

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERDE BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU VE KOLEKTİF TEMSİL

BONDHOLDERS' MEETING AND COLLECTIVE REPRESENTATION IN PUBLIC COMPANIES

Araştırma Makalesi

M. Aslı KÜÇÜKGÜNGÖR*

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	170
I. ŞİRKETLER HUKUKUNDA MENFAAT SAHİPLİĞİ YAKLAŞIMI	172
A. Geleneksel Pay Sahipliği ve Menfaat Sahipliği Ayrımı	172
B. Pay Sahipliği Modelinde Menfaat Sahipliği Yaklaşımının Etkileri	175
II. MENFAAT SAHİPLERİ OLARAK BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN ÖN PLANA ÇIKMA NEDENLERİ	177
A. Modern Finansal Piyasalarda Borçlanma Aracı Sahipliği Kavramının Pay Sahipliğine Yaklaşması	177
B. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Temel Finansman Kaynağı Haline Gelmesi	177
C. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Şirket Yönetiminde Dikkate Alınmasının Sistemik Riski Azaltıcı Etkileri	178
III. FARKLI SİSTEMLERDE BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN MENFAATLERİNİN KORUNMASI.....	179
A. Pay Sahipliği Esaslı Amerikan Sisteminde <i>Trust Indenture Act (TIA)</i> Düzenlemeleri	180
1. Kolektif Hareket Problemi ve Güvenilen Kişi Müessesesi (<i>Indenture Trustee</i>).....	180
2. <i>TIA</i> Uyarınca Kolektif Temsil	182
a. Kanunun Kapsamı ve Düzenleme Alanı.....	182
b. “ <i>Indenture Trustee</i> ” Bakımından Öngörülen Görev ve Yükümlülükler	183
i. Temerrüt Öncesinde.....	183

DOI: 10.32957/hacettepehdf.1070851

Makalenin Geliş Tarihi: 08.02.2022

Makalenin Kabul Tarihi: 12.03.2022

* Dr., Sermaye Piyasası Kurulu Başuzmanı.
E-posta: asli.kucukgungor@spk.gov.tr

ORCID: 0000-0001-7710-0024

Bu makale Hacettepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Araştırma ve Yayın Etiği kurallarına uygun olarak hazırlanmıştır.

ii. Temerrüt Sonrasında.....	184
3. Kolektif Karar Alınmasına İlişkin Düzenlemeler	186
a. Kolektif Hareket Hükümleri	186
b. Bireysel Hareket Etmemeye İlişkin Hükümler.....	188
B. Menfaat Sahipliği Esaslı Alman Sisteminde 2009 Tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (<i>Schuldverschreibungsgesetz</i>) Düzenlemeleri.....	189
1. Kolektif Hareket Hükümleri	189
a. Borçlanma Aracı Sahipleri Tarafından Bağlayıcı Çoğunluk Kararı Alınması	189
b. Bireysel Hareket Etmeme Hükümleri.....	190
2. Kolektif Temsil.....	191
a. Ortak Temsilci Atanması, Görev ve Yetkileri	191
b. Ortak Temsilci Bakımından Menfaat Çatışması.....	193
IV. TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU .	195
A. Türk Hukukunda Pay Sahipliği ve Menfaat Sahipliği Eksenindeki Temel Yaklaşım.....	195
1. Genel Olarak.....	195
2. Menfaat Sahipleri Yaklaşımının Yansıması: Borçlanma Aracı Sahiplerine Kurul Olarak Söz Hakkı Tanınması	198
B. Borçlanma Araçlarına Yönelik Hukuki Alt Yapı	200
1. Türk Ticaret Kanunu'nda.....	200
2. Sermaye Piyasası Mevzuatında.....	201
C. Pay Sahipleri Menfaat Sahipleri Ayrımında Borçlanma Aracı Sahiplerinin Karar Alma Mekanizmasına Katılması.....	202
1. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) Düzenlemeleri.....	202
2. Borçlanma Sahipleri Kuruluna İlişkin Temel Esaslar.....	203
a. Tertip BASK.....	203
b. Genel BASK.....	206
c. Teminatlı Borçlanma Aracı Sahipleri Bakımından Tertip BASK	206
d. Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi.....	207
e. Toplantıya İlişkin Esaslar	209
i. Çağrı Yapılmasına İlişkin	209
ii. Katılıma İlişkin	210
f. İhraççının Ödeme Yükümlülükleri, Bu Yükümlülüklerin İhlali ve Yapılandırılması.....	211
3. Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin II-31/A.1 Tebliği Düzenlemelerinin Uluslararası Uygulamalar Çerçevesinde Değerlendirilmesi	214
a. Kolektif Karar Alma Düzenlemeleri Bakımından	214

i. Borçlanma Aracı Sahipleri Tarafından Bağlayıcı Çoğunluk Kararı Alınması.....	214
ii. Bireysel Hareket Hükümleri	216
b. Ortak Temsilci (Kolektif Temsil) Bakımından	217
i. Atanmasının Zorunlu Olmaması.....	217
ii. Görev ve Yetkileri	218
iii. Menfaat Çatışması Karşısındaki Durumu.....	219
SONUÇ	221
KAYNAKÇA.....	222

ÖZ

Son yıllarda sermaye piyasasındaki gelişmeler, sermaye piyasası yoluyla fon toplayan ortaklıklarda, borçlanma aracı sahiplerinin menfaat sahipleri içinde önemli bir yere sahip olmasını kaçınılmaz kılmıştır. Buna bağlı olarak borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin korunması gerekliliği, gerek “Pay Sahipliği” gerekse “Menfaat Sahipliği” modelinin egemen olduğu sistemlerde bir ihtiyaç olarak kabul görmüştür. Borçlanma aracı sahiplerinin korunması için geliştirilen yöntemler temelinde, birlikte hareket edecek borçlanma aracı sahipleri kurulunun oluşturulması (*Kolektif Hareket*) ve borçlanma aracı sahiplerinin finansal haklarını tek elden takip etmek üzere bir temsilci atanması (*Kolektif Temsil*) olmak üzere iki kategoriye ayrılmaktadır.

Menfaat sahipliği modelinin uygulama alanı bulunduğu Alman hukukunda, borçlanma aracı sahipleri bakımından, borçlanma aracı sahipleri kurulu ve borçlanma aracı temsilcisi müesseseleri borçlanma aracı sahiplerine ilişkin münhasır bir düzenleme aracılığıyla (2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu, *Schuldverschreibungsgesetz*) düzenlenmiştir. Pay sahipliği modelinin benimsendiği Amerikan hukukunda kolektif organ konusu özel olarak düzenlenmemiş ancak kolektif temsil konusunda 1939 tarihli *Trust Indenture Act (TIA)* ile *Güvenilen Kişi Müessesesi (Indenture Trustee)* getirilmiştir. Türk hukukunda ise 6362 sayılı SPKn’da 2020’de yapılan değişiklikler ile birlikte yeni bir müessese olarak “Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu” hukuken düzenleme konusu olmuş, borçlanma aracı sahipleri bakımından ortak temsilciye de bu kapsamda yer verilmiştir. Bu çalışmada, öncelikle pay sahipliği ve menfaat sahipliği yaklaşımlarının benimsendiği sistemlerde borçlanma aracı sahiplerini korumada geliştirilen yöntemlerin ne şekilde uygulandığı, her iki yaklaşımın temel temsilcisi olan Amerikan ve Alman hukuku bakımından ele alınmış, ardından Türk sermaye piyasası hukukunda Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) düzenlemeleri kolektif hareket ve kolektif temsil bakımından incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Borçlanma Araçları Sahipleri Kurulu (BASK), Borçlanma araçları, Menfaat sahipliği yaklaşımı, Kolektif hareket, Kolektif temsil

ABSTRACT

Developments in the capital market in recent years inevitably made bondholders important actors among the stakeholders in public companies. Accordingly, in both legal systems where “Shareholdership” and “Stakeholdership” approaches are dominant, the need for the protection of bondholders’ rights has been accepted as a necessity. Legal strategies developed for the protection of bondholders’ rights are mainly categorised as setting up the bondholders’ meeting (*Collective Action*) and appointing a common representative for following the bondholders’ rights (*Collective Representation*).

In German law, where the stakeholder approach is effective, both bondholders’ meeting and bondholders’ representative are regulated by specific legislation (Debt Securities Act of 2009, *Schuldverschreibungsgesetz*). The issue of the collective organ is not specifically regulated in American law, where the shareholder model is adopted. Instead, the common representative, namely the indenture trustee, is covered by the Trust Indenture Act of 1939. In Turkish law, with the amendments made in the Capital Market Law No. 6362 in 2020, “Bondholders’ Meeting” has been introduced and regulated as a new concept and common representative for bondholders is regulated within this legislation. In this paper, first, how the bondholder protection strategies applied in the shareholder and stakeholder-based systems are analysed by examining the two main representatives of the aforementioned systems, namely Germany and the United States of America. Secondly, the bondholders’ meeting regulations under Turkish capital market law are evaluated in terms of both collective action and collective representation.

Keywords: Bondholders’ meeting, Debt instruments, Stakeholder approach, Collective action, Collective representation

GİRİŞ

Borçlanma aracı sahiplerine yönelik hukuki düzenlemeler, farklı türdeki borçlanma aracı sahiplerinin haklarının korunmasını ele almaktadır. Bu düzenlemelerin en önemli işlevi, pay sahipleriyle borçlanma araçlarına bağlı menfaat sahiplerinin hakları arasındaki dengenin sağlanmasına katkı sağlamasıdır. Ayrıca bahsi geçen düzenlemeler, ödeme güclüğü veya iflas durumunda borçlanma aracı sahiplerinin borçlu olan şirketin diğer alacaklıları karşısında da korunmasını sağlama amacına yöneliktir. Böylece sermaye piyasasında belirlilik ve etkinlik ihtiyacının karşılanmasına hizmet edilmektedir.

Sermaye piyasası yoluyla fon toplayan ortaklıklarda menfaat sahipleri içinde borçlanma aracı sahiplerinin önemine binaen, borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin korunması gerekliliği, gerek pay sahipliği gerek menfaat sahipliği

modelinin egemen olduğu sistemler bakımından bir ihtiyaç olarak kabul görmüştür. Borçlanma aracı sahiplerine ilişkin olarak öngörülen hukuki mekanizmalar temelde kolektif hareket probleminin çözülmesine yöneliktir. Anılan mekanizmalar, birlikte hareket edecek borçlanma aracı sahipleri kurulunun oluşturulması (*Kolektif Hareket*) ve borçlanma aracı sahiplerinin finansal haklarını tek elden takip etmek üzere bir temsilci atanmasını (*Kolektif Temsil*) içermektedir.

Menfaat sahipliği modelinin baskın olduğu Alman hukukunda, borçlanma aracı sahipleri bakımından, borçlanma aracı sahipleri kurulu ve borçlanma aracı temsilcisi müesseseleri ilk olarak borçlanma aracı sahiplerine ilişkin münhasır bir kanuni düzenleme olan 1899 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (*Schuldverschreibungsgesetz*) ile düzenlenmiştir. Sonrasında anılan kanunun yerine getirilen 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (*Schuldverschreibungsgesetz*) aracılığıyla bu hususlarda önemli yenilikler getirilmiştir. Pay sahipliği modelinin temel alındığı Anglo-Amerikan hukukunda kolektif organ konusu özel olarak düzenlenmemiştir. Bununla birlikte, kolektif temsil konusunda 1939 tarihli *Trust Indenture Act (TIA)* aracılığıyla “*Güvenilen Kişi Müessesesi (Indenture Trustee)*” getirilmiştir.

Türk hukukunda ise 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda (SPKn) 2020’de yapılan değişiklikler ile birlikte yeni bir müessese olarak “Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu” hukuken düzenleme konusu olmuştur. Bu kapsamda SPKn’a eklenen 31/A maddesi aracılığıyla “Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu” oluşturulmasına ve borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere temsilci atanmasına imkân veren düzenlemeye gidilmiştir. Bahsi geçen düzenleme yatırımcıların değişen koşullara göre toplu şekilde hareket edebilmesine ve borçlanma araçlarını ihraç eden tüzel kişiler ile tedavülde bulunan borçlanma araçlarının sahipleri olan yatırımcıların borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değişmesi yönünde karar alabilmesine olanak sağlamaktadır. Böylece tahvil sahipleri dâhil tüm borçlanma aracı sahiplerinin etkin bir şekilde temsil edilmesi ve haklarının korunması amaçlanmıştır.

Bu çalışmada “Menfaat Sahipliği” yaklaşımı çerçevesinde kolektif hareket ve kolektif temsil bakımından Türk sermaye piyasası hukukunda Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) düzenlemeleri incelenmiştir. Bu amaçla öncelikle şirketler hukukunda

geleneksel “Pay Sahipliği” ve “Menfaat Sahipliği” modellerinden hareketle “Menfaat Sahipliği Yaklaşımı” açıklanmış, ardından menfaat sahipleri içinde borçlanma aracı sahiplerinin ön plana çıkma nedenleri ortaya konulmuştur. İkinci olarak pay sahipliği ve menfaat sahipliğinin benimsendiği sistemlerde anılan yöntemlerin ne şekilde uygulandığı her iki yaklaşımın temel temsilcisi olan Amerikan ve Alman hukuku bakımından ele alınmıştır. Son bölümde Türk hukukunda pay sahipliği ve menfaat sahipliği hususunda benimsenen temel yaklaşım açıklanarak, borçlanma araçlarına yönelik temel hukuki alt yapı ortaya konulmuştur. Ardından Türk sermaye piyasası hukukunda Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) düzenlemeleri incelenmiştir. Bu kapsamda Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin II-31/A.1 Tebliği düzenlemeleri farklı ülke uygulamaları çerçevesinde değerlendirilmiştir.

I. ŞİRKETLER HUKUKUNDA MENFAAT SAHIPLİĞİ YAKLAŞIMI

A. Geleneksel Pay Sahipliği ve Menfaat Sahipliği Ayrımı

Halka açık şirketlerin temel amacının ne olması gerektiği hususu, ekonomi ve hukuk literatüründe uzun yıllardır süregelen bir tartışmaya konu olmuştur.¹ Bu kapsamda Anglo-Amerikan kaynaklı Pay Sahipliği Konumunun Değerinin Artırılması Teorisi (Pay Sahipliği Değeri Teorisi, *Shareholder Value Theory*) ve Alman hukuku esaslı Menfaat Sahipleri Teorisi (*Stakeholder Theory*) olmak üzere iki temel teori ortaya konulmuştur.²

¹ Şirket yöneticisinin bakış açısıyla değerlendirildiğinde, şirketin, hisse değerini en üst seviyeye getirmek veya pay sahiplerine yeni değerler katmak üzere yönetilmesi gerektiği kabul edilmektedir. Genel olarak, bu hususta kâr maksimizasyonu hedefi esas alınmakla birlikte, bu ölçüt her zaman net olmamaktadır. Şirketlerin yönetilme amacının finansal açıdan değerlendirilmesinde ortaya konulan farklı ölçütlere ilişkin olarak Bkz. FERRARINI, Guido, “Shareholder Value and the Modernisation of European Corporate Law”, **Capital Markets and Company Law** (eds: HOPT, Klaus J./WYMEERSCH, Eddy), Oxford University Press, 2003, s. 225-227. Pay sahipliği ve menfaat sahipliği değeri unsurlarının tartışılması 1930'lara dayanmaktadır. Bu konuda Berle tarafından Pay Sahipliği Değeri yaklaşımı savunulmuştur: BERLE, Adolf A., “Corporate Powers as Powers in Trust”, **Harvard Law Review**, Vol: 44, Issue: 7, 1931, s. 1049 vd. Aynı dönemde karşı görüş olarak öne sürülen Menfaat Sahipleri Teorisi için Bkz. DODD, E. Merrick, “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, **Harvard Law Review**, Vol: 45, Issue: 7, 1932, s. 1145 vd.

² GRUNDMANN, Stefan, **European Company Law, Organisation, Finance and Capital Markets, Intersentia, Antwerpen**, Oxford 2007, s. 278; FERRARINI, 2003, s. 228. Uluslararası alanda, kurumsal yönetim kodlarında, yönetim kurulunun temel sorumluluklarından birisi, yönetim kurulu üyeleri ve şirket yöneticilerinin menfaatlerinin şirket ve pay sahiplerinin uzun vadeli menfaatleriyle

Pay Sahipliği Konumunun Değerinin Artırılması Teorisi uyarınca şirketin esas amacı, pay sahiplerinin menfaatlerinin korunmasıdır. Bahsi geçen menfaatler, pay sahiplerinin elde edeceği kâr payı, piyasada işlem gören payın değerinin artırılması veya şirketin feshi neticesinde alınacak tasfiye payı olabilmektedir.³ Bu görüş uyarınca şirket yönetiminin amacı, pay sahipleri için yaratılacak değer maksimize edilmesidir. Pay sahipleri, şirket üzerinde kalıcı hak sahipleri olmaları, yönetim kurulunun gözetimi konusunda en yüksek motivasyona sahip olmaları ve şirketin etkin yönetilmesinden en fazla menfaat sağlayan grup olmalarına bağlı olarak, yönetsel haklara sahip menfaat grubu olarak kabul edilmektedir⁴.

Menfaat Sahipleri Teorisi ise, şirketin amacının tespitinde, pay sahipleri dışında, şirketle uzun süreli ve yakın ilişki içinde olan diğer menfaat sahiplerinin de gözünde bulundurulmasını esas almaktadır. Menfaat sahipleri, şirket çalışanlarını, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, yerel ve ulusal kamu kuruluşlarını ve en geniş anlamda toplumu kapsamaktadır. Bu teori esas alındığında, şirkette menfaat sahiplerinin çıkarları göz önünde bulundurularak veya doğrudan bu çıkarlar dikkate alınarak karar alınması söz konusu olabilmektedir.⁵ Alman modeli olarak kabul edilen Menfaat Sahipleri Teorisi, menfaat sahipleri arasında işbirliği ve uzun vadeli ilişkiler üzerine kuruludur.⁶ Esasen

uyumlu hale getirilmesi olarak kabul edilmektedir. Örneğin, Bkz. **G20/OECD Principles of Corporate Governance (2015)**, Principle VI.D.4.

³ GRUNDMANN, 2007, s. 278.

⁴ FERRARINI, 2003, s. 228; GILSON, Ronald J./ ROE, Mark J., “Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporation Governance and Industrial Organization”, **Yale Law Journal**, Vol: 102, Issue: 4, 1993, s. 887; ALLEN, William T., “Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation”, **Cardozo Law Review**, Vol: 14, 1992, s. 266. Bunun yanı sıra, yöneticilerin belirli bir kişi veya gruba sorumlu olması gerekmekte olup, çok tarafa karşı üstlenilen bir sorumluluğun, aslında hiçbir tarafa sorumlu olunmaması riskini taşıdığı ortaya konulmuştur. Pay sahiplerinin esas alınmasında etkili olan diğer bir neden ise, pay sahiplerinin kârının en üst düzeye getirilmesinin diğer menfaat sahiplerine de doğrudan etki edecek olmasıdır. Buna göre, piyasa ekonomilerinde başarılı şirketler çalışanlarına daha verimli çalışma koşulları ve sosyal zenginlik sağlamaktadır: FERRARINI, 2003, s. 228; EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL, Daniel R., **The Economic Structure of Corporate Law**, Harvard University Press, 1991, s. 38; ALLEN, 1992, s. 266-267; ALLEN, William T./ JACOBS, Jack B./ STRINE, Jr. Leo E., “The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide”, **University of Chicago Law Review**, Vol: 69, Issue: 3, 2002, s. 1074-1075.

⁵ GRUNDMANN, 2007, s. 278; ALLEN, 1992, s. 270-271.

⁶ KEAY, Andrew, “Stakeholder Theory in Corporate Law: Has It Got What It Takes?” **Richmond Journal of Global Law & Business**, Vol: 9, Issue: 3, 2010, s. 256-257; Governance of Stakeholder Relationships, The German and Dutch Experience, Gelauff George/Broeder C. Den, **Research Memorandum, No:137**, Centraal Planbureau (CPB) Netherlands Bureau for Economic Policy

şirketin bütün olarak menfaatinin korunmasını kabul eden Alman şirket kültürünü yansıtan bu yaklaşım, Almanya’da şirket çalışanlarının yönetim kurulunda temsili (*Labor co-determination*) ile daha da güçlendirilmiştir.⁷

Almanya’nın yanı sıra Kıta Avrupası ülkelerinin çoğunda şirketin tek veya öncelikli amacının pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması yerine, bundan çok daha geniş bir kavram olan “şirket menfaatlerinin korunması” olduğu ortaya konulmuştur.⁸ Bahsi geçen teorinin orijinal halinde menfaat sahipleri arasında öncelikli bir grup belirlenmemiştir. Bununla birlikte bu yaklaşımın benimsendiği özellikle Almanya ve Japonya’da şirket çalışanlarının menfaatlerine odaklanılmıştır.⁹

Analysis, The Hague, April 1996, s. 31, <http://www.cpb.nl/en/publication/governance-stakeholder-relationships-german-and-dutch-experience> (erişim tarihi 12.04.2021).

⁷ HOPT, Klaus J., “Comparative Corporate Governance: The State of Art and International Regulation”, **American Journal of Comparative Law**, Vol: 59, Winter 2011, s. 8; GRUNDMANN, 2007, s. 279. Hopt, Amerikan ve Alman sistemleri arasında keskin bir ayırım bulunduğunu ve Alman şirketlerinin amacının hiçbir zaman pay sahipliği değerinin en üst düzeye getirilmesi olmadığını, Alman sisteminin şirketten çok işletme odaklı olduğunu öne sürmektedir. Yazar bu durumun, büyük ölçüde, şirket çalışanlarının yönetime katılımını esas alan kodeterminasyon uygulamasından kaynaklandığını savunmaktadır: HOPT, Klaus J., “Labour Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe”, **European Economic and Business Law** (eds: BUXBAUM, Richard M., HERTIG, Gérard, HIRSCH, Alain, HOPT, Klaus J.), Walter de Gruyter, Berlin-New York 1996, s. 269. Alman hukukuna özgü kodeterminasyon düzenlemesi, şirket çalışanlarının şirkette eşit düzeyde temsil edilme hakkına dayanmaktadır. Alman hukukunda gözetimsel kodeterminasyon hakkında Bkz. SANDROCK, Otto, “The Colossus of German Supervisory Codetermination: An Institution in Crisis”, **European Business Law Review**, Vol: 16, 2005, s. 86 vd; RAISER, Thomas, “The Theory of Enterprise Law in the Federal Republic of Germany”, **The American Journal of Comparative Law**, Vol: 36, No: 1, Winter 1988, s. 117 vd. Kodeterminasyonun tarihi gelişimi ve farklı tasnifleri için Bkz. DU PLESSIS, Jean/ SANDROCK, Otto, “The Rise and the Fall of Supervisory Codetermination in Germany?”, **International Company and Commercial Law Review**, Vol: 16, 2005, s. 67 vd.

⁸ BAUMS, Theodor/ SCOTT, Kenneth E., “Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”, **European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper, No. 17/2003**, s. 1-2, <https://ssrn.com/abstract=473185> (erişim tarihi 12.04.2021). Bunun yanısıra Doğu Asya ülkelerinde de bu yaklaşım benimsenmekte olup, bunun en belirgin örneğini Japonya oluşturmaktadır: KEAY, Andrew, “Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and All That: Much Ado about Little?”, **University of Leeds School of Law Centre for Business Law and Practice, Working Paper**, 2010, s. 7, <http://ssrn.com/abstract=1530990> (erişim tarihi 12.04.2021).

