.

<sup>159</sup> DİNÇ, Serhan, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluk Halleri, Ankara Barosu Dergisi, 2016/4, s. 166.

bulunmasının yanı sıra ayrıca kanunda “kusurları oranında” denilmek suretiyle TTK ile paralel bir düzenleme benimsenmiş olduğu ve bu kişilerin sorumluluklarının farklılaştırılmış teselsül olarak düzenlenmiş olduğu görülmektedir. Nitekim maddesinin gerekçesinde de baktığımızda, sayılan bu kişilerin sorumluluklarının kusurları oranında ve şirket yönetimindeki somut konuları doğrultusunda olacağı açıkça ifade edilmiştir. Sorumluluğu bulunan kişilerin bireysel indirim sebeplerini dış ilişkide de ileri sürebilmeleri olarak ifade edilebilecek olan bu ilke, TTK düzenlemesi ile yeni bir kavram olarak karşımıza çıkmıştır.<sup>160</sup> Farklılaştırılmış teselsüle göre, kural olarak iç ilişkide ileri sürülebilecek olan kusur oranının dış ilişkide de üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesi ve bu kişilerin tam teselsülden kurtularak yalnızca kendi kusurları doğrultusunda sorumlulukları gündeme gelmesi şeklinde tanımlanabilecektir.<sup>161</sup> TTK’nın bu yeni düzenlemesinde<sup>162</sup> öngörülmüş olan bu ilkenin, gerek TTK ile paralel olması gerekse de hakkaniyet nazarında isabetli olarak kaleme alınmış olduğu kanaatindeyiz.

Bu konuda son olarak zamanaşımı meselesinin de değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır. SerPK’nın “*Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Sorumluluk*” başlıklı 32’nci maddesine göre, bu belgelerden doğan tazminat taleplerinin zararın meydana geldiği tarihten itibaren altı ay içerisinde zamanaşımına uğrayacağı ifade edilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu’nda bu sürenin özel olarak düzenlenmiş olmasının ve bu sürenin de kısa tutulmuş olmasının sebebinin, bu belgelerin hizmet ettiği sektör ve piyasaların hızlı hareket etmesi ile uyumlu olduğu ifade edilmektedir.<sup>163</sup>

---

<sup>160</sup> ÇAMURCU, Emin, Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, XII Levha, İstanbul, 2015, s. 105.

<sup>161</sup> HELVACI, Mehmet, Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013/2, Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu, s. 84.

<sup>162</sup> TTK düzenlemesinde getirilen farklılaştırılmış teselsülün uygulanmasına yönelik eleştiriler için bkz. GÜNEY AKDAĞ, Necla, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008, s. 220.

<sup>163</sup> TURAN, s. 220.

### 2.1.3.2.3.2. İhraç Belgesinden Doğan Sorumluluk

SerPK'nın 10'ncu maddesi ve II-5.1 sayılı tebliğin 25'nci maddesinde yalnızca izahnameye ilişkin sorumluluk düzenlemesine yer verilmiş olmakla birlikte halka arz edilmeksizin yapılan satışlarda düzenlenecek olan ihraç belgesindeki kayıtlar bakımından sorumluluk, SerPK'nın 11'nci maddesinin 3'cü fıkrasında düzenlenmiştir. Bu madde ise SerPK'nın kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumluluğun düzenlendiği genel madde olan 32'nci maddeye atıf yapmakta ve ilgili kişilerin sorumluluğunun 32'nci madde hükmü uyarınca belirleneceği ifadesine yer vermektedir.

SPK'nın II-5.1 sayılı tebliğinin 26'nci maddesinde, “*İzahname, ihraç belgesi, tertip ihraç belgesi ve satışla ilgili diğer kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk için Kanunun 10 uncu, 32 nci ve 63 üncü maddelerinde yer alan hükümler uygulanır.*” İfadesine yer verilmiştir. Bu madde doğrultusunda, ihraç belgesi bakımından da SerPK'nın 10'ncu maddesinin uygulanabileceği bir an için düşünülse dahi, bu durum SerPK'nın 11'nci maddesinin 3'ncü fıkrasının açık hükmü uyarınca mümkün olmayacaktır. Kanaatimizce, özel hüküm mahiyetinde olan SerPK'nın 10'ncu maddesinin genel hüküm mahiyetinde olan 32'nci maddeden ayrı olarak düşünülmesi ve bu nedenle de izahname ve ihraç belgesinden doğan sorumlulukların ayrı düzenlemeler olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.<sup>164</sup>

İhraç belgesi bakımından SerPK'nın 32'nci maddesinin uygulanacağını kabulü ile birlikte bu maddenin de detaylı olarak incelenmesi gerekmektedir. Maddede, “*izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi*” şeklinde sıralanmak suretiyle Kurul tarafından aydınlatma amacıyla öngörülen belgelerden bahsedilmiş olduğu görülmektedir. Madde kapsamında sayılan belgelerin, sınırlayıcı bir şekilde

---

<sup>164</sup> Aynı görüşte; ÇATAKOĞLU, İzahname, s. 121 ve aksi yönde bkz. KARA, Sencer, Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 23, S. 2, 2015, s. 157.

sayılmamış olduğu açık olup 11'nci madde atfı gereğince de ihraç belgesinden doğan sorumlulukta bu madde hükmünün uygulanacağına kabulü gerekir.

Maddeye göre, SerPK'nın 10'ncu maddesi çerçevesinde, bu maddede sayılan kişiler ve kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayan kişilerin veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişilerin bu belgelerde yer alan bilgiler dolayısıyla müteselsilen sorumlu oldukları belirtilmiştir.<sup>165</sup>

Bu noktada önemli olarak tespit edilmesi gereken iki nokta bulunmaktadır. Bu madde kapsamında sayılan sorumlular kimlerdir ve sorumlulukları 10'ncu maddeden farklı olarak mı düzenlenmiştir?

SerPK'nın 32'nci maddesi kapsamında genel bir sorumluluk hali düzenlenmiş olduğundan izahname bakımından sorumlu olanların madde metninde açıkça sıralama yoluyla belirtilmiş olmasından farklı olarak burada kanun koyucunun tercihinin maddede sorumlu olan kişiler bakımından sınırlı bir sayılma yapılmaması yönünde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla burada sınırlı olarak bir sıralama yapılmak suretiyle sorumlulukları bulunan kişilerin açıkça kimler olduğunun belirtilmesinin mümkün olmadığını söylemek doğru olacaktır.

Bununla birlikte kanaatimizce, ihraç belgesinde yer alan yanlış veya hatalı bilgiler dolayısıyla sorumluluğu sayılan kişilerin tabi oldukları sorumluluk rejimi izahnameden farklıdır. Buna göre, bu kişilerin farklılaştırılmış teselsül hükümlerine göre değil SerPK m. 32'de açıkça ifade edildiği şekilde müteselsil sorumlulukları söz konusu olacaktır. Yatırımcı uğramış olduğu zarara ilişkin olarak SerPK'nın 32'nci maddesi kapsamında değerlendirilecek olan sorumlularından yalnız birine tüm zarar bakımından başvurma hakkına sahip olacak daha sonra sorumluluğu

---

<sup>165</sup> Müteselsil sorumluluk/Mutlak teselsül ilkesi esasında, mülga Ticaret Kanunu'nun 336 vd. hükümleri kapsamında, mutlak teselsül ilkesi benimsenmişti. Buna göre, zarar gören kişi sorumlulardan yalnızca birine başvurarak zararın tamamını bir kişiden talep etme hakkına sahipti. Bkz. ÇAMURCU, s. 109 vd.

bulunan kişiler ise, Türk Borçlar Kanunu'nun 62'nci maddesi hükmüne göre, rücu hükümleri uyarınca bu zararı iç ilişkilerinde paylaşacaklardır.

Kanaatimizce, kanun koyucunun izahname bakımından özellikle yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin olarak TTK ile paralel bir düzenlemeye vermek suretiyle farklılaşmış teselsül hükümleri uyarınca sorumlulukların tespit edileceğine ilişkin isabetli düzenlemesinin yanında SerPK'nın 32'nci maddesinin çelişkili ve isabetsiz olduğu kanaatindeyiz. Zira izahname ile ihraç belgesinin arasındaki fark, yukarıda da izah edilmiş olduğu üzere halka arzın yapılıp yapılmadığı noktasındadır. Dolayısıyla korunmakta olan menfaatin her iki durumda da aynı kişi, yatırımcı olduğu düşünüldüğünde bu çelişkili düzenlemelerin bilinçli bir tercih olmadığı kanaatindeyiz. Üstelik halka arz edilmeksizin yapılacak olan satışların, tahsisli veya nitelikli yatırımcıya yapılacak olduğu göz önüne alındığında bu durumda ihraç belgesinin muhatabı olacak olan yatırımcıların uzman kişiler olacaktır. Buna mukabil, halka arz edilerek yapılacak olan satışlarda küçük yatırımcılar, bir başka deyişle uzman olmayan yatırımcıların da alıcı olmaları daha olası olduğundan iki belge arasındaki sorumluluk düzenlemelerindeki farklılığın isabetli olmadığı kanaatindeyiz.<sup>166</sup>

Nitekim 32'nci maddenin gerekçesinde de, izin (liyakat) sisteminden kamuyu aydınlatma sistemine geçilmiş olması nedeniyle, kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olan kişilerin ve tazminat hükümlerinin daha detaylı bir şekilde düzenlenmiş olduğu belirtilmiştir. İzahnamenin de, bu anlamda ihraç belgesinden farklı olmayan bir kamuyu aydınlatma belgesi olduğu düşünüldüğünde bu gerekçenin yetersiz ve düzenlemenin de eksik olduğu kanaatindeyiz.

Her iki belgeden doğan sorumluluğa ilişkin eleştirilerimiz bunlar olmakla birlikte, bir noktada bu belgelerin kapsamaları itibarıyla bu şekilde farklı bir sorumluluk tercihinin gidilmiş olabileceği de düşünülebilir. Zira izahnamede, yukarıda da izah

---

<sup>166</sup> MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen, s. 72'de de "Finansal okur-yazarlık oranının ülkemizde düşük olması da dikkate alınarak yeni sistemde izahnameye bir de özet" kısmı eklenmiştir" denilmek suretiyle, izahnamenin muhatabı olan kişiler bakımından getirilen düzenlemenin isabetliliğine işaret edilmiştir.

edilmiş olduğu üzere olukça detaylı bilgi ve izahlara yer verilmesi beklenmekteyken ihraç belgesinin de, aksi yönde bir o kadar basit ve hiçbir detay içermeyecek şekilde oluşturulması mümkündür. Burada hareketle, izahnamede maddi yahut ileriye dönük değerlendirmeler bakımından hata yapılmasının payı ve ihtimali daha yüksek olabileceği açıktır. Bu nedenle kanun koyucunun, her iki belge arasında bu riski göz önüne alarak sorumluluk bakımından farklı düzenlemeye yer vermiş olabileceği de düşünülebilir. Ancak her halükarda, bu farklı düzenlemelerin yeknesaklık ve tutarlılık bakımından uygun olmadığı kanaatindeyiz.

#### **2.1.4. Merkezi Kayıt Kuruluşu'na Bildirim Zorunluluğu**

Borçlanma Araçları Tebliği'nin 8'nci maddesinde, yurt içinde ve yurt dışında ihraç edilecek olan borçlanma araçlarının, Merkezi Kayıt Kuruluşu ("MKK") nezdinde elektronik ortamda kaydı ve izlenmesi zorunluluğunu düzenlemektedir.

Madde içerisinde ifade edildiği üzere borçlanma araçlarının kayden ihraç edilmesi bir başka deyişle "*kaydileştirilmesi*" zorunludur. Kaydileştirme kavramı iki anlamda kullanılmaktadır. Ünal'a göre kaydileştirme ifadesi dar anlamda, fiziki senet üzerine basılmasından vazgeçilerek elektronik ortamda kayıtların oluşturulmasının sağlanması anlamında kullanılmaktadır. Geniş anlamda ise, ayrıca bu araçlara ilişkin hakların ve hukuki işlemleri de kapsayacak şekilde kullanılmasını ifade etmektedir.<sup>167</sup>

Dar anlamdaki kullanımına baktığımızda, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi gereksiniminde, gelişen finansal piyasaların yer aldığı şüphesizdir. Zira bir yönüyle kıymetli evrak niteliğini de haiz olan borçlanma araçlarının, kıymetli evrakın bir unsuru olan senet unsurunun terk edilerek, elektronik ortamda kaydileştirilerek izlenmesini gerektirmiştir.<sup>168</sup>

---

<sup>167</sup> ÜNAL, s. 23.

<sup>168</sup> YAYLA, Ümit, Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Kaydi Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Bankacılık Dergisi, S. 71, 2009, s. 104.

Nitekim bu doğrultuda Mülga Sermaye Piyasası Kanunu'na, 4487 sayılı Kanun'un<sup>169</sup> 1'nci maddesi ile "*Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*" başlıklı 10/A maddesi eklenmiştir. Mülga kanun döneminde ihdas edilmiş olan bu sistem "*menkul kıymetlerin kaydileştirilmesi*" olarak ifade edilmektedir. Gerçekten mülga kanun döneminde getirilen 4487 sayılı Kanun düzenlemesinin Geçici 6'ncı maddesinde, bu madde yürürlüğe girdikten sonra yapılacak ihraçlarda temsilen senet çıkartılamayacağı ancak bunların Kurul tarafından kayıt altına alınmasının mümkün olduğu düzenlenmiştir.

Kaydi sistem esas olarak sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmiş olmakla birlikte 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile ilk defa bu sisteme ilişkin bir takım düzenlemelere yer verilmiştir.<sup>170</sup>

Halihazırda yürürlükte bulunan SerPK'nın 13'ncü maddesinde de, sermaye piyasası araçlarının fiziken senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayıt edilmek suretiyle ihracının esas olduğu görülmektedir. Kaydileştirme hususuna ilişkin olarak ikincil mevzuat olan SPK'nın II-13.1 sayılı Tebliği'nin<sup>171</sup> 5'nci maddesinde ise, "*Kaydi sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklarla ilgili kayıtlar, MKK tarafından oluşturulan elektronik ortamda MKK üyelerince tutulur*" denilmek suretiyle, bu kaydileştirmenin Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından izleneceği belirtilmiştir.

Bu noktada şunu da belirtmek isteriz ki Manavgat'a göre, izahnamenin onayı ve kayda alınması sistemi kamunun aydınlatılması prensibine dayanmaktadır. Temelinde kamunun aydınlatılması amacı taşımakta olan her iki sistemde de, SPK

---

<sup>169</sup> "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun" R.G. 15.12.1999, S. 4487.

<sup>170</sup> Türk Ticaret Kanunu'nda, kaydi sisteme ilişkin yer alan düzenlemelerin eleştirisi için bkz. ÜNAL, Mücahit, Kaydi Sisteme İlişkin 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nu Beklerken, (10-11-12 Mayıs 2012) Marmara Üniversitesi Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 18, S. 2, 2012, s. 819 vd.

<sup>171</sup> "Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ" R.G. 07.08.2014, S. 29081.

tarafından ekonomik yerindelik incelemesi yapması beklenmeyecektir. SPK yalnızca, izahnamede yer alan bilgilerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü sağlayıp sağlamadığını değerlendirecek, buna mukabil ekonomik sonucunu bir başka deyişle yatırım kararına ilişkin bir onay vermeyecektir.<sup>172</sup>

Nihayet, çalışmamızın konusunu oluşturan ve bir borçlanma aracı olan PDT'ler bakımından da, VII-128.8 sayılı Tebliği'nin 8'nci maddesi kapsamında MKK'ya kayıt zorunluluğu bulunduğu konusunda bir tereddüt bulunmamaktadır. SPK'nın VII-128.8 sayılı Tebliğ'den önce yürürlükte bulunan II-31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nin MKK'ya kayıt zorunluluğunu düzenleyen 8'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında bir istisnaya yer verilerek, Kurul'a yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçlarının kaydı bakımından muafiyet verilmesi bakımından takdir yetkisi verilmiş idi. Ancak yeni düzenleme ile bu muafiyet kaldırılmış ve yurt içinde yahut yurt dışında yapılacak olan tüm ihraçlar bakımından kayıt zorunluluğu öngörülmüştür. Dolayısıyla herhangi bir muafiyet söz konusu olmaksızın, yapılacak olan ihraçlar bakımından MKK'ya kayıt zorunluluğunun daha kati bir şekilde uygulanmasına yönelme bulunduğu söylemek mümkündür.

#### **2.1.5. Tahvil İhracındaki Sınırlamalar**

Başlıca fonksiyonu anonim ortaklıkların ihtiyaç duyduğu fon ihtiyacının karşılanması olan tahvillerin ihracında, özellikle yatırımcıların korunması ve fon talebi ile anonim ortaklığın altından kalkamayacağı bir yükümlülüğe girmesinin engellenmesi amacıyla ihraca ilişkin bir takım sınırlamalar getirilmiştir.<sup>173</sup> Mülga kanunlar döneminde yer verilen sınırlamalara ilişkin getirilen eleştiriler de göz önüne alınarak, mevcut düzenlemelerde tahvil ihracına ilişkin sınırlamalarda farklılıklar getirilmiş olduğu görülmektedir.

Buna göre, çalışmamızın bu kısmında tahvil ihracına ilişkin olarak öncelikle mülga kanun hükümlerinde yer alan düzenlemelere yer verilecek olup akabinde ise mevcut

---

<sup>172</sup> MANAVGAT, Çağlar, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, (T. İş Bankası A.Ş. Vakfı), Ankara, 2016, s. 696.

<sup>173</sup> DOMANIÇ, s. 1381.

durum incelenecektir. Bu şekilde, kanun koyucunun tahvil ihracı bakımından getirmiş olduğu yeni düzenlemeler ile tahvil ihracına ilişkin olarak mülga kanun dönemindeki aksaklıklar tespit edilerek, halihazırdaki durum incelenmiş olacaktır.

### **2.1.5.1. Mülga Mevzuatta Yer Alan Sınırlamalar**

#### **2.1.5.1.1. 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu**

Mülga Türk Ticaret Kanunu'nun tahvil ihracına ilişkin hükümlerine bakıldığında, ihraç bakımından iki farklı sınırlamanın öngörülmüş olduğu ve bu sınırlamalara 421'nci ve 422'nci maddelerde yer verilmiş olduğu görülmektedir.

Getirilen sınırlamalara ilişkin olarak öncelikle eTTK'nın 421'nci maddesi ele alındığında, madde hükmünün “*Çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça ikramiyeli veya ikramiyesiz yenileri çıkartılamaz*” ifadesini içerdiği görülmektedir. Bu maddeye ilişkin olarak öncelikle belirtmek gerekir ki, anılan bu maddenin yorumlanması ve hizmet ettiği amacın gerekliliğine<sup>174</sup> ilişkin olarak doktrinde farklı görüşler bulunmaktadır. Öyle ki 421'nci maddenin, mülga Ticaret Kanunu'nun en çok eleştirilen maddelerinden biri olduğu dahi söylenmektedir.<sup>175</sup>

Buna göre, madde kapsamında yer verilmiş olan ödeme şartına ilişkin olarak farklı yorumlar bulunmaktadır. Maddede yer alan ifadenin anlamı doktrinde daha ziyade, anonim ortaklığın elinde eski ihraçtan kaynaklı satılmamış olan tahviller varsa yeni tahvil çıkartılamayacağı buna karşılık ayrıca tahvillerin itfa şartının aranmayacağı şeklinde kabul edilmiştir.<sup>176</sup> Buna karşılık Hirsch, madde içerisinde yer alan sınırlamayı kanuni lafzi ile kabul etmiş ve ihraç edilen tahvil bedellerinin tamamen

---

<sup>174</sup> İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 438'de “Bu hükmün de hangi amaca hizmet verdiği, hangi çıkarı koruduğu belirgin değildir” şeklinde ifade etmiştir.

<sup>175</sup> TEOMAN, Ömer, Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C.1 1971-1982, Beta, İstanbul, 2000, s. 30.

<sup>176</sup> Tekinalp'e göre “Hüküm iki şekilde yorumlanabilir. Birinci anlama göre; AO'nun elinde eski emisyonundan satılmamış tahvil varsa yeniden tahvil çıkaramaz, yoksa bu tahvillerin itfa edilmemesi şart değildir. İkinci anlam ise; eski tertip borcu (ana para ve faizler) ödenmeden, yani onlar tamamıyla itfa edilmeden, yeni tahvil çıkarılamaz şeklinde ifade edilebilir.” Bu görüş için bkz. TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatifler s. 728.

ödenmeden ikinci tahvilin çıkartılamayacağını belirtmiştir.<sup>177</sup> Arslanlı ise, madde içerisinde yer alan ödeme şartının, evvelce ihraç edilmiş olan tüm tahviller olarak anlaşılması gerektiği ve ihraç edilen tahvillerin bir kısmının ödenmiş olmasının yeni tahvil ihracına imkan tanıdığını ifade etmiştir.<sup>178</sup>

Bu maddeye ilişkin yorum farklılarının yanı sıra ayrıca maddenin ihdas edilmesine yönelik eleştiriler bulunmaktadır. Buna karşılık aksi görüşteki yazarlara göre ise, anonim ortaklıkların krediye duydukları ihtiyaç sebebiyle henüz evvelce ihraç edilmiş olan tahvil bedelleri daha yeni ihraçta bulunmak suretiyle ödenmeksizin yatırımcıların zarar görmesinin engellenmesinin amaçlandığı ve dolayısıyla da ihraççıyı basiretli davranmaya zorladığı ifade edilerek maddeye yönelik getirilen eleştirilere karşı çıkmıştır.<sup>179</sup>

Bunun yanı sıra, sınırlama içeren mülga kanunun 422'nci maddesi<sup>180</sup> "*Anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller, esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz*" ifadesini içermektedir.<sup>181</sup>

Öncelikle belirtmek gerekir ki maddenin anonim ortaklığın hissedarlarının taahhüt etmiş tüm sermaye miktarının ödenmiş olması gerektiği şeklinde anlaşılmalıdır. Nitekim Arslanlı da, anonim ortaklığın tahvil çıkartması için esas sermayesinin tamamının ödenmiş olmasının gerekmediğini ancak ödenmiş

---

<sup>177</sup> HİRŞ, s. 543-544 ve aynı görüşte ANSAY, Tuğrul, Anonim Şirketler Hukuku, Ankara, 1970, s. 241.

<sup>178</sup> ARSLANLI, s. 265.

<sup>179</sup> DOMANIÇ, s. 1380.

<sup>180</sup> 7462 sayılı Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu'nun 3'ncü maddesi ve 86 Sayılı Yatırımlar (Holding) Anonim Şirketine Bazı İstisna ve muafıklar Verilmesine Dair Kanun'un 1'nci maddesi uyarınca bu şirketler, 422'nci madde uygulamasından müstesna tutulmuşlardır.

<sup>181</sup> Maddenin eleştirisine ilişkin olarak bkz. İMREGÜN, Oğuz, Anonim Ortaklıklar, s. 297 ve İMREGÜN, Kara Ticareti, s.438. Yazar daha sonra yayınlanan İMREGÜN, Anonim Ortaklıklar 1989, eserinde, ilk eserinde getirmiş olduğu eleştirileri, sermaye piyasası mevzuatı ve bu mevzuata bağlı olarak bakanlar kurulu kararının yayınlanmış olması sebebiyle yumuşattığını ifade etmektedir.

sermayenin bilançooya göre mevcut olan kısmı ile sınırlandırılmış olduğunu söylemektedir.<sup>182</sup>

Bu doğrultuda, Yargıtay'ın 1975 yılında verdiği kararında da *“bir anonim şirket ödenmiş ve mevcut olan sermayesini aşan bir miktar için tahvil çıkarmak istiyorsa, Apel yolu ile geri kalan taahhütleri yerine getirmek veya sermayesini artırmak zorluğundadır. Bundan başka zarar sebebi ile sermaye azalmış ise bilanço ile belli olan bakiye sermaye miktarı, ihraç edilecek tahvil yekununa esas olur.”*<sup>183</sup> ifadesine yer verilmek suretiyle sermayesinin değerlendirilmesinde, anonim ortaklığın zarar sebebiyle sermayesinin azalmış olması durumunda bu durumun nazara alınması gerektiği yönünde karar tesis edilmiştir.

Sermayenin zarar sebebiyle azalması durumunun yanı sıra ayrıca, Yargıtay'ın 1974 tarihli kararında *“Anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller toplamı esas sermayenin ödenen ve genel kurulca onaylanmış son bilançooya göre varlığı anlaşılan miktarını aşamaz. Bu miktara sermayeye dönüştürülmedikçe yasal veya isteğe bağlı yedek akçeler eklenmez.”*<sup>184</sup> şeklinde ifade edilmiş olduğu üzere, sermayenin ne şekilde nazara alınması gerektiği ve sermayenin yasal yahut yedek akçelerin de hesaba katılması doğrultusunda hesaplanması suretiyle borçlanma sınırının yükseltilmesinin mümkün olmayacağı belirtilmiştir. Anılan bu karar ile borçlanma sınırının bu şekilde yapılacak bir hesaplama ile yükseltilmeye çalışılması engellenmiş olup diğer taraftan ise, kanuni yahut yedek akçelerin sermayeye eklenmesi ve sermayeye dönüştürülmesinin, bir başka deyişle iç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımının da mümkün olduğuna işaret etmiştir.<sup>185</sup>

---

<sup>182</sup> *“Kanunun amir hükmüne binaen tahvil yekunu ödenmiş sermaye ile tahdide uğrar”* şeklinde ifade edilmiştir. Bkz. ARSLANLI, s. 264.

