

## SPK. ve TK.' nda TAHVİLLER

### BONDS IN CAPITAL MARKET ACT(CMA) AND COMMERCIAL CODE (CC)

**Prof. Dr. Oğuz Kürşat Ünal**

#### Özet

Türk hukukunda tahvillerin başlıca hukuki semeresi faizdir. Ancak, TK. m. 420 ve SPK. m. 14 hükümleri çerçevesinde faiz ile birlikte veya faiz şartı olmadan değişik hak ve menfaatler tahvil sahiplerine tanınabilir. Bunlar kanunda tahdidi olarak sayılmamıştır. Her türlü menfaat ve haklar tahvillerde tecessüm ettirilebileceği gibi çeşitli kombinezonlar sağlanarak da değişik tahvil türlerinin ihdası mümkündür.

Anonim ortaklıkların tahvil çıkarmasına ilişkin usul ve şartlar esas itibariyle TK.'nda düzenlenmiş olmakla beraber SPK.'da hisse senetleri halka arz edilen anonim ortaklıkların çıkaracakları tahvillerle ilgili hükümler getirmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu ise, SPK.'nun kendisine verdiği izin ve düzenleme yetkilerini de aşarak, halka arz edilsin veya edilesin bütün tahvillerin çıkarılmasını Kurulun iznine bağlı tutmuştur.

TK.'na göre tahvil ihracı için esas sözleşmede hüküm bulunsa bile, bu hususta genel kurulca bir karar alınması mecburiyetini hükme bağlarken, SPK. halka arz edilecek tahvillerde, tahvil ihracı kararı verme yetkisinin esas sözleşmeyle yönetim kuruluna tanınmasına müsaade etmektedir. Böylece SPK., kararın ilanı, tescili ve mahkeme tasdiki usullerini kaldırmaktadır.

SPK. ayrıca, çıkarılacak toplam tahvil sınırının tavanını TK.'na göre daha yüksek tutmuştur.

SPK.m.13 hükmüne göre, halka arz edilen tahvillerin tamamı satılmadıkça yeni tahvil çıkarılması da mümkün değildir. Bu hüküm de anlaşılabilir mahiyettedir. Tavan sınırı müsait olsa bile yeni tahvil çıkarılıp çıkarılmayacağı Kanundan anlaşılmamaktadır. Kanaatimizce, Kanun çıkarılan tahvillerin satış süresi içinde (en çok üç ay) yeni tahviller çıkarılmasını önlemektedir. Böylece, yeni tahvil ihracında TK.m.421 hükmünün ortaya koyduğu, "daha önce çıkarılan tahvillerin bedellerinin tamamen alınması" şartı, SPK.'nda, "satış süresinin geçmesi" şartına bağlandığı kanaatindeyiz. Çünkü bu sürede satılmamış tahviller varsa, en geç altı iş günü içinde iptali gerekecektir. SPK.m.13 hükmü, yeni tahvil ihracı için, satılan tahvil bedellerinin tamamen alınmış olmasının gerekip gerekmediği konusunda açık değildir. SPK.'da hüküm olmayan veya açıklık bulunmayan hallerde TK. hükümleri uygulanacağından, satış bedellerinin de tamamen alınması gerektiği sonucuna varılabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu ise tebliğlerle tahvil ihraç şartlarını düzenlemektedir. Mahiyet itibariyle "tebliğler", kanunun açıklanması ve uygulanmasının gösterilmesi

için çıkarılır. Oysa Kurul tebliğlerle düzenlemeler yapmakta, hukuki ve cezai müeyyideler koymakta ve böylece kanun koyucu gibi hareket etmektedir. Bu hususlarda Kurul tebliğlerinin hüküm ifade etmesi hukuken tartışmalı hale gelmektedir.

## **SUMMARY**

In Turkish Law the main legal fruit of bonds is interest. But under the regulations of CC. Art. 420 and CMA. Art. 14, with interest or without the condition of interest, different rights and benefits may be recognized to bonds owners. These are not enumerated under limitations in the Code. As every kind of benefit and rights may be created in the bonds, the formation of different bonds types by using new combinations is possible.

The methods and conditions for the publishing of bonds of joint stock corporations, are put in order in the CC. Besides, in CMA some rules are put in order about the public offering of share of stock of the joint stock corporations. Capital Market Board (CMB), binds the publishing of bonds which are offered to the public or not, under the permission of Board, exceeding the authorization of permission and coordination given by its own.

According to CC., for the issue of bonds even if there is no decision found in the main contract, the decision of the general assembly is needed, however CMA permits, for the public offering of bonds, the authorization to issue is given to board of management by the main contract. In this way, CMB abolishes the announcement of decision, official registration of decision and the certification of the court.

Furthermore, CMB orders the maximum issue limits of bonds, higher than the limits in the CC.

According to CMA. Art. 13., new bonds can not be issued unless the already issued ones are completely sold. It is incomprehensible. Even the maximum limit is convenient, it is not clear in the Code if the issuance of new bonds is possible or not. In our opinion, the Code prevents the issuance of new bonds during the term of sale of the issued bonds (maximum three months). In this way, we believe that in the issuance of new bonds, the condition ordered in CC. Art. 421 "completely payment of debentures issued before" is related to the condition in CMA. "skipping the term of sale". Since in this period, if there are some debentures that are unsold, the cancellation will be needed within six days. CMA. Art. 13 is not clear whether the payment of the issued debentures are needed or not for the new debentures. In the cases if there is not found any rule or the statements are unclear in CMA, CC rules are applied. So, as a conclusion it is thought that in these cases the value of sale should be completely paid.