⁹ KEAY, 2010b, s. 7-8; KEAY, 2010a, s. 249.

B. Pay Sahipliği Modelinde Menfaat Sahipliği Yaklaşımının Etkileri

Klasik pay sahibi merkezli yaklaşımın esas alındığı geleneksel Amerikan şirketler hukukunda, 1970'lerden itibaren şirketlerde temel amacın pay sahiplerinin menfaatlerini korumak olduğu kabul edilmiştir. Bununla birlikte ABD'de 1980'lerin başında ise şirketlerin, sosyal bakımdan sorumlu kuruluşlar olarak, kamu yararı gözetilerek yönetilmeleri gerektiği görüşü benimsenmiştir. Yönetici merkezli bu modelin temelini, profesyonel şirket yöneticilerinin tarafsız ve güvenilen teknokratlar olarak şirket işlerini genel kamu yararına olacak şekilde yönetebileceği görüşü oluşturmuştur.¹⁰ Diğer taraftan, menfaat sahipliği yaklaşımı, özellikle eyalet bazında giderek artan bir kabul görmüştür. Zira, kırkı aşkın Amerikan eyaletinde pay sahipleri dışındaki menfaat sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesini öngören kanunlar (*Constituency Statutes*) kabul edilmiştir.¹¹ Eyaletler arasında farklılaşmakla birlikte, anılan kanunların hepsinin ortak yanı, bu kanunlar aracılığıyla, yönetim kuruluna görevlerini ifa ederken, pay sahipleri dışındaki menfaat sahiplerinin menfaatlerini dikkate alması yükümlülüğü verilmesidir.¹² Son zamanlarda öne sürülen Amerikan görüşü ise, şirketlerce pay sahipliği değerinin artırılmasına, tüzel kişilik olarak "iyi vatandaş" (*good citizen*) olma kaygısıyla önem verildiği, şirketlerin toplumda bu şekilde ün yapmalarını kendi menfaatlerine kullanabilecekleri yönündedir.¹³

Anglo-Amerikan hukukuna dahil İngiltere'de pay sahipleri esaslı teori kabul edilmiş olmakla birlikte, menfaat sahipliği modellerinin farklı unsurlarını birleştiren bir yaklaşım benimsenmiştir. "Geliştirilmiş Pay Sahipliği Konumunun Değerinin Artırılması

¹⁰ Hansmann ve Kraakman, 1950'lerde şirkete ait sosyal sorumluluk literatürünün bu temele oturduğunu savunmaktadır: HANSMANN, Henry/ KRAAKMAN, Reinier, "The End of History for Corporate Law", January 2000, **Yale Law School Working Paper No. 235**, s. 6-7, <http://ssrn.com/abstract=204528> (erişim tarihi 13.04.2021).

¹¹ KEAY, **2010a**, s. 249-250. Bahsi geçen eyalet düzenlemeleri hakkında Bkz. KEAY, **2010b**, s. 8-19; Anılan düzenlemelere ilişkin detaylı değerlendirmeler için Bkz. ADAMS, Edward S./MATHESON, John H., "A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns", **Emory Law Journal**, Vol: 49, 2000, s. 1096-1109.

¹² KEAY, **2010b**, s. 9.

¹³ Örneğin, şirketler kanunî bir zorunluluk olmamasına rağmen sosyal nitelikli maliyetlerini azaltmak konusunda çaba göstermekte olup, bu yaklaşım Amerikan Hukuk Enstitüsü'nün (*American Law Institute/ ALI*) 1992 tarihli Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yansıtılmıştır: FERRARINI, **2003**, s. 228-229.

Teorisi” (*Enlightened Shareholder Value Theory*) olarak adlandırılan bu model uyarınca pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması genel ilkedir. Ancak, şirketin uzun vadede gayesini yerine getirmek için diğer menfaat sahiplerinin de dikkate alınması esastır.¹⁴

Hansmann ve Kraakman tarafından 2000’li yılların başlarında, Anglo-Amerikan kurumsal yönetim sistemlerinde pay sahiplerinin önceliğini esas alan modellerin baskın olduğu, Avrupa’da mevcut olan menfaat sahipliği esaslı sistemlerin de Anglo-Amerikan yaklaşımı ile bütünleşeceği savunulmuştur.¹⁵ Sonrasında gelişen *Enron*, *Worldcom* gibi şirket yönetimine ilişkin skandalların etkisiyle, sadece finans hukukuna ilişkin alt yapının değil aynı zamanda pay sahipliği yaklaşımının değişebileceği öne sürülmüştür.¹⁶ Ancak belirtmek gerekir ki; Amerikan eyalet düzenlemelerinde yer bulan, menfaat sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesini öngören kanunlar (*Constituency Statutes*) ve İngiliz hukukunda benimsenen “Geliştirilmiş Pay Sahipliği Konumunun Değerinin Artırılması Teorisi”, menfaat sahipliği yaklaşımı unsurları taşımakla birlikte, anılan hukuki düzenlemelerde menfaat sahipliği olgusuna vurgu yapılmakla yetinildiği ancak zorlayıcı hükümlere yer verilmediği, daha da önemlisi, bu düzenlemelerde pay sahipleri dışındaki menfaat sahiplerine, yönetim kurulu aleyhine başvurabilecekleri bir hukuki imkân tanınmadığı ortaya konulmuştur.¹⁷ Dolayısıyla Anglo-Amerikan hukukunda da halen pay sahipliği modelinin egemen olduğu, menfaat sahipleri modelinin benimsendiğinin söylenebilmesi için daha net hukuki düzenlemelerin gerekli olduğu savunulmaktadır.¹⁸

¹⁴ GRUNDMANN, 2007, s. 278-279; 2006 tarihli Şirketler Kanunu, Bölüm 172. Bahsi geçen teorinin pay sahipleri ve menfaat sahipleri yaklaşımlarını yakınlaştıran fonksiyonu için detaylı olarak Bkz. HO, Virginia Harper, “Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide”, *The Journal of Corporation Law*, Vol: 36, 2010-2011, s.77-95.

¹⁵ HANSMANN/KRAAKMAN, 2000, s. 32.

¹⁶ CHEFFINS, Brian R., “Did Corporate Governance 'Fail' During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500”, May 1, 2009, *ECGI-Law Working Paper*, No:124/2009, s. 43-44, <https://ssrn.com/abstract=1396126> (erişim tarihi 13.04.2021); KEAY, 2010a, s. 251; KEAY, 2010b, s.56.

¹⁷ Her iki düzenleme yaklaşımında yönetim kuruluna, tüm menfaat sahiplerini dikkate alma yükümlülüğü verilmekle birlikte, alınacak kararlarda kendi iniyasitifini kullanma yetkisi tanınmıştır: KEAY, 2010b, s. 56.

¹⁸ KEAY, 2010b, s. 57.

II. MENFAAT SAHİPLERİ OLARAK BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN ÖN PLANA ÇIKMA NEDENLERİ

A. Modern Finansal Piyasalarda Borçlanma Aracı Sahipliği Kavramının Pay Sahipliğine Yaklaşması

Günümüzde finansal piyasalarda, borçlanma aracı sahiplerinin çoğunlukla elde ettikleri menkul kıymetleri vadeden önce elden çıkardığı görülmektedir. Buna bağlı olarak, şirkete borç veren bu kişilerin temel amacını, mevcut alacaklarının tahsili veya geri ödenmesinde hangi sırada yer alacakları oluşturmamaktadır. Bunun yerine, söz konusu yatırımcılar aldıkları yatırım kararlarında, aynen pay senedi yatırımcıları gibi, piyasa fiyatlandırmasına dayanan bir bakış açısıyla hareket etmekte ve piyasanın iyi olduğu zamanda satın aldığı borçlanma aracını elden çıkararak kâr elde etme beklentisiyle hareket etmektedir.¹⁹ Bu çerçevede borçlanma aracı yatırımcılarının motivasyonunun pay yatırımcıları ile paralel hale geldiği, böylece her iki menfaat grubunun temel amacının şirket paylarının piyasa değerinin artması olduğu dikkate alındığında, bu kişilerin şirket performansından doğrudan menfaat sağladıkları, buna bağlı olarak şirket yönetiminde menfaatlerinin dikkate alınması gerekliliği ortaya konulmuştur.²⁰

B. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Temel Finansman Kaynağı Haline Gelmesi

Hem menfaat sahipleri hem de baskınlığını sürdüren pay sahipliği modelinde borçlanma aracı sahipleri lehine değişikliğe gidilmesi yönünde ortaya konulan önemli bir argüman, borçlanma aracı sahiplerinin şirketler bakımından temel finansman kaynağı haline gelmesi olmuştur. Pay sahipliği modeli sermaye piyasalarında pay piyasasının

¹⁹ Özellikle borçlanma aracı olarak tahvillere yatırım yapan yatırımcılar bakımından yatırım yapılan şirketin iyi yönetilmesinin büyük önem taşıdığı kabul edilmektedir: SCHWARCZ, Steven L., “Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World”, **William & Mary Law Review**, Vol: 58, 2017, s. 1354. Bu durumun özellikle tahvil sahipleri bakımından geçerli olması, varlığa dayalı menkul kıymet satın alan yatırımcıların, şirketin iyi yönetilmesi ve iyi performans göstermesinden ziyade geri ödemenin kaynağı olan varlıkların değeri konusuna önem vermesine bağlanmaktadır: SILVER, Andrew A., “Rating Asset-Backed Securities”, **Investing In Asset-Backed Securities** (ed: FABOZZI, Frank J.), Prudential Securities Incorporated, New Hope, Pennsylvania 2000, s. 25-27.

²⁰ SCHWARCZ, 2017, s. 1356.

egemen olmasına bağlı olarak ortaya konulmuştur.²¹ Ancak son yıllarda bu durumun değiştiği, borçlanma aracı yatırımlarının hatırı sayılır biçimde artarak pay yatırımlarının önüne geçmeye başladığı görülmektedir.²² Borçlanma yoluyla fon sağlamanın maliyetinin pay ihracına oranla daha düşük olduğu, buna bağlı olarak şirket finansmanında borçlanma aracı piyasasının baskın hale gelmesinin geçici bir durum olmadığı ortaya konulmuştur.²³ Bu durum, borçlanma araçları piyasasını kurumsal yatırımcılar bakımından cazip kılmakta ve kurumsal yatırımcıların katılımıyla piyasanın likiditesi ve fon temin etmenin maliyeti daha da azalmaktadır.²⁴

C. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Şirket Yönetiminde Dikkate Alınmasının Sistemik Riski Azaltıcı Etkileri

Borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin şirket yönetiminde dikkate alınması gerekliliği konusunda bir diğer argüman, borçlanma aracı sahiplerinin, pay sahiplerine oranla riskten kaçınmacı yapıda olması nedeniyle, şirketin sistemik risk almasını önleyici etkiye sahip olmasıdır. Modern borçlanma araçları piyasasında, geleneksel görüşten farklı olarak, borçlanma aracı yatırımcıları vadede anapara ve faiz beklentisi yerine, şirketin ikincil piyasada oluşan değerine odaklanmaktadır. Borçlanma araçlarının piyasadaki

²¹ Pay sahipliği modeli 1930'lu yıllarda ortaya konulduğunda pay piyasaları, borçlanma aracı piyasalarını gölgede bırakmaktaydı: BIAIS, Bruno/ GREEN, Richard, "The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century", *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, Vol: 33, 2019, s. 250.

²² Borçlanma araçlarının Amerikan şirketleri bakımından temel finansman kaynağı olduğu hakkında Bkz. BESSEMBINDER, Hendrik/ MAXWELL, William, "Markets: Transparency and the Corporate Bond Market", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 22, No: 2, Spring 2008, s. 217-19; THOMAS, Hugh/ WANG, Zhiqiang, "The Integration of Bank Syndicated Loan and Junk Bond Markets", *Journal of Banking & Finance*, Vol: 28, 2004, s. 302.

²³ SCHWARCZ, 2017, s. 1357-1358. Bu durum, ayrıca borçlanma aracı ile fon temininde banka sisteminin devreden çıkmasıyla da açıklanmaktadır. Detaylı inceleme için Bkz. SCHWARCZ, 2017, s. 1358, Dipnot, 60, 61. Piyasa baskınlığı durumunun geçici olması söz konusu olsa bile, pay ve borçlanmaya dayalı menkul kıymetler arasındaki pratikteki farkın giderek azalmasının, pay sahiplerinin şirket yönetimindeki etkinliğini azaltmasına sebep olduğu öne sürülmektedir: BAIRD, Douglas G./ HENDERSON, M. Todd, "Other People's Money", *Stanford Law Review*, Vol: 60, 2008, s. 1311-1316; SHEEHY, Benedict, "Scrooge-The Reluctant Stakeholder: Theoretical Problems in the Shareholder-Stakeholder Debate", *University of Miami Business Law Review*, Vol: 14, 2005, s. 213-222.

²⁴ BESSEMBINDER/ MAXWELL, 2008, s. 232-233; SCHWARCZ, 2017, 1359, Dipnot, 68, 70.

değeri ve kredibilitesi şirketin derecelendirme notu ile yakından alakalıdır.²⁵ Bu nedenle bahsi geçen yatırımcılar, kredi notunun yüksek olması amacıyla, ihraççı şirketin riskten kaçınmasını önemsemektedir. Dolayısıyla şirketin yönetiminde menfaat sahipleri olarak borçlanma aracı yatırımcılarının dikkate alınması, şirketlerin risk almalarının önüne geçerek piyasadaki sistemik riski azaltıcı etkiye sahip olmaktadır.²⁶ Bu nedenle şirketlerin menfaat sahipleri olarak borçlanma aracı sahiplerini dikkate almaları gerekliliği savunulmaktadır.²⁷

III. FARKLI SİSTEMLERDE BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN MENFAATLERİNİN KORUNMASI

Borçlanma aracı sahiplerine ilişkin olarak geliştirilen hukuki yöntemler temelde kolektif hareket probleminden hareketle düzenleme konusu olmuştur. Bu yöntemler, birlikte hareket edecek borçlanma aracı sahipleri kurulunun oluşturulması (*Kolektif Hareket*) ve borçlanma aracı sahiplerinin finansal haklarını tek elden takip etmek üzere bir temsilci atanmasını (*Kolektif temsil*) içermektedir.²⁸

²⁵ SCHWARCZ, 2017, s. 1359-1360; HUSISIAN, Gregory, “What Standard of Care Should Govern the World’s Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability”, *Cornell Law Review*, Vol: 75, Issue: 2, 1990, s. 412-413.

²⁶ SCHWARCZ, 2017, s. 1361; SCHWARCZ, Steven L., “Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox”, *University of Illinois Law Review*, Vol: 2002, No: 1, 2002, s. 6-7; COREY, George S./ MARR, Jr. M. Wayne/ SPIVEY, Michael F., “Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?”, *Florida State University Law Review*, Vol: 18, 2017, s. 974.

²⁷ SCHWARCZ, 2017, s. 1361-1362.

²⁸ Borçlanma aracı ihraççısının gözetimi ve yönetime katılım bakımından, aynı pay sahiplerinde olduğu gibi, borçlanma sahipleri bakımından da ayrılma (diğer bir deyişle borçlanma aracını elden çıkarma) ve görüşlerini dile getirme hakları bulunmaktadır. Ancak pay sahiplerinin aksine, borçlanma aracı sahipleri, ihraççı üzerinde süreklilik arz eden bir etkiye sahip olmamaktadır. Borçlanma aracı sahiplerinin görüşlerini dile getirme imkânı ancak belirli durumlarda (örneğin, borçlanma anlaşmasının kabulü veya temerrüde düşmesi durumu) söz konusu olabilmektedir. İhraççı şirketin yönetiminde borçlanma aracı sahiplerinin söz sahibi olabilmesi için temel şartlardan birisi, ihraççı şirketin yakın bir temerrüt tehdidi altında veya temerrüt halinde olmasıdır. Bu durumda ihraççının borçlanma aracı sözleşmesi koşullarına uygun hareket ettiğini tespiti veya tespit edilmesinin sağlanması konularında görev ve sorumluluk bir ölçüde atanan kolektif temsilciye ait olmaktadır: ÇELİK, Serdar/ DEMİRTAŞ, Gül/ ISAKSSON, Mats, “Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance”, *OECD Corporate Governance Working Papers, No. 16*, OECD Publishing, Paris 2015, s. 9, 48-49, <http://dx.doi.org/10.1787/5js69lj4hvnw-en> (erişim tarihi 01.05.2021).

Yukarıda incelendiği üzere, halen pay sahipliği modelinin egemen olduğu kabul edilen Anglo-Amerikan hukukunda, borçlanma aracı sahiplerinin korunması yönünden kolektif temsil hususunu esas alan bir düzenleme yaklaşımı benimsenmiştir. Karar almaya yönelik bir kolektif organ münhasıran düzenlenmemekle birlikte, kolektif karar alınmasına ilişkin bazı kurallar öngörülmüştür. Menfaat sahipliği modelinin baskın olduğu Alman hukukunda ise, borçlanma aracı sahipleri bakımından kolektif organ olarak borçlanma aracı sahipleri kurulu ve borçlanma aracı temsilcisi müesseseleri, 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (*Schuldverschreibungsgesetz*²⁹) aracılığıyla düzenlenmiştir.

Bu bölümde hem pay sahipliğinin hem de menfaat sahipliğinin benimsendiği sistemlerde anılan yöntemlerin uygulanış biçimi, her iki yaklaşımın temel temsilcisi olan Amerikan ve Alman hukuku bakımından incelenmiştir.

A. Pay Sahipliği Esaslı Amerikan Sisteminde *Trust Indenture Act (TIA)* Düzenlemeleri

1. Kolektif Hareket Problemi ve Güvenilen Kişi Müessesesi (*Indenture Trustee*)

Sermaye piyasası aracılığıyla kalabalık yatırımcılara satılan uzun vadeli borçlanma araçları, diğer bir deyişle, temel olarak tahvillerle ilgili olarak karşılaşılan en belirgin sorunun “Kolektif Hareket Problemi” olduğu kabul edilmektedir. Her bir borçlanma aracı sahibinin payının görece küçüklüğüne bağlı olarak, borçlanma aracı sahiplerinin bir grup olarak hareket etmek veya işbirliği yapmak konusunda motivasyonu bulunmamaktadır.³⁰ Kolektif hareket problemine yol açan bu durum, halka açık şirketlerde ihraç edilen

²⁹ Almanca “Schuldverschreibung” teriminin açık bir yasal tanımı olmadığı ve bu durumun eleştiri konusu olduğu ifade edilmektedir. Anılan terimin borçlanmayı temsil eden yazılı araçlar anlamında borç senedi anlamı taşıdığı, esasen İngilizce “Bond” (tahvil) terimine karşılık geldiği açıklanmakta, uluslararası terminoloji birliğini sağlamak üzere, fonksiyonel ve ortak kullanımı dikkate alınarak bahsi geçen kanun “Debt Securities Act” (Borçlanma Araçları Kanunu) olarak nitelenmektedir: ALLEN, Jason Grant, “More than a Matter of Trust: The German Debt Securities Act 2009 in International Perspective”, *Capital Markets Law Journal*, Vol: 7, No: 1, 2012, s. 56-57.

³⁰ SCHWARCZ, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring: A Model-Law Approach”, *Journal of Globalization & Development*, 2016, s. 17-18, https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6185&context=faculty_scholarship (erişim tarihi 25.03.2021); SCHWARCZ, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach”, *Cornell Law Review*, Vol: 85, Issue: 4, 2000, s. 1004-1005.

borçlanma araçlarının aktif olarak borsada işlem görmesine bağlı olarak borçlanma aracı sahiplerinin sürekli değişmesinden kaynaklanmaktadır.³¹

Borçlanma aracı sahipleri bakımından ortaya çıkan Kolektif Hareket Problemi'nin çözümüne yönelik olarak Amerikan hukukunda, Anglo-Amerikan hukukuna özgü *trust*³²³³ mekanizması kullanılmak suretiyle bir çözüm ortaya konulmuştur. Bu çerçevede içtihat ve nesafet hukukuna ilişkin bu müessese ile maddi hukuk kurallarının birlikte uygulanması suretiyle, halka arz edilen borçlanma aracı ihraçlarında borçlanma aracı sahipleri temsilcisine başvurulması yöntemi geliştirilmiştir. Anılan temsilci *Indenture Trustee (Senede İlişkin Güvenilen Kişi)* olarak adlandırılmıştır.³⁴ Burada bahsi geçen senet, halka arz edilen borçlanma senedini ifade etmekte, söz konusu temsilci ise

³¹ SCHWARCZ, Steven L./SERGI, Gregory M., “Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee”, **Alabama Law Review**, Vol: 59, Issue: 4, 2008, s. 1038; SCHWARCZ, **2000**, s. 1004- 1005. Halka arz edilen borçlanmaya dayalı menkul kıymetlerin aracılar tarafından dolaylı olarak elde tutulması sisteminde, borçlanma aracı sahibinin saptanmasının, maliyetli zor ve zaman alıcı olduğuna yönelik tespitler için Bkz. SCHWARCZ, Steven L., “Intermediary Risk in a Global Economy”, **Duke Law Journal**, Vol: 50, 2001, s. 4547-1548.

³² “Trust” kavramı, Anglo-Amerikan kökenli hukuk sistemlerinde içtihat ve nesafet hukukunun (Common Law/Law of Equity) bir arada uygulanması suretiyle ortaya çıkmıştır. Anılan kavram, malvarlığına ilişkin mülkiyet hakkının, güvene dayalı bir ilişki çerçevesinde, kanunî mülkiyete sahip olan güvenilen kişi (Manager-Trustee) ile faydalanan malik (Recipient-Beneficial Owner) arasında bölünebilmesine olanak vermektedir. Bu yolla, “Trust” işlemine konu olan malvarlığı ile ilgili olarak, “Trustee” olarak tayin edilen kişi, “Beneficial Owner” olan kişiyi temsil etme hakkına ve bunun yanı sıra, söz konusu malvarlığı üzerinde idare ve müstakil olarak tasarrufta bulunabilme haklarına sahip olmaktadır. Trust hukukunun işlevleriyle, sözleşme ve vekâlet hukukunun işlevlerinin karşılaştırılması için Bkz. HANSMANN, Henry/ MATTEI, Ugoi, “The Functions of Trust Law: A Comparative Legal And Economic Analysis”, **New York University Law Review**, Vol: 73, No:1, 1998, s. 439-445.

³³ Büyük şirketlerde ve iş hayatında başvurulmadan önce, mülkiyet hakkına konu varlıklara yönelik olarak ihdas edilmiş olan Trust müessesesinden, özellikle 16. yüzyıl ortalarından itibaren kâr amacı güden iş ortaklıklarında faydalanılmaya başlanmıştır. İngiliz ekonomisindeki büyük şirketlerin gelişmesiyle birlikte, bu şirketlerdeki pasif yatırımcıların da artması söz konusu olmuştur. Böylece çok sayıda pasif pay sahibi olan büyük şirketler Çok Ortaklı Şirket (Joint-Stock Company) olarak nitelenmiş, bunlardan Trust yapısına dayalı olarak kurulanlar Tüzel Kişiliği Haiz Olmayan Şirket (Unincorporated Company), tüzel kişiliği haiz olan şirketler ise Anonim Şirket (Incorporated Company) olarak kategorize edilmiştir: MORLEY, John, “The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History”, **Columbia Law Review**, Vol: 116, No: 8, 2016, s. 2157-2158. Trust müessesesinin şirket yapısı içinde kullanımının detaylı incelenmesi için Bkz. 2166 vd. Çok Ortaklı Şirket (Joint-Stock Company) teriminin tarihi gelişimi için Bkz. IRELAND, Paddy, “Capitalism Without the Capitalist: The Joint Stock Company Share and the Emergence of the Modern Doctrine of Separate Corporate Personality”, **The Journal of Legal History**, Vol: 17, No: 1, 1996, (s. 41-73).