<sup>183</sup> Yargıtay 11. HD. 20.11.1975 tarihli, 1975/4884 E. ve 1975/6596 K. sayılı Kararı (www.kazanci.com).

<sup>184</sup> Yargıtay 11. HD. 01.04.1974 tarihli, 1974/1246 E. ve 1974/1117 K. sayılı Kararı (www.kazanci.com).

<sup>185</sup> Arslanlı da aynı doğrultuda, *“bu miktara, sermayeye kalbedilmedikçe, kanuni veya ihtiyari ihtiyat akçeleri de eklenemez”* şeklinde ifade etmek suretiyle sermayeye eklenmesi suretiyle borçlanma sınırının artırılmasının mümkün olabileceğini ifade etmiştir.

### **2.1.5.1.2. 2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu**

Mülga Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13'ncü maddesinin birinci fıkrasına göre ihraç edilecek olan tahvillerin toplam tutarının "*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 artık fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı*" geçemeyeceği hüküm altına alınmıştır.

Dolayısıyla tahvil ihracında, yukarıda yer verilen eTTK'nın 422'nci maddesinden ve içtihatlardan da farklı bir düzenlemeye yer verilmiş ve borçlanma sınırının belirlenmesinde yedek akçelerin de hesaba katılması gerektiği belirtilmiştir.

Bununla birlikte 13'ncü maddesinin üçüncü fıkrası gereğince ihraç limitine ilişkin olarak Bakanlar Kurulu'na yetki verilmiştir. Bu doğrultuda, söz konusu limitler 2009/15344 sayılı "*Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Karar*" başlıklı Bakanlar Kurulu kararı ile belirlenmiştir.<sup>186</sup>

Bakanlar Kurulu kararının sistematüğinde, halka açık anonim ortaklıklar ile halka açık olmayan anonim ortaklıklara ilişkin şart ve koşullar ayrı olarak belirlenmiştir. Buna göre genel bir ifadeyle halka açık olan anonim ortaklıkların ihraç limiti, öz kaynakları toplamının on katına kadar sınırlandırılmış, halka açık olmayan ortaklıkların ise öz kaynakları toplamının altı katı ile sınırlama getirilmiştir.

### **2.1.5.2. Mevcut Durum**

#### **2.1.5.2.1. Türk Ticaret Kanunu**

Yukarıda izah edilmiş olduğu üzere, mevcut Türk Ticaret Kanunu düzenlemesine kadar doktrinde mülga Ticaret Kanunu'nun sınırlamalarına yönelik eleştiriler bulunmakta olduğu gibi ayrıca eSerPK'nın da yürürlüğe girdiği 1981 yılından

---

<sup>186</sup> Bakanlar Kurulu'nun bu kararı, 03.09.2015 tarih ve 27338 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve daha önce yürürlükte bulunan 14/1/1993 tarihli ve 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan "*Tahvil ve Sermaye Piyasası Aracı Niteliğindeki Diğer Borçlanma Limitlerine Dair Karar*" yürürlükten kaldırılmıştır.

itibaren, Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Bakanlar Kurulu kararı şeklinde farklı mevzuat ve düzenlemeler yer almakta idi.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda anonim şirketlerin ihraç edebilecekleri borçlanma araçlarının limiti TTK'nın 506'ncı maddesinde düzenlenmiştir. Maddeye göre ihraç edilecek borçlanma araçlarının toplam tutarı sermaye ve bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamayacaktır.<sup>187</sup> Madde içerisinde genel kural verilmiş olmakla birlikte devamında, sermaye piyasası ile ilgili mevzuat hükümlerinin saklı olduğu belirtilmiş olduğu görülmektedir. Bir başka deyişle, TTK'da genel mahiyette bir sınır çizilmiş ancak sermaye piyasası mevzuatına da atıf yapılmak suretiyle mülga kanun döneminde var olan karmaşık yapının oluşması engellenmiş ve kanaatimizce isabetli olarak sermaye piyasasının değişken ve dinamik yapısına uygun olarak genel bir kural çizilmeksizin SerPK'ya yönlendirme yapılmıştır.

Bu nedenle mevcut durum bakımından borçlanma araçlarının ihracına ilişkin olarak SerPK'nın ve ikincil mevzuatın detaylı olarak incelemesi daha uygun olacaktır.

#### **2.1.5.2.2. SerPK ve VII-128.8 Sayılı Tebliğ Düzenlemeleri**

Türk Ticaret Kanunu'nun atfıyla, SerPK'nın 31'nci maddesinde borçlanma araçlarının ihraç limitine ilişkin düzenlemeye yer verilmiştir. SerPK'da da, ihraç limiti daha genel ifadeyle belirlenmiş ve ihraç edilecek olan borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının toplam tutarının Kurul tarafından belirlenecek olan limiti aşamayacağı ve Kurul'un da borçlanma aracının ve ihraççının niteliğine göre farklı limitler belirleyebileceği ifade edilmiştir.

SerPK'nın da atfıyla Kurul'a tanınmış olan yetkinin VII-128.8 sayılı tebliğ kapsamında ihraç limiti bakımından sınırlandırılmış olduğu görülmektedir. Buna göre, Tebliğ'in 9'ncü maddesinin 3'ncü fıkrasında ihraç limiti halka açık

---

<sup>187</sup> Moroğlu'na göre; bu madde düzenlemesinde “kanunların bilançooya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonları da toplama katılır” ifadesine yer verilmemiş olması eksik bir düzenlemedir. Maddenin eleştirisi için bkz. MOROĞLU, Değerlendirme ve Öneriler, s. 300.

ortaklıklarda, ihraççı kuruluşun öz kaynak tutarının beş katını, halka kapalı ortaklıklar bakımından ise üç katını aşamayacak şekilde ihraca imkan tanınmıştır.

Tebliğ kapsamında öngörülen ihraç limiti bu olmakla birlikte ayrıca aynı madde içerisinde Kurul'un halka açık anonim ortaklıklar bakımından yapacağı hesaplama ile ilgili olarak da düzenlemelere yer verilmiştir. Tebliğin 9'ncü maddesinin 2'nci fıkrasının (a) bendinde yer verilen düzenlemeye göre halka açık anonim ortaklıkların başvuru tarihlerine göre hangi finansal tabloların esas alınacağı belirlenmiştir. Buna göre, halka açık anonim ortaklıklar bakımından yıllık finansal tabloların yerine Kurulun belirlemiş olduğu finansal tablo ve raporlamalara göre hazırlanmış olan ara dönem finansal tabloların esas alınması söz konusu olacaktır. Bu düzenlemeler kapsamında öngörülmüş olan en güncel finansal tabloların esas alınmasıyla hiç şüphesiz yatırımcının doğru ve eksiksiz olarak aydınlatılabilmesinin amaçlandığı açıktır.

#### **2.1.6. PDT'lerin Satışı**

Yukarıda izah edilmiş olan aşamaların tamamlanmasından sonra, ihraç edilecek olan PDT'lerin satışı aşaması gelmektedir.

Sermaye piyasası araçlarının satışı SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliğinin 4'ncü maddesinde ve SPK'nın II-5.2 sayılı tebliğinin 6'ncı maddesinde yer verildiği şekilde, halka arz suretiyle yahut halka arz edilmeksizin satışı gerçekleştirilebilir.

Bu doğrultuda, bu kısım altında satışa ilişkin şart ve koşulların öncelikle SerPK ve TTK'da yer verilen genel hükümler çerçevesinde incelenmesinde ve akabinde de II-5.2 sayılı tebliğin 6'ncı maddesinde yer verilen ayırım ile paralel olarak, halka arz edilmek suretiyle yapılacak olan satışların ve halka arz edilmeksizin yapılacak ayrı ayrı incelenmesi suretiyle bir değerlendirme yapılmasında fayda olacaktır.

### 2.1.6.1. Genel Hükümler

SerPK'nın sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin 12'nci maddesinde, ihraç olunan payların bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi şartının getirilmiş olduğu görülmektedir.

İhraç edilen borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olarak ödenmesi gerekliliği, eSerPK'nın 7'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında da ifade edilmiş ve aynı düzenleme SerPK'nın 12'nci maddesinde de korunarak hükme bağlanmıştır. Ancak SerPK düzenlemesinde, TTK ve eSerPK'dan farklı olarak, nakit olarak ödenmesi gerekliliğine ilişkin bir istisna getirilmiş ve Kurul'a pay bedellerinin nakden ödenmesinin zorunlu olmadığı durumları belirleme yetkisi tanınmıştır.<sup>188</sup>

Bununla birlikte, SerPK'nın 12'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında ayrıca, sermaye piyasası araçlarının satışı esnasında teslim şartı öngörülmüştür.

### 2.1.6.2. Halka arz edilerek yapılacak satışlar

Halka arz edilerek yapılacak satışlar hem birinci hem de ikinci el piyasalarında uygulama alanı bulan, daha ziyade atıl duran tasarrufların değerlendirilmesini sağlaması nedeniyle küçük yatırımcıya da hitap eden bir satış yöntemidir.<sup>189</sup>

Halka arz suretiyle yapılacak olan satışlara ilişkin esaslar ve yöntemler II-5.2 sayılı tebliğinde detaylı olarak düzenlenmiştir. Satış yöntemleri ise tebliğin 13'ncü maddesinde belirlenmiştir. Buna göre, sermaye piyasası araçlarının (i) talep toplama yoluyla satış, (ii) talep toplanmaksızın satış ve (iii) borsada satış yönetimi olmak üç farklı yöntemde gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir. Bu yöntemlerin detaylı olarak irdelenmesi, çalışma konumuzun kapsamına dahil olmadığından,

---

<sup>188</sup> Bkz. 12'nci madde gerekçesinde de "İhraç edilen pay bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi şartı bu Kanunda da korunmuş olmakla birlikte, yeni eklenen hüküm ile Kurul'a pay bedellerinin nakden ödenmesinin zorunlu olmadığı hâlleri belirleme yetkisi verilmiştir." şeklinde ifade edilmiştir.

<sup>189</sup> AYOĞLU, s. 55-56.

burada yalnızca bu yöntemler zikredilecek ancak detaylı bir incelemeye yer verilmeyecektir.

Bu noktada, yetkili kuruluş kullanma zorunluluğunun yalnızca halka arz suretiyle yapılacak satışlara ilişkin olarak mı öngörülmüş olduğunun da tespit edilmesi gerekmektedir. Zira mülga Seri: II, No: 22 sayılı tebliğin 12'nci maddesinin birinci fıkrasında "*Halka arz edilen borçlanma araçlarının satışının, bunlara ilişkin anapara, faiz ödemesi ve benzeri yükümlülüklerin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur.*" denilmek suretiyle halka arz suretiyle yapılacak olan satışların ve sair yükümlülüklerin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Buna karşılık, mülga II-31.1 ve halihazırda yürürlükte bulunan VII-128.8 sayılı tebliğde ise, yetkili kuruluş kullanma zorunluluğu belirtilmemiş ancak PDT'lerin itfası bakımından; PDT sahibinin talebine bağlı olarak yapılacak olan dönüştürme işlemlerinin satışın halka arz içerip içermediği hususunda herhangi bir ayırım gözetilmeksizin yetkili kuruluş vasıtasıyla yapılması gereken işlemlere yer verilmiştir.

Tebliğlerin bu sistematüğinden yola çıkılarak; yalnızca itfaya ilişkin yöntemler bakımından halka arz olup olmadığına bakılmaksızın yetkili kuruluş kullanma zorunluluğu bulunduğunu buna mukabil, halka arz edilmeksizin ile yapılacak olan satışlar bakımından yetkili kuruluş kullanılması zorunluluğunun bulunmadığının kabulü gerekmektedir.<sup>190</sup> Nitekim SPK'nın II-5.1 sayılı tebliğinin sistematüğüne bakıldığında da, yetkili kuruluşlara ilişkin düzenlemelerin halka arz suretiyle yapılacak olan satışlar bakımından yer verilmiş olduğu görülmektedir.<sup>191</sup>

### **2.1.6.3. Halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar**

SPK'nın II-5.2 sayılı tebliğinin 6'ncı maddesinde, halka arz edilmeksizin yapılacak satışların (i) tahsisli olarak veya (ii) nitelikli yatırımcılara satış şeklinde olabileceği

---

<sup>190</sup> Bkz. aynı görüşte; AYDOĞAN, Gökhan, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, Ankara, 2013, s. 83.

<sup>191</sup> Yetkili kuruluşlar hakkında ayrıntılı izah için bkz. bölüm (1.3.3)

belirtilmiştir. Bu iki satış yönteminin ortak özelliği, halka arz olmaksızın satışın gerçekleştirilmesi olup farklılaştıkları nokta ise; alıcıların satış yapılan yatırımcının niteliği ve satış yapılmadan önce bilinmesidir.<sup>192</sup>

Halka arz edilmeksizin yapılacak olan satışlar bakımından II-5.2 sayılı tebliğin 7'nci maddesinde hem tahsisli hem de nitelikli yatırımcılara ilişkin genel hükümlere ve düzenlemeye yer verilmiş olup tahsisli satışlara ilişkin özel hükümler ise, anılan tebliğin 8'nci maddesinde, nitelikli yatırımcıya özel satışlar ise, 9'ncü maddede özel olarak düzenlenmiştir.

Her iki satış bakımından da öngörülen ortak hükümlerden biri de, II-5.2 sayılı tebliğin 11'nci maddesinde öngörülen satış süreleridir. Bu maddeye göre pay senedi haricindeki borçlanma araçlarının satışına ihraç belgesinin ilan edildiği takip eden iş gününde başlanması mümkün kılınmıştır.

Bu tebliğ sistematigi kapsamında, aşağıda nitelikli yatırımcıya satışlar ve tahsisli satışlar ayrı başlıklar altında incelenecektir.

#### **2.1.6.3.1. Nitelikli Yatırımcıya Satış**

Nitelikli yatırımcı kavramı SPK'nın II-5.2 sayılı tebliğinde tanımlanmıştır. Tanımlamaya göre, nitelikli yatırımcılar "*Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler*" olarak ifade edilmiştir. Tanımlamada yer alan profesyonel müşteri kavramı ise, SPK'nın III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nde<sup>193</sup> ayrıca tanımlanmıştır. Anılan tebliğin 31'nci maddesi hükmüne göre, kendi yatırım kararlarını ve risklerini değerlendirebilecek ve bunların kararlarını verebilecek müşteriler, profesyonel müşteriler olarak tanımlanmış ve madde içerisinde bu müşteriler tarafından sağlanması gereken nitelikler sayılmıştır.

---

<sup>192</sup> MANAVGAT, s. 550.

<sup>193</sup> R.G. 17.12.2013 ve S. 28854.

Tebliğin 9'ncu maddesinin ikinci fıkrasına göre, yatırımcının nitelikli yatırımcı olup olmadığına ilişkin bilginin MKK üyesi yatırım kuruluşları tarafından Merkezi Kaydi Sistem'de ("MKS") kayıt altına alınması zorunluluğu bulunmaktadır. Nitelikli yatırımcının, anılan profesyonel müşteri niteliklerini daimi olarak sağlaması gerekmekte olup bu nitelikleri kaybetmesi halinde ise nitelikli yatırımcı özelliğini kaybettiği kabul edilmektedir.

Nitelikli yatırımcılara yapılacak satışlarda da, aşağıda tahsisli satışlarda detaylı olarak izah edilecek olan beyan belgesinin imzalanması gerekmektedir. Ancak bu zorunluluk yalnızca MKK kaydı bulunmayan nitelikli yatırımcılar bakımından kabul edilmektedir. Zira, evvelce kabul edilerek kayıt altına alınmış olan yatırımcıların beyan belgesi içeriğinde yer alan bilgileri bildikleri kabul edilmektedir.<sup>194</sup>

#### **2.1.6.3.2. Tahsisli Satışlar**

Tahsisli satışlarda, alıcılar önceden belirlenmekte ve paylar da herhangi bir şekilde özel bir nitelik arz etmeyen yatırımcılara satılmaktadır. Dolayısıyla bu satışlar, ortaklığa bir finansman, fon aktarımı da sağlamakta olduğundan, satış işlemi ile birlikte aynı zamanda bir finansman yöntemi olarak da anlam kazanmaktadır.<sup>195</sup>

Tahsisli olarak yapılacak satışlarda, içeriği Kurul tarafından belirlenecek bir beyanın yatırımcılar tarafından imzalanması gerekliliği öngörülmüştür. Bu beyanın içeriğinde, bahse konu sermaye piyasası aracının risklerinin ve yatırımcının bu riskleri kabul ettiğinin belirtilmesi gerekmektedir. Bu çalışmanın yazıldığı dönemde, SPK tarafından hazırlanmış olan beyan belgesi incelendiğinde, on bir maddeden oluşan bu yatırımcı beyanında genel itibariyle (i) ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanmasının herhangi bir tekeffül anlamına gelmediği, (ii) yatırımcının, sermaye piyasası araçlarının devlet güvencesi altında olmadığı ve yatırım riskleri bulunduğunu kabul ettiği, (iii) ihraççı şirketin mali durumunda olası

---

<sup>194</sup> ADIGÜZEL, Burak, Sermaye Piyasası Hukuku, Adalet Yayınları, 2017, s. 46.

<sup>195</sup> MANAVGAT, s. 551.

bir bozulma olduğunda ve yükümlülüklerini yerine getiremediği durumda Kurulun herhangi bir sorumluluğu bulunmayacağı ve sair mevzuat hükümleri çerçevesinde hak talebinde bulunabileceği hususlarının belirtilmiş olduğu görülmektedir.<sup>196</sup> Bu belge her ne kadar beyan olarak ifade edilmiş olsa da, içerdiği hükümler itibariyle ayrıca taahhütname metni mahiyetindedir.

Manavgat'a göre sermaye piyasası araçlarının risklerine ilişkin olarak alınacak olan bu beyanda hedeflenen husus, yatırımcıda riskler konusunda bir farkındalık yaratmayı hedeflemektedir.<sup>197</sup> Yatırımcılar tarafından imzalanması öngörülen bu beyan, yukarıda belirtilmiş olan ve tarihsel süreç içerisinde liyakat sisteminin terk edilerek kamuyu aydınlatma sistemine doğru geçiş dolayısıyla düzenlenmiş olsa da son derece geniş ifadeler içeren ve taahhütname mahiyetinde bir evrakın bürokratik ve yatırımcı bakımından şüpheyle yaklaşmasına mahal verecek nitelikte olduğu kanaatindeyiz. Zira, gerek SerPK gerekse de ikincil mevzuatta yer alan hükümler bir bütün olarak değerlendirildiğinde, Kurulun beyan metninde ifade edilmiş olduğu üzere yatırımcılara yönelik herhangi bir sorumluluğunun bulunmadığı hususu tespit edilebilmektedir.

Anılan tebliğde ayrıca, tahsisli satışlar bakımından yatırımcı sayısının yüz elli kişiyi geçmemesi gerektiği yönünde bir düzenlemeye yer verilmiştir. Söz konusu kontrolün, günlük olarak gerçekleştirileceği ve “*International Securities Identification Number*” (“*ISIN*”) kodu vasıtasıyla yapılacağı belirtilmiştir. Anılan Tebliğ'in 8'nci maddesinin 3'ncü fıkrasında, tahsisli olarak satılmış olan sermaye piyasası araçlarını elinde bulunduran kişilerin sayısının yüz elli kişiyi aşması durumunda bu hususun MKK tarafından, Kurula ve ihraççı kuruluşa bildirileceği ve ihraççı kuruluşun da bildirim tarihinden itibaren yirmi gün içerisinde izahname hazırlayarak Kurul onayına sunması gerekliliği belirtilmiştir. Bununla birlikte ihraççı şirket, sermaye piyasası aracının borsada işlem görmesi amacıyla borsaya da başvuruda bulunacaktır. Bu maddenin ihdas ettiği düzenlemeler, II-5.2 sayılı

---

<sup>196</sup> <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/14>

<sup>197</sup> MANAVGAT, s. 554.

tebliğin tasarı aşamasında değerlendirilmiş ve maddenin taslak halinde yer alan ve izahname düzenlenmesi için tanınan on günlük sürenin kısalığı ile geçici bir süre ile dahi olsa sayının aşılması halinde izahname hazırlama yükümlülüğünün ağır bir yükümlülük olduğu ifade edilmiştir.<sup>198</sup> Netice itibarıyla anılan süre, tasarıdan farklı olarak yürürlükteki düzenleme ile yirmi gün olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte, bizim de katıldığımız görüşe göre, ihraççı şirketin kısa bir süre ile dahi olsa sayı sınırını aşması halinde bu şekilde bir yükümlülüğün öngörülmesi uygun değildir. Kaldı ki, madde düzenlemesinde yer alan “*belirli bir anda elinde bulunduran*” ifadesinin de çok geniş ve belirsiz bir zaman aralığına işaret ettiği kanaatindeyiz.

## 2.2. Paya Dönüştürülebilir Tahvillerin İtfası

Aynı zamanda bir borçlanma aracı olan PDT’lerin itfası, klasik anlamdaki borçlanma araçlarının itfasından farklıdır. Klasik anlamdaki borçlanma araçlarının itfası, borçlanma aracına ilişkin olarak düzenlenen izahnamede belirtilen şart ve koşullarda vade tarihinde yahut vadesinden önce ihraççı kuruluş tarafından ödenmesidir. PDT ve benzer mahiyette olan DET’lerde ise, ihraç edilmiş olan borçlanma araçlarının klasik tahviller gibi ödemesi yapılmakta yahut bu borçlanma araçlarının ihraççı kuruluşun paylarına dönüştürülmesi veya değiştirilmesi ihtimali gündeme gelmektedir.<sup>199</sup>

Bu doğrultuda, genel olarak borçlanma araçlarına ilişkin genel hükümler içeren VII-128.8 sayılı tebliğde, PDT’lere ilişkin esaslara dördüncü bölüm altında yer verilmiş ve bu bölümde dönüştürme ve itfaya işlemlerinin şart ve koşullar düzenlenmiştir.

---

<sup>198</sup> Örneğin TÜSİAD’ın ilgili düzenlemeye ilişkin görüşü “On işgünü içinde izahnamenin hazırlanması, özellikle bağımsız denetim gerekmesi halinde mümkün görünmemektedir. Ayrıca izahname hazırlanmasında aracı kuruluş gerekliliği anlaşılmamaktadır. Diğer taraftan geçici süre ile 150 kişilik sınırın aşılması halinde izahname hazırlamak gibi ciddi bir yük olacaktır. Bir ay boyunca sürekli 150’nin üzerinde olması gibi bir kısıt aranabilir. Diğer taraftan, ihraççıya esnek hareket imkanı tanımak için sayının 150’nin altına düşürülebilmesi için sermaye piyasası araçlarını satın alabilmesi için bir süre tanımlanabilir.” Şeklinde ifade edilmiştir. (tusiad.org/tr/abdnetwork/item/download/5995\_03352a8f77f1d42b0691ce91ec4ff69f).

<sup>199</sup> ÇATAKOĞLU, Borçlanma Araçları, s. 136.

Tebliğin genel sistematiğine baktığımızda, itfaya ilişkin genel şart ve koşullar 17'nci maddede düzenlenmiş olduğu, devamında yer alan hükümlerde ise, dönüştürme fiyat ve oranın nasıl belirleneceğine, PDT'lerin itfasının hangi şekillerde olabileceğine ve bu itfa şekillerine göre hangi usul ve koşulların izlenmesi gerektiğine yer verilmiştir.

### **2.2.1. Genel İlkeler**

Tebliğ sistematiğinde devam ettiğimizde, ilk olarak PDT'lerin vadesinin düzenlenmiş olduğu görülmektedir. Buna göre m.17/1 hükmü uyarınca, PDT'nin vadesi 365 günden az olamayacaktır. Bununla birlikte, PDT'lerin dönüştürme işlemi de ancak vade tarihinden itibaren 365 gün içerisinde yapılabilecektir.

Diğer bir düzenlemeye ise, m.17/3'de yer verilmiştir. Buna göre, PDT'lerin paya dönüştürülmesi işlemi, PDT'nin nominal değeri üzerinden gerçekleştirilecektir. Şu kadar ki, izahname yahut ihraç belgesinde yer verilmesi kaydıyla dönüştürme tarihine kadar ödenecek olan faiz tutarının da nominal değere eklenmesi suretiyle dönüştürme işleminin gerçekleştirilmesi mümkündür. Kanaatimizce bu madde düzenlemesi oldukça önemlidir. Zira bu düzenlemeyle, dönüştürme işleminde ana para alacağını paya dönüştüren PDT sahibinin ayrıca işlemiş olan faiz tutarının nominal değere eklenmesi suretiyle daha fazla oranda pay sahibi olmasına imkan tanınmıştır. Elbette bu hususun taraflar arasında evvelce öngörülmüş olması ve bunun da izahname yahut ihraç belgesinde kayıt altına alınmış olması da esas olacaktır.