Then, CMB orders the conditions of issuance by the directions. "Directions" are put into force to explain and show the application of Code. However the Board forms regulations by the directions, in this way legal and penal sections are put into force and so the Board acts as if it is the legislator. In these cases, the formation of orders by the directions of the Board may cause legal disputes.

## I. Tahvil Kavramı ve Özellikleri

Türk hukukunda TK.m.420 hükmüne göre "Anonim Ortaklıkların ödünç para bulmak için itibarî kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir."

Kanunî tariften de anlaşılacağı üzere, tahviller anonim ortaklıkların borç para temini suretiyle kredi ihtiyaçlarını tatmin amacıyla seri halde çıkardıkları borç senetleridir. Bu bakımdan ortaklığın münferit şahıs ve kuruluşlara verdiği borç senetleri tahvil değildir. Kanunî tarif doktrinde yeterli kabul edilmemekte ve tarifin, tahvilin tüm unsurlarını ihtiva etmediği görüşü hâkim bulunmaktadır. Tekinalp'e göre tahvil, kanunî tarifte belirtilen özelliklerin yanında, sadece anonim ortaklıkların çıkarabildiği ve bir bütünlük gösteren ortaklık borcunun bir kısmını oluşturan kıymetli evrak niteliğindeki senedin adıdır<sup>1</sup>. Domaniç ise tahvili "kendisi ve çıkarılması kanunî şekil şartlarına tabî kıymetli evrak niteliğinde, eşit borç ve hakları temsil eden bir para borcu senedi" olarak tarif etmektedir<sup>2</sup>.

Tahviller esas itibariyle, ortaklıkların ihtiyaç duydukları borç para temini için çıkardıkları para borcu senetleri olduğundan paradan başka borç ve alacaklar için tahvil düzenlenemez ve bu özellik tahvilleri; mal ve hizmet karşılığı verilen adî ve kıymetli evrak niteliğindeki para borcu senetlerinden ayırır<sup>3</sup>. Tahvilin en önemli özelliği, ihtiva ettiği borç ilişkisinin kıymetli evrak niteliğine sahip, kanunî şekil şartlarına tâbi bir senede bağlanmış olmasıdır. Bu sebeple, tahvili kuran ilişkisinin varlığına rağmen, tahvil (senet) çıkarılmamışsa, kanunî anlamda tahvilden bahsedilemez. Bu halde sadece ortaklığa ait bir borç ilişkisi söz konusu olur ve bu borç ilişkisine, tahvile ait kanunî hükümler uygulanamaz<sup>4</sup>.

Diğer taraftan tahviller bir grup halinde çıkarılan ve üzerlerindeki ibareleri aynı olan seri halde çıkarılmış borç senetleridir. Çıkarılmaları ve şekli kanunî şartlara tâbidir.

Tahviller, SPK.'nun 3/b hükmünde açıkça menkul kıymet olarak

<sup>1</sup> **TEKİNALP / POROY / ÇAMOĞLU**: Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku 9. bası, İstanbul 2003, s. 693.

<sup>2</sup> **DOMANIÇ**, Hayri (Kıymetli Evrak): Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 1975, s. 644.

<sup>3</sup> **DOMANIÇ** (Kıymetli Evrak), s. 643.

<sup>4</sup> Benzer görüş için bkz. **TEKİNALP / (POROY / ÇAMOĞLU)** ( Ders Kitabı), s. 556.

ifade edilen evraktanır. Doktrinde tahvillerin menkul kıymet özelliği üzerinde hiçbir tartışma yoktur. Tahvillerin türü ne olursa olsun, menkul kıymet özelliği değişmez. Tahvillerin ihraç usulü SPK.m.13 hükmünde ayrıca düzenlemeye tâbi tutulmuştur.

SPK. açısından tahvilleri halka arz edecek olan ortaklıklar, ister halka açık isterse kapalı ortaklık olsun, menkul kıymet özelliğinde bir değişiklik olmaz. Her iki halde de piyasada işlem görür ve borsada kote edilebilirler. Tahviller diğer bir menkul kıymet türü olan hisse senetleri gibi menkul kıymet piyasasında tedavül eden önemli araçlardan birisidir. Bu bakımdan "her türü ile tahvil, borsa işlemlerine çok uygun bir menkul kıymettir"<sup>5</sup>.

Tahviller vasıtasıyla ortaklığa, esas sermayeyi tamamlayan "borç sermaye" getirilmektedir. Ortaklıkların özellikle geçici sermaye ihtiyaçları mevcutsa, ortaklık hisse senedi ihracı suretiyle sermaye artırmaktan ziyade, tahvil ihracı suretiyle bu ihtiyacını gidermeyi tercih edecektir. İdare kontrolünü elde tutma arzusu bunun başlıca sebebidir. Diğer taraftan enflasyonun sağlayacağı menfaatler de ortaklığı, hisse senedi yerine tahvil ihracına yöneltmektedir. Üstelik tahvillere ödenen faizlerin masraf olarak kabulü, vergi yönünden ortaklığa menfaat sağlamaktadır.