³⁴ Indenture Trustee (Senede İlişkin Güvenilen Kişi) kavramının yerleşik bir hukuki karşılığı hukukumuzda yer almamakta olup, çalışmanın devamında anılan kişiler için “Indenture Trustee”, Trust müessesesi kapsamında güvenilen kişiyi nitelemek üzere ise orjinal terim olan “Trustee” terimlerinin kullanılması tercih edilmiştir.

borçlanma aracı sahipleri adına onları temsil etmek³⁵ üzere “Trustee” olarak atanmaktadır.³⁶

2. TIA Uyarınca Kolektif Temsil

a. Kanunun Kapsamı ve Düzenleme Alanı

1929 tarihi öncesinde Amerikan hukukunda borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına yönelik özel bir düzenleme bulunmamaktaydı. Amerika’da yaşanan 1929 tarihli sermaye piyasası krizi sonrasında borçlanma araçları piyasasında yatırımcıların güvenini yeniden inşa etmek amacı ile *Trust Indenture Act* [TIA (*Senede İlişkin Güvenilen Kişi Kanunu*)] kabul edilmiştir.³⁷ Borçlanma aracı yatırımcıları bakımından, yukarıda izah edilen kolektif hareket problemi nedeniyle piyasaya güven eksikliği bulunmaktaydı. Dağınık ve çok sayıda borçlanma aracı sahibi tarafından tek bir hareket tarzı benimsenmesi mümkün olamadığı gibi, her bir borçlanma aracı sahibinin bireysel ve görelilik olarak küçük meblağlı menfaati olduğundan, bu menfaat sahipleri, dağınık yapının getirdiği sorunları çözme konusunda motivasyona da sahip bulunmamaktaydı. Dolayısıyla pratikte borçlanma aracı sahipleri kendi menfaatlerini korumak imkânı bulamamaktaydı.³⁸ Bahsi geçen ihtiyaca binaen borçlanma aracı sahiplerini temsilen “Trustee” olarak atanacak kişilerin yetkilendirilmesi ve görevlerine ilişkin hukuki

³⁵ Trust müessesesinde söz konusu olan akit, Kıta Avrupası sistemindeki vekâlet akdinden önemli farklılıklar içermekte olup, anılan müessesenin Türk hukuku bakımından değerlendirilmesi için Bkz. KÜÇÜKGÜNGÖR, Erkan, “Anglo-Amerikan Hukukunda Trust Kavramı, Trust’ın Tarihi Gelişimi ve Roma Hukukuna Dayanan Kıta Avrupası Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, Cilt XXIII, S. 2, Ankara 2005, s. 5 vd.

³⁶ SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1037-1038.

³⁷ Borçlanma araçları piyasasına yönelik yatırımcı güveninin tesis edilmesine yönelik olarak SEC tarafından yapılan çalışmalar, TIA’nın kabulüne zemin hazırlamıştır. Amerikan Kongresi’nde bu hususta yapılan çalışmalar hakkında Bkz. HOFFMAN, Mark Frederick, “Decreasing the Costs of Jurisdictional Gridlock: Merger of the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission”, **University of Michigan Journal of Law Reform**, Vol: 28, No: 3, 1995, s. 685 vd.

³⁸ TIA’nın bu hususu düzenleyen 15U.S.C. §77bbb(a)(1) hükmünün gerekçesinde, borçlanma aracı yatırımcılarının herhangi biri tarafından, bu kişilerin müşterek menfaatleri lehine ortak bir hareket tarzı benimseyecek bir temsilci görevlendirilmesi imkânının, dağınık yapıdaki bu menfaat sahiplerinin birbirini tanımaması nedeniyle mümkün olmadığı açıklanmaktadır. Ayrıca, her bir yatırımcının kendi temsilcisini atayarak önlemler almasının da maliyetli olmasına bağlı olarak, pratikte tercih edilmediği vurgulanmaktadır: 15U.S.C. §77bbb(a)(1) Gerekçesi, (15U.S.Code § 77bbb-Necessity for regulation), <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77bbb> (erişim tarihi 30.03.2021).

altyapının düzenlendiği TIA, 1939 yılında yürürlüğe girmiştir.³⁹ TIA uyarınca, 10 milyon Doları'ı aşan her bir borçlanma aracı ihracında bir "Indenture Trustee" atanması zorunlu tutulmuştur.⁴⁰

b. "Indenture Trustee" Bakımından Öngörülen Görev ve Yükümlülükler

i. Temerrüt Öncesinde

TIA'nın yürürlüğe girmesi aşamasında Amerikan Menkul Kıymetler otoritesi SEC (*Securities and Exchange Commission*) tarafından ortaya konulan görüş, "Indenture Trustee" olarak atanan kişilerin, hukuken güvene dayalı kapsamlı yükümlülükleri içeren özen ve bağlılık görevleri verilmek suretiyle, aktif olarak görev alması gerektiği olmuştur.⁴¹ TIA özellikle temerrüt sonrası oluşan yükümlülükler bakımından, anılan görüşü yansıtır şekilde kaleme alınmıştır. Ancak düzenleme uyarınca, temerrüt öncesinde bu kişilerin görevleri tümüyle idari işleri kapsamakta olup, bu görevlerin borçlanma aracı sözleşmesinde özel olarak belirtilmesi gerekli kılınmıştır.⁴² Bahsi geçen görevler, tipik olarak yatırımcılara faiz ve temel ödemelerin yapılması, kayıtlı borçlanma aracı sahiplerinin listesinin tutulması, borçlanma aracı sözleşmesi hükümlerinin ve buna bağlı yapılan diğer sözleşmelerin takibi, borcun güvenceye alınmış olması durumunda verilen teminatın elde tutulmasını içermektedir.⁴³

Belirtmek gerekir ki; "Indenture Trustee" olarak atanan kişilerin hem temerrüt öncesinde hem de sonrasında ihraççının yükümlülüklerinin aktif olarak gözetiminden

³⁹ Trust Indenture Act of 1939 (15U.S.C. § 77aaa–77bbbb).

⁴⁰ 15U.S.C. § 77ddd(a)(9).

⁴¹ SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1044. "Indenture Trustee"nin görevlerine ilişkin olarak TIA'nın amaçları hakkında detaylı olarak Bkz. ROBERTSON, Stewart M., "Debenture Holders and the Indenture Trutee: Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise", **Harvard Journal of Law & Public Policy**, Vol: 11, 1988, s. 461 vd.

⁴² 15U.S.C. § 77ooo(a)(1).

⁴³ SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1044. "Indenture Trustee" bakımından öngörülen temerrüt öncesi görevlerin detaylı incelenmesi için Bkz. LEV, Efrat, "The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?", **University of Miami Business Law Review**, Vol: 8, 2000, s. 74-95. Temerrüt öncesi görevlerin, piyasa bozukluklarının giderilmesi, etkinliğin en üst seviyeye ulaştırılması, kurala uygunluk ve kuralın yorumlanması bakımından analizi için Bkz. SCHWARCZ, Steven L., "Indenture Trustee Duties: The Pre-Default Puzzle", **University of Cincinnati Law Review**, Vol: 88, Issue: 3, 2020, s. 665-672.

sorumlu olmaları gerektiği savunulmakla⁴⁴ birlikte, *TIA* hükümlerinde “*Indenture Trustee*” bakımından temerrüt öncesi güvene dayalı ek yükümlülükler öngörülmemiş ve anılan yükümlülüklerin idari görevlerle sınırlı olduğu piyasa pratiğinde de kabul görmüştür.⁴⁵ Benzer şekilde mahkemeler tarafından kabul edilen içtihat, “*Indenture Trustee*”nin temerrüt öncesinde ek olarak başka görevleri olmayacağı yönünde olmuştur.⁴⁶

ii. Temerrüt Sonrasında

Temerrüt, ilgili borçlanma aracına ilişkin sözleşmede tanımlanacak olup, esasen hem teminat yükümlülüklerinin ihlali gibi, ödemeye ilgili teknik durumları hem de belirlenen vadede faizin ödenmemesi veya iflas işlemlerinin başlaması gibi, daha temel ödeme güçlüğü durumlarını içermektedir. Temerrüt sonrasında “*Indenture Trustee*” kendisine borçlanma sözleşmesi ile verilen hak ve güçleri kullanmak ve bunları kullanırken basiretli bir kişinin aynı koşullarda kendi işlerinin yürütülmesinde göstereceği özen ve beceri derecesini göstermek mecburiyetindedir.⁴⁷

“*Indenture Trustee*”, şirketin ödemede temerrüde düşmesi halinde borçlanma aracı sahiplerini bilgilendirme yükümlülüğü altındadır. Bununla birlikte, bildiri zorunlu olan anapara ve faiz ödemeleri hariç, daha dar kapsamlı temerrüt hallerinde, iyiniyetle bu bilgilendirmeyi yapmamanın borçlanma aracı sahiplerinin lehine olduğu kanaatine ulaşması durumunda bilgilendirmede bulunmayabileceği kabul edilmiştir.⁴⁸ “*Indenture Trustee*” tarafından, ihraççı aleyhine işlem yapılmasına karar verilmesi durumunda,

⁴⁴ KATZ, Wilber G., “Responsibility of Trustees Under the Federal Trust Indenture Act of 1939”, **A.B.A. Journal**, Vol: 26, 1940, s. 291; ROBERTSON, **1988**, s. 472-473. Eyalet hukukunda öngörülmuş olan güvene dayalı yükümlülüklerin hem temerrüt öncesi hem de sonrasında uygulama alanı bulmasının bir kamu gerekliliği olduğu savunulmuştur: SKLAR, Martin D., “The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder”, **Banking Law Journal**, Vol: 106, 1989, s. 43.

⁴⁵ SCHWARCZ/SERGI, **2008**, s. 1044; SCHWARCZ, **2020a**, s. 662.

⁴⁶ SCHWARCZ/SERGI, **2008**, s. 1044.

⁴⁷ 15U.S.C. § 7700(c). “*Indenture Trustee*”nin temerrüt sonrası görevleri, temerrüt öncesi verilen idari ağırlıklı görevlerin aksine, daha prensip bazlı ve esnek olarak düzenlenmiş olup, nesafet hukukunda yer verilen “*Trustee*”nin görevlerine benzetilerek kaleme alınmıştır: SCHWARCZ/SERGI, **2008**, s. 1045.

⁴⁸ 15U.S.C. § 7700(b). Anılan hükmün detaylı açıklaması için Bkz. JOHNSON, William A., “Default Administration of Corporate Trust Indentures: The General Nature of the Trustee's Responsibility and Events of Default”, **St. Louis University Law Journal**, Vol: 15, No: 2, 1970, s. 229.

öncelikle, bu işlemin mevcut borçlanma aracı sözleşmesi uyarınca kendisinin doğrudan mı, yoksa diğer borçlanma aracı sahiplerinin kararı alınmak suretiyle mi yapılacağı değerlendirilmesi gerekmektedir.⁴⁹

Borçlanma aracı sahiplerinin doğrudan onayını gerektirmeyen hususlarda “*Indenture Trustee*” tarafından bu onay, genellikle gönüllü olarak talep edilmektedir. Nitekim TIA uyarınca iyiniyetli “*Indenture Trustee*”, borçlanma aracı sahiplerinin çoğunluğunun oyu ile alınmış kararların uygulanmasında sorumluluktan korunmaktadır.⁵⁰ Ancak borçlanma aracı sahiplerinin bir karar alması söz konusu olmadığı durumlarda “*Indenture Trustee*” her biri ayrı zorluklar içeren çok sayıda tercih yapmak zorunda kalabilmektedir. Örneğin, teminat verilmemiş olan borçlanma aracı için ihraççıdan teminat talep edilip edilmemesi ve bunun zamanı, borçlanma sözleşmesindeki hükümlerin uygulamaya konulması veya dava açılarak takibe geçilmesi konularında karar vermek durumunda kalacaktır. Borçlanma araçlarının teminatlı olması durumunda ise teminatın paraya çevrilmesinin değerlendirmesini yapmak durumunda olmaktadır. Yapılandırılmış menkul kıymetler ve menkul kıymetleştirme söz konusu olduğunda, varlığın dayandığı menkul kıymetlere ilişkin hukuki önlemlerin alınması gerekmektedir.⁵¹ Bunun yanı sıra, ihraççı bakımından iflasın söz konusu olması durumunda “*Indenture Trustee*” tarafından ihraççı aleyhine açılan zorunlu iflas davasına katılım kararı alınması söz konusu olabilir.⁵²

⁴⁹ SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1046. Örneğin, anapara ve faizin miktarı veya vadesinin değiştirilmesi tipik olarak oybirliği gerektirmektedir. Ancak kolektif hareket problemi nedeniyle, özellikle borçlanma aracı sahiplerinin oy birliği gerektiren onayının alınmasında büyük güçlükler yaşanmaktadır: SCHWARCZ, 2000, s. 1003-1004.

⁵⁰ 15U.S.C. § 7700o(d)(3).

⁵¹ SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1046; Schwarcz, Steven L., TePoel Lecture: Bond Trustees, and the Rising Challenge of Activist Investors (February 24, 2020), **Creighton Law Review**, 2020 **Forthcoming**, **Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2020-16**, February 24, 2020, (s.1-19), <https://ssrn.com/abstract=3543656> (erişim tarihi 05.04.2021).

⁵² Amerikan hukukunda üç alacaklının başvurusuyla bu tür zorunlu iflas prosedürü başlatılması imkânı bulunmaktadır: 11 U.S.C. § 303(b)(1). Ancak, genellikle, iflasın başlatılması prosedürünün hassas yapısı nedeniyle, borçlanma aracı sahiplerinin iflasa katılmasından fayda sağlayamayacağı dikkate alınarak “*Indenture Trustee*” tarafından bu yönetime başvurulmasının ancak son çare olarak değerlendirilmesi gerektiği savunulmuştur: SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1047.

Sonuç olarak, ihraççının temerrüde düşmesi sonrasında “*Indenture Trustee*” tarafından alınabilecek kararlar çeşitlilik arz etmektedir. Bu kararların büyük çoğunluğu etraflı değerlendirmeler yapılmasını zorunlu kılmaktadır. İhraççı bakımından işlerin kötü gitmesi durumunda, yatırımcılar, genellikle kendilerini yeterince koruyucu davranmadığı gerekçesiyle, “*Indenture Trustee*”yi suçlama eğilimi göstermektedir.⁵³ Yukarıda bahsedildiği üzere, “*Indenture Trustee*” bakımından hem temerrüt öncesi hem de temerrüt sonrası alınacak önlemlerle ilgili olarak, her durumda TIA tarafından öngörülen basiretli kişinin aynı koşullarda kendi işlerinin yürütülmesinde göstereceği özen ve beceri derecesinin esas alındığı Basiretli Kişi Standardı’na göre hareket etmesi beklenmektedir.⁵⁴

Diğer taraftan, “*Indenture Trustee*”nin ihraççının temerrüdü sonrası görevleri, borçlanma aracı sahiplerinin kendi aralarındaki menfaatlerin çatışması durumunda daha karmaşık bir hal almaktadır. “*Indenture Trustee*” bu durumda “Kategoriler Savaşı” (*Tranche Warfare*) olarak da nitelenen durumla karşı karşıya kalmakta, ödeme önceliği veya ödemelerin kaynağı konusunda farklı borçlanma aracı sahibi kategorilerinin çatışan menfaatlerini anlayarak dengelemek görevini ifa etmektedir.⁵⁵

3. Kolektif Karar Alınmasına İlişkin Düzenlemeler

a. Kolektif Hareket Hükümleri

Borçlanma aracı ihracının temel hüküm ve şartları arasında yer alan ve borçlanma sahiplerinin belirli çoğunluğu tarafından bağlayıcı karar alınabilmesi olanağı tanıyan hükümler, Kolektif Hareket Hükümleri olarak nitelendirilmektedir. Genel kullanımıyla bu terim, belirli çoğunluktaki borçlanma aracı sahiplerine ihraç edilen borçlanma araçlarının vade, faiz oranı, anapara gibi şartlarına ilişkin olarak değişiklik

⁵³ SCHWARCZ, Steven L., “Fiduciaries With Conflicting Obligations”, *Minnesota Law Review*, Vol: 94, 2010, s. 1868; SCHWARCZ, 2020b, s. 3. Bu durum Schwarcz, tarafından “Koruma Boşluğu” olarak nitelendirilmiştir: SCHWARCZ, Steven L., “The Roberta Mitchell Lecture: Structuring Responsibility in Securitization Transactions”, *Capital University Law Review*, Vol: 40, 2012, s. 804.

⁵⁴ 15U.S.C. § 7700o(c).

⁵⁵ SCHWARCZ, 2020b, s. 3. “*Indenture Trustee*”nin temerrüt oluştuktan sonraki görevleri çerçevesinde, borçlanma aracı sahiplerinin kendi aralarındaki menfaat çatışmaları kapsamındaki yükümlülüklerinin detaylı incelenmesi için Bkz. SCHWARCZ, 2010, s. 1877-1896.

yapılabilmesine ilişkin karar alabilme olanağı veren hükümleri işaret etmektedir.⁵⁶ İngiliz hukukunda borçlanma aracı ihracında standart olarak kullanılan bu hükümler,⁵⁷ Kanada, Avustralya gibi diğer Anglo-Amerikan hukuk çevrelerinde ve Lüksemburg ve Japonya’da sıkça kullanılmaktadır. Anılan ülkelerde, genellikle çoğunluk tarafından karar verileceği düzenleme konusu yapılmamakta, borçlanma aracı sahiplerinin hangi çoğunlukla karar vereceği ve nelere karar verebileceği hususları “*trust*” veya borçlanma anlaşmasını hazırlayanlara bırakılmaktadır. Böylece borçlanma aracı sahiplerinin gelecekteki bir borç yapılandırması kapsamında haklarının belirlenmesi ve borçlanmanın koşullarına karar verilmesi sözleşme özgürlüğü çerçevesinde, borçlanma aracı sahiplerine bırakılmaktadır.⁵⁸

Diğer taraftan Amerikan eyaletlerinde, Kolektif Hareket Hükümleri’nin uygulanması mümkün olmakla birlikte, çok yaygın olmadığı ve bu durumun 1939 tarihli *TIA* düzenlemesinden kaynaklandığı ifade edilmektedir. *TIA* uyarınca, borçlanma araçlarının kendi ihraç edildiği eyalet dışında satılması halinde bunlar “nitelikli” borçlanma aracı olarak kabul edilmektedir. “*Indenture Trustee*” veya borçlanma aracı sahiplerinin basit çoğunluğu kararıyla borçlanma hükümlerinde teknik ve esasa ilişkin olmayan değişiklikler yapılması mümkün olmakla birlikte, borçlanma aracının vadesi, indirim oranı veya faiz dönemi, anaparanın azaltılması gibi esasa ilişkin şartlar tüm borçlanma sahiplerinin onayını gerektirmektedir. Benzer şekilde, her bir borçlanma aracı sahibinin iadesini dava yoluyla takip edebileceği, hakkında azalma yaratacak her türlü değişiklik de bu kapsamdadır.⁵⁹

⁵⁶ Kolektif Hareket Hükümleri esasen Francis Beaufort Palmer tarafından 1879 tarihinde, çeşitli şirket evrakı örneklerinin derlenmesi suretiyle hazırlanan bir “Trust” anlaşmasına dayanmaktadır: BILLYOU, De Forest, “Corporate Mortgage Bonds And Majority Clauses”, **The Yale Law Journal**, Vol: 57, 1948, s. 595.

⁵⁷ BURN, Lachlan, “Bond Issues under U.K. Law: How the Proposed German Legislation Compares”, **Die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes** (eds. BAUMS, Theodor/ CAHN, Andreas), De Gruyter, 2004, s. 239.

⁵⁸ ALLEN, 2012, s. 69.

⁵⁹ KENADJIAN, Patrick, “Bond Issues under New York and US law: Considerations for the German Law Maker from a US Perspective”, **Die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes** (eds. BAUMS, Theodor/ CAHN, Andreas), De Gruyter, 2004, s. 254.

Dolayısıyla, finansal sıkıntı yaşayan borçlanma aracı ihraççısı şirketler tarafından, her bir borçlanma aracı sahibinin bireysel onayı olmaksızın, borçlanma sahiplerine karşı yükümlülüklerini yeniden yapılandırma yoluna gidilmesi mümkün değildir. *TIA*'nın borçlanmanın esasına ilişkin hükümlerinde (anapara, faiz, vade gibi) borçlanma aracı sahiplerinin prensip olarak⁶⁰ oybirliği ile karar alınabilmesini öngören düzenlemesi, borcun yeniden yapılandırılmasının başarısız olma riskini artırdığı gerekçesiyle eleştirilmektedir. Bu kapsamda *TIA*'nın kabulü üzerinden geçen zaman içinde borçlanma piyasası ve iflas düzenlemelerinde önemli değişiklikler olduğu, borçlanma araçları piyasası koşullarının çok farklı bir yönde geliştiği, *SEC*'nin bu konuya ilişkin başlangıçtaki düzenleme yaklaşımından mevcut ihtiyaçlara uymadığı ifade edilerek *TIA*'nın anılan yasaklayıcı hükmü sorgulanmaktadır.⁶¹

b. Bireysel Hareket Etmemeye İlişkin Hükümler

Borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsil kabiliyetinin etkinliğini artırmak ve ihraççıya karşı yeknesak bir tepki oluşturmak adına, borçlanma aracı sahiplerinin bazı haklarının bireysel olarak kullanımının kısıtlanması söz konusu olabilmektedir. Her bir borçlanma aracı sahibinin bireysel olarak hakkını aramaya yönelik işlem yapması durumunda, anılan kişilerce ihraççı ile aralarındaki başka sözleşmelerden kaynaklanan temerrüt durumu dikkate alınarak taleplerde bulunulabilecektir. Bu durum, mali gücü zayıf olan ihraççının mevcut durumunun iyileştirilmesi yönünde önlemler alınabilmesini zorlaştırmaktadır. Bu kapsamda özellikle borçlunun iflas sürecine girmesini önlemek üzere pay sahipleri kurulu tarafından topluca bazı kararlar alınıp uygulanması mümkün olamamaktadır. Bu nedenle borçlanma aracı ihracının hüküm ve şartları içinde, ihracın şart ve koşulları hakkında bireysel olarak işlem yapılamayacağı düzenlemesi söz

⁶⁰ *TIA*'da nitelikli borçlanma anlaşmaları bakımından, üç yılı aşmamak üzere faiz ödemesinin ertelenmesine ilişkin olarak borçlanma aracı sahipleri adına izin verilebilmesi için, oybirliği ile değil borçlanma aracı sahipleri kurulunun %75 çoğunluğu ile karar alınabileceği hükmü yer almaktadır: **15U.S.Code** § 77ppp(a)(2). Anılan düzenlemenin yürürlükten kalkan 1899 tarihli Alman Borçlanma Araçları Kanunu düzenlemeleri ile paralel olduğu ifade edilmektedir: ALLEN, 2012, s. 70.