Tebliğin m.17/5 düzenlemesinde, halka arz edilmek suretiyle gerçekleştirilecek olan satışlara ilişkin olarak özel bir düzenlemeye yer verilmiştir. Buna göre kayıtlı ortaklığın; (i) paylarının borsada işlem görmesi, (ii) kayıtlı sermaye sisteminde olması ve (iii) yönetim kurulunun pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını sınırlandırma yetkisinin, ortaklığın esas sözleşmesinde yetkilendirilmiş olması koşulları aranmaktadır. Halka açık anonim ortaklıklar için öngörülen, özellikle rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kayıtlı sermaye sistemine ilişkin koşulların; halka arzda özellikle sayıca fazla olabilecek - sayıcı fazla olabilecek bu

yatırımcıların ayrıca uzman olmayan küçük yatırımcılardan oluşma ihtimali- PDT sahiplerinin, dönüştürme taleplerinin pratik bir şekilde karşılanabilmesi ve dönüştürme haklarının güvence altına alınması maksadıyla öngörülmüş olduğu kanaatindeyiz.

Genel kaideler çerçevesinde son olarak belirtmek isteriz ki, dönüştürme talebinin karşılanmasındaki genel kural ise tebliğin m.19/3 hükmünde düzenlenmiştir. Buna göre dönüştürme talebi ortaklık nezdinde gerçekleştirilecek sermaye artırımını suretiyle karşılanacaktır. Bir başka deyişle, halka açık olan ve halka açık olmayan anonim ortaklıklar, PDT sahiplerinin dönüştürme taleplerini ortaklık nezdinde gerçekleştirecekleri sermaye artırımını ile yerine getirmeleri esastır.

Halka açık anonim ortaklıklar sermaye artırımını SPK'nın düzenlemelerinde yer alan esaslar çerçevesinde şarta bağlı sermaye artırımıyla gerçekleştirebilecekleri gibi diğer sermaye artırım usullerini de tercih edebileceklerdir. Halka açık olmayan anonim ortaklıklarda ise şarta bağlı sermaye artırımının uygulanması halinde TTK hükümlerinin esas alınması gerekecektir.

Sermaye artırımını genel kaide olmakla birlikte, itfanın vade tarihinden önce (i) ortaklık talebi ile yahut (ii) PDT sahibinin talebi ile gerçekleştirilmesi halinde ise, sermaye artırımını yapılmadan da dönüştürme hakkının sağlanması mümkün olacaktır.

### **2.2.2. Dönüştürme Fiyatı ve Dönüştürme Oranı**

Tebliğ düzenlemesinde, dönüştürme fiyatı "*PDT sahiplerine sahip oldukları tahviller karşılığında verilecek paylar için esas alınacak fiyat*" olarak tanımlanmıştır. Dönüştürme oranı ise, "*dönüştürme sırasında PDT'nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısı*" olarak ifade edilmiştir. Bununla birlikte, halka arz edilecek PDT'lerin dönüştürme oranına ilişkin raporun izahnamenin Kurula gönderilmesi aşamasında düzenlenmesi gerektiği belirtilmiştir.

Bir örnekle izah etmek gerekir ise, ortaklık tarafından 50,-TL bedelli, 5 yıl vadeli bir PDT ihraç edildiğinde ayrıca dönüştürme oranının da belirlenmesi gerekmektedir. Tebliğ tanımlamasına göre 50,-TL nominal bedelli 1 adet tahvile karşı ortaklığın 5 adet pay vereceğini belirtmesi, dönüştürme oranının 5 olduğunu gösterecektir. Dönüştürme fiyatı ise, bu orana göre belirlenecek olup Tebliğde yer verilen tanımlamaya göre 50,-TL bedelli tahvile karşı 5 adet hisse verilmesi bize ortaklığın dönüştürme fiyatının 10,-TL olduğunu gösterecektir. Bir başka deyişle, dönüştürme oranı, PDT sayesinde ortaklıktan elde edebileceği pay sayısı olarak tanımlanabileceği gibi, belirlenen dönüştürme fiyatının PDT'nin birim değerine bölünmesi suretiyle hesaplanabilir.<sup>200</sup>

Tebliğde de yer aldığı üzere, tahvil ihracı esnasında ortaklık tarafından bir dönüştürme oranı belirlenmesi gerekmektedir.

#### **2.2.2.1. Ortaklık Hisselerinde Meydana Gelen Değişiklikler**

Dönüştürme oran ve fiyatlarına ilişkin olarak ilk akla gelebilecek olan husus, vade içerisinde ortaklığın hisse değerinin beklentilerden farklı ve öngörülebilir olmayan bir şekilde yükselmesi ihtimalinde yatırımcının dönüştürme hakkını kullanması halinde elde edeceği kazancın makul olup olmayacağıdır. Bir başka deyişle, ihraççı ortaklık bu gibi bir riske katlanmak yükümlülüğünde midir?

Her ne kadar, PDT'lerin asıl amacı özellikle henüz erken safhada olan ortaklıkların ileride hisselerinin değerlendirilmesi neticesinde elde edilecek olan kar olsa da bazı durumlarda beklentilerin çok üzerinde seyreden durumlarda bu durumun taraflar arasında ve dolayısıyla da piyasa bazında haksız bir dengesizlik yaratabileceği kanaatindeyiz.

Bu konuda Tebliğin 18'nci maddesinin 6'ncı fıkrasında, vade içerisinde ortaklık nezdinde sermaye artırımını, kar payı ödemesi ve benzeri nedenlerle pay fiyatını etkileyen işlemler olması durumunda, dönüştürme oranının belirlenmesinde

---

<sup>200</sup> SARAÇ, s. 107.

düzeltilmiş fiyatların esas alınacağı belirtilmiş ve hesaplanan oranın da ortaklık tarafından KAP’da özel durum açıklaması suretiyle duyurulacağı belirtilmiştir.

Kanaatimizce, tebliğde yer alan bu hüküm daha ziyade ortaklık nezdinde yatırımcının kararını etkileyebilecek mahiyetteki pay fiyatındaki değişikliklere ilişkindir. Nitekim ortaklık nezdinde sermaye artırımını gerçekleştirilmesi neticesinde, dönüştürme oranının çok düşük kalması söz konusu olabileceği gibi kar payı ödemesi nedeniyle de PDT sahibinin ileride ortak olması durumunda elde etmeyi hedeflediği kar payından mahrum kalması sonucu doğacaktır. Bu nedenle, maddede sayılan bu yöndeki durumlara rağmen, “benzeri nedenler” ifadesinin, şirketin hisselerindeki değer artışı olmayacağı kanaatindeyiz. Zira PDT’lerin hizmet ettiği amaç da bir yönüyle, vade tarihinde ortaklığın hisselerinde meydana gelebilecek karlılıktan istifade etmektir. Bir başka deyişle, şirketin ihtiyacı anında yanında olan yatırımcının en başta gelen beklentilerinden biri de şirket nezdinde meydana gelebilecek olası karlılığından faydalanmaktır.

#### **2.2.2.2. Dönüştürme Fiyat ve Oranına İlişkin Olarak, İzahname yahut İhraç Belgesine Eklenebilecek Hükümler**

PDT sahipleri ve ortaklık, ihraç öncesinde PDT’lerin dönüştürme oran ve fiyatlarına ilişkin olarak özel şart ve koşullar öngörmek isteyebilirler. Örneğin, ortaklık ihraç işlemi gerçekleştirirken, dönüştürme anında şirketin değerlemesinin yapılarak, “dönüştürme fiyatının belirlenmesi bakımından beher hisse senedi için belirlenecek olan değer %20 daha altında hisse senedi değeri esas alınacaktır” yahut “ilk yılda bir tahvilin 10, ikinci yılda 7, üçüncü yılda 5 pay senedine dönüştürülmesi”<sup>201</sup> gibi sabit olmayan yahut ileride gerçekleşecek durumlara bağlı bir dönüştürme sistemi belirleme isteyebilir.

Tebliğ düzenlemesine baktığımızda, dönüştürme fiyat yahut oranının sabit bir oran yahut sabit bir fiyat şeklinde belirlenmesi gerektiğine ilişkin açık bir düzenlemeye yer verilmemiş olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda ve İmregün’e göre de, pay

---

<sup>201</sup> SARAÇ, s. 107.

senetleri ile değişim yapılması bakımından mutlaka eşit nominal bir değer belirlenmesinin zorunlu olmadığı, belirli bir süre iki tahvile bir pay senedi ve bu süreyi izleyen belli bir süre üç tahvile bir pay senedi vermek gibi değiştirmenin kademeli olarak belirlenmesinin mümkün olduğu söylenebilir.<sup>202</sup>

Bu doğrultuda, kanaatimizce taraflar arasında dönüştürme fiyat yahut oranının sabit bir değere endeksleme olmaksızın belirlenmesi mümkün olacaktır.

### **2.2.3. PDT'lerde Vade Tarihinde veya Vade Tarihinden Önce İtfa**

PDT'lerin itfa süreçlerine ilişkin olarak mülga Seri: II, No: 22 sayılı tebliğ düzenlemelerine baktığımızda, tahvillerin itfasının 28'nci maddede düzenlenmiş olduğu ve bu maddede tahvillerin vade bitiminde bir defada yahut vade içerisinde taksitler halinde ödenebileceğinin ifade edilmiş olduğu görölmektedir. Anılan maddenin devamında ise, tahvillerin ihraççının yahut tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak erken itfasının mümkün olduğu hüküm altına alınmıştır. Bu tebliğin 28'nci maddesine göre, PDT'lerin taksitli olarak itfa edilmesi durumunda buna ilişkin esaslara izahname ve sirkülerde yer verilmesi gerekmektedir..

SPK'nın mülga II-31.1 sayılı tebliğ düzenlemesinde ise PDT'lerin itfasının (i) vade tarihinde itfa, (ii) vade tarihinden önce itfa olmak üzere iki başlık altında toplandığı görölmektedir. Aynı tebliğe göre, vade tarihinden önce yapılacak olan itfalarda üç başlıkta toplanmıştır. Buna göre vade tarihinden önce, (i) itfa planına bağlı olarak, (ii) ortaklığın talebine bağlı olarak ve (iii) PDT sahibinin talebine bağlı olarak PDT'lerin paylara dönüştürölmek suretiyle itfası mümkün kılınmıştır. Nihayet halihazırda yürürlükte bulunan VII-128.8 sayılı tebliğin 19'ncü maddesine baktığımızda da, II-31.1 sayılı tebliğ ile aynı sistematiğe yer verilmiş görölmektedir.

Nihayet Seri: II, No:22 ile aynı paralelde düzenlemeler içermekte olsa da, son iki tebliğ sistematiğinde, vade tarihinden önce ve vade tarihinde olmak suretiyle

---

<sup>202</sup> İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 448.

yapılan ayırımın, sistematik olarak anlaşılmaya daha elverişli olduğu kanaatindeyiz. Bu nedenle çalışmamızın aşağıda yer alan kısmında, vade tarihinden önce gerçekleştirilebilecek olan itfaya ilişkin hükümler tebliğ sistematigi doğrultusunda aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

### **2.2.3.1. İtfa Planına Bağlı Olarak Vade Tarihinden Önce İtfa**

PDT'lerin vade tarihi bitiminde tek seferde değil, ancak taksitler halinde dönüştürülmesi durumunda, son taksitinin PDT'nin vade tarihine denk gelecek şekilde belirlenmesi kaydıyla, itfa planına bağlı olarak dönüştürülmesi mümkündür.

Kurul'un mülga Seri: II, No: 22 sayılı tebliğ düzenlemesinde, halka arz edilecek tahvillerde itfa planına izahname ve sirkülerde yer verilmesi zorunluluğu düzenlenmiştir (m. 28/2). Bu husus her ne kadar, halihazırda yürürlükte bulunan tebliğde açıkça belirtilmemiş olsa da 23'ncü maddenin 2'nci fıkrasının atfıyla, Tebliğ'in üçüncü bölümünde yer alan erken itfa edilebilir tahvillere ilişkin 15'nci madde hükmü uyarınca erken itfaya ilişkin esaslara izahnamede veya ihraç belgesinde yer verilmesi zorunludur.

#### **2.2.3.1.1. Önceden Talep Toplamaksızın**

Kurul'un VII-128.8 sayılı tebliğ uyarınca, itfa planına bağlı olarak yapılacak dönüştürme işlemine iki farklı usul belirlenmiştir. Buna göre ortaklığın ilk olarak PDT tutarı karşılığında verilmesi gereken payı temsil eden tutarda sermaye artırımını yapması ve daha sonrasında bu payları dönüştürmek üzere PDT sahiplerine teklifte bulunması mümkündür.

Bu durumda, ilk olarak gerçekleştirilecek olan işlem ortaklığın sermaye artırımını gerçekleştirmesi olacaktır. Daha sonrasında ise, ortaklık tarafından yeni ihraç edilen bu paylar tahvil sahiplerine sunulur. Tebliğin m.20/2-(a) düzenlemesine göre dönüştürme için tahvil sahiplerine sunulacak olan sürenin on işgünü aşmaması gerekmektedir. Bu süre içerisinde, tahvil sahipleri tarafından dönüştürme hakkı

kullanılabilir yahut bu yönde herhangi bir talepte bulunulmaması ve tahvil sahiplerinin sessiz kalması durumunda, dönüştürme hakkının kullanılmadığı kabul edilir ve ortaklık tarafından PDT bedellerinin nakden ödemesi gerçekleştirilir.

Şüphesiz bu yöntemde ilk akla gelecek olan husus, ortaklık tarafından ihraç edilen ancak dönüştürmeye tabi tutulmayan payların ne olacağıdır. Tebliğin 20'nci maddesinde, bu durum açıkça düzenlenmiş ve paylarla değiştirilmeyen PDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan payların iptal edileceği hüküm altına alınmıştır.<sup>203</sup>

Ancak bu usulün tercih edilmesi güçtür. Zira buna göre, ortaklık tarafından bir beklentiye dayalı olarak sermaye artırım işlemi gerçekleştirilmekte ve neticesinde de hedeflenen amaca ulaşamaması ihtimali gündeme gelmektedir. Bu durum ortaklık bakımından hem katlanılan işlemler nedeniyle olacağından olumsuz karşılanabilecektir.<sup>204</sup>

#### **2.2.3.1.2. Önce Talep Toplamak Suretiyle**

Tebliğe göre, ortaklığın önce talep toplamak suretiyle dönüştürme usulünün izlenmesi halinde, talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az on beş gün önce KAP'da açıklama yapılmalı ve bu başvuruda dönüştürmeye ilişkin esaslar, başvuru yerleri ve talep toplama tarihleri belirtilmelidir. Tebliğ hükmü uyarınca, talep toplama süresinin on günü geçecek şekilde belirlenmesi mümkün değildir.

Talep toplama süresinin sonunda, dönüştürme talebinde bulunan PDT sahiplerine verilecek miktarda pay sayısını temsil eden tutarda, ortaklık nezdinde sermaye artırımını gerçekleştirilir. Bununla birlikte, ortaklığın belirteceği süre içerisinde dönüştürme hakkını kullanmayan PDT sahiplerinin tüm haklarının devam edeceği de hüküm altına alınmıştır.

---

<sup>203</sup> Ortaklık paylarının satışı için bir süre belirlenmesi ve bu süre sonunda da payların satılmaması halinde iptal edilmesi gerektiğine ilişkin düzenlemenin eleştirisi için İMREGÜN, Kara Ticareti, s. 437.

<sup>204</sup> YANLI, Armağan, s. 887.

Görüldüğü üzere, talep toplamak ve daha sonra PDT sahiplerinin talepleri doğrultusunda ortaklık nezdinde sermaye artırımını gerçekleştirmek suretiyle dönüştürme işlemlerinin tamamlanmasının, m. 20/1-(a) düzenlemesine nazaran daha makul ve pratik bir yol olarak kabul edilebilir.

### **2.2.3.2. Ortaklığın Talebine Bağlı Olarak Vade Tarihinden Önce İtfa**

Kurul'un VII-128.8 sayılı tebliğinin 21'nci maddesinde, ortaklığın talebine bağlı olarak, vade tarihinden önce itfanın şart ve koşulları düzenlenmiştir. Buna göre PDT'lerin tamamı yahut bir kısmı vadeden önce ortaklık tarafından talep edilmesi halinde paya dönüştürülebilir.

Bunun için itfa planına bağlı dönüştürmelerde olduğu gibi, talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az on beş gün önce KAP'da özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir. Nihayet, talep toplama süresinin on günü geçmeyecek şekilde belirlenmesi gerekmektedir.

Talep toplama süresi içerisinde, talepte bulunmayan PDT sahiplerinin iradeleri tebliğin m. 21/3 hükmünde de açıkça ifade edilmiş olduğu üzere, PDT bedellerinin nakden ödenmesini talep ettikleri şekilde yorumlanmakta ve neticesinde ortaklık tarafından PDT bedellerinin PDT sahiplerinin hesaplarına yatırılması gerekmektedir.

Talep toplama süresi içerisinde, paya dönüştürme talebinde bulunan PDT sahiplerine verilecek olan paylar bakımından ise tebliğin m. 19/3 hükmünde yer alan genel kaide gereğince dönüştürme işleminin sermaye artırımını yapılmak suretiyle payların temin edilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, PDT'ler karşılığında verilmesi gereken pay sayısının ortaklığın toplam pay sayısına olan oranının yüzde beşin altında kalması durumunda sermaye artırımını yapılmasından vazgeçilebileceği hüküm altına alınmıştır.

### **2.2.3.3. PDT Sahibin Talebine Bağlı Olarak Vade Tarihinden Önce İtfa**

Kurul'un VII-128.8 sayılı tebliğinin 22'nci maddesinde, ortaklık talebine bağlı olarak, vade tarihinden önce itfanın şart ve koşulları düzenlenmiştir. Buna göre PDT'lerin tamamı yahut bir kısmı vadeden önce ortaklık tarafından talep edilmesi halinde paya dönüştürülebilir.

Dönüştürme için, PDT sahiplerinin talepte bulunabilmesi ancak PDT'lerin ihracı anında belirlenmiş olan vade tarihinden en erken bir ay önce ve yetkili kuruluş vasıtasıyla yapılması mümkündür. Ortaklığın talebiyle gerçekleştirilecek erken itfada olduğu üzere PDT sahibinin talebiyle gerçekleştirilecek itfada da, PDT'ler karşılığında verilecek olan pay sayısının ortaklığın pay sayısına olan oranının yüzde beşin altında kalması durumundan halka açık ihraççı ortaklığın, sermaye artırımını yapmasından vazgeçebilmesi mümkün kılınmıştır.

### **2.2.3.4. Ortak/Farklı Hükümler ve Genel Değerlendirmeler**

Vade tarihinden önce ve Tebliğ'in 20, 21 ve 22'nci maddeleri hükümleri uyarınca gerçekleştirilecek olan dönüştürme işlemleri bakımından ortak ve farklılık arz eden birkaç hususa da birlikte ve ayrı bir başlık altında yer verilmesi uygun olacaktır.

#### **2.2.3.4.1. Yetkili Kuruluş Kullanma Zorunluluğu**

Öncelikle, her üç yöntemde de ortaklık tarafından yapılacak olan bildirimler ile talep toplamanın gerekli olduğu hallerde bu işlemin yetkili kuruluşlar vasıtasıyla yapılması gerekliliği ortak olarak hüküm altına alınmıştır.

#### **2.2.3.4.2. PDT Sahiplerinin Süresi İçerisinde Talepte Bulunmamaları**

PDT sahiplerinin, talep toplama süreleri içerisinde talepte bulunmamaları hallerinde, hak sahipliklerinin devam edip etmeyeceği hususunda da, tercih edilecek itfa yöntemine göre farklı düzenlemelere yer verilmiş olduğu görülmektedir.

Önceden talep toplamaksızın gerçekleştirilecek sermaye artırımında, PDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmamaları yahut sessiz kalmaları durumunda m. 20/2-(a) düzenlemesinde, PDT sahiplerine ana para ve işlemiş faiz alacaklarının doğrudan ödeneceği belirtilmiş iken, m. 20/2-(b) düzenlemesinde ise tüm haklarının devam edeceği yönündeki düzenlemiş olması da karışıklığa mahal verebilecek mahiyettedir.

Bunun da ötesinde, bu iki farklı düzenleme ile birlikte, tebliğin m. 17/7 hükmü birlikte ele alındığında tüm bu üç maddenin birbiri ile çelişir mahiyette olduğu düşünülebilir.

Kanaatimizce tebliğin m.17/7 hükmünü ayrı değerlendirmek gerekir. Zira maddede her ne kadar, dönüştürme süresi içerisinde hakkın kullanılmaması hususu düzenleniyor gibi gözükmekte olsa da kanaatimizce madde içerisinde yer alan *“ortaklık tarafından tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesi”* ve *“Tebliğde belirtilen esaslara uygun”* ifadeleri, maddenin esasında PDT sahiplerinin dönüştürme taleplerini tebliğ hükümlerine uygun şekilde ileri sürmeleri gerekliliği amacıyla ihdas edilmiş olduğunu göstermektedir . Bir başka deyişle, m. 17/7 hükmü dönüştürmenin süresi içerisinde kullanılmamasına ilişkin genel kuralı vermemekte ancak PDT sahiplerinin usulüne uygun olarak dönüştürme talebinde bulunmamaları halinde hak sahiplerinin ancak ana para ve faizi talep etmeye hakkını haiz olabileceklerini düzenlemektedir.

Her ne kadar m. 17/7 düzenlemesinin, genel kaideyi veren bir hüküm olmadığı kanaati ile bu düzenlemeyi diğer hükümlerden ayırtırmak mümkün olsa da, taksitler halindeki dönüştürmelere ilişkin m. 20/1-(a) ve m. 20/1-(b) hükümleri arasında da yeknesaklık bulunmamaktadır. Bu iki madde arasındaki farklılık ise, itfa planına bağlı olup da önceden talep toplanmadan yapılan dönüştürmede talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan PDT sahipliğinden doğan haklarının devam etmekte olduğu hüküm altına alınmıştır. Buna mukabil, itfa planına bağlı olup da önceden talep toplamak suretiyle yahut ortaklığın talebine bağlı olarak gerçekleştirilecek dönüştürme işlemlerinde, PDT sahiplerinin süresi içerisinde

talepte bulunmamaları halinde iradelerinin, PDT'lerin bedellerinin nakden ödenmesini talep şeklinde olduğu yorumlanacağı ifade edilmiştir.

#### **2.2.3.4.3. Sermaye Artırımı Gerçekleştirme Zorunluluğu**

Tebliğde, PDT sahiplerinin talebi yahut ortaklığın talebi ile gerçekleştirilecek itfalar bakımından, dönüştürme hakkının temininde sermaye artırımı gerçekleştirmenin aranmayacağı haller düzenlenmiştir.

Buna göre ortaklığın talebiyle gerçekleştirilecek dönüştürme işleminde, dönüştürülecek olan payların oranının yüzde beşin altında kalması durumunda ortaklık tarafından sermaye artırımından vazgeçilebilmesi mümkün kılınmış iken, PDT sahiplerinin talebiyle gerçekleştirilecek dönüştürmelerde bu hakkın yalnızca halka açık olan ihraççılara tanınmıştır. Bu husus, Kurul'un mülga Seri: II, No: 22 sayılı tebliğinde de düzenlenmiş ve oran yüzde yirmi olarak belirlenmiştir. Daha sonra yürürlüğe giren II-31.1 sayılı tebliğde ise, halihazırda yürürlükte olan tebliğ ile aynı şekilde oran yüzde beş olarak belirlenmiştir.

Orandaki değişikliğin yanı sıra Seri: II, No:22 sayılı tebliğde sermaye artırımı yapılmasından vazgeçebilme hakkı herhangi bir şekilde ayrıma tabi tutulmaksızın tüm ortaklıklara tanınmıştır. Buna mukabil II-31.1 sayılı tebliğde de PDT sahibinin talebiyle yapılacak dönüştürmede, sermaye artırımından vazgeçilebilmesi yalnızca halka açık ortaklıklara tanınmıştır.

Bize göre, yukarıda yer alan iki paragrafta sermaye artırımına getirilmiş olan istisnaların gerekçesini, piyasanın ve sistemin güvenilirliğinin sağlanması için yeni mevzuat düzenlemeleri de göz önüne alınarak tarafları sermaye artırımına ve hatta şarta bağlı sermaye artırımına yönlendirmek olduğu şeklinde yorumlamak mümkündür. Kanaatimizce, kanun koyucunun bir yandan tarafların sermaye artırımını benimsemeleri gerektiği ana kuralını belirlerken diğer taraftan da %5'lik bir sınır dahilinde kalmak kaydıyla daha pratik bir yöntem olarak değerlendirilebilecek şirketin kendi payını iktisap etmesi ve daha sonra bu iktisap edilen paylardan dönüştürme hakkını sağlamasına da imkan tanıdığı

söylenebilecektir. Buna mukabil, Seri: II No:22 sayılı tebliğde %20 olarak belirlenmiş olan bu oranı %5'e düşürerek ve PDT sahiplerinin talebiyle yapılacak dönüştürmelerde de yalnızca halka açık anonim ortaklıklar bakımından bu imkanı tanıyarak hedef kitleyi sınırlı tutmak istemiş kanaati uyanmaktadır.

Son olarak belirtmek gerekir ki, oranın sağlanması suretiyle sermaye artırımını gerçekleştirme yükümlülüğünden kurtulacak olan ortaklığın, dönüştürme hakkını ne şekilde sağlayacağı noktasında Tebliğ düzenlemesinde herhangi bir açıklık bulunmamaktadır. Tebliğ'de yalnızca, PDT'lerin dönüştürülmesinin sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirileceği ifade edilerek genel kural ortaya konulmuş ve sermaye artırımının aranmayacağı ortaklık ve PDT sahiplerinin talebine bağlı itfalar saklı tutulmuştur.