Tahviller bazı şartlar altında, yatırımcılar için de hisse senetlerinden daha avantajlıdır. Çünkü, hisse senedi yatırımcılarının elde etmeyi bekledikleri menfaat, ortaklığın kâr edip etmediğine bağlıdır. Tahvil yatırımcıları ise, tahvilin türüne göre, ortaklığın malî durumuna bağlı olmaksızın muhtelif menfaatler elde edebileceklerdir. Diğer taraftan, tahvillere çeşitli teminatlar tanınarak, yatırımcıların tasarrufları teminat altına alınabileceği gibi, temettü dağıtımına iştirak hakkı da sağlanarak hisse senetlerinin, sahiplerine sağladığı malî haklardan yararlanabilirler<sup>6</sup>.

Tahviller, menkul kıymet olarak sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olacak en önemli araçlardan birisidir. Tahvil ihracı yoluyla, biriken küçük tasarruflar, mal ve hizmet üretecek yatırımlara yöneltilebilecek ve böylelikle ekonomik kalkınmada, dolayısıyla millî gelirin artmasında önemli bir unsur olacaklardır. Diğer taraftan tahviller, yatırımcılara temin ettikleri faiz ve sair menfaatler yoluyla, toplumun bütün sosyal dilimlerinin refah düzeylerinin yükselmesine

<sup>5</sup> **TEKİNALP**, Ünal (Sermaye): Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 17.

<sup>6</sup> **İMREGÜN**, Oğuz (Kara Ticaret) : Kara Ticaret Hukuku Dersleri İstanbul 1984, s. 476.

ve dolayısıyla sosyal adaletin gerçekleşmesine yardımcı olurlar.

## II. Tahvil ıkarabilecek Ortaklıklar

TK.'nun tarifinde,tahvillerin yalnızca anonim ortaklıklar tarafından çıkarılabileceği intibai yer almakta ise de, doktrinde bu hususta görüş birliği yoktur. Tekinalp'e göre özel hukuk tüzel kişileri arasında sadece anonim ortaklıklar tahvil ihraç edebilirler<sup>7</sup>. Buna karşılık Erem, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların da tahvil ihraç edebileceklerini savunulmaktadır<sup>8</sup>. Gerçekten ne Ticaret Kanununda ne de Sermaye Piyasası Kanununda bu ortaklıkların tahvil ihraç etmelerini engelleyen bir hüküm vardır. Üstelik SPK.m.4 f.3 hükmü sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamayacağına ilişkin olup tahvilleri yasaklamamıştır. Kanun koyucu bu konuda bilinçli olarak hüküm koymamıştır. Diğer taraftan Domaniç de tahvil ihracının sadece anonim ortaklıklara münhasır bir kredi müessesesi olmadığını savunmakta ve daha da ileri giderek özellikle rehinli tahvil ihracı yetkisinin MK.m.930, 940-972 hükümlerine göre, anonim ortaklıklar dışında kalan ortaklık ve hakiki şahısların da bu senetleri çıkarabileceklerini ifade etmektedir<sup>9</sup>. Bu son görüşe en azından tahvil konusunda katılmamayacağı kanaatindeyiz. Çünkü, Medeni Kanunda düzenlenen bu senetler temelde tahviller gibi borç senetleri olmakla birlikte, TK.'nun düzenlediği tahvil kavramından ayrı bir hukukî müesseseyi ifade ederler. Bir kere değişik kanunlarda düzenlenmiş, şekil şartları ve hükümleri tamamen ayrı müesseselerdir. MK.m.930 hükmü; nama veya hâmiline yazılı tahvillerin iki şekilde taşınmaz rehini ile güvence altına alınabileceğini ifade etmektedir:

(1) dncn tamamı için bir ipotek veya ipotekli borç senedi tesis ve borçlu ile alacaklıları cümlesini birden temsil edecek bir mümessil tayini,

(2) tahvil çıkarmayı üzerine alan aracı kurum yararına, dncn tamamı için bir taşınmaz rehini kurulması ve bu rehinli alacağın da tahvil alacaklıları yararına rehin edilmesi.

Doktrinde, MK.m.940 hükmünde sözü geçen tahvillerin TK.m.420 hükmünde tarif edildiği ancak MK. anlamında tahvilin anonim

<sup>7</sup> TEKİNALP (POROY / AMOğLU) (Ders Kitabı), s. 556.

<sup>8</sup> EREM, Turgut S.: Ticaret Hukuku Prensipleri, c.2, Ticaret şirketleri, İstanbul 1976, s. 318; POROY, R. / EREM, T.S.: Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi için Gerekli Hukuk Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964, s.115.

<sup>9</sup> DOMANIÇ(Kıymetli Evrak), s. 644.

ortaklık veya bir gerçek kişi tarafından da çıkarılabileceği ifade edilmektedir<sup>10</sup>. Kanaatimizce, burada zikri geçen "tahvil" veya "tahvilat" kavramı TK.m.420 hükmünde düzenlenen anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvilleri değil, sadece kıymetli evrak vasfına haiz ve bir taşınmaz rehini ile teminat altına alınmış borç senetlerini ifade etmektedir. İsim benzerliğine rağmen MK. ve TK.'nun düzenlediği tahviller farklı müesseseleri ifade etmektedir. Zira, tahviller TK. hükümlerine göre yalnızca sermaye ortaklıkları tarafından çıkarılabilen borç senetleridir. MK.m.940 hükmünde söz konusu edilen tahviller ise, ortaklık tahvillerinden farklı olduğu gibi, ipotekli borç senetleri ve irat senetlerinden de farklıdırlar. Çünkü tahviller bu anlamda rehin hakkını ihtiva etmezler ve tapu sicil memuru ile hakimin imzasını taşımazlar. Sadece borçlunun ve varsa borçlu olmayan üçüncü şahıs rehinli gayrimenkul malikinin imzaları yer alır ve senet metninde de ihraç şartları, alacağın taşınmaz rehini ile temin edildiği ve mümessilin adı belirtilir<sup>11</sup>. Bütün bu sebeplerden dolayı MK. anlamındaki tahvil kavramı TK. anlamındaki tahvil konusunun dışındadır. Bu tür gerekçelerle TK.'unda düzenlenen tahvillerin gerçek kişilerce de ihraç edilebileceği sonucuna varmak kanaatimizce isabetli değildir. Her iki kanunda sözü geçen tahvillerin isimleri ve temelindeki hukukî ilişki aynı olmakla beraber şekil ve hükümleri bakımından farklı menkul kıymettirler.