⁶¹ Örneğin, Roe, 1930'ların bireysel borçlanma piyasasının azınlık oylarını koruyan yaklaşımının artık değiştiğini, borçlanma aracı sahipleri içinde artık bireysel değil, kurumsal yatırımcıların baskın olduğunu ve bahsi geçen yasağın dayandığı mantığın geçerliğini yitirdiğini açıklamaktadır. Kurumsal yatırımcılar, şirketlerin iç kontrol sistemleri, araçların borçlanma aracına etkisi ve bu kapsamda anılan yasağın gerekliliğinin detaylı değerlendirilmesi için Bkz. ROE, Mark J., "The Voting Prohibition in Bond Workouts", **Yale Law Journal**, Vol: 97, 1987, s. 258- 266.

konusu olabilmektedir. Bahsi geçen hükümler, “Bireysel Hareket Etmemeye Yönelik Hükümler” olarak adlandırılmaktadır.⁶² Durum böyle olmakla birlikte, *TIA*’da bireysel hareket etmemeye yönelik hükümlere yer verilmemiştir. Şöyle ki; *TIA* uyarınca borçlanma aracının ihraç koşullarını borçlanma senedi aracılığıyla veya bunun dışında herhangi bir anlaşma ile borçlanma aracı sahiplerinin bireysel olarak mahkemeye başvurmaları engellenemez.⁶³ Dolayısıyla “*Indenture Trustee*” tarafından borçlanma aracı sahipleri adına açılan bir dava mevcutken bireysel yatırımcıların eş zamanlı dava açma imkânı bulunmaktadır.⁶⁴

B. Menfaat Sahipliği Esaslı Alman Sisteminde 2009 Tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (*Schuldverschreibungsgesetz*) Düzenlemeleri

Alman hukukunda borçlanma araçları 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (*Schuldverschreibungsgesetz*) aracılığıyla düzenlenmiştir. Bahsi geçen düzenleme, borçlanma araçlarına yönelik olarak daha önce yürürlükte olan 1899 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu’nda önemli değişiklikler öngörmektedir. 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu’nda temel olarak, kolektif hareket probleminin çözülmesi esas alınmış, buna yönelik olarak, birlikte hareket edecek borçlanma aracı sahipleri kurulu tarafından karar alınması (*Kolektif Hareket*) ve özellikle iflas durumlarında borçlanma aracı sahiplerinin finansal haklarını tek elden takip etmek üzere bir temsilci atanması (*Kolektif Temsil*) olmak üzere iki temel mekanizma öngörülmüştür.

1. Kolektif Hareket Hükümleri

a. Borçlanma Aracı Sahipleri Tarafından Bağlayıcı Çoğunluk Kararı Alınması

1899 tarihli Alman Borçlanma Araçları Kanunu uyarınca, borçlanma aracı sahiplerinin çoğunluk oyuyla karar alınması, kanunda belirtilen sınırlı alanlarda mümkün kılınmış, bunun dışındaki kararlar için oy birliği aranmış ve çoğunluk oyu ile karar

⁶² ALLEN, 2012, s. 72.

⁶³ 15U.S.Code § 77ppp(b). Diğer taraftan, İngiltere ve Avustralya’da bireysel olarak hukuki işlem yapılmasını önleyen Bireysel Hareket Etmemeye Yönelik Hükümler kullanılabilmektedir: ALLEN, 2012, s. 72.

⁶⁴ ALLEN, 2012, s. 73.

alınması kanunen yasaklanmıştı. 1899 tarihli kanun uyarınca (Bölüm 11(1)), borçlanma araçları kurulunun çoğunluk kararıyla borçlanma aracı sahiplerinin haklarının kısıtlanması veya bu haklardan feragat edilmesi; özellikle faiz oranının düşürülmesi veya borcun ertelenmesine izin verilmesi, sadece ödemede temerrüde düşülmesi veya borçlunun malvarlığı üzerinde iflas prosedürünün başlaması halinde mümkün olmaktadır.⁶⁵ Borçlanma aracının şartlarının oy birliği olmaksızın değiştirilemiyor olması bahsi geçen kanuna getirilen temel eleştiriyi oluşturmuştur.⁶⁶

2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu'nda bu hususta önemli bir değişikliğe gidilmiştir. Bölüm 5(1) uyarınca borçlanma aracı ihracının hüküm ve şartlarında çoğunluk kararı ile değişiklik yapılmasına olanak verilmektedir. Bu kapsamda Bölüm 5(4) uyarınca, kanunda belirtilen tali öneme sahip hususlarda toplantı ve karar nisabı olarak basit çoğunluk aranmakta, Bölüm 5(3)'te uyarınca ise borçlanma aracı ihracının esasa ilişkin şartları %75 çoğunlukla borçlanma aracı sahiplerince değiştirilebilmektedir. Bunun yanında, faizin vadesinin düşürülmesi veya kaldırılması konusunda değişiklik; anaparanın vadesinde değişiklik, anaparanın azaltılması; borçlunun iflas sürecine girmesi halinde borçlanma aracı sahiplerinin öncelik duruma ilişkin hükümler; borçlanmaya konu araçların pay veya diğer menkul kıymete dönüştürme koşulları, menkul kıymet değişimi veya menkul kıymetten feragat; borçlanma aracının para biriminde değişiklik; borçlunun değişmesi hususları bu kapsamda sayılmıştır.⁶⁷

b. Bireysel Hareket Etmeme Hükümleri

Anglo-Amerikan *Trust* hukukunun aksine, Alman hukukunda, asılın kendi adına hukuki tasarruflarda bulunmasını engelleyici mahiyette sözleşmeye bağlı bir vekâlet ilişkisi kurulması mümkün değildir. Bu prensipten hareketle 1899 tarihli Alman Borçlanma

⁶⁵ Bahsi geçen borçlanma aracı sahipleri kurulu kararı en az %75 nitelikli çoğunlukla alınabilmekte, bu şekilde faiz ödemeleri en fazla üç yıllığına ertelenebilmekte ve anapara veya faiz oranlarının düşürülmesi söz konusu olamamakta ve en önemlisi sadece borçlunun iflas prosedürünün başlaması durumunda uygulanabilmekteydi. Borçlanma koşullarında bahsi geçen hükme aykırı her türlü şart yasaklanmıştı: ALLEN, 2012, s. 69-70.

⁶⁶ İflas eden şirketin varlıklarının optimal noktanın ötesinde alacaklılara dağıtılmasının ertelenmesi amaçlanıyor ise borçlanma aracı sahiplerinin resmi iflas prosedürü başlamadan borcun hüküm ve şartlarında değişiklik yapmasının tercih edilebilir bir seçenek oluşturduğu savunulmuştur: POSNER, Richard A., *Economic Analysis of Law*, Aspen Publishers, 7th Edition, 2007, s. 500.

⁶⁷ ALLEN, 2012, s. 71.

Araçları Kanunu çerçevesinde borçlanma aracı temsilcisine borçlanma aracı sahipleri adına dava açma yetkisi verilmesi halinde, borçlanma aracı sahiplerinin bireysel olarak dava açması olanağı doğrudan bertaraf edilmemektedir. Bununla birlikte %75 oranında bir çoğunlukla alınacak borçlanma aracı sahipleri kurulu kararı ile bireysel olarak dava açılmayacağı yönünde bir karar alınabilmektedir. 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu ile (Bölüm 7(2)), bu temel kural tersine çevrilmiştir. Buna göre, ortak temsilciye borçlanma aracı sahiplerinin haklarını dava yoluyla takip yetkisi verilmesi halinde, borçlanma aracı sahiplerinin çoğunluk kararı olmaksızın, her bir borçlanma aracı sahibi tarafından bireysel olarak dava açılmayacağı düzenlenmiştir. Bölüm 19(3) uyarınca, ihraççının iflası durumunda, ortak temsilci, borçlanma aracı sahipleri adına bu kişilerin haklarını yürürlüğe koyma yetkisine sahiptir. Son yapılan düzenlemeyle borçlanma aracı sahiplerinin doğrudan sahip olduğu hak, temsilciye harekete geçmesi konusunda yetki ve sorumluluk vermeleri konusundadır. Bu durumun ehil bir temsilcinin varlığını daha önemli hale getirdiği ifade edilmektedir.⁶⁸

2. Kolektif Temsil

a. Ortak Temsilci Atanması, Görev ve Yetkileri

Kolektif temsilin temel dayanağı olan 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (Bölüm 5(1)) uyarınca, borçlanma aracının ihraç koşulları içinde, aynı tertibe dâhil borçlanma aracı sahiplerinin kendi menfaatlerini temsil etmek üzere ortak bir temsilci atanabileceği öngörülmüştür. Hükmün lafzı zorunluluk yüklemek yerine izin verir niteliktedir. Diğer taraftan, düzenlemenin devamında, anılan hükümden ayrılmanın ancak kanunda açık istisna sağlandığı durumlarda geçerli olduğuna hükmedilmiştir. Bu çerçevede, borçlanma aracının şartları arasında ortak temsilci atanamayacağına ilişkin bir hüküm konulamayacağı ifade edilmektedir.⁶⁹

⁶⁸ ALLEN, 2012, s. 73.

⁶⁹ ALLEN, 2012, s. 74. Borçlanma aracının ihraç şartları arasında ortak temsilci atanması hususunun düzenlenmemesi durumunda, borçlanma aracı sahipleri tarafından ortak temsilci atanması, ihraççı aleyhine iflas prosedürünün başlaması halinde mümkündür. Bu durumda toplantı davetinin iflası yürüten mahkeme tarafından yapılması gerekmektedir: **German Bond Act 2009: key features, restructuring experiences and open questions**, VOGELMANN, Axel / HALÁSZ, Christian, Bingham McCutchen LLP, Frankfurt, Germany, s. 6, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4->

2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu Bölüm 8(1) uyarınca ortak temsilci, ihraç öncesi ve sonrasında atanabilmektedir. Kanun, her durumda, temsilci atanmasını ihtiyari kılmıştır. Kural olarak temsilcinin ihraç sonrasında borçlanma aracı sahipleri toplantısında atanması esastır. Düzenleme uyarınca (Bölüm 9(1)), %5 ve üzerindeki borçlanma aracı sahibinin talebi üzerine, bu hususa ilişkin toplantı çağrısının ihraççı tarafından yapılması gerekmektedir. İhraççının bunu reddetmesi durumunda, borçlanma aracı sahipleri mahkemeye, toplantının kendilerince yapılması konusunda başvurabilmektedir. Bu durumda toplantının masrafları ihraççı tarafından karşılanmak zorundadır.⁷⁰

2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu (Bölüm 8(2)) uyarınca ortak temsilcinin yetkileri borçlanma aracının ihraç koşulları arasında yer verilmek suretiyle belirlenmektedir. Bu kapsamda, temsilciye bağımsız bir takdir yetkisi verilerek aktif bir rol yüklenip yüklenmeyeceği veya temsilcinin sadece borçlanma aracı sahipleri kurulunun kararları ve talimatları çerçevesinde hareket edip etmeyeceği hususları toplanacak borçlanma aracı sahipleri kurulu (veya temsilcinin ihraç sırasında ihraççı tarafından belirlenmesi söz konusu ise ihraççı) tarafından belirlenmektedir. Nitekim, 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu'nda ortak temsilcinin temsil yetkisinin kapsamına ilişkin herhangi bir düzenleme yer almamaktadır.⁷¹

532-4733?transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29#co_anchor_a613222 (erişim tarihi 13.08.2021).

⁷⁰ Alman hukukunda bu hususa ilişkin ilk düzenleme olan 1899 sayılı Kanun'da ortak temsilcinin, ihraç sonrasında, %5 ve üzerindeki borçlanma aracı sahibinin talebi üzerine ihraççı tarafından yapılan çağrı ile toplanan borçlanma aracı sahipleri genel kurulu tarafından atanması öngörülmüştür. Uygulamada bu temsilcinin ya hiç atanmaması veya ancak bir kriz durumu ortaya çıktığında atanması söz konusu olmuştur. Bu durum ortak temsilcinin ortaya çıkabilecek krizleri önleyici bir fonksiyon ifa etmesine engel oluşturmuştur. Bahsi geçen sistemin uygulanabilmesi için ihraççının ortaya çıkan bir ödeme gücünden borçlanma aracı sahiplerini bilgilendirmek konusunda işbirliği içinde olması gerekmektedir. 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu ile bahsi geçen yaklaşımda değişikliğe gidilerek, ortak temsilcinin ihraç öncesi ve sonrasında atanabilmesinin mümkün kılınması, anılan sakıncaların bertaraf edilmesini sağlayıcı bir değişiklik olarak kabul edilmektedir: ALLEN, 2012, s. 74.

⁷¹ Ancak borçlanma aracı sahiplerinin çoğunluk kararı ile belirlenebilecek hususlarda ortak temsilcinin karar alma yetkisi bulunmamaktadır. Temsilcinin, çoğunluk kararı aranan hususlarda temsil yetkisini kullanabilmesi için borçlanma araçları kurulunda yetkilendirilmesi gerekmektedir: ALLEN, 2012, s. 77.

b. Ortak Temsilci Bakımından Menfaat Çatışması

Alman hukukunda borçlanma aracı temsilcisi vekâlet hükümlerine göre atanmaktadır. Atamanın ihraç öncesinde veya sonrasında olması, atamanın ihraççı tarafından mı yoksa borçlanma aracı sahipleri tarafından mı yapılacağını belirlemektedir. Atamanın iki şekilde yapılabilmesi imkânı, ücretin kim tarafından ödeneceği ve sadakat yükümlülüğünün kime karşı olacağı konularında tartışmalı durumlar yaratabilmektedir.⁷² Temsilcinin borçlanma aracı sahipleri toplantısında atanması durumunda, aradaki hukuki ilişki Alman Medeni Kanunu Bölüm 611 uyarınca hizmet sözleşmesi olarak kategorize edilmektedir.⁷³ Temsilcinin ihraççı tarafından atanması durumunda ise aradaki sözleşme Alman Medeni Kanunu Bölüm 328 kapsamında üçüncü kişi lehine sözleşme olarak nitelenmektedir.⁷⁴

Alman Medeni Kanunu'nda düzenlenen sadakat ve iyiniyet yükümlülüğü Amerikan hukukundaki “Trust” hukuku kapsamındaki güvene dayalı yükümlülüklerin işlevini ifa etmekle birlikte anılan yükümlülüklerin “Trust” hukukundaki ile karşılaştırılabilirliği, tümüyle akdedilen sözleşmeye bağlıdır. Alman Medeni Kanunu'nda hizmet sözleşmeleri bakımından özen yükümlülüğüne ilişkin bir standart öngörülmemiştir. Diğer bir deyişle Alman hukukunda güvene dayalı yükümlülüklerin uygulanması bakımından genel bir standart belirlenmediğinden sözleşme hükümlerinin güvene dayalı genel standartların altında kalması durumuna herhangi bir hukuki sonuç bağlanmamıştır.⁷⁵ Dolayısıyla Alman hukukunda eğer sözleşme hükümleri kapsamında

⁷² 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu uyarınca, temsilcinin ihraççı tarafından ihraç öncesinde atanması durumunda, kendisine ödenecek profesyonel ücretin de yine ihraççı tarafından karşılanması öngörülmüştür. Diğer taraftan anılan düzenlemede borçlanma aracı sahipleri tarafından atanan temsilcinin ücretinin ihraççı tarafından karşılanacağı durumda ihraççı tarafından makul bir ücret ödeneceği hükme bağlanmış, ancak ödenen ücretle ilgili olarak çıkabilecek ihtilaflara değinilmemiştir: ALLEN, 2012, s. 75.

⁷³ ALLEN, 2012, s. 75.

⁷⁴ Bu durumda ihraççı ve temsilci arasındaki sözleşme üçüncü kişi lehine bağımsız bir ekonomik aktivite içermesi nedeniyle Alman Medeni Kanunu Bölüm 611 ve 631 kapsamında iş veya hizmet sözleşmesidir ve sadakat yükümlülüğünü düzenleyen Bölüm 675 hükümlerine tabi olmaktadır: ALLEN, 2012, s. 75, Dipnot 109, 110, 111 ve 112'de atıf yapılan kaynaklar.

⁷⁵ Oysa yukarıda da açıklandığı üzere, Anglo-Amerikan trust hukukunda sözleşme hükümlerinin güvene dayalı genel yükümlülük standardının altında kalması durumunda, Trust hukuku uyarınca öngörülen güvene dayalı yükümlülüklerin uygulanması söz konusu olmaktadır. Bu hususta Bkz. SKLAR, 1989, s. 43 vd.

yer verilmemişse, temsilciye güvene dayalı yükümlüklere bağlı sorumluluk atfedilememektedir.⁷⁶

Ortak temsilcinin ihraç öncesinde atanmasının, sadakat ve iyiniyet yükümlülüklerinin üçüncü kişilere devredilmesi anlamını taşıdığı ifade edilmektedir. Bu durumun sadakat görevinin niteliğiyle uyuşmadığı savunulmaktadır. Zira güvene dayalı yükümlülüklerin temel esasını “iki efendiye karşı borçlu olunamaması” (*No Man Can Serve Two Masters*) prensibi oluşturmaktadır.⁷⁷ 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu’nda ihraççı ve borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin çatıştığı durumda ne olacağı konusunda sessiz kalınmıştır. Dolayısıyla anılan sorunun çözümünde borçlanma aracı sözleşmesinde yer alan hükümler uygulanacaktır. Alman hukukunda ortak temsilciye zorunlu hukuki yükümlülükler yüklenmediği sürece ortak temsilcinin görevleri ve yetkileri arasında bir uyumsuzluk ortaya çıktığı ve özellikle temsilcinin ihraççı tarafından atanmasının sorun teşkil edeceği savunulmaktadır. Zira, ortak temsilciye borçlanma aracı sahipleri adına hareket etme yetkisinin verilmesi bu yetkinin esasen ihraççıya verilmesi anlamını taşımaktadır.⁷⁸ Buna bağlı olarak Alman sisteminde ortak temsilcinin İngiliz hukukundaki mali vekilin görevini ifa ettiği ortaya konulmuştur.⁷⁹

Alman hukukunda menfaat çatışması hususunda esnek bir yaklaşım benimsendiğini söylemek mümkündür. Şöyle ki; 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu öncesinde, menfaat çatışması nedeniyle borçlanma aracı temsilcisi olunamayacak haller çok sınırlı tutulmuştu. Ayrıca menfaat çatışması durumlarının kamuya açıklanmasına ilişkin bir

⁷⁶ ALLEN, 2012, s. 76.

⁷⁷ BOGLE, John C., “The Fiduciary Principle: No Man Can Serve Two Masters”, **Journal of Portfolio Management**, Vol: 36, 2009, s. 19, <https://jpm.pm-research.com/content/36/1/15> (erişim tarihi 11.05.2021).

⁷⁸ ALLEN, 2012, s. 77. Ayrıca ortak temsilcinin ihraç öncesinde atanması ihraççının iflası durumunda da bazı olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Böyle bir durumda Alman İflas Kanunu Bölüm 116 uyarınca ortak temsilci ile yapılan sözleşme otomatik olarak sonlanmaktadır. Bu durumda ortak temsilcinin devam edebilmesi için tekrar borçlanma aracı sahibi kurulunun toplanması ve dolayısıyla bu maliyete borçlanma aracı sahiplerinin katlanması söz konusu olmaktadır: ALLEN, 2012, s.77.

⁷⁹ Mali vekil tipik olarak, ödemelerin takibi, borçlanma aracı sahipleriyle iletişim kurularak borçlanma aracı sahipleri toplantılarının organize edilmesi, kayıtların tutulması gibi görevler üstlenmektedir. BURN, 2004, s. 231.

düzenleme yer almamaktaydı.⁸⁰ 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu ile (Bölüm 7(1)) bazı düzeltmelere gidilmiştir. Öncelikle, ihraççının ve ilişkili taraflarının, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve çalışanları bu görevi üstlenememektedir. Bunun yanı sıra ihraççı ile belirli ilişkiler içinde olan kişiler, borçlanma aracı sahipleri kurulunda temsilci olarak atanmaları öncesinde içinde buldukları olası menfaat çatışması durumunu kamuya açıklamak yükümlülüğündedir. Ancak kamuyu açıklama yükümlülüğü doğuran eşiklerin oldukça yüksek tutulması pek çok menfaat çatışması durumunun kamuya açıklanmasına engel olduğu gerekçesiyle, bu düzenleme eleştiri konusu olmuştur.⁸¹

IV. TÜRK SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU

A. Türk Hukukunda Pay Sahipliği ve Menfaat Sahipliği Eksenindeki Temel Yaklaşım

1. Genel Olarak

Anonim şirketlerin yönetimine ilişkin temel düzenlemeler Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) yer almaktadır. Bu kapsamda TTK md. 365 uyarınca, anonim şirketin yönetim ve temsilinin yönetim kurulu tarafından gerçekleştirileceği hükme bağlanmıştır. Belirtmek gerekir ki, TTK'da yönetim ve temsil görevi atfedilen yönetim kurulu tarafından, bahsi geçen görev ve yetkinin kullanılması sırasında pay ve menfaat sahiplerinden hangisinin öncelikli olarak gözetileceği konusunda açık bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak TTK genel gerekçesinde, dünyada ve özellikle Avrupa'da ticaret hukukunu etkileyen öğretiler kapsamında yapılan değerlendirmelerde, kurumsal yönetim

⁸⁰ 1899 tarihli Alman Borçlanma Araçları Kanunu uyarınca, ihraççının yönetim kurulu üyeleri, şirketle kredi ilişkisi içinde olan kişiler, ihraççı veya ihraççının borç verenlerinin belirleyici etkide bulunabileceği kişiler borçlanma aracı temsilcisi olamamaktaydı: ALLEN, 2012, s. 78.

⁸¹ Düzenleme uyarınca ihraççı ile özel ve kişisel ilişki içinde bulunanlar bakımından ihraççının sermayesi esas alınmak suretiyle, borçlanma aracı sahipleri bakımından ise ihraç edilen borçlanma aracının tutarı esas alınarak bazı eşikler belirlenmiştir. Örneğin, Bölüm 7(1) No 2 uyarınca ihraççı veya ilişkili tarafları bakımından geçerli olmak üzere, ödenmiş sermayenin %20 veya daha fazlasına sahip olan kişiler için kamuyu aydınlatma yükümlülüğü öngörülmüştür. Benzer şekilde Bölüm 7(1) No 3 uyarınca, ihraç edilen borçlanma aracının %20 ve daha fazlasına sahip olan ihraççının alacaklıları ve bunların ilişkili olduğu kişiler temsilci olamamaktadır: ALLEN, 2012., s. 78.

ilkelerinin, pay sahipleri başta olmak üzere, tüm ilgililerin menfaatlerini ideal düzeyde korumaya yönelmiş yeni bir kurallar sistemi olarak benimsendiği hususu ortaya konulmuştur.⁸² Bu kapsamda, kurumsal yönetimin, şeffaflık, âdillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk olmak üzere dört taşıyıcı kolon üzerine oturduğu açıklanarak, bunlardan özellikle şeffaflık ve adillik kavramlarına ilişkin açıklamalarda menfaat sahipliği tercihine özellikle vurgu yapılmıştır.⁸³

Bunun yanı sıra halka açık şirketler bakımından özel düzenleme yetkisi atfedilmiş olan sermaye piyasası düzenlemelerinde⁸⁴ pay sahipleri ve menfaat sahipleri Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında detaylı olarak ele alınmıştır. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde, TTK gerekçesinde açıklanan dört kolon üzerine inşa edilen kurumsal yönetim ilkeleri, “pay sahipleri”, “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu” başlıkları ile düzenlemeye konu edilmiştir.⁸⁵ Pay sahiplerine ilişkin bölümde, pay sahiplerinin şirket içindeki konumunu güvence altına almak üzere ilkeler öngörülmektedir. Bu kapsamda, anılan bölümde pay

⁸² Nitekim TTK gerekçesinde, başlangıçta 1990'lı yılların ekonomik durgunluğunun ve iz bırakan krizlerinin çökerttiği borsada, yani borsa ticaretinde, yatırımcıyı tutmaya yönelik olan çabanın, daha sonra, anonim şirketin işleyişini, yönetimini, denetimini, pay sahiplerini ve diğer ilgilileri koruyucu sistemleri kuran geniş kapsamlı bir yapılandırmaya dönüştüğü açıklanmaktadır: DOĞRUSÖZ, Bumin/ ONAT, Öznur/ TUNÇEL TÖRALP, Funda, **Gereğe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler ve Karşılaştırmalı Tabloları ile Türk Ticaret Kanunu, (Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri, Kıymetli Evrak Hükümleri)**, CİLT: I-II, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Temmuz 2011, Genel Gereke No: 88, s. 40.