#### **2.2.4. PDT'lerde Dönüştürme Hakkının Kullanılmaması**

PDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmamaları hususu yukarıda detaylı olarak incelenmiş ve dönüştürme hakkının kullanıldığıнын yahut kullanılmadığının ne şekilde yorumlanması gerektiği ifade edilmeye çalışılmıştır. Çalışmamızın bu kısmında ise, dönüştürme hakkının kullanılmamasına yahut kullanılmamış sayılmasına (her iki ihtimalde burada "hakkın kullanılmaması" şeklinde anılacaktır) bağlanan sonuçlar izah edilecektir.

Dönüştürme hakkının kullanılmaması halinde, ana para ile birlikte ayrıca tebliğ düzenlemesinde işlemiş faiz ifadesine yer verilmiş olduğundan işlemiş faizin hesaplanmasının ne şekilde olacağı şüphesiz en önemli nokta olacaktır. Zira PDT sahiplerinin, dönüştürme hakkını kullanmamaları durumunda PDT'ler klasik anlamda tahvil mahiyetinde olacaktır. Tahvillerde ana para ve faize ilişkin ödemelerin kıyasen PDT'ler bakımından uygulanacağını söylemek mümkündür. Zira tebliğ kapsamında, dönüştürme hakkının kullanılmaması halinde yatırımcılara ana para ve faizin geri ödeneceği belirtilmiş ancak faiz oranına yahut faizin hesaplanmasına ilişkin detaylı bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Tebliğ'in PDT'lerin düzenlediği bölümde yer alan 23'ncü maddesinde ifade edildiği üzere,

tebliğ kapsamında yer almayan hususlarda, uygun düştüğü ölçüde tebliğin üçüncü bölümünde yer alan tahvillere ilişkin esaslar uygulanır.

Bu doğrultuda, tebliğin 14'ncü maddesinin 2'nci fıkrasında *“tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar ihraççılar tarafından belirlenir”* şeklinde ifade edilmiş olduğu üzere faiz oranlarına ihraççı kuruluş tarafından düzenlenecek olan izahnamede yer verilmesi gerekecek ve bu faiz oranlarının da dönüştürme hakkının kullanılmaması durumundaki geri ödemelerde uygulanması gerekecektir.

Bu hususta belirtmek gerekir ki, her ne kadar klasik anlamdaki tahvillere ilişkin esaslar uygulanacak olsa da, başta belirlenen faiz oranlarının klasik anlamdaki tahvillere nazaran daha düşük olması da olağandır. Zira PDT'lerde hak sahiplerinin ayrıca dönüştürme hakkını kullanma hakları da bulunduğundan, bu yatırım araçlarının düşük faizli olarak belirlenmesine katlanmaktadırlar.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### Dönüştürme Talebinin Temini

#### 3.1. Sermaye Artırımı Yolu ile Dönüştürme Talebinin Temini

Ortaklıklar tarafından gerçekleştirilebilecek sermaye artırımlarını (i) sermaye taahhüdü yolu ile sermaye artırımı, (ii) iç kaynaklardan sermaye artırımı ve (iii) şarta bağlı sermaye artırımı olarak başlıklandırmak mümkündür.

Çalışmamızın bu kısmında, özellikle PDT gibi borçlanma araçlarına yönelik olarak ihdas edilmiş olan şarta bağlı sermaye artırımı öncelikle izah edilecek ve çalışmamızın konusuna uygun düştüğü sermaye taahhüdü yolu ile sermaye artırımı incelenecektir.

#### 3.1.1. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Suretiyle

##### 3.1.1.1. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı Tanımı ve Özellikleri

###### 3.1.1.1.1. Şart Unsuru

Şarta bağlı sermaye artırımının, tam olarak anlaşılabilmesi bakımından öncelikle “şart” unsurunun ne olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir.

Türk Borçlar Kanunu’nun 170’nci maddesinde “*Bir sözleşmenin hüküm ifade etmesi, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılmışsa, sözleşme geciktirici koşula bağlanmış olur*” şeklinde ifade edilmiş olduğu üzere, şarta bağlı işlemlerin sonuç doğurup doğurmayacağı belirsiz bir olaya bağlıdır. Taraflar arasında kurulan sözleşme, şartın gerçekleşmesine kadar olan aşamada askıda olarak kabul edilmektedir.<sup>205</sup>

Türk Borçlar Kanunu düzenlemesinde, şarta bağlanan husus sözleşme olarak ifade edilmiş olsa da her türlü hukuki işlemin şarta bağlı olarak yapılabileceği kabul

---

<sup>205</sup> EREN, s. 1172.

edilmektedir.<sup>206</sup> Bu doğrultuda da, şirketler hukuku kapsamında da, ortaklık sermayesinin şarta bağlı olarak artırılabilmesi kabul edilmiştir. Nitekim TTK'nın 463'ncü maddesi de, “*değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılmasına*” şeklinde ifade edilmiş olduğu üzere ortaklık nezdinde sermayenin artırılması, hak sahiplerinin bu haklarını kullanmaları şartına bağlanmıştır. Nitekim 463'ncü maddenin ikinci fıkrasında da “*sermaye, değiştirme veya alım hakkı kullanıldığı ve sermaye borcu takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda ve ölçüden kendiliğinden artar*” şeklinde ifade edildiği üzere, ortaklığın sermayesi şart gerçekleştiği anda, bir başka deyişle değiştirme veya alım haklarının kullanıldığı anda ve ölçüde artar.<sup>207</sup>

#### **3.1.1.1.2. Şarta Bağlı Sermaye Artırımının Özellikleri**

Şarta bağlı sermaye artırımı, mülga Ticaret Kanun'larında yer almayan ve ilk defa TTK ile düzenlemeye kavuşturulmuş yeni bir sermaye artırım yöntemidir. Şarta bağlı sermaye artırımı, TTK'nın 463 vd. hükümleri ile Kurulun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nde<sup>208</sup> düzenlenmiştir.

TTK'nın 463'ncü maddesinde tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlar ile ortaklık çalışanlarına, yeni payları edinmek hakkı sağlanmak amacıyla sermayenin şarta bağlı olarak artırılabilmesi ifade edilmiştir. Şarta bağlı sermaye artırımının, diğer sermaye artırımlarından farklılık arz ettiği nokta, artırımın genel kurul yahut yönetim kurulu kararına değil hak sahiplerinin ortaklığa karşı değiştirme yahut alım haklarını kullanmaları şartına bağlı olması ve artırımın bir defada değil, değiştirme yahut alım hakkı kullanıldıkça gerçekleştirilebilmesidir.<sup>209</sup>

---

<sup>206</sup> EREN, s. 1162 ve SARAÇ, s. 77.

<sup>207</sup> KAYA, s. 32.

<sup>208</sup> R.G. 22.06.2013, S. 28865.

<sup>209</sup> MOROĞLU, Erdoğan, Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, XII Levha, 3. Baskı, İstanbul, 2015, s. 404.

Bu noktada belirtmek isteriz ki, değiştirme ve alma hakkına sahip pay sahiplerinin, bu haklarını kullanabilmelerinin yegane yolu şarta bağlı sermaye artırımını değildir. Bu kişilerin bu haklarını kullanmaları, diğer sermaye artırım turlerinin tercih edilmesi suretiyle de karşılanabilir. Ancak diğer sermaye artırım metotlarından farklı olarak, şarta bağlı sermaye sisteminde, kararın hak sahiplerinin takdirine bırakılması bu kişilere gerekli gencenin sağlanabilmesini temin etmektedir.<sup>210</sup> Zira benzer bir kurum olarak nitelendirilebilecek kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kuruluna yetki devri söz konusu iken, öngörülen bu sistemde artırım üçüncü kişilerin kararına bağlı olarak gerçekleşmektedir ve bu nedenle de üçüncü kişiler bakımından çok daha güvenlidir.<sup>211</sup>

Kurulun VII-128.1 sayılı tebliğinin ikinci maddesinin ikinci fıkrasına baktığımızda, *“Halka açık olmayan ortaklıkların ortaklarının mevcut paylarının veya bu ortaklıklarca sermaye artırımını yoluyla çıkarılacak payların halka arz edilmeksizin satışı bu Tebliğ hükümlerine tabi değildir.”* ifadesine yer verilmiş olduğu grlmektedir. Bu sistematik çerçevesinde, bu halka açık ortaklıklarda halka arz suretiyle tahsisli satış bakımından anılan tebliğ hükümleri uygulama alanı bulacak, halka açık olmayan ortaklıklar bakımından ise, TTK hükümlerinin esas alınacaktır. Bu nedenle, çalışmamızda halka açık olan ve halka açık olmayan anonim ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırım gerçekleştirme usulleri ayrı ayrı ele alınacaktır.

---

<sup>210</sup> Kanunun gerekçesinde de *“başka bir deyişle genel kurul sermayeyi artırmamakta, sermayenin artmasını alım ve değiştirme haklarının kullanılması şartına tabi kılmakta: bu düzeni kuran esas sözleşme hükmünü kabul etmektedir. (...) Artırımın gerçekleşme zamanı üçüncü kişilerin kararına, yani şarta bağlı kalmaktadır”* şeklinde ifade edilmiştir.

<sup>211</sup> Aksi yönde görüş için bkz. ARKAN, Sabih, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na İlişkin Değerlendirmeler, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Konferansı: Bildiriler-Tartışmalar (13-14 Mayıs 2005), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2005, s. 56. Yazara göre *“Kayıtlı sermaye sistemi kabul edildiğine göre ayrıca şarta bağlı sermaye artırımını gibi olağandışı bir artırım türünün kabulüne gerek yoktur (md. 463 vd.).”*

### 3.1.1.2. TTK'ya Göre Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

#### 3.1.1.2.1. Ön Koşullar ve Sınırlamalar

##### 3.1.1.2.1.1. Artırım Sınırı

TTK'nın 464'ncü maddesinde, şartlı olarak artırılan sermayenin toplam itibari değerinin sermayenin yarısını aşamayacağı hüküm altına alınmıştır. Maddenin gerekçesine baktığımızda, “*şirketin sermayesi üçüncü kişiler tarafından sınırsız olarak artırılamaz*” şeklinde açıkça zikredilmiş olduğu üzere bu sınırlamanın şirketin mevcut pay sahipleri yararına getirilmiş olduğu görülmektedir. Zira yukarıda izah edildiği üzere, şarta bağlı sermaye artırımı TTK'da öngörülmuş olan diğer sermaye artırımlarına nazaran karara olan kişinin üçüncü kişiler olması sebebiyle atipik bir yöntemdir. Şirketin mevcut pay sahiplerinin hem temettü beklentilerinin azaltılması hem de paylarının şirket sermayesi içerisinde düşmesinin engellenmesi gerektiği tartışmasızdır.

Getirilen bu sınırlama isabetli olmakla birlikte kanaatimizce maddenin düzenleniş biçiminde muğlaklık bulunmaktadır. Zira madde içerisinde “*sermayenin toplam itibari değeri*” ifadesine yer verilmiş ancak bu değerlendirme bakımından hangi anın esas alınacağı belirtilmemiştir. Doktrine göre burada esas alınması gereken tarihin şirketin genel kurul tarafından şartlı sermaye artırımı kararı aldığı andaki esas sermaye miktarının olması gerektiği kabul edilmektedir.<sup>212</sup>

Bununla birlikte ayrıca kanun metninde yer verilen “*sermaye*” ifadesinin de ne şekilde değerlendirilmesi gerektiği önemli bir noktadır. Örneğin şirketin ödenmiş sermayesi ile taahhüt edilmiş olan sermayesi arasında fark olabilir .Bu durumda, Saraç'a göre, sadece sermaye ifadesine yer verildiği durumlarda anlaşılması gereken, esas sözleşmede belirtilmiş olan sermaye miktarıdır ve farklı bir anlam

---

<sup>212</sup> SARAÇ, s. 85 ve BİÇER, Levent, Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hukuk Anabilim Dalı, Özel Hukuk Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2009, s. 143

yüklenmesi halinde bunun özel olarak belirtilmesi gerekmekte olduğundan esas alınması gereken şirketin esas sermaye miktarı olmalıdır.<sup>213</sup>

Şirketin sermayesinin değerlendirilmesi bakımından, kayıtlı sermaye sistemine tabi olan ortaklıklar bakımından da ayrıca değerlendirme yapılması gerekmektedir. Bu durumda, şirketin çıkarılmış sermayenin mi yoksa tavan sermayenin mi esas alınacağı tereddütü yaşanabilir.

Burada kanaatimizce esas alınması gereken, şirketin çıkarılmış sermayesi olması gerekmektedir.<sup>214</sup> Zira tavan sınırı burada şirketin gerçekten sermayesini yansıtmamakta yalnızca yönetim kuruluna verilen yetkisi sınırını ifade etmektedir.

### **3.1.1.2.1.2. Yapılacak Ödeme Bakımından Sınırlama**

Getirilen sınırlamalardan bir diğeri ise TTK'nın 464'ncü maddesinin 2'nci fıkrasında öngörölmüş olan, yapılacak olan ödemenin en az nominal değere eşit olması gerekliliğidir. TTK'nın anılan 464/2 düzenlemesi, SerPK'nın 12'nci maddesinde belirtilmiş olan (i) tam ödeme ve (ii) nakden ödeme ilkeleri ile paralel olarak düzenlenmiştir.<sup>215</sup> Bu düzenlemelere göre, ihraç edilen payların bedellerinin taksitler halinde ödenmesi mümkün olmayacaktır.

Şarta bağlı sermaye artırımını dışında öngörölen olağan artırımlarda ise esas veya kayıtlı sermaye sistemlerinde, taahhüt edilen payların tamamının ödenmesi zorunluluğu bulunmamaktadır.<sup>216</sup> Şarta bağlı sermaye artırımını bakımından öngörölen bu düzenleme, şirketin sermayesinin korunması amacıyla ihdas edilmiş olup bu husus maddenin gerekçesinde de bu şekilde belirtilmiştir.

Anılan bu hükmün ayrıca TTK m.344/1'de ifade edilmiş olan, primli pay çıkartılması halinde primlerin tamamının ödenmesi gerekliliği ile birlikte

---

<sup>213</sup> SARAÇ, s. 86,

<sup>214</sup> Aynı doğrultuda bkz. BİÇER, s. 143.

<sup>215</sup> MANAVGAT, s. 603-604.

<sup>216</sup> TTK'nın 459 ve 460'ncü maddesi atfıyla kıyasen uygulanan 344'ncü maddesi "*nakden taahhüt edilen payların itibari değerlerinin en az yüzde yirmibeşi tescilden önce, gerisi de şirketin tescilini izleyen yirmidört ay içinde ödenir*" ifadesini haizdir.

değerlendirmek gerekecektir. Zira m.344/1 düzenlemesinde, kuruluş aşamasında şirketin nakden taahhüt edilmiş olan paylarının yüzde yirmibeşinin ödenmesine müsaade edilmiş ancak primli pay çıkartılmış olması halinde primin tamamının ödenmesi gerekliliği öngörülmüştür. Acaba bu düzenleme, m. 464/2 düzenlemesinde de uygulanmalı mıdır? Kanaatimizce, m.464/2 düzenlemesinde açıkça belirtilmemiş olsa da, primli olarak ihraç edilecek olan paylar bakımından m. 344/1 hükmünün uygulanması gerekecektir. Zira m. 344 düzenlemesi her ne kadar kuruluş aşamasına ilişkin düzenleme getirmekte olsa da, sermayenin korunması sistematığında ihdas edilmiş olan bu hükmün, sermaye artırımını bakımından uygulanmamasında herhangi bir neden olmayacaktır.

Taahhüt edilen paylarının tamamen ödenmesi gerekliliğinin yanı sıra ayrıca TTK'nın 463'ncü maddesinin 3'ncü fıkrasında ve 468'nci maddesinin 2'nci fıkrasında taahhüt borcunun ancak para yatırılması veya takas yolu ile bir mevduat veya katılım bankası aracılığı ile gerçekleştirilebileceği ifade edilmiştir. Nitekim 463'ncü maddenin gerekçesine baktığımızda, pay senetlerinin ayın karşılığın çıkartılamayacağı belirtilmiştir. Taahhüt borcu nakden ödeme şeklinde ifa edilebileceği gibi, şirketten olan alacağa karşılık takasa konu edilmesi de mümkündür. Gerçekten de şarta bağlı sermaye artırımının niteliği gereği, dönüştürme hakkını kullanan PDT sahiplerinin taahhüt borçlarına ilişkin olarak bir aynı bir değer koymaları halinde ayrıca bu aynı değer değerlemesinin yapılması süreci ortaya çıkacağından kanun koyucunun tercihinin yerinde olduğu kanaatindeyiz.

### **3.1.1.2.1.3. Zaman bakımından**

Olağan sermaye artırımında, -gerek esas sermaye gerekse de kayıtlı sermaye artırımında- TTK'nın 456'ncı maddesinin üçüncü fıkrası hükmü uyarınca genel kurul veya yönetim kurulu kararından itibaren 3 ay içerisinde artırım kararının tescil edilmesi zorunluluğu düzenlenmiş aksi durumda artırım kararının geçersiz hale geleceği hüküm altına alınmıştır.

Şarta bağlı sermaye artırımında ise, zamansal bir sınırlama getirilmemiştir. Gerçekten de bu yöntemin mahiyeti gereği, ortaklığın bir organı değil hak sahibi vasıtasıyla artırım gerçekleştirilmekte olduğundan zamansal sınırlama getirilmesinin uygun olmayacağı kanaatindeyiz. Zira aksi halde, hak sahipleri dönüştürme hakları bakımından zamansal olarak bir kısıtlama altında olacaklar ve belki de bu nedenle yatırımdan bekledikleri karı elde edemeyeceklerdir.

Her ne kadar, TTK'da şarta bağlı sermaye artırımında ihraççı ortaklığın bir organı tarafından alınan artırım kararı olmadığından tescil bakımından bir süre öngörülmüş olsa da, VII-128.8 sayılı tebliğde PDT sahiplerinin zamansal olarak riayet etmeleri gereken zaman aralıklarının bulunduğunu da burada tekrar etmekte fayda bulunmaktadır. Tebliğe göre, vade tarihinden önce gerçekleştirilecek olan itfalarda (i) itfa planına bağlı olarak gerçekleştirilecek dönüştürmede, önceden talep toplamaksızın yapılacak artırımlarda on iş günü içerisinde, önceden talep toplamak suretiyle yapılacak artırımlarda ise on beş iş günü içerisinde, (ii) ortaklığın talebine bağlı dönüştürmelerde ise, KAP'da talep toplamaya ilişkin yapılacak durum açıklamasını izleyen on iş günü içerisinde, PDT sahiplerinin dönüştürme haklarını kullanmaları gerekecektir.

Zamansal sınırlama bakımından belirtmek gerekir ki, herhangi bir sınırlamanın kanunen öngörülmemiş olması bunun ortaklığın kararı ile esas sözleşmede de öngörülemeyeceği şeklinde yorumlanmamalıdır. Ortaklığın tercihine bağlı olarak şirketin kuruluş esas sözleşmesinde yahut daha sonra şarta bağlı sermaye artırım kararı dolayısıyla değiştirilecek esas sözleşme hükmünde belirli bir süre yahut zamansal bir sınırlama getirilmesi mümkündür.<sup>217</sup>

### **3.1.1.2.2. Esas Sözleşme Dayanağı**

Ortaklık nezdinde şarta bağlı sermaye artırımına karar verilmesi ile birlikte ayrıca ortaklığın gerçekleştirilecek olan şarta bağlı artırıma ilişkin olarak TTK'nın 465'nci

---

<sup>217</sup> SARAÇ, s. 96 ve BİÇER, s. 154 ve orada dn. 509'da anılanlar.

maddesinde belirtilen hususlar doğrultusunda da esas sözleşmesinde değişiklikler yapması ve bu esas sözleşmeyi tescil ettirmesi gerekmektedir.

TTK'nın düzenlemesine göre, şarta bağlı sermaye artırımının gerçekleştirilebilmesi için, ortaklığın esas sözleşmesinde yer alması gereken hükümlere yer verilmiştir. Maddenin birinci fıkrasında sayılmış olan; şarta bağlı sermaye artırımının itibari değerinin, payların sayısı, tür ve itibari değerlerinin, değiştirme hakkından faydalanabilecek olan grupları, şirketin mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılmış olduğunun ve miktarının, belirli pay guruplarına tanınacak imtiyazların ve yeni nama yazılı payların devrine ilişkin sınırlamaların belirtilmesi yer zorunludur. Bir başka deyişle, birinci fıkrada belirtilen unsurlara yer verilmemesi halinde ortaklık nezdinde alınacak karar batıl olacaktır.<sup>218</sup> Maddenin ikinci fıkrasında ise, ihtiyari hususlar düzenlenmiştir. Buna göre aşağıda açıklanan önerilmeye muhatap olma hakkının kaldırılması halinde esas sözleşmede değiştirme veya alım haklarının kullanılma şartların ve ihraç bedelinin hesaplanmasının şartlarına yer verilmesi gerekmektedir.

TTK'da öngörülen bu zorunlu ve ihtiyari unsurlar, tahdidi olarak belirtilmemiştir. Dolayısıyla ortaklık tarafından kanunda belirtilmemiş olan başkaca hususlara da yer verilmesi mümkündür. Örneğin, ihraç edilen tahvillerin niteliğinin, temettü hakkının başlangıcının, önerilmeye muhatap olma hakkının tahsisi gibi hususların da esas sözleşmede belirtilmesi mümkündür.<sup>219</sup>

Ayrıca her ne kadar yukarıda, ortaklık esas sözleşmesinde değişiklik yapılmasından bahsedilmiş olsa da, şirketin kuruluş sözleşmesinde de şarta bağlı sermaye artırımına yer verilmesi mümkündür. Kanunda açıkça düzenlenmemiş olmakla beraber, şarta bağlı sermaye artırımının niteliğine ve işlevine aykırı olmaması nedeniyle ortaklığın kuruluş sözleşmesinde de şarta bağlı sermaye artırımına yer verilmesinin mümkün olduğu kabul edilmektedir.<sup>220</sup>

---

<sup>218</sup> SARAÇ, s. 232.

<sup>219</sup> BİÇER, s. 105 vd.

<sup>220</sup> BİÇER, s. 110 ve MOROĞLU, Sermaye Artırımı, s. 403, KAYA, s. 38.

### 3.1.1.2.3. Mevcut Pay Sahiplerinin ve Hak Sahiplerinin Korunması

#### 3.1.1.2.3.1. Pay Sahiplerinin Korunması ve Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı

TTK düzenlemesine baktığımızda, 465/1-d maddesinde ortaklığın esas sözleşmesinde ortaklığın mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılmış olduğuna ve bu sınırlandırmanın miktarına yer verilmesi gerektiği hüküm altına alınmıştır. Devamında yer alan 466'ncı maddede ise, ortaklık tarafından değiştirme ve alım hakları içeren senetler ihraç edildiği takdirde bunların öncelikle mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilmesi gerektiği belirtilmiştir.

Bu iki madde düzenlemesinin birlikte değerlendirilmesinde, 465'nci maddenin rüçhan hakkının<sup>221</sup> sınırlandırılmasına ilişkin olduğu, 466'nci maddenin ise bundan farklı olarak önerilmeye muhatap olma hakkını<sup>222</sup> düzenlediği anlaşılmaktadır.

Dolayısıyla ortaklık tarafından alım yahut değiştirme içeren borçlanma senetlerinin ihraç edilmesi halinde bunların öncelikle mevcut ortaklara önerilmesi gerekmektedir. Mevcut pay sahiplerinin, ihraç edilen senetleri almaması halinde ise daha sonra ortaklık nezdinde gerçekleştirilecek olan şarta bağlı sermaye artırım neticesinde rüçhan haklarını ileri sürmeleri mümkün olmayacaktır. Böylece, en baştan mevcut ortaklara teklif edilmesi vesilesiyle, rüçhan hakkına benzer bir araç yaratılarak mevcut pay sahiplerinin durumu korunmakta ancak aynı zamanda da

---

<sup>221</sup> TTK'nın 461'nci maddesine göre; her pay sahibi, ortaklığın yeni çıkarttığı payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre alma hakkına sahiptir. Pulaşlı şu şekilde izah etmektedir: “Rüçhan hakkının pay sahiplerine tanınmasının nedeni, sahip olunan pay haklarının gücünün (oy, kar, tasfiyesi, bakiyesi hakları gibi) esas sermaye artırım ile aşınmasının önlenmesi; kısaca sermaye artırımından sonra aynı kalmasının sağlanmasıdır.” Bkz. PULAŞLI, Hasan, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, S. 4, Aralık 2006, 56.