Kanaatimizce, mevcut hukuk sistemimiz içinde tahvil ihracının, özellikle tahvil yatırımcılarının korunması açısından sadece anonim ortaklıklara tanınması gerekmele birlikte, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların tahvil ihracını önleyici bir kanun hükmü yoktur.

Diğer taraftan tahvil ihracına ilişkin kurul tebliğleri tahvillerin kurul kaydına alınabilmesi için gerek halka arz da gerek halka arz edilmeksizin ihraçlarda "son üç yıla ait bilanço ve mali tablolar ile denetçi raporlarını" istemekte ve yeni kurulan anonim ortaklıkların tahvil ihraç edemeyeceği intibainı vermekte ve yeni kurulan anonim ortaklıkların tahvil çıkarması fiili olarak engellenmektedir. (Seri:II, No:13, m.18j,k; m.27 d,f). Oysa ne TK. ne de SPK. bu konuda açık veya zımnî bir hüküm ihtiva etmediği gibi Kurul'a da böyle bir düzenleme yetkisi vermemektedir. Gerçi TK.'nun "Anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançooya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz" şeklindeki

<sup>10</sup> CANSEL, E. / GÜRSOY, K.T. / EREN, F.: Türk Eşya Hukuku, Ankara 1978, s. 1152.

<sup>11</sup> CANSEL (GÜRSOY / EREN), s. 1153.

hükmü (TK.m.422), yeni kurulmuş henüz bilanço düzenlememiş anonim ortaklıkların tahvil çıkaramayacağı fikrini doğuruyorsa da, doktrinde TK.422 hükmünden bu sonuca ulaşılamayacağı, bir ara bilanço düzenlenip, genel kurulun onayı alınarak tahvil çıkarılabileceği ve hatta açılış bilançosunun düzenlenmesi ile de bu imkan olabileceği savunulmuş ve mahkeme kararları da bu yönde gelişmiştir<sup>12</sup>. Görülüyor ki gerek SPK. gerek TK. sisteminde anonim ortaklıkların tahvil çıkarabilmesi bir bekleme süresine bağlıdır. SPK. ve TK. sistemlerinde tahvil çıkarabilmek için bilançonun tasdikine kadar bir süre beklenmesi gerekmekte, ortaklık yıllık bilanço ile tahvil çıkarmak istiyorsa o zaman hesap dönemini tamamlayıp, bilançosunu genel kurula tasdik ettirerek tahvil çıkarma imkanı elde edecek veya doktrinde kabul edildiği üzere kuruluş yahut ara bilançonun tasdiki ile bu süreyi azaltabilecektir.

Ancak kuruluşta ve hatta kuruluştan kısa bir süre sonra borçlanma senedi olan tahvil ihracının alıcılar üzerinde olumsuz etki yapacağı, mukayese imkânı bulunmadan, şirket tanınmadan yatırımcıların sağlıklı bir karar veremeyeceği de gözden uzak tutulmamalıdır. Bu bakımdan doktrinde de konunun kendiliğinden bir süre içerdiği ifade edilmektedir<sup>13</sup>. Kurul da düzenlemelerinde mevzuatta hiçbir hüküm bulunmamasına rağmen bu süreyi 3 yıl olarak zımnen hükme bağlamıştır. Ancak bunun hukuki dayanağı yoktur.

Diğer taraftan 93/3983 sayılı tahvil ihraç limitlerini artıran Bakanlar Kurulu kararı da, artış katsayısının uygulanabilmesi için son yıla ait malî tablolara göre dönem kârı elde etme şartı öngörmekte, kâr elde edilmemişse de kurul onayı ve bağımsız denetleme şartıyla öngörülen katsayının yarısı kadar ihraç limiti öngörmektedir. Bu karar da yeni kurulmuş ortaklıkların bir yıldan önce tahvil çıkarma imkânını açıkça belirtmemekle birlikte fiilen engellemektedir.

### III. Tahvillerin şekli

TK.'m.427 hükmüne göre tahvillerde bulunması zorunlu unsurlar şunlardır;

<sup>12</sup> **POROY, Reha / TEKİNALP, Ünal / ÇAMOĞLU**, Ersin: Ortaklıklar Hukuku, c.1, 2. bası, İstanbul 1975, s.583; **TEKİNALP, Ünal** (14) : "Yargıtay'ın Tahvil Çıkarılmasına İlişkin Bir kararı Üzerine Düşünceler ve Değerlendirme", İktisat Maliye Dergisi, c.23, sa.11, s.457 vd.; **ÖÇAL, Akar** : "Anonim Şirketin Tahvil İhraç Edebilmesi İçin Muayyen Bir süre Faaliyette Bulunması Şartıdır?", İktisat ve Maliye Dergisi, Y.1989, sa.8, s.316.; 11.HD. 20.11.1975 gün ve E. 4884 / K.6596 (ÖÇAL, s.316).