⁸³ TTK genel gerekçesinde söz konusu anlayışın 1920'lerin “işletmenin kendisi için var olduğu” teorisini akla getirdiği ortaya konulmuştur. Buna göre, şeffaflık, pay sahiplerinin ve sermaye piyasasında rol sahibi tüm aktörlerin tam bilgilendirilmesini ve aydınlatılmasını hedeflemektedir. Adillik, bir anlamda geniş kapsamlı eşit işlem ilkesi ile örtüşür. Eşit işlem, sadece pay sahiplerine değil, daha geniş bir çevreye, açıkcası çalışanlara, alacaklılara, müşterilere, yani şirketle menfaat ilgileri bulunanlara, hatta kamuya yönelmiştir. Adillik, şeffaflık temelinde iyi yönetim ve denetimle, menfaatlerin ideal noktada uyumlaştırılması gerektiği şeklinde özetlenebilir: **TTK Gerekeşi**, Genel Gereke No: 89, s. 40-41.

⁸⁴ Kurumsal yönetim prensipleriyle ilgili olarak Türk hukukundaki alt yapı, halka açık şirketlere ilişkin olarak 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı SPKn'nun kabulü ile kanun düzeyinde düzenlenmiştir. TTK md. 1529 (1) uyarınca halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçlarının belirleme yetkisi SPK'ya verilmiştir. Dolayısıyla bahsi geçen TTK hükmü ile kurumsal yönetim konusundaki ilkeleri belirlemek hususunda SPK yetkili kılınmıştır.

⁸⁵ II- 17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, Ek/1 Kurumsal Yönetim İlkeleri [03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmî Gazete].

sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması ile ilgili olarak bilgi alma ve inceleme haklarına yer verilmiştir.⁸⁶

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde, menfaat sahipleri, “şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları” olarak tanımlanmıştır. İlkeler uyarınca, şirketin, işlem ve faaliyetlerinde, menfaat sahiplerinin ilgili mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarının koruma altına alınması gerektiği düzenlenmiştir.⁸⁷ Bahsi geçen yükümlülük kapsamında şirketler, menfaat sahipleri tarafından, şirketin ilgili mevzuata aykırı ve etik açıdan uygun olmayan işlemlerinin kurumsal yönetim komitesine veya denetimden sorumlu komiteye iletilmesi için gerekli mekanizmaları oluşturmakla yükümlü tutulmuştur.⁸⁸

Anonim şirketlerde pay sahipleri ve menfaat sahipleri yaklaşımlarına ilişkin TTK'da açık bir tercih ortaya konulmamış olmakla birlikte, TTK genel gerekçesinde yapılan açıklamalar ile pay sahipliği görüşünün tek başına yeterli kabul edilemeyeceği ortaya konulmaktadır. Bu kapsamda gerekçede “pay sahiplerinin değeri” olarak adlandırılan ve payın değerinin maksimize edilmesi anlamı taşıyan teorinin içeriğinin tartışmalı olduğu, “maksimizasyon” anlayışının bir anlamda belirsizlik içerdiği vurgulanmakta, doğrudan pay sahipleri esaslı bir yaklaşım benimsenmemekte, bu yaklaşımın anonim şirketlere hakim olan toplumsal eğilim ile çeliştiği belirtilmektedir.⁸⁹ TTK gerekçesi ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri birlikte değerlendirildiğinde, Türk

⁸⁶ **SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**, md. 1.1.;1.2.

⁸⁷ Bu kapsamda, menfaat sahiplerinin haklarının mevzuat ve karşılıklı sözleşmeler ile korunmadığı durumlarda, menfaat sahiplerinin çıkarlarının iyi niyet kuralları çerçevesinde ve şirket imkânları ölçüsünde korunacağı hükme bağlanmıştır. **SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**, md. 3.11.

⁸⁸ **SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**, md. 3.1.4. Ayrıca, yönetim kuruluna, ilgili yönetim kurulu komitelerinin görüşünü de dikkate alarak, başta pay sahipleri olmak üzere, şirketin menfaat sahiplerini etkileyebilecek risklerin etkilerini en aza indirebilecek, risk yönetim ve bilgi sistemleri ve süreçlerini de içerecek şekilde, iç kontrol sistemlerini oluşturma görevi verilmiştir: **SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**, md. 4.2.3.

⁸⁹ **TTK Gerekçesi**, Genel Gerekçe No: 91, s. 41. Anonim şirketlere egemen olan toplumsal eğilim, genel gerekçenin 89'uncu maddesinde açıklanmaktadır. Anılan maddede, kurumsal yönetimin temelinde yer alan şeffaflık, âdillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri içinde, adillik prensibinin, geniş kapsamlı eşit işlem ilkesine karşılık geldiği, eşit işlemin ise sadece pay sahiplerine değil, şirketle menfaat bağı bulunan herkese, hatta kamuya yönelik olduğu, ilkedeki bu toplumsal açılımın gün geçtikçe daha öne çıktığı açıklanmaktadır.

hukuku bakımından, pay sahiplerinin çıkarı öncelikli olmakla birlikte, bu çıkarların şirket ve menfaat sahiplerinin çıkarlarıyla dengede tutulması gerekliliğinin kabul edildiği görülmektedir.⁹⁰

2. Menfaat Sahipleri Yaklaşımının Yansıması: Borçlanma Aracı Sahiplerine Kurul Olarak Söz Hakkı Tanınması

Şirketlerin faaliyetlerini sürdürmesi, gelişmesi ve içinde yer aldıkları sektörde katma değer yaratabilmesi için ihtiyaç duyduğu kaynaklara erişiminde, sermaye piyasası, kullanılabilir kaynak çeşitliliğini artırmak bakımından önemli bir mecra oluşturmaktadır. Bu noktada şirketlerin pay ve pay benzeri menkul kıymetlerin yanı sıra, borçlanma araçları, sermaye piyasası üzerinden önemli bir fon temin aracı olarak kendisini göstermektedir. Halka açık şirketler bakımından, menfaat sahipleri içinde şirkete borç verenlerin, diğer bir deyişle şirketin ihraç ettiği borçlanma araçlarını elinde tutan yatırımcıların öneminin son yıllarda giderek arttığı bilinmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasasındaki borçlanma aracı sahiplerinin, tüm menfaat sahipleri içinde ön plana çıkan bir önemi haiz olduğunu söylemek gerekir.⁹¹

⁹⁰ TEKİNALP, Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul 2015, No: 12-09, s. 226; ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008, s. 37. Türk Hukukunda Pay Sahipleri - Menfaat Sahipleri tercihi hakkında Bkz. KÜÇÜKGÜNGÖR, M. Aslı, **Kurumsal Yönetim İlkeleri Bakımından Halka Açık Anonim Şirketlerde İcrada Görevli Olmayan Yönetim Kurulu Üyeleri**, Yetkin Yayınları, Ankara 2018, s. 330-332.

⁹¹ Özellikle 2010 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından, Bankaların yurt içinde Türk Lirası cinsinden tahvil ve bono ihraç etmelerine izin veren kararı sonucunda, bankaların tahvil ve bono ihraç başvurularının arttığı, bu kapsamda yapılan ihraçlar sayesinde özel sektör ihraçlarının 2016 yılında sağlanan 90 milyar TL kaynak ile ilk kez kamu ihraç miktarını geçtiği, yine 2016 itibarıyla Borsa İstanbul A.Ş.'de (BİAŞ) gerçekleştirilen toplam işlem hacminin %87'sinin borçlanma araçları piyasasında olduğu ve BİAŞ Borçlanma Araçları Piyasası'nın Avrupa Borsaları arasında en fazla işlem hacmine sahip üçüncü borçlanma araçları piyasası haline geldiği ifade edilmektedir: YEŞİLDAL, Serhat, **Sermaye Piyasası Hukukunda Tahvil Yatırımcısının Korunması**, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, Ankara, SPK, 2017, s. 1. Ayrıca Bkz. Bankaların TL Cinsi Tahvil/Bono İhraçları Hakkında Usul ve Esaslar, 2010/36, 01.10.2010, **BDDK Basın Açıklaması**, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0399_01.pdf (erişim tarihi 09.03.2021). Türkiye'de 1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2018 arasında yapılan özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının incelendiği bir çalışmada, pazarın halen yeni ve küçük olmasına rağmen son 10 yılda hızla büyüdüğü ve çeşitlendiği, pazarın tarihsel gelişim sürecine bakıldığında, yıllar bazında dalgalanmalar olsa da katılımcı sayısı ve pazar hacmi açısından tutarlı bir büyüme olduğu tespitleri yer almaktadır: **Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası, Araştırma Raporu**, Centre For Excellence in Finance, Sabancı Üniversitesi, Doç. Dr. Evrim Akdoğu, Dr. S. Burcu Avcı, Doç. Dr. Şerif Aziz Şimşir, 2019, http://research.sabanciuniv.edu/37826/1/OZEL_SEKTOR_BORCLANMA_ARACLARI_PİYASASI.pdf (erişim tarihi 09.03.2021).

Tahvil sahipleri dâhil bütün borçlanma aracı sahiplerinin etkin bir şekilde temsil edilmesi ve haklarının korunması, borçlanma aracı yatırımcısına güven vermek suretiyle bu tür yatırımların artmasına yardımcı olmaktadır. Bunun yanı sıra borçlanma aracı yatırımcılarının haklarını koruma mekanizmalarının artırılması ile ihraççıların daha temkinli bir biçimde ve bu menfaat sahiplerinin önceliklerini dikkate alarak hareket etmelerini sağlanmasına zemin hazırlanmaktadır. Bu durum sermaye piyasasının gelişimi ve derinliğinin artırılması bakımından önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir.⁹²

Bu kapsamda borçlanma aracı sahiplerinin mevzuatta belirlenen şartlarda ve konularda karar alma yetkisine sahip kılındığı borçlanma aracı sahipleri kurulu, 6362 sayılı SPKn'a eklenen 31/A maddesi ile SPKn kapsamında borçlanma araçları için düzenlemeye konu olmuştur. 31/A maddesi ile şirkete borçlanma araçları vasıtasıyla yatırım yapan menfaat sahiplerine haklarının korunması yönünde, doğrudan şirket politikalarına etki edebilecek haklar sağlanmıştır. Bu çerçevede, anılan yatırımcılar tarafından, değişen koşullara göre toplu şekilde hareket ederek ihraççının önerilerinin karara bağlanabilmesi, ihraççıya önerilerde bulunabilmesi ve özellikle ihraççılar ile yatırımcıların, borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değişmesi yönünde karar alabilmesi konuları düzenlenmiştir.⁹³ İlgili düzenleme uyarınca SPK, bu maddenin

⁹² Günümüzde gelişmeye başlayan borçlanma aracı piyasasında temerrütlerin oluşması ve borçlanma aracına bağlı borçların ödenmesi konusunda sorunlar yaşanması, çeşitli mağduriyetlere ve sermaye piyasasına olan güvenin sarsılmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle borçlanma araçlarına ilişkin olarak değişen koşullarda borçlanma aracı yatırımcılarının korunması bakımından geliştirilecek önlemlerin düzenlenmesi önemli bir ihtiyaç oluşturmuştur. Bu kapsamda 2019-2023 dönemini kapsayan On Birinci Kalkınma Planı'nda "Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu" oluşturulmasına imkân sağlayacak düzenlemelerin hayata geçirilmesi, planlanan eylemlerden biri olarak zikredilmiştir: **On Birinci Kalkınma Planı, 2019-2023, s. 43, <https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/07/OnbirinciKalkinmaPlani.pdf>** (erişim tarihi 11.02.2021). Ülkemizde, özel sektör borçlanma araçlarının teminat/yatırım aracı olarak kullanılmasına yönelik düzenlemelerin piyasanın geliştirilmesindeki rolü hakkında Bkz. COŞKUN, Yener, "Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 2010, Sayı: 65, No: 04, s. 26-29.

⁹³ 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un 28'inci maddesi ile 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 31/A maddesi eklenmiştir. Bkz. 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun [25.02.2020 tarih ve 31050 sayılı Resmi Gazete]. Madde gerekçesinde yatırımcıların değişen koşullara göre toplu şekilde hareket edebilmesine ve ihraççılar ile yatırımcıların borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değişmesi yönünde mutabakata varabilmesine imkân sağlanmasının yanı sıra, borçlanma araçlarının ödenmesinde temerrüde düşülmesi halinde yatırımcılar ve ihraççının yeniden yapılandırma konusunda mutabakata varmaları halinde, yeniden yapılandırmanın uygulanabilirliğinin sağlanabilmesi amacıyla daha önce başlatılmış takiplerin durması, zamanaşımı ve hak düşürücü sürelerin işlememesi ve borçlanma

uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkili kılınmıştır. Bahsi geçen hususlar ikincil bir düzenlemeyle detaylı olarak düzenlenmiştir.⁹⁴

B. Borçlanma Araçlarına Yönelik Hukuki Alt Yapı

1. Türk Ticaret Kanunu'nda

Anonim ortaklıklarda genel kuruldan başka, kendi alanlarına ilişkin konularda toplanıp karar alması gereken kurullar bulunmaktadır. Bu kapsamda tahvil sahipleri kurulu mülga 6762 sayılı TTK'da tahviller başlığı altında düzenlenmekteydi. Ancak yeni TTK'da buna ilişkin hükümlere yer verilmemiş olup,⁹⁵ TTK gerekçesinde de tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hükümlerin kaldırılmasına ilişkin olarak genel gerekçe ve madde gerekçelerinde herhangi bir açıklama bulunmamaktadır.⁹⁶

Yürürlükte bulunan TTK'da borçlanma senetleri, "Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler" başlığı altında, anonim ortaklıkların borçlanma senetlerini çıkarmaya yetkili organın belirlenmesi durumuna ilişkin olarak düzenlenmiştir (TTK md. 504-506). Borçlanma senetleri kavramı TTK'da tanımlanmadığı için doktrinde, TTK md. 504'de yer alan yer alan örnekler ve anılan hükmün içerdiği unsurlardan hareket edilerek⁹⁷ "ihraççısının yani borçlusunun anonim ortaklık, bedellerinin nakit olduğu ve teslimi anında tamamen ödenmesinin gerektiği,

araçlarının ifasıyla takiplerin düşmesinin amaçlandığı açıklanmaktadır: **7222 sayılı Kanun md. 28 Gerekçesi**, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem27/yil01/ss176.pdf> (erişim tarihi 11.02.2021).

⁹⁴ SPKn. md. 31/A(6); Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği (II-31/A.1) [11/9/2020 tarih ve 31241 sayılı Resmi Gazete].

⁹⁵ Eski TTK'da bulunan kuruluş genel kurulu, tahvil sahipleri genel kurulu ve intifa hakkı sahipleri genel kurulu yeni TTK'da yer almamıştır: POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin, **Ortaklıklar Hukuku**, Cilt I-II, 14. Bası, İstanbul 2019, No: 724, s.599.

⁹⁶ Moroğlu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun özerk bir idare olarak düzenleme ve denetim yetkilerine ilişkin hükümlerin Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve bu kanundaki halka açık ortaklıklar ile menkul kıymetlere ilişkin özel hukuk hükümlerinin Türk Ticaret Kanunu'nda yer alması gerektiğini, ancak ve bu hususun gözden kaçırılmasının önemli bir hata olduğunu savunmaktadır. Buna göre, örneğin Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan tahvillere ve diğer borçlanma senetlerine (md. 13, 13/A ve 14) ilişkin hükümlerin TTK'da yer alması gerektiğini vurgulamaktadır: MOROĞLU, Erdoğan, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler**, 4. Baskı, Türkiye Barolar Birliği Yayınları, Ankara 2006, s. 7-8.

⁹⁷ TTK 504 (1) uyarınca "Her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esası üzerine düzenlenenler de dâhil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetler, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararı ile çıkarılabilirler."

hamillerini çok büyük çoğunlukla gerçek ve tüzel kişilerin oluşturduğu ve belirli bir vadede nakden veya başka bir suretle geriye ödendiği menkul kıymetler” olarak tanımlanmıştır.⁹⁸ Bahsi geçen menkul kıymetlere ilişkin ihraç sınırları konusunda ise SPKn ile ilgili mevzuat hükümleri saklı tutulmuştur (TTK md. 506). Söz konusu senetler menkul kıymet mahiyeti taşıdığından SPKn ve ilgili ikincil mevzuatta düzenleme konusu olmuştur.⁹⁹

2. Sermaye Piyasası Mevzuatında

Borçlanma senetlerine 6362 sayılı SPKn’da “borçlanma araçları” terimiyle ifade edilmek suretiyle menkul kıymetlerin kategorizasyonu içinde yer verilmiş,¹⁰⁰ menkul kıymetlerin ise sermaye piyasası araçlarından olduğu belirtilmiştir.¹⁰¹ Borçlanma araçlarına ilişkin ayrıntılı düzenlemeler, SPKn’da SPK’ya tanınan düzenleme yetkisine dayanılarak,¹⁰² Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8) ile öngörülmüştür. Anılan tebliğde bu araçlar tanımlanmamış ancak yine örnekler verilerek tanıtılmıştır. Buna göre tebliğ uyarınca borçlanma araçları, ihraççıların bu tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ifade etmektedir¹⁰³. Bunun yanı sıra anılan VII-128.8 Tebliği’nin 34’üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçları da borçlanma aracı olarak nitelenmiştir. Buna göre VII-128.8

⁹⁸ POROY/ TEKİNALP/ ÇAMOĞLU, 2019, Cilt II, No. 1258, s. 191.

⁹⁹ SPKn. md. 4 vd ve md. 31, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1.) [22.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete]; Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8) [07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete].

¹⁰⁰ 6362 sayılı SPKn.’nda menkul kıymetler, konuya ilişkin AB düzenlemeleri esas alınarak, bu kapsama girebilecek türlerin özellikleri belirtilecek şekilde tanımlanmıştır: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçeleri, md. 3. Buna göre, menkul kıymetler, pay, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları, borçlanma araçları ile bunlara ilişkin depo sertifikaları ile menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ve bunlara ilişkin depo sertifikaları olmak üzere üç kategoriden oluşmaktadır: SPKn md. 3(1)(o).

¹⁰¹ SPKn. md. 3(1)(ş).

¹⁰² SPKn. md. 128(1)(e) uyarınca SPK’nın sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ve araçlarına ilişkin usul ve esasları düzenlemek ve bunları denetlemek yetki ve görevi bulunmaktadır.

¹⁰³ VII-128.8 Tebliği, md. 3(1)(c).

Tebliği'nde sayılmamakla birlikte, SPK'nın diğer düzenlemelerinin kapsamı içinde yer almayan ve niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçlarına ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvuruların sonuçlandırılmasında VII-128.8 Tebliği hükümleri kıyasen uygulanacaktır.¹⁰⁴ Tebliğde ayrıca söz konusu madde kapsamında geçen borçlanma araçlarının tanımı ayrı ayrı yapılarak, anılan borçlanma araçlarının nitelikleri ve ihracında uyulması gereken esaslar düzenlenmiştir.¹⁰⁵

C. Pay Sahipleri Menfaat Sahipleri Ayrımında Borçlanma Aracı Sahiplerinin Karar Alma Mekanizmasına Katılması

1. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK) Düzenlemeleri

SPKn'a 20.02.2020 tarih ve 7222 sayılı Kanununun 28'inci maddesi ile eklenen 31/A maddesi ile sermaye piyasası aracı ihraççısının tedavülde bulunan borçlanma araçlarının sahiplerinin, borçlanma aracı sahipleri kurulunu oluşturacağı hükme bağlanmıştır. Bunun yanı sıra ihraççının her bir tertip borçlanma aracı sahiplerinin ayrı bir borçlanma aracı sahipleri kurulu oluşturabilmesine olanak sağlanmıştır.¹⁰⁶ Bu kapsamda borçlanma aracı sahipleri kurulunun ihraççının yönetim kurulu tarafından veya borçlanma aracı sahipleri tarafından toplantıya çağırılmasına ve borçlanma aracı sahipleri kurulunda karar alınmasına ilişkin esasların ve şartların belirlenmesi hakkındaki yetki ve yükümlülük ilgili borçlanma aracı ihraççısına bırakılmıştır. Bahsi geçen hususların ihraççı tarafından borçlanma aracı ihracı nedeniyle hazırlanan izahname ve/veya ihraç belgesinde belirlenmesi zorunludur.¹⁰⁷

Düzenlemede ayrıca borçlanma aracı sahipleri kurulunda karar alınabilmesi için gerekli asgari nisaplar da belirlenmiştir. Buna göre borçlanma aracı sahipleri kurulunda karar alınabilmesi için, her bir tertip borçlanma araçlarının nominal bedelleri toplamının asgari yarısını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu şarttır. İhraççının

¹⁰⁴ VII-128.8 Tebliği, md. 34 (1).

¹⁰⁵ VII-128.8 Tebliği, md. 4 vd.

¹⁰⁶ SPKn. md. 31/A (1).

¹⁰⁷ SPKn. md. 31/A (2).

tedavülde bulunan tüm borçlanma araçlarının sahiplerinin oluşturacağı kurul için ise, tedavülde bulunan tüm borçlanma araçlarının nominal tutarının asgari yarısını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu zorunlu tutulmuştur. Anılan hüküm uyarınca SPK tarafından veya izahname ve/veya ihraç belgesinde aksine daha ağır nisap öngörülmesi imkânı saklı tutulmuştur.¹⁰⁸ Son olarak, kurulca öngörülen nitelikli çoğunlukla alınacak borçlanma aracı sahipleri kurulu kararları bu kararlara olumlu oy vermeyen borçlanma aracı sahipleri için de hüküm ifade eder.¹⁰⁹

SPKn'da BASK kapsamında borçlanma araçlarına ilişkin olarak getirilen düzenleme ile kabul edilen önemli bir yenilik, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz kararları ile zamanaşımı ve hak düşüren müddetlere ilişkin kolaylaştırıcı hükümlerdir. Anılan düzenleme uyarınca borçlanma araçlarının geri ödemelerinde temerrüt oluştuğundan sonra bu borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi hâlinde, borçlanma aracının temerrüdü nedeniyle başlatılmış tüm takipler, ilgili borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmiş kabul edildiği tarih itibarıyla durur, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz kararları uygulanmaz. Ayrıca, bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşüren müddetler işlemez. Borçlanma aracından doğan tüm borçlar ifa edildikten sonra duran takipler düşer.¹¹⁰ SPKn düzenlemesinde son olarak borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere temsilci atanmasına olanak verilmiştir.¹¹¹ Bahsi geçen düzenleme uyarınca SPK, bu maddenin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkili kılınmıştır. Aşağıda SPK tarafından bu hususta yapılan düzenlemeler ele alınmıştır.