<sup>222</sup> Önerilmeye muhatap olma hakkı Adıgüzel tarafından “Önerilmeye muhatap olma, TTK m.466'da şarta bağlı sermaye artırımında borçlanma araçları ihracına bağlı olarak değiştirme ve alım hakkı olan senetler ihraç edildiğinde, bunların öncelikle mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilmesidir” şeklinde tanımlanmıştır. Bkz. ADIGÜZEL, Burak, Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması veya Kaldırılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVIII, 2014, S. 1, s. 39.

daha sonra tahvil alacaklıların da dönüştürme hakları koruma altına alınmış olmaktadır.<sup>223</sup>

TTK'nın 466'ncı maddesinin ikinci fıkrası doğrultusunda ise, önerilmeye muhatap olma hakkının haklı bir sebebin varlığı halinde kaldırılması yahut sınırlandırılması mümkün olacaktır. Hemen belirtmek gerekir ki, önerilmeye muhatap olma hakkının sınırlandırılması yahut kaldırılması bakımından ağırlaştırılmış nisap olan TTK'nın 421/4 maddesinin uygulanması gerekmektedir.<sup>224</sup> Bununla birlikte “*haklı sebep*” unsurunun ne şekilde yorumlanacağına da tereddüt yaratması mümkündür. Maddenin gerekçesine baktığımızda, haklı sebebin ancak şirketin menfaati yönünden değerlendirilmesi gerektiği ve eşit işlem ile hakların sakınılarak kullanılması ilkesine uygun olarak uygulanması gerektiği ifade edilmiştir.<sup>225</sup> Nitekim m. 421/3 rüçhan hakkı ve önerilmeye muhatap olma hakkı nedeniyle ileride hiç kimsenin haklı bir şekilde yararlandırılmayacağı bir başka deyişle, haksız bir şekilde hakimiyeti ele geçirmenin yolunu açacak şekilde hareket edilemeyeceğini hüküm altına alınmıştır. Gerçekten de, anılan rüçhan hakkı ve önerilmeye muhatap olma hakkı, pay sahipliğinin en kritik haklarından biridir. Zira bu haklara getirilecek olan sınırlamalar, pay sahiplerinin paylarının seyrelemesine neden olabilecek mahiyettedir. Bu nedenle, bu sınırlamaların maksadı dışında herhangi bir amaca hizmet etmemesi saiki ile açıkça hüküm altına alınmasının ve müteaddit defalar zikredilmesinin uygun olduğu kanaatindeyiz.

### **3.1.1.2.3.2. Değişirme veya Alım Hakkını Haiz Bulunan Kişilerin Korunması**

Şarta bağlı sermaye artırımını yönteminin getirilmiş olmasının başlıca nedeni, PDT'ler ve benzeri araçlar dolayısıyla alacaklı olan yatırımcıların borçlanma araçları beklentilerine dair herhangi bir şüphe olmaması ve sistemin işlerliğini

---

<sup>223</sup> DEMİR, s. 59-74.

<sup>224</sup> ADIGÜZEL, s. 40.

<sup>225</sup> Madde gerekçesinde “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 önerisini yapması halinde pahasahiplerinin önerilme hakkı kaldırılabilirdir” ifadesinde yer verilmiştir.

artırmaya yöneliktir.<sup>226</sup> Nitekim bu sistemde yukarıda ifade edilmiş olduğu üzere, sermaye artırımını genel kurul yahut yönetim kurulu kararı ile değil ancak değiştirme veya alım hakkını elinde bulunduran kişilerin talebine bağlı olarak işlemektedir. Böylece, çalışmamızın özellikle tarihçe kısmında ifade etmiş olduğumuz ve hiç şüphesiz sistemin işlerliğinin önünde bulunan en önemli sorun olan payların ne şekilde temin edileceği sorununa bir çözüm getirilmesi amaçlanmıştır.

Bu doğrultuda sadece TTK’da şarta bağlı sermaye artırımının usul ve esaslarına yer verilmeyle yetinilmemiş ayrıca değiştirme veya alım hakkını elinde bulunduran kişilerin korunması da özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre pay devirlerinin engellenmiş olduğu gerekçesiyle, alım yahut değiştirme hakkı sahiplerinin bu hakları engellenmeyecektir. Ancak pay devrinin sınırlandırılması hususunun esas sözleşmede ve izahnamede belirtilmiş olması durumu saklı tutulmuştur.

Kanaatimizce bu maddeyi, ortaklığın pay devirlerinin sınırlanmış olduğunun esas sözleşmede yer alması sebebiyle bir sorumluluğu bulunmadığı şeklinde yorumlamak mümkün olmayacaktır. Elbette bu noktada, TTK m. 36 hükmü uyarınca ticaret sicilinin aleniliği ilkesi ve tescilin olumlu etkisi nedeniyle, üçüncü kişinin tescil edilen şirket esas sözleşmesindeki hükmü bilmediğini ileri sürmesinin mümkün olmayacağı eleştirisi getirilebilir. Ancak kanaatimizce, ihraççı ortaklık tarafından esas sözleşmedeki bağlam hükmüne rağmen, bu hususa aykırı bir izahname düzenlenmesi durumunda en azından ilgili kişilerin izahnameden doğan sorumluluk hükümlerinin gündeme gelmesi söz konusu olacağı kanaatindeyiz.

Bununla birlikte ayrıca TTK m.467/2 düzenlemesinde , bu payların seyrelmesine engel olmak maksadıyla ortaklık nezdinde sermaye artırımını yapılması, yeni alım veya değiştirme haklarının tanınması da engellenmiştir. Maddenin devamında değiştirme fiyatının indirilmesi, hak sahiplerine denkleştirme sağlanmış olması

---

<sup>226</sup> Bkz. 467’nci madde gerekçesinde de “*şarta bağlı sermaye artırımını kurumunun güven verebilmesi ve işlerlik kazanabilmesi için, değiştirme ve alım hakkı sahiplerinin, payların (pay senetlerinin) devirlerini sınırlayan esas sözleşme hükümleri karşı korunması gerekir*” şeklinde ifade edilmiştir.

yahut pay sahiplerinin de haklarının aynı şekilde ihlal edilmiş olması durumları saklı tutulmuştur.<sup>227</sup>

Seyrelmeye karşılık isabetli olarak düzenlenmiş olan bu madde bakımından getirilmiş olan istisna hükümlerinin özellikle çalışmamızın konusunu teşkil eden PDT'ler bakımından amaca hizmet etmeyebileceği kanaatindeyiz. Zira dönüştürme hakkını kullanan bir PDT sahibinin beklentisi, izahnamede izah edildiği ve taraflar arasında anlaşmaya varıldığı şart ve koşullarda ortaklıkta hissedar sıfatını kazanmaktır. Buna mukabil, denkleştirme yahut değiştirme fiyatının indirilmesinin sınırlı hallerde (değiştirilme fiyatının indirilmesi neticesinde sayı olarak daha çok pay elde etmesi gibi) bu beklentileri karşılamayacağı kanaatindeyiz.

#### **3.1.1.2.4. Şarta Bağlı Sermaye Artırımının Uygulanması**

Şarta bağlı sermaye artırımını başlığı altında yukarıda, (i) yöntemin tanımı, (ii) artırım halinde mevcut pay sahiplerinin ve hak sahiplerinin korunması, (iii) sınırlamalar ve (iv) şarta bağlı sermaye artırımını bakımından ortaklığın esas sözleşmesinde yer alması gereken unsurlara yer verilmiştir.

Bu sermaye artırımının gerçekleştirilmesi bakımından sürecin daha net bir şekilde anlaşılabilmesi adına bu başlık altında genel hatlarıyla ortaklık nezdinde işletilmesi gereken sürece ilişkin daha sistematik bir izahta bulunmak gerektiği kanaatindeyiz.

Şarta bağlı sermaye artırımında iki temel aşama bulunmakta olup bunlardan ilki genel kurul tarafından karar alınması ve daha sonra ise bu kararın yönetim kurulu tarafından yürütülerek sermayenin artırılması şeklindedir.<sup>228</sup> Bu iki aşama ve süreç aşağıda detaylı başlıklarda incelenmiştir.

---

<sup>227</sup> Bu hakların örnekleyici olup olmadığına ve hak sahiplerine tanınabilecek alternatif haklara ilişkin olarak bkz. BİÇER, s. 280-281

<sup>228</sup> SARAÇ, s. 221.

#### 3.1.1.2.4.1. Genel Kurul Kararı

Sermaye artırımı sürecinde ilk olarak, ortaklık yönetim kurulu tarafından şirketin şarta bağlı sermaye artırımına ihtiyacı olduğu gerekçesiyle genel kuruldan sermaye artırım kararı alması talep etmektedir. Bu noktada, genel kurulun alacağı sermaye artırım kararı, yönetim kurulu tarafından oluşturulacak olan esas sözleşme değişikliği teklifini kabulden ibaret bir dayanak karar olacaktır.<sup>229</sup>

Genel kurul, yönetim kurulunun teklifi doğrultusunda halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından TTK'nın 421'nci maddesinin birinci fıkrası, halka açık anonim ortaklıklar bakımından ise, beşinci fıkra da öngörölmüş olan nisapların uygulanması gerekecektir. Zira, burada genel kurulun alacağı karar ortaklığın esas sözleşmesinin de gerekli düzenlemelerin yapılmasını gerektireceğinden, nisaplar bakımından şirket esas sözleşmesinin değiştirilmesine ilişkin nisapların uygulanması söz konusu olacaktır.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, burada ifade edilen gerekli düzenlemelerin yapılması ile TTK'nın 470'nci maddesinde düzenlenmiş olan, dönüştürme hakkının kullanılması neticesinde meydana gelen sermaye artırımını doğrultusunda esas sözleşmenin uygun duruma getirilmesi gerekliliği karıştırılmaması gerekmektedir.

Genel kurul tarafından şarta bağlı sermaye artırım kararı alındıktan sonra ikinci aşamada ise, bu kararın Yönetim Kurulu tarafından bu kararın tescil ve ilan işlemlerinin tamamlanması gerekmektedir. Bu süreçten sonra ortaklık, bir anlamda üzerine düşen tüm yükümlülükleri yerine getirmiş olmaktadır.

---

<sup>229</sup> Diğer sermaye artırımlarında alınan genel kurul kararıyla karışıklık oluşmaması adına, doktrinde genel kurulun alacağı bu karar "dayanak karar olarak da ifade edilmektedir bkz. TAHİR, s. 224 ve orada dn. 13 ve 14'de anılanlar.

### 3.1.1.2.4.2. Genel Kurulun Dayanak Kararının Tescil ve İlanı

TTK'nın 465'nci maddesinin 3'ncü fıkrasına göre, hak sahiplerine esas sözleşmenin tescilinden önce tanınmış bulunan değiştirme ve alım haklarının batıl olduğu hüküm altına alınmıştır.

Saraç'a göre, bu düzenleme iki sebebi bulunmaktadır. Bunlardan biri: henüz tescilden önce şirketin herhangi bir yükümlülük altına girmemesi ve TTK M. 455 hükmü uyarınca şirket nezdinde bağlayıcılığı bulunmaması, ikincisi ise gerekli sermaye tanınmadan değiştirme yahut alım haklarının tanınmamasıdır. Kanaatimizce, kanunda düzenlenmiş olan bu hüküm PDT sahiplerinin korunması bakımından son derece önemlidir. Ancak bir noktada da, kişiyi adeta kendinden korumak gibi değerlendirilmesi de mümkündür. Zira kanun ifadesiyle, öncesinde tanınacak olan alım hakları bakımından öngörülen yaptırım son derece ağırdır ve acaba tescilden öne alım hakkı tanınması yönünde yapılacak olan sözleşmelerin de batıl olduğu şekilde mi yorumlanmalıdır? Bir başka deyişle, şarta bağlı sermaye artırımını usulü ile dönüştürme hakkının tanınmayacağı ve dolayısıyla da ortaklık nezdinde şirket esas sözleşmesinde TTK m. 465'de öngörülen şekilde bir düzenlemeye yer verilmemiş olan durumlarda tanınan dönüştürme hakkının akıbeti nasıl olacaktır?

Kanaatimizce, TTK m. 465/3'de öngörülen düzenlemenin çok ileri bir yorumla tüm dönüştürme hakları bakımından göz önüne alınması gerektiği düşünülemez. Zira bu yorumun kabulü halinde, TTK kapsamında ancak şarta bağlı sermaye artırımını ile dönüştürme hakkının temin edilmesinin mümkün olacaktır ki böyle bir yorum sistemin mantığı ile bağdaşmayacaktır.<sup>230</sup>

Öte yandan, esas sözleşme tescil edilmeden önce taraflar arasında yapılacak olan sözleşmenin akıbeti bakımından ise, m. 465/3 düzenlemesinde açıkça butlan yaptırımını öngörülmüş olduğundan burada tanınmış olan işlem baştan beri geçersiz olacaktır. Ancak kanaatimizce bu yaptırım, hem son derece ağırdır hem de

---

<sup>230</sup> Aynı doğrultuda bkz. SARAÇ, s. 270.

uygulamasının sistemin bütünüyle değerlendirilmesi hangi hallerde olabileceğinin net olmadığı kanaatindeyiz.

#### **3.1.1.2.4.3. Hak Sahipleri Tarafından Talepte Bulunulması**

Dolayısıyla yukarıda izah edilmiş olduğu üzere şartın ve dolayısıyla sermaye artırımının gerçekleşmesi bu kişilerin haklarını kullanmalarına bağlı olduğundan ortaklık nezdinde işlemlerin tamamlanması birlikte en önemli bir diğer aktör olan alım ve değiştirme hakkını haiz üçüncü kişilerin tercihleri beklenecektir.

TTK'nın 468'nci maddesi hükmü gereğince, dönüştürme veya alım hakkını kullanmaya karar veren hak sahiplerinin bu haklarını yazılı bir beyanla kullanılması gerektiği, ayrıca bir izahname<sup>231</sup> düzenlenmiş ise, buna da atıf yapılması gerektiği ifade edilmiştir. İştirak taahhütnamesi de olarak nitelendirilebilecek bu beyanın yazılı olarak yapılması bir geçerlilik unsurudur.<sup>232</sup>

#### **3.1.1.2.4.4. Taahhüdün İfası**

Hak sahiplerinin, anılan taahhütlerinin ifasının ise; TTK'nın 468/2 hükmü uyarınca bir banka veya katılım bankası aracılığı ile gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla hak sahipleri tarafından kullanılan bu hakkın gereği gibi ifa edilip edilmediği banka tarafından değerlendirilecek ve hak sahiplerinin taahhütlerini gereği gibi yerine getirdiklerinin tespiti ile birlikte pay sahipliği sıfatını kazanacaklardır.<sup>233</sup>

Burada kanunen bankalara atfedilen önem üzerinde durulmasında fayda bulunmaktadır. Kanunun gerekçesine baktığımızda, bankalar "*bir alım veya değiştirmeyi gerçekleştiren temsilci konumundadır*" şeklinde ifade edilmiştir. Gerekçeye göre banka, taahhüdün ifasının kabul edilebilmesi için ihraççı şirketin

---

<sup>231</sup> Madde metninde her ne kadar sadece izahnameden bahsedilmiş olsa da bu ifadenin ihraç belgesini de kapsadığının kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

<sup>232</sup> KENDİGELEN, s. 324.

<sup>233</sup> KENDİGELEN, s. 324.

esas sözleşmesinde yer alan hükmü ve hak sahibinin beyanını inceleyecek ve şartların oluşup oluşmadığına karar verecektir.

#### **3.1.1.2.4.5. Esas Sözleşmenin Uygun Duruma Getirilmesi**

Diğer sermaye artırımlarında olduğu üzere TTK'nın 470'nci maddesi hükmü ve Ticaret Sicil Yönetmeliği'nin<sup>234</sup> 73/1-ç hükmü uyarınca, yönetim kurulunun şarta bağlı olarak gerçekleştirilen sermaye artırım bakımından da beyan hazırlaması gerekmektedir. Hazırlanacak olan bu beyannamede yönetim kurulu, yeni çıkarılan payların sayısını, itibari değerini, türlerini, belirli gruplara tanınan imtiyazları veya hesap döneminin sonundaki sermaye durumunu belirtmek yükümlülüğündedir.<sup>235</sup>

Yönetim kurulu hazırlayacağı bu beyan doğrultusunda ayrıca, şirketin esas sözleşmesini de mevcut duruma uyarlaması gerekecektir. Bu uyarlama işlemi yönetim kurulu tarafından alınacak belirleme niteliğinde bir karar ile yapılacaktır. Bu karar genel kurulun onayına sunulmayacaktır zira burada gerçek anlamda bir esas sözleşme değişikliği söz konusu olmayacaktır.<sup>236</sup> Yönetim kurulunun yapması gereken uyarlama esasında, yıl içerisinde kullanılmış olan dönüştürme hakları nedeniyle ortaklığın sermayesinde meydana gelen artışın bildirim mahiyetindedir.

Özetle, dönüştürme ve alım haklarının kullanılması neticesinde ortaklığın iki yükümlüğü söz konusu olacaktır. Bunlar beyanname düzenlemek ve artan sermayeye göre şirketin esas sözleşmesini uyarlamaktır.<sup>237</sup>

#### **3.1.1.2.4.6. Ticaret Siciline Tescil**

TTK'nın 471'nci maddesinde, yönetim kurulunun hesap döneminin kapanmasından itibaren en geç üç ay içerisinde esas sözleşme değişikliğini tescil ettirmesi gerekliliği öngörülmüştür. Yukarıda, TTK m. 470 kapsamında

---

<sup>234</sup> R.G. 27.01.2013, S. 28541.

<sup>235</sup> SARAÇ, s. 308. Yazara göre; bu beyanname daha ziyade sermaye artırımının sonuçlarının tespitine ilişkin bir açıklama mahiyetindedir ver sermaye artırımına bir etkisi bulunmamaktadır.

<sup>236</sup> SARAÇ, s. 309-310.

<sup>237</sup> KAYA, s. 136.

öngörölmüş olan yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmesi gereken bu değişikliğin, üç ay içerisinde de ticaret siciline tescil ettirilmesi gerekmektedir.

Hemen belirtmek gerekir ki, kanunda şarta bağlı sermaye artırımı başlığı altında bir çok tescil ve ilana tabi unsur olduğundan süreç bakımından tereddütlerin oluşması olağandır. Bu nedenle, 465'nci maddenin 5'nci fıkrasında öngörölmüş olan esas sözleşme dayanağının tescilinin kurucu mahiyetinden farklı olarak, buradaki tescilin açıklayıcı mahiyette olduğunu belirtmekte fayda bulunmaktadır.<sup>238</sup>

#### **3.1.1.2.4.7. Esas Sözleşmeden Çıkarma**

Nihayet sürecin son aşaması olarak yer alan TTK'nın 472'nci maddesine baktığımızda, yönetim kurulunun değiştirme veya alım haklarının sona ermesinden sonra şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükmü şirket esas sözleşmesinden çıkartması ve hükmün ticaret sicilinden silinmesi gerekliliği öngörölmüştür.

Ticaret Hukuku'na baktığımızda, esas sözleşmeden çıkarılması yönünde bir düzenlemeye başka bir esas sözleşme hükmü bakımından yer verilmemiş olduğu görölmektedir.<sup>239</sup> Şarta bağlı sermaye artırımı bakımından özel olarak getirilen bu madde düzenlemesinin gerekçesine baktığımızda, alım veya kullanım hakkı ile öngörülen tutara ulaşılmış olması halinde bu hükmün esas sözleşmeden çıkartılması gerektiği gerekçesine yer verilmiş ve ayrıca gerekçede gerçekleştirilecek olan bu işlemin esas sözleşme değişikliği olmadığı da açıkça ifade edilmiştir. Ancak her halükarda bu çıkarma işleminin de tescil ve ilan edilmesi gerektiği tartışmasızdır.

Burada akla gelen bir husus gerekçede her ne kadar öngörülen tutara ulaşılmış olması halinde esas sözleşmede yer alan ifadenin çıkartılması gerektiği belirtilmiş olsa da vade içerisinde değiştirme veya alım hakkının kullanılmaması durumunda bir başka deyişle şarta bağlı sermaye artırımının konusuz kalması durumunda da esas sözleşmeden bu ifadenin çıkartılıp çıkartılmayacağıdır. Kanunda bu yönde

---

<sup>238</sup> BİÇER, s. 121 ve aksi yönde bkz. orada dn. 413'de anılan KAYA, s. 120.

<sup>239</sup> KENDİGELEN, s. 325.

açık bir düzenleme olmamakla birlikte, kanaatimizce PDT'lerin dönüştürme haklarının kullanılmaması durumunda da yönetim kurulunun 472'nci madde hükmü gereğince çıkartma işlemini yapması ve bu hususu tescil ettirmesi gerekmektedir.

### **3.1.1.3. SPK Mevzuatına Göre Şarta Bağlı Sermaye Artırımı**

Yukarıda izah edilmiş olan TTK'nın 463 vd. hükümlerine göre gerçekleştirilecek şarta bağlı sermaye artırımı yalnızca halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından uygulama bulacaktır. Buna mukabil, SerPK m. 18/10 düzenlemesinde, halka açık ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırıma dair usul ve esasların SPK tarafından belirlenmesi öngörülmüştür. Bu doğrultuda, şarta bağlı sermaye artırımı SPK'nın VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 17'nci maddesinde düzenlenmiştir.

Anılan madde düzenlemesine göre, yalnızca kayıtlı sermaye sisteminde bulunan ortaklıkların şarta bağlı sermaye artırımı usulünü seçmeleri mümkündür (m.17/1).<sup>240</sup> Bununla birlikte ayrıca, şartlı sermaye artırımının anonim ortaklığın kayıtlı sermaye tavanını aşması da mümkün olmayacaktır (m.17/9). Şayet, anonim ortaklığın gerçekleştireceği sermaye artırımı ortaklığın kayıtlı sermaye tavanını aşıyorsa bu halde öncelikle ana sözleşme değişikliği yapılması gereken daha sonrasında ise artırım merasimi tamamlanabilecektir.<sup>241</sup>

SerPK mevzuatına tabi olarak yapılacak olan şarta bağlı sermaye artırımlarında ayrıca VII-128.1 sayılı tebliğin 13/2 düzenlemesine de dikkat edilmesi gerekmektedir. Madde düzenlemesine göre; şarta bağlı sermaye artırımı neticesinde gerçekleştirilecek olan pay satışları tahsisli satış olarak nitelendirilecektir ve bu satışlarda yatırımcı sayısı<sup>242</sup> bakımından bir kısıtlama uygulanmayacaktır. Bu nedenle, burada özellikli bir tahsisli satış işleminin konu olduğu söylenebilecektir.<sup>243</sup>

---

<sup>240</sup> Aksi doğrultuda bkz. MOROĞLU, s. 418 vd.

<sup>241</sup> MANAVGAT, s.557

<sup>242</sup> Yatırımcı sayısı kısıtlamasına ilişkin olarak bkz. SPK'nın II-5.2. sayılı tebliği m. 8

<sup>243</sup> MANAVGAT, s. 556.

Yukarıda izah edilmiş olduğu üzere, TTK kapsamında gerçekleştirilecek şarta bağlı sermaye artırımını suretiyle değiştirme veya alım hakkının kullanılması için yeni paylar edinme hakkının, anonim ortaklığın esas sözleşmesinde belirtilmesi şartı aranmaktadır. SerPK sistematüğinde ise, şarta bağlı sermaye artırımını almakla yetkili organ yönetim kuruludur. Yönetim kurulu alacağı kararda, şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin gerekli bilgilere yer vermelidir (anılan tebliğ m. 17/2). Bu doğrultuda, TTK'nın 463/1 hükmünden farklı olarak, SerPK kapsamında şirketin esas sözleşmesinde pay edinme hakkının yer alması zorunlu olmayacaktır.

TTK'nın şarta bağlı sermaye artırımını bakımından öngörmüş olduğu rüçhan haklarının sınırlandırılması sistemi, SerPK'da da benimsenmiştir. Bu husus, VII-128.1. sayılı tebliğın, m. 17/1 düzenlemesinde “*şarta bağlı sermaye artırımının yapılabilmesi için yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanması gerekir*” şeklinde ifade edilmiş olup TTK'dan farklı olarak önerilmeye muhatap olma hakkına burada yer verilmemiş olduğu görölmektedir.

Sonuç olarak, SerPK kapsamında düzenlenmiş olan şarta bağlı sermaye artırımının sistemini kayıtlı sermaye artırımını ve dolayısıyla da yönetim kurulu kararı oluşturmaktadır. Manavgat'a göre, zaten kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık bir anonim ortaklığın, sınırlı bir alıcı kitlesi olan ve daha karmaşık kuralları bulunan şarta bağlı sermaye artırımını metodunu tercih etmesi istisnai olarak söz konusu olabilecektir.<sup>244</sup> Bizim de görüşümüze göre de, şarta bağlı sermaye artırımının kayıtlı sermaye artırımını sistemine bağlanması suretiyle yönetim kurulunun yetkisine bırakılmış olması isabetli olsa da, kısıtlı bir alıcı kitlesine hitap etmesi ve dar bir uygulama alanına sahip olması nedeniyle rağbet görmesi zayıf bir artırım yöntemi olabilecektir.

---

<sup>244</sup> MANAVGAT, s. 557.

### **3.1.2. Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı Suretiyle Temini**

#### **3.1.2.1. Esas Sermaye Artırımı**

Esas sermaye, ortaklık esas sözleşmesinde gösterilen sabit bir rakam olup sermayenin değiştirilmesi esas sözleşmenin değiştirilmesine bağlıdır.<sup>245</sup> Esas sermaye artırımı ise, kanunda öngörülen konularda kuruluşa ilişkin hükümlerin uygulandığı, esas sözleşme değişikliği niteliğinde bir işlemdir.<sup>246</sup>

Çalışmamızın yazılmış olduğu tarih itibarıyla, şarta bağlı sermaye artırımı usulünün yaygın olmaması nedeniyle, uygulamada yaygın olan esasa sermaye artırımı yoluyla sermaye artırımının tercih edilmesi gündeme gelebilir. Tercih edilecek olan bu yol, şüphesiz şarta bağlı sermaye artırımının her iki taraf için de öngörmüş olduğu korumaları sağlamayacaktır.