<sup>13</sup> ÖÇAL, s.318.

1. İzahnamede zikri gereken hususlar,

İzahnamede belirtilmesi gereken hususlar ise TK.m.425 hükmünde belirtilmiştir. Buna göre izahnamede aşağıdaki hususların yer alması zorunludur;

a. şirketin unvanı mevzuu merkez ve müddetini.

b. Esas sermayenin miktarını.

c. Esas mukavele tarihini ve bunda değişiklikler yapılmışsa bunlarında tarihiyle ilân edildikleri tarihleri.

d. şirketçe tasdik edilmiş son bilânçoya göre şirketin durumunu.

e. Çıkarılmış ve çıkarılacak tahvillerin itibarî kıymetlerinin tutarını ve bu kıymetlerin şirkete ödeme suretini ve her tahvilin hamiline ait olduğunu ve tahvillerin itfa sureti ve zamanını.

f. Tahvil çıkarılmasına dair umumî heyet kararının tescil ve ilân tarihi.

g. şirketin menkul veya gayrimenkulleri evvelce çıkarılan tahvillerden veya diğer bir sebepten dolayı rehin edilmiş veyahut teminat gösterilmişse bu cihetleri.

2. Tahvillerin ana sermaye ve faizlerin ödeme şartları,

3. Varsa itfa planı,

4. Tahvillerin şirket namına imza etmeye salâhiyeti olanlardan en az ikisinin imzası.

İmza damga veya mühür şeklinde olabileceği gibi matbu olabilir.

SPK. tahvillerin şekli hususunda hüküm ihtiva etmemekle birlikte Kurul bir tebliğ ile tahvillerin hem şekil şartlarını hem de baskı usul ve şartlarını oldukça detaylı bir şekilde düzenlemiş ve tahvil örneklerini belirlemiştir<sup>14</sup>.

#### **IV. Tahvillerin Devri**

Türk hukukunda tahviller, ortaklık borçlarının kıymetli evrak niteliğine sahip senetlere bağlandığını ifade eder. Tahviller doktrinde istisnasız kıymetli evrak olarak kabul edilmektedir<sup>15</sup>. Özellikle hâmile yazılı tahviller hususunda, TK.m.570 ve 573 hükümleri, hâmiline yazılı hisse senetlerinde olduğu gibi tahvillerin de kanunen kıymetli

<sup>14</sup> Bkz. Seri :II, No:11, m.1-12 ve ekleri.

<sup>15</sup> TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (9. bası),s. 696vd.; EREM, s. 319; DOMANIÇ(Kıymetli Evrak), s. 643; İMREGÜN (Kara Ticareti), s. 488.



evrak olduğunu göstermektedir. Hâmiline yazılı olan bir senet kıymetli evrak olarak kabul edilebildiğine göre, aynı senedin nama yazılı olması halinde de kıymetli evrak olarak kabul edilmemesi için bir sebep yoktur. Aksine kıymetli evrak olduğuna bir karine teşkil eder. Bunun sonucu olarak da tahvil sahipleri, tahvilden doğan haklarını ancak tahvil senetlerini ibraz ederek kullanabilirler. Ortaklık ise tahvilden doğan borçlarını ancak kıymetli evrak hükümleri çerçevesinde ödemekle borcundan kurtulabilir.

Tahvillerin devri hususunda, Türk pozitif hukukunda (gerek Ticaret kanunumuzda gerekse SPK.'muzda) hüküm bulunmamaktadır. Ancak TK.m.425, f.1,b.5, tahvillerin nama veya hâmiline düzenlenebileceğini ifade etmektedir. Bu bakımdan Türk hukukunda tahvillerin emre kaydını ihtiva etmesi mümkün değildir (TK.m.425 f.1,b.5). Diğer taraftan tahviller esasen birer kıymetli evrak olduklarından, devirlerinin de kıymetli evrak hükümlerine göre yapılması gereklidir. Nama yazılı tahvillerde alacaklının adı ve soyadı veya tüzel kişilerin ticaret unvanı açıkça yer alır. Kıymetli evrak olmaları sebebiyle de nama yazılı tahvillerin devri, senet üzerine veya ayrı bir kağıda yazılı devir beyanının imzalanması ve senet üzerindeki zilyetliğin devri suretiyle yapılır. Kanun veya sözleşme ile başka kimselerin, bu arada bilhassa borçlunun da devre iştirakleri mecbur kılınabileceğinden (TK.m.559 f.3), nama yazılı tahvillerin devrinde borçlu ortaklığın rızası da aranabilir. Böyle bir sözleşme yoksa, devrin ortaklığa karşı geçerli olabilmesi için, nama yazılı hisse senetlerinin aksine, ortaklık muvafakatine gerek yoktur. TK.m.428 hükmüne göre, nama yazılı tahvillerin kaydına mahsus bir defter tutmak zorunda olduğundan devrin de bu deftere kaydı gerekir. Bu halde de hisse senetlerinin aksine tahvillerde, ortaklık deftere kayıttan imtina edemez. Ancak devreden tahvil bedelinden dolayı bakiye borcu varsa, bu bedel ortaklığa ödeninceye kadar borcun nakli söz konusu olduğundan, ortaklık BK.m.173 vd. hükümleri gereğince kayıttan imtina edebilir. Bunun da hukukî mahiyeti alacağın temlikidir (BK.m.162 ve TK.m.559 f. 2). Nama yazılı tahvillerin devrinin ciro ile yapılması mümkün değildir. Her ne kadar TK.m.416 nama yazılı hisse senetlerinin devrinde ciro yoluyla devri öngörmüşse de, bu hüküm yalnız hisse senetleri için istisnaî bir durum ortaya koymaktadır. Bu bakımdan emre yazılı olmayan diğer kıymetli evrakın ve dolayısıyla tahvilin devrinde bu hüküm uygulanamaz <sup>16</sup>.