2. Borçlanma Sahipleri Kuruluna İlişkin Temel Esaslar

a. Tertip BASK

Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK), ihraççının yönetim kurulunun veya borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine, izahname veya ihraç belgesi ile II-31/A.1 Tebliği'nde belirtilen şartlarda ve konularda karar almak amacıyla toplanan özel nitelikli

¹⁰⁸ Aşağıda incelendiği üzere, II-31/A.1 Tebliği'nde bu oran üçte iki olarak belirlenmiştir. Bkz. II-31/A.1 Tebliği md. 4(3).

¹⁰⁹ SPKn. md. 31/A (3).

¹¹⁰ SPKn. md. 31/A (5).

¹¹¹ SPKn. md. 31/A (4).

kurulu ifade etmektedir.¹¹² Tebliğ sistematüğinde Tertip BASK ve Genel BASK olmak üzere iki türlü olarak düzenleme yapılmıştır.

Tertip, aynı ISIN kodu altında ihraç edilen borçlanma araçlarını ifade etmektedir.¹¹³ Tertip BASK, ihraççının aynı kod altında ihraç edilmiş herhangi bir tertip veya birden fazla tertip borçlanma aracı sahiplerinin oluşturduğu BASK'ı nitelendirir. Bahsi geçen BASK, sahip olunan borçlanma araçlarına ilişkin olarak II-31/A.1 Tebliğı'nde veya izahname yahut ihraç belgesinde belirtilen veya bu belgelere dayanılarak Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi'nde (MKK) tanımlanmış şartlarda ve konularda toplanabilmektedir. Tertip BASK, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin karara bağlanması amacıyla, ihraççının yönetim kurulunun veya ilgili borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine toplanabilmektedir.¹¹⁴ Bu çerçevede, tebliğ uyarınca, herhangi bir tertip veya birden fazla tertip borçlanma aracına ilişkin olarak hazırlanan izahname veya ihraç belgesinde yer verilen veya bu belgelere dayanılarak MKK'da tanımlanmış faiz, vade, anaparada yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin yapılabilmesi için ilgili tertip borçlanma aracı sahiplerinin oluşturduğu Tertip BASK'ın karar alması zorunlu tutulmuştur. Aynı zorunluluk, eğer varsa izahname veya ihraç belgesinde belirtilmiş borçlanma aracının diğer asli hüküm ve şartlarında yatırımcıların yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin yapılabilmesi için de öngörülmüştür.¹¹⁵

Diğer taraftan, borçlanma aracı sahiplerine karşı ihraççının finansal veya operasyonel durumuna ilişkin izahname veya ihraç belgesinde yer verilen taahhütlerde değişiklik yapılabilmesi, tebliğde ayrıca düzenleme konusu yapılmıştır. SPK tarafından hazırlanan "Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak Sermaye Piyasası Aracı Notu Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz"¹¹⁶da, finansal ve operasyonel duruma

¹¹² II-31/A.1 Tebliğı md. 3(1)(b).

¹¹³ II-31/A.1 Tebliğı md. 3(1)(j).

¹¹⁴ II-31/A.1 Tebliğı md. 3(1)(k).

¹¹⁵ II-31/A.1 Tebliğı md. 4(1).

¹¹⁶ Şirketlerin kamuya aydınlatma yükümlülükleri kapsamında hazırlamakla yükümlü oldukları dokümanlara ilişkin formatlar ve hazırlama kılavuzları, SPK web sitesi aracılığıyla duyurulmaktadır. Bu kapsamda BASK toplantılarına ilişkin olarak yer alması gerekli asgari bilgiler ve anılan bilgilerin sunuluş detaylarını içeren açıklayıcı hususlar SPK tarafından hazırlanan "**Borçlanma Araçlarının**

ilişkin örnekler olarak, borç/özsermaye oranı, likidite oranı, cari oran, belli bir süreyle belli bir tutarı aşacak yeni yatırımlar yapılmaması gibi durumlar verilmiştir.¹¹⁷ Bahsi geçen finansal veya operasyonel duruma ilişkin taahhütlerde değişiklik yapılabilmesi için bir Tertip BASK kararının gerekli olup olmadığının ve gerekmesi halinde ilgili karar nisaplarının¹¹⁸ borçlanma araçlarına ilişkin izahname veya ihraç belgesinde belirlenmesi öngörülmüştür. Bu hüküm kapsamında alınan karar için ayrıca Genel BASK'ın onayı aranmamaktadır.¹¹⁹

Tertip BASK toplantılarında kararlar, izahname ve/veya ihraç belgesinde aksine daha ağır nisap öngörülmüş bulunmadıkça, her bir tertibin tedavülde bulunan toplam nominal bedelinin üçte iki çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile alınır. Bahsi geçen kararlar ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmadıkça geçerli olmaz. Düzenlemede bahsi geçen yönetim kurulu kararının toplantı tarihinden itibaren en geç üç iş günü içerisinde alınması zorunlu kılınmıştır. Bu çerçevede, ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanan ve Genel BASK kararı ile reddedilmemiş olan Tertip BASK kararları, bu kararlara olumlu oy vermeyen veya usulüne uygun şekilde yapılan çağrıya rağmen toplantıya katılmayan aynı tertip borçlanma aracı sahipleri için de hüküm ifade eder.¹²⁰

Halka Arzında Kullanılacak Sermaye Piyasası Aracı Notu Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz"da yer almaktadır. Bahsi geçen kılavuz için Bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/12> (erişim tarihi 17.03.2021). BASK'a ilişkin yapılan açıklamalar borçlanma araçlarına yönelik olarak hazırlanan tüm kamuyu aydınlatma dokümanı formatlarında eşdeğer olarak kaleme alınmış olup, [Örn. Bkz. "**Ortaklık Hakkı Vermeyen Sermaye Piyasası Aracı İhraç Belgesi ve Eki Formatı**" için Bkz. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/886> (erişim tarihi 10.03.2021), bu çalışmada Borçlanma Araçları Kılavuzu'na referans verilmiştir.

¹¹⁷ **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.1(b).

¹¹⁸ İzahname veya ihraç belgesinde açıklanacak olan söz konusu karar nisapları her koşulda SPKn 31/A (3)'te belirtilen %50 oranındaki nisaptan daha aşağı olmamak üzere belirlenecektir: **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.1(b).

¹¹⁹ II-31/A.1 Tebliği md. 4(6). Diğer taraftan bahsi geçen hükümden maddenin diğer fıkraları saklı tutulmuş olduğundan, bu taahhütlerin özel olarak ihraççı tarafından asli hüküm ve şart olarak belirlenmiş olması halinde taahhütte yapılacak değişikliklerde Genel BASK onayı gündeme gelebilecektir: **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.1(b).

¹²⁰ II-31/A.1 Tebliği md. 4(3).

b. Genel BASK

Genel BASK, herhangi bir Tertip BASK kararının kendi haklarını olumsuz etkilediği gerekçesiyle Tertip BASK kararına katılan tertipler dışında kalan ihraççının tedavülde bulunan diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin kendi talepleri doğrultusunda toplanan BASK'ı ifade etmektedir.¹²¹ Bu çerçevede, Tertip BASK'ta alınmış ve ihraççının yönetim kurulunca onaylanmış bir kararın kendi haklarını olumsuz etkilediği gerekçesiyle ihraççının aynı veya farklı ihraç tavanlarına dahil tedavülde bulunan tüm diğer tertip borçlanma araçlarının nominal değerinin yüzde yirmisine sahip olanlar Genel BASK'ın toplanmasını talep edebilir. Ancak bu talebin yönetim kurulunun onay kararından itibaren en geç beş iş günü içinde olması zorunlu tutulmuştur. Dolayısıyla bu süre geçtikten sonra Genel BASK'ın toplanması talep edilemez ve Tertip BASK'ta alınan kararlar kesinleşir.¹²²

Genel BASK, Tertip BASK'ta alınmış ve ihraççının yönetim kurulunca onaylanmış olan ve kendi haklarını olumsuz etkileyen kararları görüşmek üzere toplanır. Genel BASK toplantılarında kararlar, bu toplantıya katılma hakkı veren borçlanma araçlarının toplam nominal bedelinin en az üçte iki çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin oyu ile alınır. Görüşülen kararların üçte iki çoğunluk ile reddedilmesi halinde Tertip BASK kararı yürürlüğe girmez.¹²³ Genel BASK'ın, ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylandığı tarihten itibaren on beş iş günü içinde toplanması öngörülmüştür. Yönetim kurulu tarafından usulüne uygun yapılan çağrıya rağmen Genel BASK'ın bu süre içinde bahsi geçen karar nisabını sağlayacak şekilde toplanmaması halinde de Tertip BASK kararları kesinlik kazanacaktır.¹²⁴

c. Teminatlı Borçlanma Aracı Sahipleri Bakımından Tertip BASK

II-31/A.1 Tebliği'nde teminatlı menkul kıymetler ve bir teminat içeren borçlanma araçları açısından ayrıca bir koruma öngörülmüştür. Anılan düzenleme uyarınca, SPK

¹²¹ II-31/A.1 Tebliği md. 3(1)(e).

¹²² II-31/A.1 Tebliği md. 4(3).

¹²³ II-31/A.1 Tebliği md. 4(5).

¹²⁴ II-31/A.1 Tebliği md. 4(4); **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.1(e).

mevzuatında düzenlenen teminatlı menkul kıymetlerin¹²⁵ sahipleri ve herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma araçlarının sahipleri, sahip oldukları borçlanma araçlarını ilgilendiren konularda, ihraççının teminatsız borçlanma aracı sahiplerinden ayrı olarak kendi aralarında Tertip BASK oluştururlar.¹²⁶ Bu çerçevede anılan yatırımcılara kendi menfaatlerini ilgilendiren hususlarda menfaatlerini korumak için ayrı bir mecra öngörülmüştür. Buna karşılık teminatlı menkul kıymet sahiplerine ve herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma aracı sahiplerine Genel BASK toplantılarına katılma hakkı tanınmamıştır.¹²⁷

Ancak belirtmek gerekir ki, bu durum kısmi teminata sahip olunması durumunda geçerli olmayıp, teminatsız kalan tutarlar için Genel BASK'a katılma hakkı doğacaktır. Bunun gibi, Tertip BASK'ı oluşturan tertipler lehine yeni teminat oluşturulmasına karar verilmesi halinde yalnızca mevcut teminat varlığı etkilenen teminatlı menkul kıymet sahipleri ve/veya herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma aracı sahiplerinin de Genel BASK'a katılma hakkı doğar.¹²⁸

d. Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi

II-31/A.1 Tebliği uyarınca borçlanma aracı sahiplerine getirilen önemli bir olanak, kendileri adına hareket edecek bir temsilci belirlenmesi yetkisidir. Öncelikle belirtmek gerekir ki ihraççı tarafından ihraç belgesinde temsilci belirlenebilecektir. İhraç belgesinde belirleme yapılmamışsa, ihraççının herhangi bir veya birden çok tertip borçlanma araçlarının tedavülde bulunan bedelinin yarısından fazlasını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile temsilci belirlenmesi mümkündür. Temsilcinin azli de yine aynı prosedüre tabidir. Temsilci, farklı tertip borçlanma araçları için aynı veya farklı gerçek veya tüzel kişiler olabilir.¹²⁹

Düzenlemede borçlanma aracı sahipleri temsilcisi bakımından haiz olunması zorunlu nitelikler belirlenmiştir. Buna göre öncelikle temsilcinin belirli suçlardan

¹²⁵ Bkz. Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (III-59.1) [21.01.2014 tarih ve 28889 sayılı Resmî Gazete].

¹²⁶ II-31/A.1 Tebliği md. 7(1).

¹²⁷ II-31/A.1 Tebliği md. 7(2)(a).

¹²⁸ II-31/A.1 Tebliği md. 7(2)(b).

¹²⁹ II-31/A.1 Tebliği md. 5(1).

mahkûm olmaması öngörülmüştür.¹³⁰ Bunun yanı sıra ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarında borçlanma aracı sahiplerinin haklarını eşit işlem ilkesine uygun olarak koruyacak şekilde hareket edecek, mesleki eğitime, bilgiye ve tecrübeye, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması gerekmektedir. Bahsi geçen nitelikler, borçlanma aracı sahipleri temsilcisinin tüzel kişi olarak belirlenmesi durumunda, tüzel kişinin görevlendireceği gerçek kişi bakımından da uygulanacaktır.¹³¹

Bahsi geçen düzenlemede, temsilci bakımından aranan niteliksel ölçütlerin ne şekilde değerlendirileceğine hususuna ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Bu konuya ilişkin değerlendirme ihraççı veya ilgili BASK aracılığıyla borçlanma aracı sahiplerine bırakılmıştır. Her durumda, temsilcinin belirlenmesine veya değiştirilmesine, temsilci olarak atanabilecek kişide aranacak nitelik ve şartlara, temsilcinin görev ve yetkilerine, ücret ve diğer ödemelere ilişkin diğer hususlar izahname veya ihraç belgesinde düzenlenecektir.¹³²

İhraç belgesinde BASK temsilcisinin belirlenecek olması halinde, belirlenen kişiye ilişkin ad-soyad, unvan (tüzel kişi olması halinde tüzel kişinin temsilcisinin de açıkça belirtilmesi), iletişim bilgileri vb. bilgilerin sunulması gerekmektedir. İhraççı tarafından BASK temsilcisinin belirlenmek istenmesi durumunda tüm ihraç tavanı için geçerli olacak belirleme ihraç belgesinde yapılabileceği gibi, her bir tertip bazında belirlemenin ilgili ihraç sırasında tertipler bazında da yapılabilmesi mümkündür. İhraççı tarafından belirlenecek temsilciye verilebilecek görevlere ilişkin olarak “Borçlanma Araçları Kılavuzu”nda örnekleme yoluyla bazı hususlara yer verilmiştir. Bu kapsamda temsilci, BASK’ın toplantıya çağırılması yönündeki borçlanma aracı sahiplerinin taleplerini toplayarak ihraççıya iletmeye yetkili kılınabilir. Bunun yanı sıra temsilciye, borçlanma

¹³⁰ Düzenlemede bu kapsamda yer verilen suçlar, kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, terörizmin finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinmedir: II-31/A.1 Tebliği md. (5)(2)(a).

¹³¹ II-31/A.1 Tebliği md. (5)(2)(b).

¹³² II-31/A.1 Tebliği md. (5)(3).

aracının geri ödemesinde temerrüt oluştuktan sonra anılan aracın hüküm ve şartlarının değiştirilmesi dâhil olmak üzere ihraç belgesinde belirtilen hususlardaki her türlü değişikliğe ilişkin olarak, ilgili olduğu borçlanma aracı sahiplerini temsilen teklif hazırlama, ihraççı ile görüşmeler yürütme yetkileri tanınabilir. Ayrıca, temsilcinin ihraççı adına borçlanma aracı sahipleri ile müzakereleri yürütmesi öngörülebilir. Borçlanma aracı sahipleri tarafından belirlenen temsilciye ait görev ve yetkiler ise, ilgili BASK kararında belirtilir.¹³³

e. Toplantıya İlişkin Esaslar

i. Çağrı Yapılmasına İlişkin

II-31/A.1 Tebliği uyarınca BASK toplantılarının yürütülmesine ilişkin esasların izahname veya ihraç belgesinde belirlenmesi öngörülmüştür.¹³⁴ Bu kapsamda yönetim kurulu tarafından Tertip BASK toplantı çağrısı yapılması durumunda, izahname veya ihraç belgesinde çağrının toplantıdan asgari kaç gün önce yapılacağı, gündemin hangi maddelerden oluşacağı, toplantı sekreteryası ve giderlerinin karşılanmasına ilişkin hususlar, toplantıya kimlerin katılabileceği belirtilecektir. Ancak belirtmek gerekir ki her halükarda yapılacak çağrı SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen usule uygun olmak zorundadır.¹³⁵

Borçlanma aracı sahiplerinin kendileri tarafından toplantıya çağrılması halinde ise çağrının nerede yapılacağı ve ilgili tertip borçlanma araçlarının nominal bedelleri toplamının asgari yüzde kaçına sahip olanlar tarafından çağrı yapılabileceği, çağrının ve gündemin asgari unsurları, toplantı sekreteryası ve giderlerinin kim tarafından karşılanacağı, toplantıya kimlerin katılacağı gibi hususların belirlenmesi gerekir. Borçlanma aracı sahipleri tarafından çağrı yapılmasında, yapılacak çağrı hakkında

¹³³ **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.2(b).

¹³⁴ Bu kapsamda BASK toplantılarına çağrı yapılması, çağrı yöntemi, toplantının ilanı ve gündeminin belirlenmesi, toplantı sekreteryası ve giderlerinin karşılanması, toplantıya kimlerin katılabileceği, vekâlet verme, toplantı başkanlığı ve yönetimi, toplantı kararlarının ihraççı yönetim kurulu tarafından onaylanması, itiraz ve yürürlüğe girmesine ilişkin süreler, yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemeyen hangi konularda toplantı yapılabileceği ve bu toplantılarda alınacak kararlara ilişkin nisaplar, eşit işlem ilkesine uygun olarak oylama ve karar nisaplarına ilişkin diğer hususlar izahname veya ihraç belgesinde belirtilir: II-31/A.1 Tebliği md. (6)(5).

¹³⁵ **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 1.14.1(ç).

ihraççıya derhal bilgi verilmesi ve bu çağrının ihraççı tarafından da SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen yerlerde kamuya duyurması gerekmektedir. Borçlanma aracı sahipleri tarafından, kendilerince yapılan çağrının her halükarda yönetim kurulu tarafından yapılmasının öngörülmesi durumunda ise izahname veya ihraç belgesinde, tedavülde bulunan ilgili tertip borçlanma araçlarının nominal bedelleri toplamının asgari yüzde kaçına sahip olan borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine ihraççıya başvuruda bulunulabileceğinin, ilgili her bir tertip tarafından söz konusu asgari yüzdenin ayrı ayrı sağlanmasının zorunlu olup olmadığının, başvuru şeklinin (şahsen, yetkili kuruluşlar veya BASK temsilcisi aracılığıyla vb.) ve öngörülen şekil şartlarının (ıslak imza, noter onayı vb.) belirtilmesi gerekmektedir.¹³⁶

ii. Katılma İlişkin

BASK toplantısına katılabileceklerin listesinin MKK tarafından verilen listeye göre yönetim kurulunca hazırlanması öngörülmüştür.¹³⁷ BASK toplantısının yönetilmesine ve oyların kullanımına ilişkin usul ihraççı tarafından belirlenir. BASK toplantılarının işleyişinde ihraççıya verilmiş olan yetkiye paralel olarak ihraççı için kapsamlı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri öngörülmüştür.¹³⁸ Bu kapsamda toplantı başkanlığının nasıl seçileceği, toplantının yönetimi, eşit işlem ilkesine uyumu da temin edecek şekilde oyların nasıl kullanılacağı ve sayılacağına ilişkin ihraççı tarafından öngörülen esasların izahname veya ihraç belgesinde kamuya açıklanması gerekmektedir.¹³⁹ Diğer taraftan ihraççının ve/veya ilişkili taraflarının sahip oldukları borçlanma araçları, sahibine BASK toplantılarında oy hakkı sağlamaz ve nisaplarda dikkate alınmaz. Bu hususta sorumluluk toplantı başkanlığına aittir.¹⁴⁰

¹³⁶ **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 1.14.1(d).

¹³⁷ II-31/A.1 Tebliği md. 6(2). Bu kapsamda BASK toplantısı yapılması halinde, ilgili borçlanma aracı sahiplerine ilişkin kişisel verilerin sadece bu amaçla sınırlı olarak ihraççıya verilmesi söz konusudur: **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.4.

¹³⁸ İhraççı, BASK hakkında SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen usulde özel durum açıklaması yapmakla yükümlüdür: II-31/A.1 Tebliği md. (6)(7).

¹³⁹ **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.5.

¹⁴⁰ II-31/A.1 Tebliği md. 6 (4). Toplantı tutanağında söz konusu düzenleme uyarınca sahibine oy hakkı sağlamayan ve nisaplarda dikkate alınmayan tutarlara ilişkin bilgiye yer verilmesi gerekmektedir. Bu tutarlar, nisapların hesaplanmasına hiçbir surette dahil edilmeyecektir: **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.5.

II-31/A.1 Tebliği uyarınca BASK toplantılarının fiziken yapılması esastır.¹⁴¹ Bununla birlikte BASK'ın, toplantı yapılmaksızın karar metninin elden ve/veya elektronik ortamda dolaştırılması ve borçlanma aracı sahipleri veya vekillerince imzalanması suretiyle karar alabilmesi de mümkündür. Diğer taraftan, payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklar ile borçlanma araçlarını halka arz eden ihraççılar bakımından, BASK toplantılarında fiziksel katılımın yanında elektronik ortam üzerinden katılıma da imkân sağlamak zorunluluğu bulunmaktadır. Bunun dışındaki ihraççılar bakımından ise esas sözleşmede hüküm bulunması şartı aranmaksızın BASK toplantılarını elektronik ortamda yapabilme imkânı verilmiştir.¹⁴² BASK'a elektronik ortamda katılma, öneride bulunma, görüş açıklama ve oy verme, fiziki katılmanın ve oy vermenin bütün hukuki sonuçlarını doğurur.¹⁴³

f. İhraççının Ödeme Yükümlülükleri, Bu Yükümlülüklerin İhlali ve Yapılandırılması

II-31/A.1 Tebliği uyarınca, izahname veya ihraç belgesinde borçlanma aracından doğan borçların niteliği ve kapsamının belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda izahnamede geri ödemelerde meydana gelebilecek temerrütlerin tanımı ve kapsamına yer verilecektir. Yapılacak tanımlamanın söz konusu borçların geri ödenmesinde temerrüde düşülmesi anlamına gelecek durumları da somut olarak içerecek şekilde yapılması zorunlu tutulmuştur.¹⁴⁴ Bu çerçevede, izahname veya ihraç belgesi kapsamında ihraç edilecek borçlanma aracından doğan borçların geri ödemesinde temerrüde düşülmesi anlamına gelecek durumlar, temerrüdün tanımı ve kapsamı açık olarak ifade edilecektir.

¹⁴¹ BASK toplantısında asaleten veya vekâleten katılıma ilişkin esaslar da yine ihraççı tarafından belirlenecektir. Buna ilişkin belirlemede Kurulun II-30.1 sayılı Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği hükümlerine atıf yapılması mümkündür: **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.4.

¹⁴² Elektronik ortamda yapılacak BASK toplantısına ilişkin usul ve esaslar bakımından 28/8/2012 tarihli ve 28395 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara ilişkin Yönetmelik ile 29/8/2012 tarihli ve 28396 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Anonim Şirketlerin Genel Kurullarında Uygulanacak Elektronik Genel Kurul Sistemi Hakkında Tebliğ hükümleri, TTSG'de ilan ve tescil yapılması ve kayıtların saklanması hükümleri hariç olmak üzere, kıyasen uygulanacaktır. Anılan düzenlemelerde hüküm bulunmayan hallerde II-31/A.1 Tebliği hükümleri uygulanır: II-31/A.1 Tebliği md. (6)(3).

¹⁴³ II-31/A.1 Tebliği md. (6)(1).

¹⁴⁴ II-31/A.1 Tebliği md. (9)(1).