##### **3.1.2.1.1. PDT Alacağının Sermaye Olarak Eklenmesi ve Değerlemesi**

Türk Ticaret Kanunu'nun 459'ncü maddesinde göre, esas sermaye sisteminde sermaye taahhüdü yoluyla yapılacak olan sermaye artırımlarında nakit sermaye taahhüdünde bulunulması halinde TTK'nın 341'nci ve aynı sermaye taahhüdünde bulunulması halinde ise, 342 ve 343'ncü maddelerinin uygulanması söz konusu olacaktır.

Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan bu düzenlemeler ışığında, PDT sahibinin anonim ortaklıktan olan alacağının aynı mi yoksa nakdi bir alacak olarak mı değerlendirilmesi gerektiği sorunu ortaya çıkmaktadır. Zira TTK'nın 342'nci maddesinde aynı sermaye olarak konulabilecek olan malvarlığı unsurları sıralanmış ve "*vadesi gelmemiş alacakların*" sermaye olarak konulamayacağı düzenlenmiştir. Bu madde düzenlemesinin mefhumu muhalifinden, vadesi gelmiş olan alacakların

---

<sup>245</sup> BAHTİYAR, Sermaye Artırımı, s. 8

<sup>246</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 757.

sermaye olarak konulabileceği ve bunların da aynı sermaye olarak değerlendirileceği yorumunu yapmanın mümkün olduğu kanaatindeyiz.

Bu hususun tespiti şu açıdan önemlidir; TTK'nın 343'ncü maddesi hükmüne göre aynı sermaye olarak konulacak ayınların şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi tarafından atanan bilirkişiler tarafından değer biçilmesi gerekecektir. Ayrıca bu madde içerisinde yer alan “*sermaye olarak konulan alacakların gerçekliğinin, geçerliğinin ve 342 nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri*” ifadesinde de, TTK m. 342 içerisinde yer alan ifade dolayısıyla yapmış olduğumuz değerlendirmenin de teyit edilmiş olduğu ve PDT sahiplerinin alacaklarının bilirkişi incelemesine muhtaç olacağı kanaatindeyiz.

Dolayısıyla, PDT sahiplerinin ihraç edilen PDT'ler dolayısıyla anonim ortaklığa vermiş oldukları nakdi fonun, bir başka deyişle anonim ortaklık bakımından vadesi gelmiş bir alacak olarak değerlendirilecek olan aynı sermayenin mahkeme vasıtasıyla değerlemesinin yapılması gerekecektir. Bu husus, tereddütsüz PDT gibi hibrit bir borçlanma aracının işlerliğini ve hızlı hareket edebilme kabiliyetini kısıtlayıcı bir yöntem olacaktır.

#### **3.1.2.1.2. Genel Kurul Kararı**

Esas sermaye artırımı yolunda, şarta bağlı sermaye artırımından farklı olarak artırım kararını verecek olan organ genel kuruldur. Genel kurul, yönetim kurulu tarafından hazırlanacak olan sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliği taslağını karara bağlayacaktır. Buna mukabil, esas sözleşme değişikliğinin ve dolayısıyla da sermaye artırımı karara bağlanması ile birlikte şirket nezdinde doğrudan sermaye artırımının gerçekleşmiş olmayacaktır.<sup>247</sup> Zira TTK'nın “*Tescil*” başlıklı 455'nci maddesi hükmüne baktığımızda, şirketin esas sözleşme değişikliklerinin üçüncü kişiler nezdinde bağlayıcılığında bahsedebilmek için, bu kararın ticaret siciline tescil edilmesi gerekmektedir. Nitekim sermaye artırımı

---

<sup>247</sup> MOROĞLU, Sermaye Artırımı, s. 77.

neticesinde ihraç edilen paylardan doğan pay sahipliği hakkının kullanılabilmesi de, tescil tarihinden itibaren mümkündür.<sup>248</sup>

Şarta bağlı sermaye artırımında da, genel kurulun alacağı dayanak kararın tescili şartı öngörülmüş ve bu tescilden önce tanınan hakların batıl olacağı hüküm altına alınmıştır. Esas sermaye artırımında da genel kurul kararının tescili şartı aranmakla birlikte, bir noktada farklılık arz ettikleri şüphesizdir. Zira şarta bağlı sermaye artırımında yalnızca dayanak kararın tescili aranmakta ve sermaye artırımında dönüşürme hakkını kullanan PDT sahiplerinin bu haklarını kullanmaları ile gerçekleşmektedir. Esas sermaye artırımında ise, sermaye artırım ve dolayısıyla yeni payların ihracı bakımından mutlaka bir genel kurul kararına ihtiyaç duyulacağından PDT sahiplerinin bir rolü bulunmamaktadır.

#### **3.1.2.1.3. Nisaplar**

Genel kurul tarafından alınacak bu karar, TTK m. 421/1 hükmü uyarınca şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurulda ve mevcut bulunanların çoğunluğunun olumlu oyu ile bu karar alınabilecektir. Bu noktada, şarta bağlı sermaye artırımında genel kurul alacağı dayanak karara ilişkin nisaptan farklı olarak öngörülmüş bir durum mevcut değildir.

#### **3.1.2.1.4. Rüçhan Hakkı**

Rüçhan hakkı, PDT sahiplerinin dönüşürme haklarını engelleyecek bir diğer konudur. Nitekim şarta bağlı sermaye artırımında da, bu husus öngörülmüş ve kanunun 467'nci maddesinde değiştirme veya alım hakkı sahibi kişilerin korunması düzenlenmiştir. Buna karşılık, esas sermaye yönteminde artırım gerçekleştirilmesi halinde TTK'nın 461'nci maddesinde de "*her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir*" şeklinde ifade edilmiş olduğu üzere her pay sahibinin, payı oranında sermaye artırımına iştirak etmek hakkı bulunmaktadır.

---

<sup>248</sup> TEKİNALP (Poroy /Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 764.

Hemen belirtelim ki, bu hakkın sınırlandırılması yahut kaldırılması mümkündür. Bunun için TTK'nın 461/2 hükmü uyarınca rüçhan hakkı ancak (i) haklı sebebin bulunması halinde ve (ii) en az sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir.

Burada ilk akla gelen husus, PDT sahiplerinin dönüştürme haklarının temini amacıyla yeni paylar ihraç edilmesinin haklı sebep teşkil edip etmeyeceğidir. Haklı sebep TTK'nın 461/2'nci maddesinde, *“halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur”* şeklinde belirtilmek suretiyle örnekleme şeklinde sıralanmıştır. öğretide kabul edildiği üzere, haklı sebebin şirketin menfaati, ilerleme ve gelişme hedefleri ve sosyal düşünceler çerçevesinde haklı sebeplerin varlığından bahsedilebilecektir.<sup>249</sup> Rüçhan hakkının sınırlarının belirlenmesi bakımından, şirketin menfaati göz önünde bulundurularak ve bu çerçevede çizilmesi gerektiği ifade edilmektedir.<sup>250</sup>

Kanaatimizce, şirketin fon ihtiyacı doğrultusunda ihraç kararı almış olduğu PDT'lerin dönüştürülmesinin temini bakımından rüçhan haklarının sınırlandırılmasının haklı sebep teşkil ettiğinin kabul edilmesi gerekmektedir.<sup>251</sup>

Netice olarak, PDT sahiplerinin haklarının temini bakımından şirketin mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanabileceğinin kabulü ile birlikte, her halükarda PDT sahiplerinin haklarının tam anlamıyla güvence altına alınmış olduğunu söylemenin güç olduğu kanaatindeyiz. Zira, haklı sebep olarak kabul edilse dahi ayrıca her halükarda ortaklığın genel kurulunda yüzde altmış oranında öngörülmüş olan ağırlaştırıcı nisabın sağlanması ve pay sahiplerinin bu hususu onaylamaları gerekecektir.

---

<sup>249</sup>ADIGÜZEL, Rüçhan Hakkı, s. 5.

<sup>250</sup>ÖZSUNGUR, Fahri, Rüçhan Hakkının Kullanılmaması ve Sermaye Artırımında Pay Taahhütlerinin Kısmen Yerine Getirilmesi Sorunu, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 4, S.2, 2014, s. 148.

<sup>251</sup> ADIGÜZEL, Rüçhan Hakkı, s. 17.

### 3.1.2.1.5. Önceki Sermaye Taahhütlerinin Ödenmiş Olması Zorunluluğu

TTK'nın 456'ncı maddesinin birinci fıkrasına göre payların nakdi bedellerinin tamamen ödenmedikçe sermaye artırımını gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Ancak kanunda yer alan ifadeyle “önemli sayılmayan tutarların” ödenmemiş olması sermaye artırımına engel teşkil etmeyecektir. Kanun metninde yer alan ve açık bir oran olarak belirlenmemiş olan bu tutarın genel olarak %5 olarak yorumlanmaktadır.<sup>252</sup> Nitekim Türk Ticaret Kanunu ile Bazı Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı'na<sup>253</sup> baktığımızda, tasarının 7'nci maddesine göre, TTK'nın 456'ncı maddesinin birinci fıkrasının, ikinci cümlesinde yapılacak değişiklik ile %95 şeklinde bir kesin orana yer verildiği görülmektedir.

PDT sahiplerinin haklarının korunması bakımından ise, bu maddede öngörülen gereklilik şu açıdan önemlidir; yukarıda izah edilmiş olduğu üzere şirket nezdinde ihraç sınırlarına uyulmak suretiyle tahvil ihraç edildikten sonra PDT sahiplerinin haklarını kullanmalarını talep etmeleri durumunda ayrıca payların temini bakımından, şirketin mevcut pay sahiplerinin sermaye taahhüt borçlarını ifa edip etmemiş olmaları riski ile karşılaşmaları mümkündür. Nitekim mevcut pay sahiplerinin şirketin kuruluşunda veya evvelce gerçekleştirilmiş olan sermaye artırımları bakımından sermaye taahhüt borçlarını ödemeleri için TTK'nın 344'ncü ve 459/3 atfıyla uygulanan 344'ncü maddesi hükmü gereğince yirmi dört aylık ödeme süresi öngörülmüştür. Dolayısıyla, henüz bu süre içerisinde olması halinde, mevcut pay sahiplerinin ifa borcu bulunabilir.

Bu durumda, ihraççı şirket sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararını almak, rüçhan haklarını sınırlamak ve dolayısıyla PDT sahibinin haklarının teminini

---

<sup>252</sup> ÖZSUNGUR, s. 153. Ayrıca madde içerisinde kesin bir oranın belirlenmemiş olması ve %95'lik bir şekilde kesin bir oran belirlenmesi gerektiğine yönelik eleştiri bakımından bkz. MOROĞLU, Sermaye Artırımı, s.48 ve BAHTİYAR, Ortaklıklar Hukuku, s. 345-346.

<sup>253</sup> Tasarı metninin tamamı için bkz. <http://www.iib.org.tr/files/downloads/PageFiles/%7B1a86b256-f50d-4f65-a146-b62be1cac5a8%7D/Files/TurkTicaretKanunTasarisiTaslagi.pdf>

sağlamak niyetinde olsa da mevcut pay sahiplerinin taahhüt borçları bakımından PDT sahiplerinin haklarının sağlanamaması riski ile gündeme gelebilir.

### 3.1.2.2. Kayıtlı Sermaye Artırımı

PDT sahibi olan yatırımcıların, dönüştürme taleplerinin temin edilmesi bakımından kayıtlı sermaye sistemi her zaman önerilen ve hak sahiplerinin güvence altına alınmasını kolaylaştırabilecek bir sistem olarak değerlendirilmiştir.<sup>254</sup>

Kayıtlı sermaye sistemi, ilk defa 1960 yılında 7462 sayılı Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu'nun 2'nci maddesi ile aynı sene yürürlüğe girmiş olan 86 sayılı kanun düzenlemelerinde Türk Hukuku'nda yer bulmuştur. Bu düzenlemelerden sonra ise, 1982 tarihli 2499 sayılı eSerPK'da kayıtlı sermaye sistemi, halka açık ortaklıklar bakımından 12'nci maddede düzenlemeye kavuşturulmuştur.

Nihayet halihazırda yürürlükte bulunan mevzuatlara baktığımızda ise, TTK'nın 460'nci maddesinde halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından da kayıtlı sermaye sisteminin öngörülmüş olduğu ve 460/7'nci maddesinde ise halka açık olan şirketler bakımından SerPK'ya atıf yapıldığı görülmektedir. Dolayısıyla sistematik olarak, halka açık olmayan şirketlerde kayıtlı sermaye sistemi bakımından TTK uygulamasının izlenmesi, halka açık şirketlerde ise SerPK'nın 18'nci maddesi hükmünün uygulanması gerekecektir.

Getirilen bu mevzuat düzenlemelerine baktığımızda, kayıtlı sermaye artırımının, şirketin esas sözleşmesinde öngörülmüş olması kaydıyla, yönetim kurulu kararıyla

---

<sup>254</sup> Bkz. POROY, s. 597 “Bu düzenlenmenin bir yolu, genel olarak anonim şirketler hukukunda bir reform yaparak müsaade edilen sermaye sistemini, bütün anonim şirketler için veya bazı şartlara uyan bir kısmı için kabul etmektedir” şeklinde ifade edilmiştir. Aynı doğrultuda KUBİLAY, s. 12 “Bu sistemde yeni hisse senedi ihracı, ihraç zamanı ve miktarı hususlarında karar verme yetkisi ya esas sözleşme ile ya da genel kurul tarafından yetki verilmek suretiyle yönetim kuruluna bırakılmaktadır. Böylece HSDT sahipleri, HSDT şartlarına uygun olarak değiştirme talebinde bulduklarında hisse senetlerini derhal alabilirler” şeklinde ifade edilmiştir.

ticaret siciline tescil edilmiş olan kayıtlı sermaye rakamına kadar artırılmasına imkan veren sermaye artırım sistemi olarak tanımlanmaktadır.<sup>255</sup>

Dolayısıyla, burada anılan sermaye artırım sisteminde artırım kararı şirketin yönetim kurulu tarafından alınmaktadır. Yalnızca artırım kararı veren organ bakımından değerlendirdiğimizde, PDT'ler bakımından bu artırım sisteminin şarta bağlı sermaye artırımından sonra izlenebilecek en makul ikinci yol olduğu kanaatindeyiz. Zira burada, şarta bağlı sermaye artırımını sisteminde olduğu gibi bir güvenceden bahsedilemeyecek olsa da en azından pay sahiplerinin, artırım ve rüçhan haklarının sınırlandırılması bakımından olumlu oyunun aranması gerekmeyecektir.<sup>256</sup>

Kayıtlı sermaye sistematığının daha net anlaşılabilmesi bakımından kayıtlı sermaye, çıkartılmış sermaye ve başlangıç sermayesi terimlerinden kısaca bahsetmek uygun olacaktır. Buna göre başlangıç sermayesi SerPK'nın 3/1-b maddesinde "*kayıtlı sermayeli anonim ortakların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayelerini*" olarak tanımlanmıştır. Buna göre, TTK'nın 332'nci maddesi düzenlemesine baktığımızda halka açık olmayan anonim ortaklıkların başlangıç sermayesi yüzbini Türk Lirasından aşağı olamayacaktır.

Çıkartılmış sermaye ise, SerPK'nın 3/1-d maddesinde "*kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış paylarını temsil eden sermayelerini*" şeklinde tanımlanmıştır. Kanunda yer alan tanımdan hareketle, kayıtlı sermaye sistemindeki bir anonim ortaklığın mevcut ve tamamı ödenmiş olan sermayesinin çıkartılmış sermaye olarak ifade edilmesinin mümkün olduğu söylenebilecektir.<sup>257</sup>

---

<sup>255</sup> MOROĞLU, Sermaye Artırımı, s. 313.

<sup>256</sup> BAHTİYAR, Sermaye Artırımı, s. 26'da sabit sermaye artırımının sakıncaları arasında pay senetleriyle değiştirilebilir tahvil çıkarılmasına elverişli olmaması hususuna değinmiş "*Sabit sermaye sisteminde DT.'ler çıkarılmış ise, bu tahvillerin ifa zamanı geldiğinde, değiştirmede kullanılacak pay senetlerinin temin edilmesi için sermaye artırımını adeta zorunlu olmaktadır. Bu ise çok külfetli ve zaman alıcıdır. Diğer yandan, genel kurulun sermaye artırımına karar vermeme riski vardır.*" şeklinde ifade etmiştir.

<sup>257</sup> MOROĞLU, Sermaye Artırımı, s. 316, BAHTİYAR, Ortaklıklar Hukuku., s. 357, BİÇER, s. 46 orada dn. 159'da anılan KAYA, İsmail Mustafa, "*Kayıtlı Sermaye sisteminde, esas sermaye kavramının yerini, çıkarılmış sermaye almaktadır*".

Nihayet kayıtlı sermaye ise, SerPK'nın 3/1-l maddesinde, anonim ortaklıkların esas sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararıyla pay çıkarılabilecek azami miktar olarak ifade edilmiştir. Bu doğrultuda, kayıtlı sermaye sistemi esas sermaye sisteminden farklı olarak soyut bir rakamı ifade etmektedir. Zira burada anılan rakam ortaklığın gerçek anlamdaki sermayesini değil ortaklığın esas sözleşmesi uyarınca yönetim kuruluna verilmiş olan artırma yetkisini ifade etmektedir.<sup>258</sup>

Bu izahlardan sonra, TTK ve SerPK düzenlemelerine göre kayıtlı sermaye sisteminde izlenmesi gereken aşamalar aşağıdaki gibi olacaktır.

#### **3.1.2.2.1. Halka Açık Olmayan Ortaklıklar**

Yukarıda izah edildiği üzere, halka açık olmayan ortaklıklar bakımından TTK'nın 460'ncı maddesinin uygulanması gerekecektir. Kanunda yer verilmiş olan ifadeye göre ortaklığın ilk veya değiştirilmiş esas sözleşmesinde, kayıtlı sermaye sisteminin düzenlenmiş olması gerekmektedir. Dolayısıyla bu sistem bakımından ilk olarak ortaklığın kuruluş esnasında kayıtlı sermaye sistemini benimsemesi mümkün olduğu gibi daha sonra esas sözleşme tadili gerçekleştirmek suretiyle de bu sisteme geçmesi mümkündür.

Ortaklığın, kayıtlı sermaye tavanına kadar artırma yetkisini yönetim kuruluna vermesi için bazı koşulları taşıması gerekmektedir. Buna göre (i) kayıtlı sermaye sisteminin şirketin esas sözleşmesinde düzenlenmiş olması, (TTK m. 460/1) (ii) şirketin çıkarılmış sermayesinin en az yüzbin Türk Lirası olması, (TTK m. 332/1) (iii) kayıtlı sermaye tavanının ise, başlangıç sermayesinin beş katından fazla olmaması (19.10.212 tarihli Tebliğ<sup>259</sup> m. 5/1) ve (iv) yönetim kurulunun sermaye artırımını yetkisinin en çok beş yıl için tanınmış olması (TTK m. 460/1) gerekmektedir.

---

<sup>258</sup> BAHTİYAR, Sermaye Artırımı, s. 61.

<sup>259</sup> R.G. 19.10.2012, S. 28446, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın *Halka Açık Olmayan Şirketlerde Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ*.

Bu koşullardan hareketle yüzbin Türk Lirası bedelinde çıkartılmış sermayesi bulunan bir anonim ortaklığın, esas sözleşmesinde kayıtlı sermaye sistemine ilişkin hüküm bulunması kaydıyla yönetim kuruluna 5 yıl süre ile Şirketin kayıtlı sermaye tavanına kadar artırma yetkisi tanınması mümkündür. Şu kadar ki, bu tavan sınırı yüzbin Türk Lirası bedelinde başlangıç sermayesi bulunan anonim ortaklık için en fazla beşyüzbin Türk Lirası olabilecektir.

Kayıtlı sermaye sistemine göre artırım yapacak olan halka açık olmayan anonim ortaklığın izlemesi gereken merasimler ise, Şu Şekilde olacaktır. Yönetim kurulu öncelikle artırılan sermayenin tutarını, ihraç edilecek payların itibari değerini ve sair özelliklerini, yeni pay alımının kullanma Şartlarını, sınırlandırılıp sınırlandırılmayacağı gibi hususlarını bir karara bağlar ve daha sonrasında, artırıma ilişkin olarak almış olduğu bu kararı ortaklığın esas sözleşmesinde ngrlmş olduğu Şekilde ilan eder (TTK m.460/2). Bu konularda TTK'nın 459'ncu maddesinde yani esas sermaye sistemine ilişkin maddesinin uygulanması gerekecektir (TTK m. 460/3). Halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından, TTK'nın 459'ncu maddesine yapılan atıf son derece önemlidir. Zira bu madde atfı doğrultusunda, Şarta bağlı sermaye artırımından farklı olarak ihraç edilecek olan pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi kuralının uygulanması gerekmeyecektir. Kanun koyucunun kayıtlı sermaye artırımını bakımından, esas sermaye sistemi bakımından getirilmiş olan bu düzenleme ile her iki sistem arasında benzerlik yaratılmaya çalışıldığı söylenmektedir.<sup>260</sup>

Nihayet, yukarıda anılan merasimlere uygun olarak alınan yönetim kurulunun sermaye artırımına ilişkin kararının ve çıkarılmış sermayeyi gösterir ortaklığın esas sözleşmesinin yönetim kurulu tarafından tescil ettirilmesi gerekmektedir.<sup>261</sup>

---

<sup>260</sup> CENKCI, Esra, Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi, XII Levha, İstanbul, Kasım, 2015, s. 454.

<sup>261</sup> Burada ortaklığın esas sözleşmesinin tescilinden anlaşılması gerekenin; TTK m. 452 vd. hükümlerinde yer alan esas sözleşme değişikliği Şeklinde yorumlanmaması gerektiği ifade edilmektedir. Bkz. BAHTİYAR, Sermaye Artırımı, s. 81 ve orada anılan dn. 131, BİÇER, s. 51.

### 3.1.2.2.2. Halka Açık Ortaklıklar

Halka açık ortaklıkların kayıtlı sermaye artırımına ilişkin usuller ise, SerPK'nın 18'nci maddesine göre gerçekleştirilecektir.

İlk olarak belirtmek gerekir ki, halka açık ortaklıkların kayıtlı sermaye sistemine geçmeleri zorunlu değil, ortaklığın tercihindedir.<sup>262</sup> Bununla birlikte, halka açık ortaklıklar bakımından da, SerPK'nın 18'nci maddesinde bir takım koşullar öngörülmüştür. Buna göre (i) kayıtlı sermaye sisteminin ana sözleşmede düzenlenmiş olması, (SerPK m. 18/2 ifadesi) (ii) ortaklığın başlangıç sermayesinin en az yüz bin Türk Lirası olması, (SerPK'nın II-18.1sayılı Tebliği<sup>263</sup> m. 5/3) (iii) yönetim kurulunun sermaye artırımı yetkisinin en çok beş yıl için tanınmış olması ve bu sürenin de en çok beş yıllık dönemlerde uzatılabilmesi, (iv) ortaklık tarafından çıkarılan payların tamamen ödenmesi yahut satılmayan payların iptal edilmesi gerekmektedir.

Bu koşulların yanı sıra ayrıca, mevcut pay sahiplerinin haklarına ilişkin olarak SerPK'nın 18'nci maddesinin 5'nci fıkrasında, mevcut pay sahiplerinin haklarının kısıtlanması durumunda esas sözleşme ile yönetim kurulunun yetkilendirilmiş olması şartı aranmıştır. Bu noktada, ifadenin halka açık olmayan anonim ortaklıklar için öngörülen düzenleme ile paralel bir düzenlemeye yer verilmiş olduğu görülmektedir. Şu kadar ki, SerPK'nın anılan maddesinde farklı olarak TTK'nın rüçhan haklarını düzenleyen 461'nci maddesinin ikinci ve üçüncü fıkralarının uygulanmayacağı belirtilmiştir. TTK m. 461/2 düzenlemesine göre, genel kurulun sermaye artırım kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı ancak haklı sebeplerin bulunması halinde ve esas sermayenin yüzde altmış oranında olumlu oyu ile alınabilir. TTK m. 461/3' göre ise, yönetim kurulunun yeni pay alımı hakkının kullanımının esaslarını belirlemesi ve en az on beş süre vermelidir.

---

<sup>262</sup> Ancak SPK'nın 49'ncü maddesine göre, yatırım ortaklıklarının kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklar olarak kurulmaları zorunludur.

<sup>263</sup> R.G. 25.12.2013, S. 28862.

Anılan SerPK m. 18/5 düzenlemesinin gerekçesine baktığımızda, rüçhan hakkına ilişkin olarak getirilmiş olan sınırlamanın dışarıdan ortak alınması suretiyle şirkete yeni kaynak girişinin teşvik edilmesinin hedeflendiği ifade edilmiştir. Kanaatimizce, SerPK’da düzenlenmiş olan bu istisna hükmü bir yandan esas sözleşme ile yetkilendirme şartı öngörmekte olması nedeniyle mevcut pay sahiplerinin haklarını korumakta iken, diğer taraftan da yeni ortak girişini bir başka deyişle çalışmamızın konusunu teşkil eden PDT sahiplerinin şirkete girişini de kolaylaştırmıştır. Ancak bu noktadaki tereddüt, SerPK’da isabetli olarak TTK atfına, TTK’nın kayıtlı sermayeye ilişkin 460’ncı maddesinde açıkça yer verilmemiş olmasının karışıklığa mahal verecek şekilde yorumlanmasıdır. Zira her ne kadar TTK’nın 460/4 hükmü uyarınca bu yetkinin yönetim kuruluna esas sözleşmede belirtilmesi suretiyle verilebilmesi imkanı tanınmış olsa da SerPK’da m. 461/2 ve 462/3 hükümlerinin uygulanmayacağı açıkça düzenlenmiş iken, TTK’da zikredilmemiş olmasının kanun koyucunun bilinçli bir tercihi olup olmadığı karmaşası yaşanabilir.