Hâmiline yazılı tahvillerin devrinde ise hâmiline yazılı

<sup>16</sup> TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (2. bası), c. 1., s. 575.

senetlerin (kıymetli evrakın) devrine ilişkin prensipler uygulanır. Buna göre hâmiline yazılı tahvilde, "mündemiç olan hakkın devri, senet üzerindeki zilyetliğin devri ve devir sözleşmesiyle olur. Devir sözleşmesinin geçerliliği şekle bağlı değildir<sup>17</sup>. Bu bakımdan senet üzerindeki zilyetliğin devri hem hakkın devrini, hem de devir sözleşmesini ifade eder. Bu özelliği dolayısıyla hâmiline yazılı tahvillerin devri herhangi bir sözleşme veya esas sözleşme ile men veya tahdit edilemez.

Ayrıca, tahviller kıymetli evrak olduklarından, nama yazılı tahvillerin hâmiline yazılı tahvile çevrilmesi mümkündür. Ancak bunun için tahvilin kendisine hak verdiği ve borç yüklediği bütün kimselerin muvafakatının alınması ve bunun bizzat senet üzerinde yazılması gereklidir (TK.m.562 f.1). Hâmiline yazılı tahvillerin nama yazılı tahvil haline getirilmesinde de aynı usul uygulanır (TK.m.562 f.2).

#### **V. Tahvillerin Sahiplerine Sağladığı Haklar**

Tahviller, hisse senetlerine benzemekle birlikte, tamamen ayrı bir hukukî ilişkiyi ifade ederler. Her şeyden önce ortaklıkta bir payı değil ortaklıktan bir alacağı temsil eden senetlerdir. Bu bakımdan ortaklık borçları üzerindeki bir payı temsil ederler.

Tahviller, yatırımcılarına senedin tâbi olduğu şartlara göre değişen ve yatırımın hukukî semeresi olarak ifade edilebilecek çeşitli malî haklar da sağlarlar. Bu semereler faiz şeklinde olabileceği gibi; prim, ikramiye, temettü dağıtımına iştirak veya bunlara benzer malî menfaatlere iştirak şeklinde de olabilir. Tahviller, ortaklık borçlarını temsil ettikleri için gerek hukukî semereleri gerekse vâdede ana paraları, hisse senetlerine temettü dağıtımından önce ödenirler. Bu husus Türk Ticaret Kanununda da açıkça düzenlenmiştir (TK.m.457).

Türk hukukunda tahviller hisse senetleri gibi doğrudan doğruya yönetime katılma hakkı vermezler. Ancak gerek Ticaret Kanunumuz gerek Sermaye Piyasası Kanunumuz muhtelif hükümler vasıtasıyla tahvil yatırımcılarının menfaatlerini koruma imkânlarını düzenlemektedir. Böylece tahvil sahipleri yönetime iştiraktan çok yönetime etki edecek imkânlarla sahip olmaktadırlar. Tahvil sahiplerinin belirli durumlarda alacağın ödenmesi, teminat gösterilmesi, ortaklığın feshini talep ve dâva hakkı gibi çeşitli şahsî hakları vardır. Bu haklar ortaklık alacaklısı sıfatlarından doğmaktadır. Bu hakların ve muayyen durumların başlıcaları şunlardır:

<sup>17</sup> KINACIOĞLU, Naci: Kıymetli Evrak Hukuku, Ankara 1993, s.18, s. 52.

(1) Kuruluştaki vesikaların doğru olmaması (TK.m.305), esas sermaye hakkında yanlış beyanlarda bulunulması (TK.m.306), ayın nev'inden sermayeye değer biçilmesinde hile yapılması (TK.m.307) gibi, kuruluştaki hileleri ifade eden hususlarda tahvil sahiplerinin aleyhine veya kurucular ile kurucuların fiillerine iştirak edenler aleyhine yahut bu hususta ihmalleri görülen ilk idare meclisi ve denetçiler aleyhine (TK.m.308) dâva açma hakları vardır (TK.m.309 f). Mahkemece hükmolunacak tazminat ortaklığa verilir (TK.m.309 f.1). Çünkü tahvil sahipleri tüm alacaklarını ortaklıktan talep etmek zorundadırlar. Ancak bu hüküm sayesinde bütün ortaklık alacaklıları ve dolayısıyla tahvil sahipleri ortaklık muamelelerini dolaylı da olsa denetleme imkânına sahip olmaktadır.

(2) Yönetim kurulunun ve dışarıdan atanan müdürlerin mesuliyetini gerektiren hallerde (TK.m.336, 342) de tahvil sahipleri sorumluluk dâvası açma hakkına sahiptirler (TK.m.340).

(3) Tahvil sahipleri yine ortaklık alacaklısı sıfatlarından dolayı, ortaklık esas sermayesinin azaltılması halinde, alacaklarının ödenmesini veya teminat gösterilmesini isteyebilirler (TK.m.397 f.1).