Bunun yanı sıra ihraççı tarafından ayrıca ihtiyari olarak vadeden önce temerrüde düşmüş sayılma sonucu doğurabilecek durumların belirlenmesi mümkündür.¹⁴⁵

SPKn md. 31/A ve buna dayanılarak çıkarılan II-31/A.1 Tebliği'nde ödeme yükümlülüğünün yerine getirilmesinin ihlali, diğer bir deyişle ödemede temerrüdün oluşması durumunda, alacaklıların korunması bakımından borcun yeniden yapılandırılması hususu düzenleme konusu yapılmıştır. Öncelikle belirtmek gerekir ki, yukarıda incelendiği üzere, tebliğ sistematüğinde borçlanma araçlarının geri ödemelerinde temerrüt oluşması durumunda borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değiştirilebilmesine olanak sağlanmaktadır. Ancak bunun için Tertip BASK'ın karar alması gerekmektedir.¹⁴⁶ Bu kapsamda, anılan düzenleme uyarınca yeniden yapılandırmaya bazı hüküm ve sonuçlar bağlanmıştır. Şöyle ki, temerrüt oluşması sonrasında, bahsi geçen Tertip BASK tarafından alınacak bir yeniden yapılandırma kararı ile birlikte, ilgili borçlanma aracının temerrüdü nedeniyle başlatılmış tüm takipler, ilgili borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmiş kabul edildiği tarih itibarıyla duracaktır. Bunun yanı sıra bu borçlanma aracına bağlı ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz kararlarının uygulanmayacağı, bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşüren müddetlerin işlemeyeceği hükme bağlanmıştır. Düzenleme uyarınca son olarak, duran takipler ancak borçlanma aracından doğan tüm borçlar ifa edildikten sonra düşecektir.¹⁴⁷

Dolayısıyla, bahsi geçen düzenleme, borçlanma aracının ihraç koşullarında temerrütten sonra değişiklik yapılması şartıyla, tüm takiplerin durması, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz uygulanamaması, zamanaşımı ve hak düşüren sürelerin işlememesi üzerine kurulu bir mekanizma ile borçlanma aracına ilişkin borcun yeniden yapılandırılmasına ve bu kapsamda borçlanma aracı alacaklılarının haklarını elde etmelerinin kolaylaştırılmasına hizmet etmektedir. Anılan yeniden yapılandırma olanağı borçlanma aracı yatırımcılarını koruma amaçlı olarak SPKn aracılığıyla getirilen ve bahsi geçen yatırımcıların icra takibi aşamasında borçlu karşısındaki durumunun güçlendirilmesine

¹⁴⁵ **Borçlanma Araçları Kılavuzu**, md. 4.14.1.(a).

¹⁴⁶ II-31/A.1 Tebliği md. (4)(1).

¹⁴⁷ II-31/A.1 Tebliği md. (9)(2).

yönelik bir diğer düzenlemeyi tamamlar niteliktedir. Şöyle ki, SPKn'na göre ihraç edilen araçlarda, ihraççının açık, net ve hukuken geçerli borç ikrarlarına rağmen, temerrüde düştüğü durumlarda alacağın tahsilatı konusunda sıkıntılar yaşanması söz konusu olmaktadır. Dava ve icra takibi aşamalarında borcun varlığı ve geçerliliğini ispat etmekte güçlük çekilmekte ve alacaklılar mağdur duruma düşebilmektedir. Alacağın tahsilatı sırasında yaşanan sıkıntılar sebebiyle, kupon veya anapara ödemelerinin eksik, geç tahsil edilmesi veya hiç tahsil edilememesi nedeniyle yatırımcıların sektöre olan güvenlerinin sarsılması önemli bir risk oluşturmaktadır. Bahsi geçen gerekçelerle, SPKn'a göre ihraç edilen borçlanma araçlarında, yatırımcıların sektöre olan güvenini sağlamak amacıyla ödeme yükümlülüğünün yerine getirilmemesi halinde uygulanacak hükümlerde bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu kapsamda SPKn'nun "Borçlanma Aracı Niteliğindeki Sermaye Piyasası Araçlarının İhraç Limiti ve Yetkisi" başlıklı 31'inci maddesine 2019 tarihinde borçlanma araçları yatırımcılarının icra takibi aşamasında borçlu karşısındaki durumlarının güçlendirilmesine yönelik bir hüküm eklenmiştir.¹⁴⁸ Anılan hüküm uyarınca ihraççıların borçlanma araçlarına ilişkin ödeme yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle, MKK tarafından düzenlenip hak sahiplerine verilen belgenin, 09.06.1932 tarihli ve 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu'nun md. 68(1)'de belirtilen ve itirazın kesin kaldırılmasına olanak sağlayan belgelerden¹⁴⁹ sayılacağı kabul edilmiştir.¹⁵⁰

¹⁴⁸ **7186 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun md. 27 Gereğesi**, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem27/yil01/ss102.pdf> (erişim tarihi 11.02.2021).

¹⁴⁹ İcra İflas Kanunu md. 68 uyarınca, "Talebine itiraz edilen alacaklının takibi, imzası ikrar veya noterlikçe tasdik edilen borç ikrarını içeren bir senede yahut resmî dairelerin veya yetkili makamların yetkileri dahilinde ve usulüne göre verdikleri bir makbuz veya belgeye müstenitse, alacaklı itirazın kendisine tebliği tarihinden itibaren altı ay içinde itirazın kaldırılmasını isteyebilir."

¹⁵⁰ 7186 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun [19.07.2019 tarih ve 30836 sayılı Resmi Gazete].

3. Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin II-31/A.1 Tebliği Düzenlemelerinin Uluslararası Uygulamalar Çerçevesinde Değerlendirilmesi

a. Kolektif Karar Alma Düzenlemeleri Bakımından

i. Borçlanma Aracı Sahipleri Tarafından Bağlayıcı Çoğunluk Kararı Alınması

Tarihsel olarak Amerikan hukukunda *TIA* aracılığıyla, pay sahiplerinin finansal güçlük içindeki şirkete ait borçlanma araçlarını satın alması ve sonrasında borçlanma aracı sahipleri toplantılarında şirket varlıklarının borçlanma aracı sahipleri yerine pay sahipleri lehine kullanılması yönünde oy kullanmalarını engellemek üzere, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif olarak karar almasını zorlaştıran, diğer bir deyişle belirli çoğunluğu sağlayarak karar almasına engel olacak düzenlemelere gidilmiştir. Bu kapsamda, yukarıda incelendiği üzere, borçlanma aracının esasa ilişkin şartları tüm borçlanma sahiplerinin onayı ile belirlenebilmektedir.¹⁵¹

Alman hukukunda 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu aracılığıyla bunun aksine bir yaklaşım benimsenmiş ve borçlanma aracının hüküm ve şartlarında değişiklik yapılabileceği durumların, kanun yerine borçlanma sözleşmesi uyarınca borçlanma aracı sahiplerine bırakılması esası kabul edilmiştir. Ayrıca anılan kanun uyarınca borçlanma aracı sahipleri kurulu tarafından borçlanma aracı ihracının hüküm ve şartlarında çoğunluk kararı ile sınırsız değişiklik yapılmasına olanak verilmektedir. Buna göre, tali öneme sahip olduğu değerlendirilen hususların değiştirilmesinde basit çoğunluk aranırken, esasa ilişkin şartların değiştirilmesinde ise %75 çoğunluk aranmaktadır.

Kolektif Hareket Hükümleri'nin piyasa üzerindeki etkileri hakkında yapılan ampirik çalışmalarda anılan hükümlerin piyasa üzerindeki olumlu etkileri olduğuna yönelik sonuçlara ulaşılmıştır.¹⁵² Bu kapsamda, ekonomik ve finansal değişimlerle

¹⁵¹ ALLEN, 2012, s. 70-71.

¹⁵² HASELER, Sönke, "Trustees versus Fiscal Agents and Default Risk in International Sovereign Bonds", **European Journal of Law and Economics**, January 3, 2010, s. 18-19, <https://ssrn.com/abstract=1530690> (erişim tarihi 10.05.2021); EICHENGREEN, Barry/ MODY, Ashoka, "Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?", **National Bureau of Economic Research Working Paper Series Working Paper No:7458**, 2000, s. 22-23, <http://www.nber.org/papers/w74584> (erişim tarihi 10.05.2021). Borçlanma maliyetlerine olumlu veya olumsuz belirgin etkisinin olmadığı yönünde tespitler için Bkz. BECKER, Torbjörn/ RICHARDS, Anthony J./ YUNYONG, Thaicharoen, "Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action

birlikte gelişmekte olan piyasaların kredibilitesi arttıkça Kolektif Hareket Hükümleri'nin daha cazip olacağı,¹⁵³ anılan hükümlerin kullanılması yönünde kısıtlayıcı olmak yerine, seçim hakkı tanıyan bir rejimin kabulünün gerekliliği savunulmaktadır.¹⁵⁴ Mevcut SPKn ve ikincil mevzuat düzenlemeleri de bu yaklaşımı yansıtır biçimde kaleme alınmıştır.

Belirli çoğunluktaki borçlanma aracı sahiplerine, ihraç edilen borçlanma araçlarının vade, faiz oranı, anapara gibi esaslı şartlarına ilişkin olarak değişiklik yapılabilmesine ilişkin karar alabilme olanağı veren Kolektif Hareket Hükümleri, Türk sermaye piyasası mevzuatında düzenleme konusu olmuştur. Böylece borçlanma aracının izin verilen ölçüde yeniden yapılandırılmasını kanunen tanımlanmak yerine borçlanma aracı sahiplerine bırakılması yaklaşımı Türk hukukunda da kabul edilmiştir. Kolektif Hareket Hükümleri için SPKn'da asgari %50 olarak belirlenen karar alma nisabı, yine kanunda SPK'na verilen yetki çerçevesinde II-31/A.1 Tebliği ile üçte iki olarak düzenlenmiştir. Buna göre Tertip BASK toplantılarında kararlar, izahname ve/veya ihraç belgesinde aksine daha ağır nisap öngörülmüş bulunmadıkça, her bir tertibin tedavülde bulunan toplam nominal bedelinin üçte iki çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile alınır. Anılan Tertip BASK kararının geçerli olabilmesi, ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmasına bağlanmıştır. Bu çerçevede, ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanan ve Genel BASK kararı ile reddedilmemiş olan Tertip BASK kararları, bu kararlara olumlu oy vermeyen veya usulüne uygun şekilde yapılan çağrıya rağmen toplantıya katılmayan aynı tertip borçlanma aracı sahipleri için de hüküm ifade etmektedir.

Kolektif karar almayı kolaylaştırmak üzere II-31/A.1 Tebliği ile getirilen bir diğer olanak ise BASK toplantılarının elektronik ortamda yapılmasına ilişkindir. Belirtmek gerekir ki, payları borsaya kote edilmiş anonim ortaklıklar ile borçlanma araçlarını halka arz eden ihraççılar bakımından, BASK toplantılarında fiziksel katılımın yanında elektronik ortam üzerinden katılıma da imkân sağlamak zorunluluğu getirilmesi,

Clauses Costly?", **IMF Working Paper, No. 01/92**, August 2001, s. 26-27, <https://ssrn.com/abstract=285057> (erişim tarihi 10.05.2021).

¹⁵³ EICHENGREEN/ MODY, 2000, s. 23. Kolektif Hareket Hükümleri'nin varlığının, borçlunun temerrüde düşmesini önleyici etkisi olduğu savunulmuştur: HASELER, 2010, s. 18.

¹⁵⁴ ALLEN, 2012, s. 71.

borçlanma aracı sahiplerinin toplanmada yaşayabilecekleri koordinasyon probleminin bertaraf edilmesi bakımından kolaylaştırıcı bir fonksiyon ifa etmektedir. Bunun yanı sıra, borsaya kote olmayan ihraççılar bakımından da esas sözleşmede hüküm bulunması şartı aranmaksızın BASK toplantılarını elektronik ortamda yapabilme imkânı tanınmıştır.¹⁵⁵

ii. Bireysel Hareket Hükümleri

Yukarıda inceleme konusu olan pay sahipliği yaklaşımını benimsemiş Amerikan sisteminde ve menfaat sahipleri yaklaşımından hareketle düzenleme yapılan Alman hukukunda, kolektif hareket edilmesini sağlayıcı kararların alınmasında farklı bir bakış açısıyla hareket edilmiş olmakla birlikte, her iki sistemde bireysel hareket hükümlerine ilişkin olarak benzer yaklaşım sergilenmiş, borçlanma aracı sahiplerinin bireysel hareket etmesini kısıtlayıcı düzenlemelere gidilmiştir.

Amerikan eyaletlerinde, Kolektif Hareket Hükümleri'nin uygulanması mümkün olmakla birlikte, *TIA* uyarınca son derece kısıtlayıcı bir düzenlemeye tabi tutulmuştur. Buna göre kendi ihraç edildiği eyalet dışında satılabilen borçlanma araçları bakımından, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif hareket ederek karar alabilmesi, ihraççıya karşı birleşik bir tepki oluşturmayı teminen, oybirliği şartına bağlanmıştır. Bunun yanında borçlanma aracı sahiplerinin haklarının bireysel olarak kullanımı kısıtlanmamış ve *TIA* uyarınca borçlanma aracının ihraç koşullarını belirleyen borçlanma senedi aracılığıyla veya bunun dışında herhangi bir anlaşma ile borçlanma aracı sahiplerinin bireysel olarak mahkemeye başvurmasının engellenemeyeceği düzenlenmiştir.¹⁵⁶

Menfaat sahipleri yaklaşımını benimsediği Alman sisteminde, 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu uyarınca ihraççının iflası durumunda ortak temsilci borçlanma aracı sahipleri adına bu kişilerin haklarını takip etme yetkisine sahiptir. Ayrıca ortak temsilciye borçlanma aracı sahiplerinin haklarını dava yoluyla takip yetkisi verilmesi halinde, borçlanma aracı sahiplerinin çoğunluk kararı olmaksızın, her bir borçlanma aracı sahibi bireysel olarak dava açmamaktadır.

¹⁵⁵ Alman hukukunda da 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu uyarınca fiziksel katılım olmaksızın oy kullanma imkânı getirildiği, bu hükmün sonrasında elektronik oy kullanımına imkân sağlanabileceği belirtilmektedir: ALLEN, 2012, s. 73.

¹⁵⁶ 15U.S.Code § 77ppp(b).

BASK Tebliği'nde ise borçlanma aracı sahiplerinin bireysel olarak hukuki takibe geçmelerini önleyici bir düzenlemeye gidilmesi benimsenmemiştir. Belirtmek gerekir ki, SPK düzenlemesi ile borçlanma aracı temsilcisine borçlanma aracı sahiplerinin haklarının dava yoluyla takibi yetkisi verilmemiştir. Borçlanma aracı sahiplerinin bazı haklarının bireysel olarak kullanımının kısıtlanması, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsil kabiliyetinin etkinliğini artırmak ve ihraççıya karşı birleşik bir tepki oluşturmak amacıyla hizmet etmektedir. Bireysel Hareket Etmeme Hükümleri'nin öngörülme mantığı kapsamında değerlendirildiğinde, borçlanma aracı şartları içinde temsilciye borçlanma aracı sahiplerinin haklarını dava yoluyla takip yetkisi verilmesi halinde, her bir borçlanma aracı sahibi tarafından bireysel olarak dava açılmayacağına düzenlenmesi, bunun aksine bir hareket için borçlanma aracının sahiplerinin çoğunluk kararının aranması, düzenlemenin ruhuna ve amacına uygundur.

b. Ortak Temsilci (Kolektif Temsil) Bakımından

i. Atanmasının Zorunlu Olmaması

Birlikte hareket sorununun çözümüne yönelik olarak geliştirilen ikinci temel mekanizmayı kolektif temsile ilişkin kurallar oluşturmaktadır. Kolektif temsil aracılığıyla, her bir borçlanma aracı sahibinin dağıtık biçimde hareket etmesinin önüne geçilmesine katkı sağlanırken, borçlanma aracı ihraç eden şirketin etkin biçimde yönetildiğini gözetmek üzere uzman bir kişi ya da kurumun zaman ve kaynaklarını kullanması mümkün kılınmaktadır.¹⁵⁷ Borçlanma aracı temsilcisinin atanması, Alman hukuku bakımından seçimlik bir düzenleme olarak öngörülmüştür.¹⁵⁸ Bu durum "Indenture Trustee"nin ihraç öncesinde atanmasının zorunlu tutulduğu Amerikan hukukuyla¹⁵⁹ tezatlık teşkil etmektedir.

SPKn 31 A (4) uyarınca, Alman hukukuna paralel biçimde, borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere temsilci atanması ihtiyari bırakılmıştır. II-31/A.1 Tebliği

¹⁵⁷ ALLEN, 2012, s. 74.

¹⁵⁸ BURN, 2004, s. 231; ALLEN, 2012, s. 75. Ancak doktrinde, kolektif temsilin en etkin biçimde uygulanabilmesi için ideal olarak, ortak temsilcinin atanmasının zorunlu olması ve ihraç öncesinde öngörülmesinin uygun olacağı, temsilcinin başlangıçta atanmamasının bizatihi kolektif hareket etme problemine neden olabileceği savunulmaktadır: ALLEN, 2012, s. 75.

¹⁵⁹ 15U.S.C. § 77ddd(a)(9).

md. 5(1) uyarınca temsilcinin ihraççı tarafından ihraç belgesinde belirlenmesi mümkündür. İhraç belgesinde belirleme yapılmamışsa, ihraççının herhangi bir veya birden çok tertip borçlanma araçlarının tedavülde bulunan bedelinin yarısından fazlasını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile temsilci belirlenebilmektedir.

ii. Görev ve Yetkileri

Borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere, Anglo-Amerikan hukukunda atanan “trustee” ile Alman hukukunda atanan ortak temsilci arasındaki en önemli farklılıklardan biri temsilcinin takdir yetkisinin kapsamı bakımından ortaya çıkmaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki, her iki durumda da profesyonel sorumluluğa ilişkin kaygılar, borçlanma aracı temsilcisinin görevlerini idari alanlara hasretmesine, alınacak kararlarda ise bağımsız inisiyatifini kullanmak yerine borçlanma aracı sahipleri kurulunun verdiği direktiflere bağlı kalarak hareket etmesine yol açmaktadır.¹⁶⁰

Türk hukukunda borçlanma aracı temsilcisi, ihraca ilişkin bürokratik işleri yürütmek üzere görevlendirilebilecek bir kişi olarak düzenlenmiştir. Düzenleme uyarınca temsilcinin görev ve yetkileri ve bu kişilere ödenecek ücretin izahname veya ihraç belgesinde belirleneceği belirtilerek, bu husus tümüyle sözleşme serbestisi ile ihraççıya bırakılmıştır. Borçlanma Araçları Kılavuzu, md. 4.14.2(b)’de detayıyla örneklendiği üzere, borçlanma aracı temsilcisi, ihraççının ihraca ilişkin prosedürel işlerini yürüten mali bir vekil gibi dizayn edilmiştir.

Bu kapsamda temsilciye, BASK’ın toplantıya çağırılması yönündeki borçlanma aracı sahiplerinin taleplerini toplayarak ihraççıya iletme, borçlanma aracının geri ödemesinde temerrüt oluşuktan sonra anılan aracın hüküm ve şartlarının değiştirilmesi dâhil olmak üzere, ihraç belgesinde belirtilen hususlardaki her türlü değişikliğe ilişkin olarak, ilgili olduğu borçlanma aracı sahiplerini temsilen teklif hazırlama, ihraççı ile

¹⁶⁰ ALLEN, 2012, s. 79; SCHWARCZ, 2020a, s. 662. Amerikan hukukunda, temerrüt durumu öncesinde trustee’nin borçlanma aracı sahiplerine karşı olan yükümlülükleri daha net belirlenmiş idari görevlerden oluşmaktayken, temerrüt sonrasında “basiretli kişi” (prudent man) ölçütünün uygulanması devreye girmektedir. Anılan ölçüte diğer hukuki alanlarda sıkça başvurulmakta olup, bu alanlarda gelişmiş bir uygulama pratiği olmakla birlikte, anılan ilkenin Güvenilen Kişi Müessesesi (Indenture Trustee) bakımından uygulama örnekleri son derece yetersiz kalmıştır: SCHWARCZ/SERGI, 2008, s. 1040.

görüşmeler yürütme yetkileri tanınabilir. Kılavuz içindeki en çarpıcı örnek, temsilcinin ihraççı adına borçlanma aracı sahipleri ile müzakereleri yürütmesinin öngörülebileceğine ilişkindir.

Diğer taraftan temsilciye dava yoluyla takip dâhil olmak üzere daha geniş yetkiler verilmesi, temsilcinin görev ve sorumluluklarını artırmakta, yetkinliği ve tarafsızlığı bakımından belirli standartlara tabi olmasını zorunlu kılmaktadır. SPKn ve II-31/A.1 Tebliği hükümlerinde temsilcinin daha çok borçlanma aracı ihraç kapsamındaki idari işleri yapmak üzere öngörüldüğü, ihraççının temerrüdü ve devamında borcun yapılandırılması veya sonrasında takibi konusunda borçlanma sahipleri adına hareket etmesine yönelik bir düzenlemeye gidilmediği görülmektedir.

iii. Menfaat Çatışması Karşısındaki Durumu

Borçlanma araçları temsilciliği görevini genellikle bankalar, hukuk firmaları, *Trust* Şirketleri üstlenmektedir. Anılan şirketlerin, borçlanma aracı ihraççısı ile olan ilişkileri, ihraççının borçlanma aracı sahipleriyle olan ilişkisine kıyasen daha uzun vadeli. Aynı zamanda piyasada sınırlı sayıdaki aktörlerden olan borçlanma aracı temsilcilerinin devam eden iş ilişkileri ve geleceğe yönelik beklentileri bu kişileri dolaylı bir menfaat çatışması içinde bırakabilmektedir. Diğer taraftan aynı ihraççının birden çok ihracında temsilcilik görevi üstlenilmesi durumunda, temsilcinin farklı borçlanma aracı sahibi gruplarına karşı bu grupların menfaatleriyle çelişen görevleri olması ihtimali ortaya çıkabilmektedir.¹⁶¹

II-31/A.1 Tebliği uyarınca borçlanma aracı sahipleri temsilcisi, hem ihraççı hem de borçlanma aracı sahiplerince atanabilmektedir. Tebliğde ayrıca temsilcinin ücretinin kim tarafından karşılanacağıın izahname veya ihraç belgesinde belirleneceği düzenlenmiştir. Bu durumda temsilcinin ihraççının insiyatifi ile ihraççı tarafından atanması ve dolayısıyla ihraççı ile vekâlet ilişkisine girmesi söz konusu olabilecektir. Diğer bir deyişle borçlanma aracı temsilcisine yönelik olarak, izahname veya ihraç belgesinde bir belirleme yapılması söz konusu ise, atanan temsilci ihraççının vekili konumunda olmaktadır. Temsilcinin borçlanma aracı sahiplerinin yeterli çoğunluğunun talebiyle atanması söz konusu olması halinde ise, bu kişi borçlanma aracı sahiplerinin vekili durumunda olacaktır. Tebliğde

¹⁶¹ ALLEN, 2012, s. 78.

temsilci ile aktedilecek sözleşmenin hukuki mahiyeti net olarak belirlenmemiştir. Bu çerçevede, aynen Alman hukukunda olduğu gibi bu kişinin kimin adına görevlendirildiğine bağlı olarak vekalet veya üçüncü kişi lehine sözleşme olduğu, dolayısıyla hangi tarafın menfaatlerini gözeterek hareket edeceği konusu tartışma yaratacak potansiyel taşımaktadır.