Kanaatimizce, halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından da yönetim kuruluna esas sözleşmede yetki verilmiş olması şartıyla 461/2-3 maddelerinin uygulanmaması gerekmektedir. Böylece, yönetim kurulunun rüçhan haklarının kullanımı için on beş gün süre vermesi ve en önemlisi rüçhan haklarının sınırlandırılması bakımından genel kurul tarafından ayrı ihtiyaç duyulmamalıdır. Bir başka deyişle, halka açık olmayan anonim ortaklık tarafından kayıtlı sermaye sistemine geçilmiş olması ve TTK’nın 460/4 maddesi hükmü gereğince yönetim kuruluna mevcut pay sahiplerinin yeni pay almalarına ilişkin kısıtlamada bulunma yetkisi bir kere devredildikten sonra genel kurulun alacağı karara ve pay sahiplerine rüçhan hakkının kullanımı için süre verilmesinin gerekmeyeceği kanaatindeyiz.

Halka açık ortaklıklar bakımından öngörülen koşullar bakımından son olarak, çalışmamızın konusunu teşkil eden SerPK’nın 18’nci maddesinin 9’ncü fıkrasının değerlendirilmesi gerekmektedir. Anılan maddeye göre, kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık ortaklığın PDT yahut benzeri bir araç ihraç etmesi durumunda ortaklığın çıkarılmış sermayesi ile dönüştürme sonucunda verilecek paylarının

toplaminin ortaklığın kayıtlı sermayesini aşmaması gerekmektedir. Maddenin gerekçesinde de *“paya dönüştürülebilir türev araç ihracı ile pay çıkarılması sonucunu doğuracak işlemler sonrası, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin kayıtlı sermayeyi aşamayacağı açıkça düzenlenmiştir.”* şeklinde ifade edildiği üzere PDT sahiplerinin taleplerinin temini bakımından kayıtlı sermaye sistemini tercih etmiş olan bir anonim ortaklığın hem PDT ihracı hem de kayıtlı sermaye sistemine ilişkin bir sınırlama getirilmiş olacaktır.

Kayıtlı sermaye sistemine göre artırım yapacak olan halka açık anonim ortaklığın izlemesi gereken merasimler ise şu şekilde olacaktır. Yönetim kurulu öncelikle artırılan sermayenin tutarını, ihraç edilecek payların itibari değerini ve sair özelliklerini, yeni pay alımının kullanma şartlarını, sınırlandırılıp sınırlandırılmayacağı gibi hususlarını bir karara bağlar (SerPK m.18/5 yorumu ile). Yönetim kurulunun alacağı bu karar ise, Kurul tarafından belirlenecek olan şart ve koşullarda ilan edilecektir (SerPK m. 18/8).

Devamında izlenmesi gereken süreç ise, payların halka arzı ve satışı bakımından izlenecek usul ve yöntemler olacaktır. Bu noktada, çalışmamızın konusu sebebiyle halka arz ve satış usul ve yöntemlerinden detaylı olarak burada bahsedilmeyecek olsa da, pay bedelleri bakımından bir noktadan bahsedilmesi uygun olacaktır. SerPK'nın 12'nci maddesi hükmü uyarınca sermaye piyasası araçlarının satış bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi şartı öngörülmüş olduğundan, burada halka açık olmayan anonim ortaklıklardaki kayıtlı sermaye sisteminden farklı olarak TTK'nın 342 ve 343'ncü madde hükümlerinin uygulanması söz konusu olmayacaktır.

Nihayet, yukarıda anılan merasimlere uygun olarak alınan yönetim kurulunun sermaye artırımına ilişkin kararının ve çıkarılmış sermayeyi gösterir ortaklığın esas sözleşmesinin yönetim kurulu tarafından tescil ettirilmesi gerekecektir (SerPK m. 18/7).

### 3.1.2.2.3. PDT'ler Bakımından Kayıtlı Sermaye Sisteminin Değerlendirilmesi

Yukarıda bahsedildiği üzere, SerPK'da ve TTK'da kayıtlı sermaye sistemi düzenlemelerine yer verilmeden önceki dönemlerde, doktrinde PDT sahiplerinin haklarının korunması bakımından kayıtlı sermaye sisteminin bir düzenlemeye kavuşturulması gerektiği belirtilmekteydi. Gerçekten de, kayıtlı sermaye sistemi genel kurulun kararının temin edilmesi gibi kimi zaman gerçekten oldukça teferruatlı ve daha zahmetli bir süreç bakımından kolaylık sağlamakta olsa da esasında özellikle PDT sahipleri bakımından tam anlamıyla bir koruma sağladığından bahsetmenin mümkün olmayacağı kanaatindeyiz.

Zira kayıtlı sermaye sisteminin, esas sermaye sisteminden ayrılmakta olduğu temel nokta, genel kurul kararına ve dolayısıyla esas sözleşme değişikliğine ihtiyaç duyulmaması noktasındadır.<sup>264</sup> Bu nedenle ortaklık kayıtlı sermaye artırımı sistemini benimsemiş olsa da, esas sermaye artırımı yönünden yukarıda izah etmiş olduğumuz mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanmaları ve mevcut çıkartılmış sermayenin tamamen ödenmiş olması gibi bir takım engellerin bu sistem bakımından da gündeme geleceğini belirtmek gerekir.

Şu kadar ki, TTK'nın 460/4'ncü maddesi ve SerPK'nın 18/5'nci maddesi düzenlemesine baktığımızda, yönetim kurulunun imtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde pay çıkarabilmesi ve pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını sınırlandırabilmesi için esas sözleşmeyle yetkilendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Anılan madde düzenlemesinden anlaşıldığı üzere, yönetim kuruluna sermaye artırımına ilişkin olarak yetki verilmesinin yanı sıra ayrıca rüçhan haklarının sınırlandırılması bakımından da yetki verilmesi mümkündür. Kanaatimizce bu madde düzenlemeleri son derece önemlidir. Zira ortaklığın esas

---

<sup>264</sup> Bu sermaye artırımında kararı alacak olan organ yönetim kurulu olduğundan ayrıca TTK'nın 454'ncü maddesinde öngörülmuş olan imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun onayına da sunulmasına gerek olmayacaktır. Nitekim bu konuda MOROĞLU, Erdoğan da; "*Kayıtlı sermaye sistemine göre sermaye artırımını bir anasözleşme değişikliğini gerektirmemesine ve genel kurulda veya imtiyazlı pay sahipleri kurulunda pay sahiplerinin oylarıyla değil, yönetim kurulu kararıyla gerçekleştirmesine göre, imtiyazlı pay sahipleri kurulunun sermaye artırımını onaylaması hususu kayıtlı sermaye sistemine yabancısıdır*" şeklinde ifade edilmiştir.

sözleşmesinde hem artırıma hem de sınırlama bakımından yönetim kuruluna yetki verilmesi halinde PDT sahibinin dönüştürme talebinin çok daha hızlı, pratik ve güvenilir bir şekilde temin edilmesi mümkün olacaktır. Böylece, PDT sahipleri hem artırım neticesinde yeni pay ihracının daha kolay olarak gerçekleştirilebileceği, hem de artırım mevcut pay sahiplerinin yeni pay alım talebinde bulunmaları ihtimalinin bertaraf edilmiş olması güvencesine kavuşmuş olacaklardır.

Bununla birlikte, elbette burada da her ne kadar süreç daha pratik ve hızlı da olsa ortaklığın yönetim organını bu doğrultuda bir karar almaya itecek bir mekanizma güvencesi söz konusu değildir. Bir başka deyişle, şartlı sermaye sisteminde olduğu üzere sermaye artırımını hak sahiplerinin talebi doğrultusunda değil, ortaklığın bir organı olan yönetim kurulu tarafından gerçekleştirileceğinden PDT sahiplerinin her halükarda ortaklık nezdinde bir karar alınmasına ihtiyaç duyacakları şüphesizdir.

Ayrıca, ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminden çıkması durumu da söz konusu olabilir. Nitekim halka açık olmayan ortaklıklarda, 19.10.2012 tarihli Tebliğ'in 8'nci maddesinde yer aldığı üzere ortaklığın İç Ticaret Genel Müdürlüğü'ne yapacağı başvuru ile süresinden önce bu sistemden çıkmaları mümkündür. Aynı yönde, halka açık olmayan ortaklıklarda da SerPK m. 18/10 hükmü uyarınca da, SPK tarafından belirlenecek usuller doğrultusunda ortaklığın sistemden çıkması mümkündür. Dolayısıyla PDT sahipleri, ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminde bulunması güvencesiyle yapmış olduğu bir yatırımda, dönüştürme talebini henüz kullanmadığı bir dönemde ortaklığın kayıtlı sermaye sisteminden çıkması riski ile karşılaşabilir.

### **3.2. Şirketin Kendi Payını İktisap Etmesi Yolu ile Dönüştürme Talebinin Temini**

PDT sahiplerinin, dönüştürme haklarını kullanmaları durumunda ortaklık nezdindeki hangi payların ve ne şekilde sahibi olacakları sorusu, çalışmamızın en temel sorunlarından birini oluşturmaktadır. Ortaklık yukarıda izah edilmiş olan sermaye artırım yollarından birini tercih ederek ve dolayısıyla yeni pay ihraç etmek suretiyle bu talebi karşılayabilir.

Sermaye artırımını haricinde bir yöntem olarak, şirketin kendi payını iktisap etmesi yolu da dönüştürme hakkının sağlanması bakımından düşünülebilir.<sup>265</sup> Şirketin kendi payını iktisabı, hukukumuzda ilk defa SPK'nın 10.08.2011 tarihli ve 26/767 sayılı ile "Payları İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Almaları Sırasında Uyulacakları İlke ve Esasları" ilke kararında ifade edilmiş<sup>266</sup> sonrasında ise, esas olarak 2012 yılında yürürlüğe giren 6102 sayılı TTK ile birlikte kanuni bir düzenlemeye kavuşturulmuştur. Nitekim, PDT ihracına ilişkin VII-128.8 sayılı tebliğin 19/3 madde düzenlemesine baktığımızda da, kural olarak PDT'lerin dönüştürülmesinin sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirileceği ifadesine yer verilmiş devamında yer alan cümlede ise, ortaklığın talebine bağlı dönüştürme ve PDT sahibinin talebine bağlı dönüştürmeler bakımından sermaye artırımını yapılmadan da dönüştürme işleminin gerçekleştirilebileceği ifade edilmiştir.

### 3.2.1. Sınırlamalar

Şirketin kendi payını ivazlı olarak iktisap edebilmesi, şirkete konulmuş olan sermayenin geri alınması yasağı, ortaklık gelirlerinin ortaklık amaçlarının dışında kullanılması ve şirketin likidite kaybına uğraması gibi sakıncalar dolayısıyla mülga ticaret kanununda mutlak olarak yasaklanmıştır.<sup>267</sup>

Şirketin kendi paylarını ivaz karşılığında iktisap etmesi yasağı, 6102 sayılı TTK ile yumuşatılmıştır. TTK'nın 379'ncü maddesinde anılan şirketin kendi paylarını

---

<sup>265</sup> MANAVGAT, s. 517. Şirketin kendi payını iktisabına ilişkin olarak mülga mevzuat döneminde ele alınan yazılara ilişkin olarak bkz. HİRŞ, E. Ernst s. 546 ve bu yöntemin eleştirisi için bkz. POROY, Reha s. 496, KARACAN, Ali İhsan/ KARACAN, Esra Erişir, Halka Açık Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Alımı, Legal, İstanbul, 2015, s. 113.

<sup>266</sup>6762 sayılı TTK'da açıkça şirketin kendi payını iktisap etmesi yasağına rağmen, Kurul tarafından 6102 sayılı TTK'nın yürürlüğe girene kadarki süre bakımından İMKB'de işlem gören şirketler bakımından öngördüğü bu düzenleme ve geçiş sürecindeki sıkıntıların eleştirisi için bkz. YANLI, Veliye/NILSSON OKUTAN, Gül, 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 ve ÖZKORKUT, Korkut Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Eylül 2011, S. 3, S. 17-40.

<sup>267</sup> NILSSON, OKUTAN GÜL, Anonim Şirketlerin Kendi Hisselerini İktisabı Yasağı Bağlamında Finansal Yardım Yasağı, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, (25-26 Haziran 2010) İMKB Yayınları, Ağustos 2011, s. 90.

iktisap etmesi yasağına, şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya işlem sonunda aşacak olan miktarda ivazlı olarak iktisap edemeyeceği ifadesi getirilerek istisna tanınmıştır. Bir başka ifadeyle, şirketin kendi payını ivazlı olarak iktisap etmesine %10 oranına kadar müsaade edilmiştir.

Burada hemen belirtmek gerekir ki, TTK'nın 383'ncü maddesinde, ivazsız iktisaplar bakımından bir istisna getirilmiş, bedellerinin tamamının ödenmiş olması şartıyla şirketin kendi paylarını ivazsız olarak iktisap edebileceği belirtilmiştir.<sup>268</sup>

### **3.2.2. Genel Kurul Yetkilendirme Kararı**

Ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilmesi ancak genel kurul tarafından, olağan nisaplara göre alınacak bir karar ile yönetim kurulunun yetkilendirilmesi ile mümkündür. Bu yetkilendirme, en fazla beş yıl için yönetim kuruluna tanınabilir ve yapılacak yetkilendirmede iktisap edilecek olan payların itibari değerlerinin ve bu paylara ödenecek olan bedelin alt ve üst sınırlarının belirtilmelidir.

Genel kurul kararında, yetkilendirmeye ilişkin kanunda aranan hususların açıkça belirtilmesi yeterli olacaktır. Bunun haricinde, şirketin kendi paylarını iktisap etme amacının da belirtilmesine gerek bulunmamaktadır. Şu kadar ki, genel kurul bu yönde bir sınırlandırma yapmak arzusunda olursa *“yalnızca PDT sahiplerinin dönüştürme taleplerinin karşılanması amacıyla”* şeklinde bir sınırlama getirmesi de mümkün olacaktır.<sup>269</sup>

### **3.2.3. Şirket Malvarlığının Değerlendirilmesi**

TTK'nın 379/3 hükmü gereğince, şirketin paylarını iktisap edebilmesi için öncelikle esas veya çıkartılmış sermaye ve kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin tespit edilmesi gerekmektedir.

---

<sup>268</sup> Bu husus madde gerekçesinde bu düzenleme; şirketin paylarının vasiyetname yahut bağış yolu ile iktisap edilmesi halinde yasağın uygulanmasının doğru olmayacağı şeklinde gerekçelendirilmiştir.

<sup>269</sup> AYAN, Özge, Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVII, 2013, S. 1-2, s. 207.

Kanunda yer alan bu sınırlamaları bir örnekle izah etmek daha uygun olacaktır. Buna göre ortaklığın kendi payını iktisap etmek istediği anda, şirketin esas sermayesi 50.000 TL, kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamı 20.000 TL, şirketin iktisap etmeyi düşündüğü payların bedeli toplamı 5.000 TL olduğu varsayımında, ortaklığın kendi payını iktisap edebilmesi için net aktifinin en az 75.000 TL olması gerekecektir.<sup>270</sup> TTK m. 379/3 hükmüne göre şirketin net aktifinin 75.000 TL olması gerekmele birlikte ayrıca TTK m.520/1 hükmü uyarınca şirketin kendi paylarını iktisap etmesi halinde iktisap değerlerini karşılayan tutarın yedek akçeye ayrılması gerekeceğinden şirketin net aktifinin 80.000 TL olması gerektiğini söylemek gerekecektir.

Tüm izahların yanı sıra ifade etmek gerekir ki, izah edilen örnekte şirketin kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerinin toplamı, şirketin esas sermayesinin yarısından daha az olduğundan, şirketin net aktifinin bu hesaplamalara göre belirlenmesi önem arz etmektedir. Şirketin genel kanuni yedek akçesinin, esas sermayenin yarısından fazla olduğu bir ihtimalde TTK m. 520/3 hükmü uyarınca şirketin kendi paylarını dağıtımını serbest kalan kısım ile iktisap etmesinin mümkün olacağını belirtmek isteriz.

#### **3.2.4. PDT'ler Bakımından Değerlendirilmesi**

TTK'nın 379'ncü maddesi hükmünün gerekçesine baktığımızda, gerekçede yasağın senede bağlanmış olup olmadığından bağımsız olarak nama, hamiline, gerçek nama ve bağlı-nama yazılı paylar için de uygulanacağı belirtilmiş akabinde devam eden cümlede ise *“yasağın pay senedi ile değiştirilebilir tahvilleri ve şarta bağlı sermaye arıtımında 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”* şeklinde ifadeye yer verilmiş olduğu görülmektedir.

---

<sup>270</sup> AYAN, s. 214.

Kanunun gerekçesinde yer verilen yasağın kapsamında ilişkin gerekçelendirmede ise kanun koyucunun amacının esasında PDT'ler bakımından daha da kapsamlı, bir başka deyişle yasağı daha da yumuşatıcı bir düzenleme yapma arzusunda olduğunu söylemenin mümkün olduğu kanaatindeyiz. Ancak her halükarda, her ne kadar kanunda açıkça bir düzenlemeye kavuşturulmamış olsa da, PDT'ler bakımından da TTK m. 379'de öngörülen sınırların ve usullerin uygulanması gerekecektir.

Tüm bu izahlarımız ile birlikte, PDT'ler ve şirketin kendi payını iktisap etmesinin birlikte ele alınması konusunda üzerinde durulması gereken en önemli konu VII-128.8 sayılı tebliğin m.19/3 düzenlemesidir. Bu maddede, PDT'lerin dönüştürmesinin sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirilmesi esası benimsenmiştir. Maddenin devam eden cümlesinde, dönüştürme işleminin sermaye artırımını yapılmaksızın sağlanması istisnası ise, yalnızca vade tarihinden önce (i) PDT sahibin talebi veya (ii) ortaklık talebi ile gerçekleştirilecek dönüştürmeler için tanınmıştır. Bunun da ötesinde, bu imkan yalnızca dönüştürme neticesinde verilecek pay sayısının, ortaklığın toplam pay oranının yüzde beşin altında kalması bakımından tanınmıştır. SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliği ile getirilmiş olan bu düzenlemelerin, şirketin kendi payını iktisap etmesi suretiyle dönüştürme hakkının karşılanması imkanını son derece kısıtladığı aşıkardır.<sup>271</sup>

Esasında PDT'lerin uygulanması bakımından, TTK'nın 379'ncü maddesinde düzenlenmiş olan %10 oranın dahi son derece düşük olduğu kanaatindeyiz. Zira gerçekten bir dönüştürme hakkının temin edilmesi sebebiyle ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi arzusunun gündeme gelmesi halinde, çoğu zaman bu sınırın üzerinde bir dönüştürme söz konusu olacaktır.<sup>272</sup> Bu nedenle, en azından alım yahut dönüştürme hakkının temini halinin, TTK m. 382'de yer alan istisnalar kapsamında değerlendirilmiş olmasının yahut en azından öngörülen oran bakımından daha

---

<sup>271</sup> SPK'nın Seri: II No:22 sayılı tebliğ düzenlemesinde bu sınır %20 olarak belirlenmişti. (m. 40/5 ve m.41/3). Henüz TTK'nın yürürlüğe girdiği dönemde, Seri: II No:22 sayılı tebliğ düzenlemesinin, şirketin kendi payıyla iktisabına ilişkin TTK düzenlemesi ile uyumlaştırılması gerektiği hk. bkz. AYDOĞAN, s. 208-209.

<sup>272</sup> TTK m. 379'da öngörölmüş olan %10'luk sınırın kaldırılmamasına ilişkin eleştiri yönünden bkz. KENDİGELEN, s. 235.

yüksek bir oran istisnasının öngörülmesi olmasının PDT'lerin gelişimi katkı sağlayabilecek mahiyette olabileceği kanaatindeyiz. Nitekim Avrupa Ekonomik Topluluğu uyumlaştırma yönergelerine baktığımızda, gelinen süreçte de 77/91 sayılı Yönergesi<sup>273</sup> doğrultusunda %10 olarak öngörülmesi olan istisna, 2006/68 No'lu<sup>274</sup> Yönerge doğrultusunda değiştirilmiş ve bu sınır kaldırılmıştır.

Elbette, TTK 379 hükmünde öngörülen orandan evvel VII-128.8 sayılı tebliğ düzenlemesinin de, yalnızca sermaye artırımını odaklı dönüştürme hakkı imkanından ayrılması gerektiği gerekmektedir. Bundan sonra ise, Kanununda yer alan hükümlere aykırılık teşkil etmemek suretiyle Kurul'un ikincil mevzuat mahiyetindeki tebliğinde bu yönde bir düzenleme yapılarak PDT'ler bakımından bir istisna hükmüne yer verilmesinin uygun olacağı kanaatindeyiz.<sup>275</sup>

### **3.3. Dönüştürme Hakkının Kullanılması**

#### **3.3.1. Dönüştürme Hakkının Kullanılması ve Şarta Bağlı Sermaye**

Yukarıda şarta bağlı sermaye sistemi altında izah edilmiş olduğu üzere, bu sistemde sermaye artırımını zamana yayılmıştır ve değişkendir. Zira dönüştürme hakkının, hak sahipleri tarafından ne zaman kullanılacağı yahut kullanılıp kullanılmayacağı dahi belli değildir.<sup>276</sup>

Şirketin esas sözleşmesinde şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme hükmünün bulunması kaydıyla, PDT sahibinin bir irade beyanı dönüştürme hakkını kullandığına ilişkin beyanın karşı tarafa ulaşması ve banka tarafından yapılan

---

<sup>273</sup> "Anonim Şirketlerde Kuruluş ve Sermayenin Korunmasına İlişkin 13 Aralık 1976 Tarihli 77/91 Nolu İkinci Şirketler Yönergesi" başlıklı ikinci yönergesi (ATGR-Avrupa Topluluğu Resmi Gazetesi-, 31.1.1977, L. 026/I).

<sup>274</sup> ATGR 25.09.2006, L.264, s. 32-36.

<sup>275</sup> Aksi yönde bkz. KARACAN/KARACAN s.113-114'de "Ancak, konunun detay düzenlemesine bakıldığında PDT'lerin dönüştürülmesinin sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirileceği ifade edilmektedir. (Tebliğ II-31.1 m.19/3). Buna karşılık, izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilmesi ve PDT sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak sonuçlar doğurması ve SPK tarafından uygun görülmesi kaydıyla alternatif uzlaşma yöntemlerinin kullanılması yani şirketin geri aldığı kendi payları ile değiştirme yapması mümkündür." şeklinde ifade edilmiştir. Ancak kanaatimizce, mevzuat düzenlemesine aykırı olarak, öngörülen sınırlar haricinde farklı bir metodun uygulaması mümkün olmayacaktır.

<sup>276</sup> KAYA, s. 36.

incelemede de sermaye borcunun yerine getirilmiş olduğunun tespitinden sonra, pay sahipliği hakları doğmuş olacaktır ve ortaklık nezdinde sermaye artırımını gerçekleştirmiş olacaktır.<sup>277</sup>

Bu sistemde dönüştürme hakkının risksiz olarak temin edilebilmesi bakımından izlenmesi gereken prosedürler ise şu şekilde olacaktır: PDT sahiplerinin dönüştürme hakkının doğumu için ortaklık nezdinde şarta bağlı sermaye artırım kararının alınması TTK m. 465/3 hükmü uyarınca zorunludur. Öyle ki; ortaklık tarafından şarta bağlı artırım kararının tescilinden önce tanımış olduğu alım ve değiştirme hakkı batıl olacaktır. Bir başka deyişle, şirket tarafından gerekli sermaye sağlanmadan, üçüncü kişilere dönüştürme hakkı sağlanamayacaktır. TTK düzenlemesinde yer verilen bu düzenleme, şarta bağlı sermaye artırımını bakımından doğrudan sonuç doğuran bir işlem değil ancak daha sonraki aşamalarda ortaya çıkacak olan işlem ve hakların teminata alınması anlamındadır.<sup>278</sup>

Dolayısıyla kanaatimizce aşama olarak ortaklık nezdinde öncelikle şarta bağlı sermaye artırımını kararı alınması ve daha sonrasında ise, PDT ihraç kararına karar verilmesi en uygun ve güvenilir yönetim olacağı kanaatindeyiz. Ortaklığın daha sonra izleyeceği ihraç aşamalarında da, izahname yahut ihraç belgesinde dönüştürme hakkının şarta bağlı sermaye artırımını metodu ile sağlanacağı belirtilecek; böylece hem esas sözleşme hem de izahname dayanağı olması suretiyle PDT sahiplerine çift katmanlı bir güvence sağlanmış olacaktır.

### **3.3.2. Dönüştürme Hakkının Kullanılması ve Sermaye Taahhüdü**

SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliğinde, dönüştürme hakkının sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilmesi esastır. Tebliğin m. 19/3 düzenlemesinde, gerçekleştirilecek sermaye artırımının şarta bağlı sermaye artırımını suretiyle olması yönünde bir zorunluluk öngörülmemiş olduğundan, klasik anlamda sermaye artırım yöntemi

---

<sup>277</sup> KAYA, s. 132.