(4) Ortaklık pay sahipleri sayısının beşten aşağı düşmesi, ortaklığın kanunen gerekli organlarından birinin mevcut olmaması veya genel kurulun toplanmaması hallerinde tahvil sahipleri durumun düzeltilmesini isteyebilir. Aksi takdirde ortaklığın feshi için mahkemeye başvurabilir (TK.m.435).

(5) Ortaklık alacakları (ve dolayısıyla tahvil sahipleri) esas sermayenin üçte ikisini kaybeden ortaklığın feshini dâva edebilirler (TK.m.436).

(6) Anonim ortaklığın nevi değiştirmesi yani limited ortaklığa çevrilmesi halinde de tahvil sahipleri, alacaklarının ödenmesini veya teminat gösterilmesini talep edebilirler (TK.m.555).

(7) Ticaret Kanunumuz tahvil sahiplerini bir bütün olarak ele almakta ve her tahvil sahibini ortaklığın aynı seride çıkardığı tahvillerdeki itibarî değer oranında alacaklı olduğunu kabul etmektedir. Bu bakımdan da aynı serideki tahvil sahiplerine bir heyet olarak TK.m.429 ve 432 hükümlerinde çeşitli haklar tanımaktadır. Ancak TK.m.430'un gösterdiği heyet yetkileri daha çok, ortaklık lehine alınacak; teminatların azaltılması veya kaldırılması, faiz vâdelerinin uzatılması ve itfa şartlarının değiştirilmesi, tahvil sahiplerinin alacaklarına mukabil hisse senedi almalarının kabul edilmesi gibi kararlarla ilgilidir. Bu açıdan sermaye piyasası için

tehlikeler arz edecek mahiyettedir.

## **VI. Tahvil Türleri**

### **A. Genel Olarak Tahvil Türleri**

Tahviller genellikle sahiplerine vadede ana paralarını geri alma ve vadeye kadar belirli dönemlerde faiz alma hakkı verirler ve ortaklığın temettü dağıtımından önce bu haklarını alırlar (T.K.m.457). Tahvillere tahvil alacağıının yanında muhtelif hak ve menfaatler de tanınabilir<sup>18</sup>. Tanınacak hakkın mahiyetine göre de muhtelif adlar altında tahvil ihdası mümkündür. Türk hukukunda tahviller, teorik olarak sahiplerine faiz alma hakkı ile birlikte veya faiz hakkı bulunmadan değişik menfaatler sağlayabilir. Tahviller, bu menfaat çeşitlerine göre de değişik adlar alabilirler. Primli tahviller, ikramiyeli tahviller, kâr iştirakli tahviller, hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller, değişir kıymetli, teminatlı tahviller ve muhtelif rüçhan hakları sağlayan tahviller veya bunların kombinezonları gibi çeşitli şekillerde olabilir. Ortaklıkların bu tür tahvilleri ihracını engelleyecek hiç bir hüküm, ne Ticaret Kanunumuzda ne de Sermaye Piyasası Kanunumuzda yer almaktadır. Üstelik TK.m.421 ikramiyeli tahvillerden açıkça söz etmekte, SPK. m.14 hükmü de hisse senedi ile değiştirilebilir tahvilleri düzenlemektedir. Doktrinde de bu tür tahvillerin çıkarılabileceği tartışmasız kabul edilmektedir<sup>19</sup>.

Buna karşılık, T.C.M.B., 1 Temmuz 1987 tarihli tebliğindeki (R.G: t. 1 Temmuz 1987, sa. 17829) 3. madde hükmü ile faiz dışında menfaat sağlayacak tahvilleri yasaklamıştır. Söz konusu maddeye göre, "Tahvil sahiplerine nakdî ikramiyeli çekilişler de dahil her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz". Bu hüküm kanaatimizce gerek TK. gerek SPK. hükümlerine aykırıdır ve hukukî destekten yoksundur. Her şeyden önce tebliğlerin kanun hükümlerine uygun olması şarttır. Kanuna aykırı tebliğ olamaz. Bu bakımdan tebliğin bu maddesinin hukuki geçerliliği de yoktur. TK. m.421 hükmünün tanıdığı ikramiyeli tahvillerle, SPK. m. 14'ün düzenlediği hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvillerin bile çıkarılması, hukukî destekten yoksun bu tebliğe göre yasaklanmış görünmektedir. Kanuna aykırı olan ve hiçbir hukukî desteği bulunmayan tebliğin bu maddesinin iptalini temenni etmekteyiz. Bu tebliğe rağmen Türk hukukunda yukarıda söz konusu ettiğimiz çeşitli

<sup>18</sup> EREM, s. 490 vd; **DOMANIÇ, Hayri** (1) : "Tahvil Senetleri", BATIDER, Aralık 1973, c. 7. sa. 3, s. 668 vd.

<sup>19</sup> **TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU)** (9.bası), s. 700;EREM, s.320 vd.; **DOMANIÇ** (Kıymetli Evrak), s. 668 vd.

tahvillerin ihracı her zaman mümkündür ve kanuna uygundur.

## **B. Sahibine Sağladıkları Haklara Göre Tahvil Türleri**

TK., SPK. ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğlerinde adı geçen, çıkarılma şart ve esasları düzenlenen tahvil çeşitleri, adi tahviller, primli veya ıskontolu tahviller, kâr iştirakli tahviller (Seri:II, No:16) ve ikramiyeli tahvillerdir (TK.m.421). Ancak tahvil türleri bu kadar değildir. Tahvilin sahibine sağladığı hakka göre değişik adlarda başka tahvil türlerinin ihdası da mümkündür. "teminatlı tahviller", "garantili tahviller", "rüçhan hakkı veren tahviller", "opsiyonlu tahviller" ve bunlardaki hakların kombinezonlarının sağlanması suretiyle teşkil edilebilecek birçok tahvil türünden bahsedilebilir.