II-31/A.1 Tebliği'nde bu kişinin nitelikleri belirlenirken “*ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarında borçlanma aracı sahiplerinin haklarını eşit işlem ilkesine uygun olarak koruyacak şekilde hareket edecek, mesleki eğitime, bilgiye ve tecrübeye, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması*” koşulu öngörülmüştür. Bununla birlikte, atanan kişinin esas sorumluluğunun kime karşı olduğu, kendisini atayan tarafa bağlı olarak değişecektir.¹⁶²

Temsilcinin ihraç öncesinde atanması durumunda, ihraççı ile temsilci arasında, borçlanma aracı sahiplerinin temsil edilmesine yönelik bir sözleşme yapılmaktadır. Ancak bu durumda temsilci olan kişinin sadakat ve iyiniyet yükümlülüğünün kime karşı olacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda sözleşmenin karşı tarafı ile lehine sözleşme yapılan tarafın menfaatlerinin çatışması halinde temsilcinin ne şekilde davranacağı, aradaki sözleşmenin hükümlerine göre tespit edilecektir. Ancak temsilcinin borçlanma aracı sahipleri lehine davranmasını engelleyen menfaat çatışması içinde bulunması halinde bu sorunun taraflar arasındaki sözleşmesel ilişki ile ne ölçüde sağlıklı bir biçimde çözüleceği, özellikle temsilcinin ücretinin ihraççı tarafından ödendiği durumlarda tartışmaya açık bir husustur. Dolayısıyla temsilcinin görev ve yetkilerinin, taraflar aralarındaki sözleşmenin hükümleri yerine, hukuki bir düzenleme ile açık şekilde ortaya konulması, sermaye piyasasında belirliliğin temini bakımından büyük önem taşımaktadır.

¹⁶² Belirtmek gerekir ki, benzer şekilde, bu husustaki düzenlemenin paralellik gösterdiği ve aynı sorunun söz konusu olduğu Alman hukukunda da konuya ilişkin olarak 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu'nda sessiz kalınması eleştiri konusu olmuştur: ALLEN, 2012, s. 77.

SONUÇ

Menfaat sahipleri içinde özel bir öneme sahip olan borçlanma aracı sahiplerine ilişkin olarak, Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu (BASK), SPKn 31/A hükmü ile Türk hukukunda düzenleme konusu olmuştur. Anılan düzenleme ile ihraççının tedavülde bulunan borçlanma aracı sahiplerinin, borçlanma aracı sahipleri kurulunu oluşturacağı (Genel BASK), her bir tertip borçlanma aracı sahiplerinin ise ayrı bir borçlanma aracı sahipleri kurulu oluşturabileceği (Tertip BASK) hüküm altına alınmıştır.

Öncelikle borçlanma aracı sahipleri kurulunun toplantı ve karar alınmasına ilişkin esasların ve şartların, hazırlanan izahname ve/veya ihraç belgesinde belirlenmesi zorunluluğu getirilmiştir. Düzenleme uyarınca borçlanma aracı sahipleri kurulunda kararlar, her bir tertibin nominal bedelinin veya tedavüldeki tüm borçlanma araçlarının nominal bedelleri toplamının asgari üçte ikisinin olumlu oyu ile alınabilmektedir. Ayrıca ihraççının aynı veya farklı ihraç tavanlarına dahil tedavülde bulunan tüm diğer tertip borçlanma araçlarının nominal değerinin yüzde yirmisine sahip olanlar, Tertip BASK'ta alınmış ve ihraççının yönetim kurulunca onaylanmış bir kararın kendi haklarını olumsuz etkilediği gerekçesiyle Genel BASK'ın toplanmasını talep edebilmektedir. BASK'ın düzenlemeye konu olması, borçlanma araçları ihraç sürecinde kolektif hareket probleminin giderilmesi yönünde önemli bir adım teşkil etmektedir. Zira, BASK toplantıları aracılığıyla borçlanma aracı sahiplerine ihracın temel koşullarında yapılabilecek olası değişiklikler için söz hakkı verilmektedir. Borsa şirketleri bakımından getirilen elektronik BASK yapılması zorunluluğu da halka açık şirketler bakımından kolektif hareket problemini bertaraf edici mahiyette bir gelişmedir.¹⁶³

İkinci olarak anılan düzenleme ile borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere temsilci atanmasına olanak sağlanmıştır. Ancak borçlanma aracı temsilcisinin daha çok

¹⁶³ Alman hukukunda elektronik BASK olanağı bulunmama ile birlikte, Alman 2009 tarihli Borçlanma Araçları Kanunu Bölüm 18 uyarınca da fiziksel olarak toplantı yapılmasının borçlanma aracı sahiplerinin oy kullanabileceğine ilişkin yeni bir düzenleme öngörülmüştür. Kanun uyarınca borçlanma aracı sahiplerine ilişkin bir sicil tutulması öngörülmediğinden, toplantı komiserinin (bu kişi noterce görevlendirilen bir ortak temsilci olmaktadır) oy kullanacakların borçlanma aracı sahipliğine ilişkin tespiti yapması yeterli görülmüştür. Bu kişi borçlanma aracı sahiplerinin listesini tutmak ve borçlanma aracı ihraç koşulları içinde tespit edilen biçimde bu kişilerin oy kullanmasını sağlamakla görevlendirilmiştir. Anılan düzenlemenin gelecekte elektronik BASK yapılmasına zemin hazırladığı savunulmuştur: ALLEN, 2012, s. 73.

ihracın bürokratik işlemlerini gerçekleştirmesi ve ihraççı veya borçlanma aracı sahipleri tarafından atanmasına bağlı olarak sözleşme özgürlüğü çerçevesinde ve ihracın koşulları içinde görev ve yetkilerinin belirlenmesi yerine, görev ve sorumluluklarının kanunda açıkça belirtilmesinin önem taşıdığını ifade etmek gerekir. Bu çerçevede, menfaat sahipleri olarak korunması öngörülen borçlanma aracı sahipleri adına, temsilciye temerrüt sonrası aşamalarda da kanunen bazı yükümlülükler getirilmesi bu mekanizmanın etkin kullanımını bakımından fayda sağlayacak bir nitelik taşımaktadır.

Son olarak temerrüt halinde tüm takiplerin duracağı, sürelerin işlemeyeceği, ihtiyati tedbir veya ihtiyati haciz uygulanmayacağı hüküm altına alınmıştır. SPKn md. 31/A ve buna dayanılarak çıkarılan II-31/A.1 Tebliği'nde ödemede temerrüdün oluşması durumunda, borçlanma aracının ihraç koşullarında temerrütten sonra değişiklik yapılması şartıyla, tüm takiplerin durması, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz uygulanamaması, zaman aşımı ve hak düşüren sürelerin işlememesi esasına dayanan bir sistem oluşturulmuştur. Bu suretle borçlanma aracına ilişkin borcun yeniden yapılandırılmasına imkân sağlanması, borçlanma aracı alacaklılarının haklarını elde etmelerinin kolaylaştırılmasına hizmet etmektedir.

KAYNAKÇA

I. KİTAPLAR

BURN, Lachlan, “Bond Issues under U.K. Law: How the Proposed German Legislation Compares”, **Die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes** (eds. BAUMS, Theodor/CAHN, Andreas), De Gruyter, 2004, (s. 219-244).

EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL, Daniel R., **The Economic Structure of Corporate Law**, Harvard University Press, 1991.

FERRARINI, Guido, “Shareholder Value and the Modernisation of European Corporate Law”, **Capital Markets and Company Law** (eds: HOPT, Klaus J./WYMEERSCH, Eddy), Oxford University Press, 2003, (s. 223-260).

GRUNDMANN, Stefan, **European Company Law, Organisation, Finance and Capital Markets**, Intersentia, Antwerpen, Oxford 2007.

HOPT, Klaus J., “Labour Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe”, **European Economic and Business Law** (eds: BUXBAUM, Richard M., HERTIG, Gérard, HIRSCH, Alain, HOPT, Klaus J.), Walter de Gruyter, Berlin-New York 1996.

KENADJIAN, Patrick, “Bond Issues under New York and US law: Considerations for the German Law Maker from a US Perspective”, **Die Reform des Schuldverschreibungsgesetzes** (eds. BAUMS, Theodor/ CAHN, Andreas), De Gruyter, 2004, (s. 245-274).

KÜÇÜKGÜNGÖR, M. Aslı, **Kurumsal Yönetim İlkeleri Bakımından Halka Açık Anonim Şirketlerde İcrada Görevli Olmayan Yönetim Kurulu Üyeleri**, Yetkin Yayınları, Ankara 2018.

MOROĞLU, Erdoğan, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler**, 4. Baskı, Türkiye Barolar Birliği Yayınları, Ankara 2006.

POROY, Reha/ TEKİNALP, Ünal/ ÇAMOĞLU, Ersin, **Ortaklıklar Hukuku**, Cilt I-II, 14. Bası, İstanbul 2019.

POSNER, Richard A., **Economic Analysis of Law**, Aspen Publishers, 7th Edition, 2007.

SILVER, Andrew A., “Rating Asset-Backed Securities”, **Investing In Asset-Backed Securities** (ed: FABOZZI, Frank J.), Prudential Securities Incorporated, New Hope, Pennsylvania 2000, (s. 17-42).

ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008.

TEKİNALP, Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul 2015.

II. MAKALELER

- ADAMS, Edward S./MATHESON, John H., “A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns”, **Emory Law Journal**, Vol: 49, 2000, (s. 1085-1136).
- ALLEN, Jason Grant, “More than a Matter of Trust: The German Debt Securities Act 2009 in International Perspective”, **Capital Markets Law Journal**, Vol: 7, No: 1, 2012, (s. 55-85).
- ALLEN, William T., “Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation”, **Cardozo Law Review**, Vol: 14, 1992, (s. 261-281).
- ALLEN, William T./ JACOBS, Jack B./ STRINE, Jr. Leo E., “The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide”, **University of Chicago Law Review**, Vol: 69, Issue: 3, 2002, (s. 1067-1101).
- BAUMS, Theodor/ SCOTT, Kenneth E., “Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”, **European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper, No. 17/2003**, (s. 1-27), <https://ssrn.com/abstract=473185> (erişim tarihi 12.04.2021).
- BAIRD, Douglas G./ HENDERSON, M. Todd, “Other People's Money”, **Stanford Law Review**, Vol: 60, 2008, (s. 1309-1343).
- BECKER, Torbjörn/ RICHARDS, Anthony J./ YUNYONG, Thaicharoen, “Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?”, **IMF Working Paper, No. 01/92**, August 2001, (s. 1.35), <https://ssrn.com/abstract=285057> (erişim tarihi 10.05.2021).
- BERLE, Adolf A., “Corporate Powers as Powers in Trust”, **Harvard Law Review**, Vol: 44, Issue: 7, 1931, (s. 1049-1074).
- BESSEMBINDER, Hendrik/ MAXWELL, William, “Markets: Transparency and the Corporate Bond Market”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 22, No: 2, Spring 2008, (s. 217-234).
- BIAIS, Bruno/ GREEN, Richard, “The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century”, *Review of Economic Dynamics*, **Elsevier for the Society for Economic Dynamics**, Vol: 33, 2019, (s. 250-271).

- BILLYOU, De Forest, “Corporate Mortgage Bonds And Majority Clauses”, **The Yale Law Journal**, Vol: 57, 1948, (s. 595- 612).
- BOGLE, John C., “The Fiduciary Principle: No Man Can Serve Two Masters”, **Journal of Portfolio Management**, Vol:36, 2009, (s. 15-25), <https://jpm.pm-research.com/content/36/1/15>, (erişim tarihi 11.05.2021).
- CHEFFINS, Brian R., “Did Corporate Governance 'Fail' During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500”, May 1, 2009, **ECGI-Law Working Paper, No:124/2009**, (s.1-44), <https://ssrn.com/abstract=1396126> (erişim tarihi 13.04.2021).
- COREY, George S./ MARR, Jr. M. Wayne/ SPIVEY, Michael F., “Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?”, **Florida State University Law Review**, Vol: 18, 2017, (s. 971-993).
- COŞKUN, Yener, “Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 2010, Sayı: 65, No: 04, (s. 1-40).
- ÇELİK, Serdar/ DEMİRTAŞ, Gül/ ISAKSSON, Mats, “Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance”, **OECD Corporate Governance Working Papers, No. 16**, OECD Publishing, Paris 2015, (s. 1-65), <http://dx.doi.org/10.1787/5js69lj4hvnw-en> (erişim tarihi 01.05.2021).
- DODD, E. Merrick, “For Whom Are Corporate Managers Trustees?”, **Harvard Law Review**, Vol: 45, Issue: 7, 1932, (s. 1145-1163).
- DOĞRUSÖZ, Bumin/ ONAT, Öznur/ TUNÇEL TÖRALP, Funda, **Gerekçe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler ve Karşılaştırmalı Tabloları ile Türk Ticaret Kanunu, (Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri, Kıymetli Evrak Hükümleri), CİLT: I-II**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Temmuz 2011 [TTK Gerekçesi].
- DU PLESSIS, Jean/ SANDROCK, Otto, “The Rise and the Fall of Supervisory Codetermination in Germany?”, **International Company and Commercial Law Review**, Vol: 16, 2005, (s. 67–79).
- EICHENGREEN, Barry/ MODY, Ashoka, “Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series Working**

- Paper No:7458**, 2000, (s. 1-38), <http://www.nber.org/papers/w74584> (erişim tarihi 10.05.2021).
- GILSON, Ronald J./ ROE, Mark J., “Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporation Governance and Industrial Organization”, **Yale Law Journal**, Vol: 102, Issue: 4, 1993, (s. 871-906).
- HANSMANN, Henry/ KRAAKMAN, Reinier, “The End of History for Corporate Law”, January 2000, **Yale Law School Working Paper No. 235**, (s. 1-33), <http://ssrn.com/abstract=204528> (erişim tarihi 13.04.2021).
- HANSMANN, Henry/ MATTEI, Ugoi, “The Functions of Trust Law: A Comparative Legal And Economic Analysis”, **New York University Law Review**, Vol: 73, No: 1, 1998, (s. 434-479).
- HASELER, Sönke, “Trustees versus Fiscal Agents and Default Risk in International Sovereign Bonds”, **European Journal of Law and Economics**, January 3, 2010, (s. 1-21), <https://ssrn.com/abstract=1530690> (erişim tarihi 10.05.2021).
- HO, Virginia Harper, “Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide”, **The Journal of Corporation Law**, Vol: 36, 2010-2011, (s. 59-111).
- HOFFMAN, Mark Frederick, “Decreasing the Costs of Jurisdictional Gridlock: Merger of the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission”, **University of Michigan Journal of Law Reform**, Vol: 28, No: 3, 1995, (s. 681-714).
- HOPT, Klaus J., “Comparative Corporate Governance: The State of Art and International Regulation”, **American Journal of Comparative Law**, Vol: 59, Winter 2011, (s. 1-72).
- HUSISIAN, Gregory, “What Standard of Care Should Govern the World’s Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability”, **Cornell Law Review**, Vol: 75, Issue: 2, 1990, (s. 411-461).
- IRELAND, Paddy, “Capitalism Without the Capitalist: The Joint Stock Company Share and the Emergence of the Modern Doctrine of Separate Corporate Personality”, **The Journal of Legal History**, Vol: 17, No: 1, 1996, (s. 41-73).

- JOHNSON, William A., “Default Administration of Corporate Trust Indentures: The General Nature of the Trustee's Responsibility and Events of Default”, **St. Louis University Law Journal**, Vol: 15, No: 2, 1970, (s. 203-236).
- KATZ, Wilber G., “Responsibility of Trustees Under the Federal Trust Indenture Act of 1939”, **A.B.A. Journal**, Vol: 26, 1940, (s. 290-310).
- KEAY, Andrew, “Stakeholder Theory in Corporate Law: Has It Got What It Takes?” **Richmond Journal of Global Law & Business**, Vol: 9, Issue: 3, 2010, (s. 249-300), [KEAY, 2010a].
- KEAY, Andrew, “Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and All That: Much Ado about Little?”, **University of Leeds School of Law Centre for Business Law and Practice, Working Paper**, 2010, (s. 8-19), <http://ssrn.com/abstract=1530990> (erişim tarihi 12.04.2021), [KEAY, 2010b].
- KÜÇÜKGÜNGÖR, Erkan, “Anglo-Amerikan Hukukunda Trust Kavramı, Trust’ın Tarihi Gelişimi ve Roma Hukukuna Dayanan Kıta Avrupası Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, Cilt XXIII, S. 2, Ankara 2005, (s. 5-28).
- LEV, Efrat, “The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?”, **University of Miami Business Law Review**, Vol: 8, 2000, (s. 47-121).
- MORLEY, John, “The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History”, **Columbia Law Review**, Vol: 116, No: 8, 2016, (s. 2145-2198).
- RAISER, Thomas, “The Theory of Enterprise Law in the Federal Republic of Germany”, **The American Journal of Comparative Law**, Vol: 36, No: 1, Winter 1988, (s. 111-129).
- ROBERTSON, Stewart M., “Debenture Holders and the Indenture Trustee: Controlling Managerial Discretion in the Solvent Enterprise”, **Harvard Journal of Law & Public Policy**, Vol: 11, 1988, (s. 461-478).
- ROE, Mark J., “The Voting Prohibition in Bond Workouts”, **Yale Law Journal**, Vol: 97, 1987, (s. 232- 279).

SANDROCK, Otto, “The Colossus of German Supervisory Codetermination: An Institution in Crisis”, **European Business Law Review**, Vol: 16, 2005, (s. 83-97).

SCHWARCZ, Steven L., “Indenture Trustee Duties: The Pre-Default Puzzle”, **University of Cincinnati Law Review**, Vol: 88, Issue: 3, 2020, (s. 659-684), [SCHWARCZ, 2020a].

SCHWARCZ, Steven L., TePoel Lecture: Bond Trustees, and the Rising Challenge of Activist Investors (February 24, 2020), **Creighton Law Review, 2020 Forthcoming, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2020-16**, February 24, 2020, (s. 1-19), <https://ssrn.com/abstract=3543656> (erişim tarihi 05.04.2021), [SCHWARCZ, 2020b].

SCHWARCZ, Steven L., “Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World”, **William & Mary Law Review**, Vol: 58, 2017, (s. 1345-1374).

SCHWARCZ, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring: A Model-Law Approach”, **Journal of Globalization & Development**, 2016, (s. 1-29), https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6185&context=faculty_scholarship (erişim tarihi 25.03.2021).

SCHWARCZ, Steven L., “The Roberta Mitchell Lecture: Structuring Responsibility in Securitization Transactions”, **Capital University Law Review**, Vol: 40, 2012, (s. 803-819).

SCHWARCZ, Steven L., “Fiduciaries With Conflicting Obligations”, **Minnesota Law Review**, Vol: 94, 2010, (s. 1867-1913).

SCHWARCZ, Steven L., “Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox”, **University of Illinois Law Review**, Vol: 2002, No: 1, 2002, (s. 1-27).

SCHWARCZ, Steven L., “Intermediary Risk in a Global Economy”, **Duke Law Journal**, Vol: 50, 2001, (s. 1541-1607).

SCHWARCZ, Steven L., “Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach”, **Cornell Law Review**, Vol: 85, Issue: 4, 2000, (s. 956-1034).

SCHWARCZ, Steven L./SERGI, Gregory M., “Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee”, **Alabama Law Review**, Vol: 59, Issue: 4, 2008, (s. 1037-1073).

SHEEHY, Benedict, “Scrooge-The Reluctant Stakeholder: Theoretical Problems in the Shareholder-Stakeholder Debate”, **University of Miami Business Law Review**, Vol: 14, 2005, (s.193-240).

SKLAR, Martin D., “The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder”, **Banking Law Journal**, Vol: 106, 1989, (s. 42-78).

THOMAS, Hugh/ WANG, Zhiqiang, “The Integration of Bank Syndicated Loan and Junk Bond Markets”, **Journal of Banking & Finance**, Vol: 28, 2004, (s. 299–329).

YEŞİLDAL, Serhat, **Sermaye Piyasası Hukukunda Tahvil Yatırımcısının Korunması**, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, Ankara, SPK, 2017.

III. HUKUKİ DÜZENLEMELER

7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun [25.02.2020 tarih ve 31050 sayılı Resmi Gazete].

7186 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun [19.07.2019 tarih ve 30836 sayılı Resmi Gazete].

Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8) [07.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete]. [VII-128.8 Tebliği]

Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği (II-31/A.1) [11.09.2020 tarih ve 31241 sayılı Resmi Gazete] [BASK Tebliği/ II-31/A.1 Tebliği].

II- 17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, Ek/1 Kurumsal Yönetim İlkeleri [03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmî Gazete] [SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri].

İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1.) [22.06.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete].

Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (III-59.1) [21.01.2014 tarih ve 28889 sayılı Resmî Gazete].

Trust Indenture Act of 1939 (15U.S.C. § 77aaa–77bbbb).

IV. RAPORLAR, BASIN AÇIKLAMALARI ve İNTERNET KAYNAKLARI

Bankaların TL Cinsi Tahvil/Bono İhraçları Hakkında Usul ve Esaslar, 2010/36, 01.10.2010, **BDDK Basın Açıklaması**, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0399_01.pdf (erişim tarihi 09.03.2021).

Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak Sermaye Piyasası Aracı Notu Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/12> (erişim tarihi 17.03.2021)] [**Borçlanma Araçları Kılavuzu**].

G20/OECD Principles of Corporate Governance (2015).

German Bond Act 2009: key features, restructuring experiences and open questions, VOGELMANN, Axel / HALÁSZ, Christian, Bingham McCutchen LLP, Frankfurt, Germany, (s. 1-11), https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-532-733?transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29#co_anchor_a613222 (erişim tarihi 13.08.2021).

Governance of Stakeholder Relationships, The German and Dutch Experience, Gelauff George/Broeder C. Den, **Research Memorandum, No:137**, Centraal Planbureau (CPB) Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, The Hague, April 1996, s. 31, <http://www.cpb.nl/en/publication/governance-stakeholder-relationships-german-and-dutch-experience> (erişim tarihi 12.04.2021).

On Birinci Kalkınma Planı, 2019-2023, <https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2019/07/OnbirinciKalkinmaPlani.pdf> (erişim tarihi 11.02.2021).

Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası, Araştırma Raporu, Centre For Excellence in Finance, Sabancı Üniversitesi, Doç. Dr. Evrim Akdoğu, Dr. S. Burcu Avcı, Doç. Dr. Şerif Aziz Şimşir, 2019, http://research.sabanciuniv.edu/37826/1/OZEL_SEKTOR_BORCLANMA_ARACLARI_PİYASASI.pdf (erişim tarihi 09.03.2021).

SPK tarafından hazırlanan **“Ortaklık Hakkı Vermeyen Sermaye Piyasası Aracı İhraç Belgesi ve Eki Formatı”**, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/886> (erişim tarihi 10.03.2021) [**İhraç Belgesi ve Eki Formatı**].

15U.S.Code Subchapter III—Trust Indentures, <https://www.law.cornell.edu/uscode> (erişim tarihi 30.03.2021).

7186 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun md. 27 Gerekçesi, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem27/yil01/ss102.pdf> (erişim tarihi 11.02.2021).

7222 sayılı Kanun md. 28 Gerekçesi, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem27/yil01/ss176.pdf> (erişim tarihi 11.02.2021).