<sup>278</sup> SARAÇ, s. 249.

olan sermaye taahhüdü yoluyla da dönüştürme hakkının karşılanması mümkün olabilecektir.

Ancak elbette, burada şarta bağlı sermaye artırımını benzeri bir korumadan bahsetmek mümkün olmayacaktır. İhraççı ortaklık, ihraç edeceği PDT'lere ilişkin hazırlayacağı izahname yahut ihraç belgesinde dönüştürme talebinin sermaye taahhüdü yoluyla karşılanacağını belirtebilir ve gerçekten de bu yöntem ile talepleri karşılayabilir. Şu kadar ki, bu PDT sahiplerine izahname yahut ihraç belgesine aykırı davranış sebebiyle ihraççı ortaklık aleyhine yöneltebileceği sorumluluk talebinden öte olamayacaktır. Bir başka deyişle, izahname veya ihraç belgesinde belirtilse bile, PDT sahibi ihraççı ortaklığın hissedarı olabilmek yönünde bir tazyik düzenlemesinden faydalanması güç olacaktır.

### **3.3.3. Dönüştürme Hakkının Kullanılması ve Şirketin Kendi Payını İktisabı**

SPK'nın VII-128.8 sayılı tebliğinde, sermaye artırımını yapılmaksızın dönüştürme hakkının temini yalnızca vade tarihinden önce yapılacak olan dönüştürmelerin iki hali için tanınmıştır. Buna göre; ortaklık talebi ile vade tarihinden önce yapılacak dönüştürmelerde ve halka açık olan anonim ortaklıklarda PDT sahibinin talebine bağlı dönüştürmelerde; dönüştürme neticesinde verilecek olan payların ortaklık sermayesine oranının %5'in altında kalması halinde sermaye artırımını yapılmayabilecektir.

Dolayısıyla, dönüştürme hakkının temini bakımından şirketin kendi payını iktisap müessesinin uygulaması son derece dar olacaktır. Ancak uygulama alanı bulabilecek durumlara baktığımızda ise; izlenmesi gereken olan süreçte öncelikle ortaklık tarafından şirketin %5'lik oranına tekabül eden paylarını iktisap etmesi gerekecektir. Daha sonrasında ise; ortaklık nezdinde alınacak ihraç kararı neticesinde izahname/ihraç belgesinde dönüştürme hakkının şirketin iktisap etmiş olduğu kendi paylarından karşılanacağı izahına yer verilmek suretiyle ihraç işlemi gerçekleştirilebilecektir.

Bu noktada kanaatimizce izahname karma bir sistemin belirlenmesinin de mümkün olabileceği kanaatindeyiz. Örneğin; şirketin ihraç ettiği PDT'lerin dönüştürülmesi halinde hak sahiplerine temin edilmesi gereken pay sayısı %5'lik oranın üzerinde olsa da, yapılacak olan ilk dönüştürmelerin şirketin iktisap ettiği kendi paylarından ve bu oranın üzerindeki dönüştürme taleplerinin ise; esas sermaye taahhüdü yoluyla karşılanacağına belirtilmesinin mümkün olabileceği kanaatindeyiz.

Elbette burada da, şirketin izahname/ihraç belgesinde yer verdiği dönüştürme hakkının teminine ilişkin açıklamalarına aykırı davranması ve örneğin iktisap edilmiş olan şirket paylarını PDT vadesi içerisinde bir başka üçüncü kişiye devretme riski söz konusu olabilecektir.

#### **3.3.4. Anonim Ortaklığın Dönüştürme Talebine Aykırı Davranması**

Çalışmamızın bu kısmında yukarıda, dönüştürme hakkının temini bakımından kullanılabilir her bir usul ve bu usullerin eksik kalan noktaları izah edilmiştir. Bununla birlikte son olarak, PDT sahiplerinin dönüştürme talebinde bulunmalarına rağmen anonim ortaklıklar tarafından bu talebin karşılanmaması halinde, PDT sahiplerinin ileri sürmesi muhtemel haklarına değinmekte fayda olacaktır.

Bu noktada ilk olarak, anonim ortaklık tarafından ihraç edilecek olan paylara dair hazırlanacak ihraç belgesi yahut izahname kapsamında bir sorumluluğa söz konusu olup olmayacağı değerlendirilebilir. Şöyle ki, anonim ortaklığın bu belgede yer vereceği dönüştürme hakkının ne şekilde sağlanacağına dair bilgiye aykırı davranması halinde, örneğin dönüştürmenin esas sermaye taahhüdü suretiyle gerçekleştirileceğinin belirtilmiş olmasına rağmen anonim ortaklığın bu artırım kararının almaması durumunda, yukarıda izah edilmiş olan ihraç belgesi veya izahnameden doğan sorumluluk mekanizmaları işletilebilecek midir? Kanaatimizce, izahname yahut ihraç belgesinde yer alan bilgilerden doğan sorumluluk yalnızca bu bilgilerin doğru olup olmaması ve gerçeğe aykırı olup olmadığı noktasında gündeme gelebilecektir. Bunun ötesinde, bu belgede yer verilmiş olduğu şekilde dönüştürmenin sağlanmaması dolayısıyla bu belgelerden doğan özel sorumluluk rejimine gidilmesi söz konusu olamayacaktır.

İhraç belgesi yahut izahnameden doğan sorumluluğa gidilemeyeceğinin kabulü ile birlikte, PDT sahipleri ile anonim ortaklık arasında bir sözleşmeye aykırılık dolayısıyla bir takım yaptırımların söz konusu olup olmayacağı değerlendirilebilecektir. Bu halde, anonim ortaklık borcun ifası mümkün olmasına rağmen borcunu ifa etmemiş ve ifa zamanını geciktirmiş olacağından, TBK m. 125 hükmü uyarınca PDT sahibi alacaklının aynen ifayı ve koşulları oluşmuş ise ayrıca tazminat talebinde bulunma hakkı olacaktır. Ancak bu halde, aynen ifanın anonim ortaklık nezdinde ne şekilde uygulanacağı tereddüdü ortaya çıkacaktır. Bir başka deyişle, PDT alacaklısı bir ifa davası ikame edebilecek midir? Bu mahiyette bir dava ikame edilse dahi, hakim tarafından tesis edilecek olan kararın içeriği, anonim ortaklığın yeni paylar ihraç etmesine ve bu payları devretmeye zorlayabilecek midir?

Kanaatimizce anonim ortaklığın taraflar arasındaki sözleşmeye aykırı bir davranış olarak nitelendirilecek olan dönüştürme hakkını temin etmemesi durumunda, PDT sahibinin TBK hükümleri uyarınca ve teorik olarak aynen ifayı talep etme hakkı bulunmaktadır. Böylece PDT sahibi ifa edeceği bir ifa davası ile payın kendisine devredilmesini talep etme hakkına sahip olabilecektir. Teorik olarak böyle bir talebin mümkün olacağına kabulü ile birlikte bu talep, uygulamasına pek sık rastlanan *-hatta belki de hiç olmayan-* bir talep olmayacaktır. PDT sahibinin bu davada esasında talep edeceği husus, anonim ortaklığın hissedarı olmak yönünde mahkeme tarafından bir karar tesis edilmesi yönünde olacaktır. Ancak bu talep beraberinde, anonim ortaklık nezdinde yeni payların ihraç edilmesi ve bu payların da PDT sahiplerine devredilmesi taleplerini de içermekte olup PDT sahibinin haklı bulunması halinde mahkemenin anonim ortaklığı bu talepleri ifa etmek için zorlaması söz konusu olacaktır. Bu da şüphesiz uygulamasının ne şekilde olacağına yönelik haklı bir çok tereddüt getirecektir.

### 3.4. SONUÇ

Bugün *paya dönüştürülebilir tahviller* şeklinde ifade edilmekte olan PDT'ler, tarihi süreçte bir çok farklı terminoloji ile ifade edilmiştir. Farklı terminolojik tercihlerin yanı sıra ayrıca gerek doktrin çalışmalarına gerekse de mevzuat düzenlemelerine çeşitli vesilelerle konu edilmiştir.

PDT'ler esasında ihraççı şirket ile PDT sahibi arasında kurulan, ihraççı şirketin fon ihtiyacı ve PDT sahibinin de yatırım yapma arzusunun ortak bir payda da buluşmasıdır. Tarafların bu ihtiyacı esasen, borçlar hukuku hükümlerine göre tabi olacak şekilde bir borç-alacak ilişkisi şeklinde de kurgulanabilir. PDT sahibi, ihraççı şirkete bir miktar fonu borç olarak verebilir ve birlikte kararlaştıracakları bir vade sonunda da TBK m. 87 düzenlemesi doğrultusunda PDT sahibine dönüştürme yahut klasik bir tahvil şeklinde sağlamış olduğu ana parayı faiz ile birlikte talep etme hakkı tanınabilir.

Ancak elbette bu halde, SPK düzenlemelerine tabi olmamayı tercih eden taraflar SPK mevzuatının ve genel olarak regüle bir sistemde ilerlemenin avantajlarından faydalanamayacaklardır. En başta da yatırım arzusunda olan PDT sahiplerinin (i) yatırım yaptığı ihraççı şirketin gerçek durumuna vakıf olması, (ii) dönüştürme hakkını kullanmak istemesi halinde sözleşme hükümlerine aykırılık talebi haricinde dönüştürme talebinin temin edilebilmesi bakımından bir yaptırım uygulaması mümkün olmayacaktır.

PDT'lerin ihracı konusunu öncelikle ele aldığımızda, PDT'lerin ihracında şirketin SerPK mevzuatı ve ilgili tebliğ düzenlemelerinde yer verilen usul ve esaslara uygun olarak ihracı gerçekleştirmesi gerektiği şüphesizdir. Şu kadar ki, PDT'lerin regüle bir sisteme tabi olması SPK'nın yatırımcı yerine geçerek yatırım kararının avantajlı olup olmadığını değerlendireceği yahut yatırımcının bu kararı neticesi bir kar elde edip etmeyeceğine ilişkin taahhütte bulunmak anlamına gelmemektedir. Ancak SPK, PDT'lerin ihracına için düzenlenecek izahname yahut ihraç belgesinin içeriğindeki bilgilerin doğruluğunu sağlayabilecek bir otorite olacaktır. Böylece, bu

sistemin güvenilir işlemlerini ve yatırımcının yatırım kararı gerçeğe uygun verilere dayanılarak alması sağlanmış olacaktır.

İhraç işlemi halka açık anonim ortaklıklar bakımından gerçekleştirilebileceği gibi, halka açık olmayan anonim ortaklıklar tarafından ancak her halükarda SPK mevzuatına tabi olmak kaydıyla PDT ihraç kararı alması mümkündür.

İzahname yahut ihraç belgesinde yer verilmesi gereken unsurların neler olacağı ise, SPK mevzuatı çerçevesinde açıkça belirtilmemiş ancak bu konuda belirleme yetkisini SPK'nın takdirine bırakılmıştır. Kanaatimizce de, esas olan husus kamunun aydınlatılması olduğundan sıralama şeklinde izahname yahut ihraç belgesinin içeriğinin belirlenmesi uygun olmayacaktır. Zira her bir ihraççı ortaklığın durumu ve izah etmesi gereken unsurlar farklı olacaktır. Bu nedenle, kamuyu aydınlatmaya elverişli bilgi ve belgelere yer verilmesi esas olmalıdır.

Dönüştürme hakkı ele aldığımızda ise, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ile birlikte esasında PDT'lere işlerlik kazandırılması yönünde çok büyük adımlar atılmış olduğu söylemek mümkün olacaktır. Öyle ki, Kanun sistematüğinde yeni bir sermaye artırımı metodu belirlenmiş ve şarta bağlı sermaye artırımı olarak anılan bu metodunun iki uygulama alanından bir tanesi PDT'lere hasredilmiştir. Kanun koyucunun, bu yönetime ilişkin olarak yer verdiği dokuz maddelik bir düzenleme de, bu enstrümanlara atfedilen önemin bir başka göstergesidir.

Bu sistem PDT sahiplerinin haklarının korunmasını sağladığı gibi aynı zamanda ihraççı ortaklığın mevcut hissedarları da dahil olmak üzere, bu sistemin parçası olan ilgili tüm tarafların haklarını sağlamayı hedeflemektedir.

PDT sahipleri bakımından getirilen en temel güvence, sermaye artırımının genel kurulun alacağı bir karar ile değil dönüştürme hakkının kullanılması suretiyle PDT sahiplerinin talepleriyle söz konusu olabilmesine bağlanmış olmasıdır.

Şirketin mevcut ortakları bakımından getirilen güvence ise önerilmeye muhatap olma hakkının tanınmış olmasıdır. Esasında mevcut pay sahiplerine tanınan bu hak,

ihraççı şirket bakımından bir farklılık yaratmayacaktır. Zira ihraççı ortaklığın PDT ihracındaki amacı, fon temin edebilmektir. Buna mukabil, yatırım hevesinde olan potansiyel PDT sahipleri bakımından ise aynı şeyi söylemek mümkün olmayacaktır. Zira ihraç edilecek olan PDT'lerin mevcut pay sahiplerine önerilmesi ve mevcut pay sahiplerinin de bu haklarını kullanmaları durumunda yatırım yapma arzusunda olan kişiler tatmin edilememiş olacaktır. Ancak mevcut hissedarların en temel haklarından biri olan rüçhan hakkına benzer bir sistem yaratılması gerekliliği de kaçınılmazdır.

Her ne kadar, şarta bağlı sermaye artırımını bir çok yönden güvenlik mekanizması sağlamakta olsa da, Amerikan Hukuku'nda daha yaygın bir şekilde uygulama bulunduğu üzere kayıtlı sermaye sistemi ("*Authorized Capital*") suretiyle de bu dönüştürme hakkının daha pratik bir şekilde sağlanması mümkündür. Halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından bu sistem, halka açık anonim ortaklıklara nazaran daha da avantajlı olacaktır. Zira kayıtlı sermaye sistemine tabi halka açık anonim ortaklıkların aksine, halka açık olmayan anonim ortaklıkların payların tam ve nakden ödenmesi gerekmeyecektir.

Dönüştürmenin sermaye taahhüdü yoluyla sağlanacağını belirtmesi halinde, bu metodun kullanılacağını izahnamede/ihraç belgesinde belirtilmesi gerekmektedir. Bu vaat için mutlak bir güvence olmasa da ihraççı ortaklığın aksi yönde ve aykırı davranışlar sebebiyle izahname ve ihraç belgesinden doğan sorumluluğuna gidilmesinin söz konusu olacağı kanaatindeyiz.

Şirketin kendi paylarını iktisabı bakımından ise; bunun uygulamasının çok kısıtlı olacağı kanaatindeyiz. Zira SPK'nın Borçlanma Araçları Tebliği düzenlemesinde, dönüştürmenin sermaye artırımını suretiyle temin edilmesi ana kural olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte tebliğ düzenlemesinde %5'lik bir sınır çizilmiş ve bu sınırın altında ve bazı diğer koşulların da varlığı halinde sermaye artırımını zorunlu kılınmamıştır. Bu istisna hükmü, kanaatimizce, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi ve bu iktisap edilen payların dönüştürme bakımından kullanılmasına işaret etmektedir. Ancak tebliğdeki haliyle uygulaması son derece kısıtlı olacaktır.

Nihayet halihazırda özellikle TTK'da yer bulan ve reform niteliğinde kabul edilen şarta bağlı sermaye artırımı sistemi sayesinde, PDT'lerin daha çok uygulama alanı bulacağını ümit ediyoruz.

Hem yatırım hem de kaynak ihtiyacını bir arada karşılayan, esasında ilişkinin her iki tarafını bakımından da pek çok avantajı bulunan bu enstrümanlar bakımından asgari korumalar da düzenlemeye kavuşturulmuş görünmektedir. Düzenleyici kurumlarca bundan sonraki aşamada bu enstrümanların uygulamasının teşviki ve tanıtımı sağlanmalıdır. Tanıtım ve teşvikler, SPK mevzuatına tabi olmasının getirdiği ürkekliği ve PDT'lerin karmaşık bir yapısı bulunduğu ilişkin önyargıyı kırmayı hedeflemelidir.

## KAYNAKÇA

- ADIGÜZEL, Burak** Sermaye Piyasası Hukuku, Adalet Yayınları, Ankara, 2017.
- ADIGÜZEL, Burak** Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması veya Kaldırılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XVIII, 2014, S. 1.
- ANARAL, Hüseyin** Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye, Ankara, 1982.
- ANSAY, Tuğrul** Anonim Şirketler Hukuku Dersleri, Sevinç Matbaası, Ankara, 1970.
- ARAL, Fahrettin/ AYRANCI, Hasan** Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Genişletilmiş 9. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara 2012.
- ARKAN, Sabih** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na İlişkin Değerlendirmeler, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Konferansı: Bildiriler-Tartışmalar (13-14 Mayıs 2005), Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 2005.
- ARSLANLI, Halil** Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller, II-III, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1960.
- AYAN, Özge** Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVII, 2013, Sy. 1-2.
- AYDOĞAN, Gökhan** Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk (Ticaret Hukuku) Anabilim Dalı, Ankara, 2013.

- AYOĞLU, Tolga** Sermaye Piyasası Hukukunda, Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008.
- BAHTİYAR, Mehmet** Ortaklıklar Hukuku, Beta, İstanbul, 2017.
- BAHTİYAR, Mehmet** Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, Beta, İstanbul, 1996.
- BAŞ, Ece** Oydan Yoksun Paylar, Prof. Dr. Belgin Erdoğan'a Armağan, Der Yayınları, İstanbul, 2011.
- BİÇER, Levent** Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hukuk Anabilim Dalı, Özel Hukuk Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2009.
- CENKÇİ, Esra** Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi, XII Levha, İstanbul, Kasım, 2015.
- ÇAMURCU, Emin** Anonim Ortaklıklarda Farklılaştırılmış Teselsül İlkesi Uyarınca Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluklarının Belirlenmesi, XII Levha, İstanbul, 2015.
- ÇATAKOĞLU, Buket** Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk, Kastamonu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2016.
- ÇATAKOĞLU, Buket** Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Seçkin, Ankara, 2016.
- ÇETİN, Nusret/ TÖREMİŞ, Hatice Ebru/ CANTİMUR, Zeynep** 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sistemik Analizi, Yetkin Yayınları, Ankara, 2014.

- ÇEVİK, Orhan Nuri** Anonim Şirketler, Seçkin, Ankara, 1988.
- DEMİR, Koray** Şarta Bağlı Sermaye Artırımında Tahvil Benzeri Borçlanma Araçları Kavramı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, S. 3, Eylül 2015.
- DİNÇ, Serhan** 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluk Halleri, Ankara Barosu Dergisi, 2016/4.
- DOMANIÇ, Hayri** Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi-II, Yaylacık Matbaası, İstanbul, 1988.
- ERDEM, H. Ercüment** Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller, Ankara, 1988.
- EREM, Turgut S.** Ticaret Hukuku Prensipleri, Yörük Matbaası, II. Cilt, S. 315-31, İstanbul, 1965.
- EREN, Fikret** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yetki, Ankara, 2013.
- ERİŞ, Gönen** Ticari İşletme ve Şirketler, II. Cilt, Seçkin, Ankara, 2004.
- GÜNAL, Vural** Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, İstanbul, 2007.
- GÜNEY AKDAĞ, Necla** Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008.
- HELVACI, Mehmet** Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğunda Farklılaştırılmış Teselsül, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2013/2, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu.
- HİRŞ, E. Ernst** Ticaret Hukuku Dersleri, İsmail Akgün Matbaası, İstanbul, 1948.

- İHTİYAR, Mustafa** Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta, İstanbul, 2006.
- İMREGÜN, OĞUZ** Kara Ticareti Hukuku Dersleri, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2005.
- İMREGÜN, OĞUZ** Anonim Ortaklıklar, Yasa Yayıncılık, İstanbul, 1989.
- İMREGÜN, OĞUZ** Anonim Ortaklıklar, Kurtulmuş Matbaası, İstanbul, 1970.
- KARA, Sencer** Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 23, S. 2, 2015.
- KARABABA, Serdar** Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Seçkin, Ankara, 2001.
- KARACAN, Ali İhsan/  
KARACAN, Esra Erişir** Halka Açık Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Alımı, Legal, İstanbul, 2015.
- KAYA, Mustafa İsmail** Şartlı Sermaye Artırımı, Yetkin, Ankara, 2009.
- KENDİGELEN, Abuzer** Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, On İki Levha, İstanbul, 2012.
- KILIÇ, Saim** Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:95.
- KIRCA, İsmail** Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Sözkesen Matbaacılık, Ankara, 2000.
- KUBİLAY, Huriye** Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, Ankara, 1986.
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal** Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:131.

- MANAVGAT, Çağlar** Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, (T. İş Bankası A.Ş. Vakfı), Ankara, 2016
- MEMİŞ, Tekin/ TURAN, Gökçen** Sermaye Piyasası Hukuku, Seçkin, 2017
- MOROĞLU, Erdoğan** 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, XII Levha, 7. Baskı, İstanbul, 2012.
- MOROĞLU, Erdoğan** Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, XII Levha, İstanbul, 2015.
- NARBAY, Şafak** Anonim Ortaklıkta Pay Defteri, Seçkin, Ankara, 2003.
- NILSSON OKUTAN, Gül** Anonim Şirketlerin Kendi Hisselerini İktisabı Yasağı Bağlamında Finansal Yardım Yasağı, Anonim Şirketler ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu, 25-26 Haziran 2010) İMKB Yayınları, Ağustos 2011.
- ÖZDEMİR, Özlem** Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansman Dergisi, Ankara, 1999.
- ÖZKORKUT, Korkut** Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, S.3, 2011,.
- ÖZSUNGUR, Fahri** Rüçhan Hakkının Kullanılmaması ve Sermaye Artırımında Pay Taahhütlerinin Kısmen Yerine Getirilmesi Sorunu, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 4, S.2, 2014.

- POROY, Reha** Değiştirilebilir Tahviller, Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch'e Armağan, Ankara, 1964.
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Vedat Kitapçılık, 11. Basım, İstanbul, 2009.
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin** Ortaklıklar Hukuku I, 13. Basım, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2014
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin** Ortaklıklar Hukuku II, 13. Basım, Vedat Yayıncılık, İstanbul, 2017
- POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/** Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2013.
- PULAŞLI, Hasan** Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, S. 4, Aralık 2006.
- SARAÇ, Tahir** Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, Asil, 2009.
- SCHMIDT, M. Klaus** Convertible Securities and Venture Capital Finance, Journal of Finance, Vol. 58, June 2003.
- TANDOĞAN, Haluk** Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, Cilt I/2, Vedat Kitapçılık, 9. Basım, 2008
- TANÖR, Reha** Türk Sermaye Piyasası, C.1, Beta, İstanbul, 1999.
- TEOMAN, Ömer** Otuz Yıl Ticaret Hukuku, Tüm Makalelerim, C.1 1971-1982, Beta, 2000.
- TUNÇOMAĞ, Kenan** Borçlar Hukuku Dersleri, C.2, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1967.
- TURAN, Gökçen** Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.XX, 2016, S. 1.

- ÜÇİŞİK, Güzin/ ÇELİK, Aydın** Anonim Ortaklıklar Hukuku, C.1, Adalet Yayınları, Ankara, 2013.
- ÜLGEN, Hüseyin/ HELVACI, Mehmet/KENDİGELEN, Abuzer/KAYA, Arslan** Kıymetli Evrak Hukuku, XII Levha, İstanbul, 2014.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat** Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT)-1, Maliye Postası Dergisi, S. 188, 1988.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat** Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT)-2, Maliye Postası Dergisi, S. 189, 1988.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat** Türk Hukukunda Tahvil Türleri, Maliye Postası Dergisi, S. 178, 1988.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat** SPK. Ve TK.'nda Tahviller, Gazi Üniversitesi, Hukuk Fakültesi Dergisi, c. VII, S. 1-2, 2003,
- ÜNAL, Mücahit** Kaydi Sisteme İlişkin 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Değerlendirilmesi, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nu Beklerken, (10-11-12 Mayıs 2012) Marmara Üniversitesi Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C. 18, S. 2, 2012.
- ÜNAL, Mücahit** Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi: 6102 sayılı TTK ile Yapılan Değişiklikler İşlenmiş, Adalet Yayınevi, Ankara, 2011.
- YANLI, Veliye** Sermaye Piyasası Hukukunda Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller Prof. Dr. Belgin Erdoğmuş'a Armağan, Der Yayınları, İstanbul, 2011.
- YANLI, Veliye** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, Beta, 2005.

**YANLI,  
Veliye/NILSSON  
OKUTAN, Gül**

Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih ve 26/767 sayılı SPK İlke Kararının 6762 sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Arslanlı Bilim Arşivi.

**YAYLA, Ümit**

Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Kaydi Sistem: Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Bankacılık Dergisi, S. 71, 2009.

**YELBAŞI, Cengiz**

Fransızca-İngilizce-Almanca Karşılıklarıyla Ansiklopedik Hukuk Sözlüğü, Sim Matbaacılık, Ankara, 2014.

**YILMAZ, Ejder**

Hukuk Sözlüğü, Yetkin Yayınları, 2005.

**YONGALIK, Aynur**

“İstisnalar Dar Yorumlanır” Kuralı ve Değerlendirilmesi, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.60, Sayı:1, 2001.

**ZEVKLİLER, Aydın/  
GÖKYAYLA, K. Emre**

Borçlar Hukuku, Özel Borç İlişkileri, 12. Bası, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, 2013.