### **1. Adi Tahvil**

Yalnızca sahiplerine faiz alma hakkı sağlayan tahviller "adi tahvil" şeklinde adlandırılabilir. Bunlarda faiz bir ortaklık borcu olduğundan temettü dağıtımından önce ödenir. Ortaklığın çıkaracağı bu tür tahvillerin miktar, faiz ve satış şartlarının tespitinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından alınmış kararlara uyulur (1211 sayılı T.C.M.B. Kanunu m. 40, II d)<sup>20</sup>.

Özel sektöre mensup anonim şirketler nama veya hamiline yazılı olarak çıkaracakları tahvillerin faiz oranlarını serbestçe belirlerler (TCMB. tebliği m.1). Tahvillere ödenecek faiz ve bununla ilgili esaslar tahvil metni, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılarca belirlenir. Faiz ödemeleri 3 ayda bir, 6 ayda bir (TCMB. tebliği m.1) veya yılda bir defada kuponlara bağlı olarak yapılabilir. Aynı tertibe dahil farklı serilerdeki tahviller için de değişik faiz tespit edilebilir. Ana para ve faiz ödemeleri satışın yapıldığı yerlerde izahnamede gösterilen bankalar vasıtasıyla yapılır (Seri:II, No:13, m.14).

Tahviller sabit faizli veya değişken faizli olabilirler.İhraççılar faiz belirleme usul ve esasları izahname, sirküler ve tahvil metninde açıkça gösterilmek kaydıyla değişken faizli tahvil ihraç edebilirler (Seri:II, No:13, m.15). Değişken faizli tahvillerin faiz ödeme şartları da Kurul'ca belirlenmiştir (Seri:II, No:13, m.16).

<sup>20</sup> Bkz. Merkez Bankası Tebliği: RG. t.23.7.1980, sa.17056; t.3.7.1981, sa.17889; t.5.10.1982, sa.17829; t.30.12.1982, sa.17914; t.15.3.1984, sa.18342; t.1.7.1987, sa.19504; t.18.1.1986, sa.18992; t. 28.12.1985, sa 18972; t. 8.11.1988, sa.19983.

## 2. Primli veya İskontolu Tahviller

Primli veya ıskontolu tahviller ise, sahibinin yatırımından dolayı vermiş olduğu borcu, kendi lehine bir farkta geri almasını sağlayan tahvil türüdür. Bunlar ihraç primli olabileceği gibi itfa primli de olabilirler. Bu tür tahvillerde de ıskonto veya primin yanında ayrıca faiz hakkı da tanınabilir. TK. ve SPK.'nda primli veya ıskontolu tahvilden bahsedilmemesine rağmen bunları engelleyici bir hüküm de yoktur.

 zerinde yazılı değerle ihraç edilen tahviller primsiz (başabaş) tahvillerdir. Primli tahvil ise, sahibinin yatırımından dolayı vermiş olduğu borcu, kendi lehine bir farkla geri almasını sağlayan tahvil çeşididir.

Bu tür tahvillerde, tahvil sahibine ortaklıkça sağlanan menfaat; ya senedi satın alırken nominal değerden düşük bir fiyatla satın almak, ya da vadede alacağını tahsil ederken nominal değerin üstünde ana parasını geri almak şeklide kendini gösterir. İlk halde ihraç primli tahvilden, ikinci halde de itfa primli tahvilden bahsedilir. Bu tür tahvillere, ıskonto veya primin haricinde faiz alma hakkı veya başka bir menfaat temini de mümkündür. Ancak genel kurulun veya yönetim kurulunun bu hususta karar alması gerekir(TK.m.423, 424; SPK. m.13). Ayrıca esas sözleşmede de bu hususta hüküm bulunmalıdır.

Primli tahvillerin yatırımcılar açısından cazibesi büyüktür. Gerek ihraç primli tahviller, gerekse itfa primli tahviller özellikle enflasyonist ortamda yatırımcıları kendisine çekecek ve sermaye piyasasına canlılık kazandıracak mahiyettedir.

İhraç primi veya itfa primi; tahvilin satışı ile ele edilecek kredi için bir gider ve faiz niteliğindedir<sup>21</sup>. Diğer taraftan primlerin kâra göre veya kabul edilecek bir endekse göre değişken olarak kabul edilmesi de mümkündür. Bu tür tahviller doktrinde genellikle endeks tahviller olarak adlandırılırlar<sup>22</sup>.

Anonim ortaklıkların bu iki tahvil türünü çıkarmasını engelleyecek bir hüküm, ne Ticaret Kanununda ne de Sermaye Piyasası kanununda vardır. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri<sup>23</sup> de tahvillere faizden başka muhtelif hak ve menfaatler sağlanabileceğini göstermektedir. Ancak, T.C. Merkez Bankası<sup>24</sup>, "Tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişler de dahil her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir

<sup>21</sup> İMREGÜN ( Kara Ticaret ) , s.490.

<sup>22</sup> TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) ( 9.bası), s.700.

<sup>23</sup> Seri :XI, No: 13.

menfaat sağlanamaz" kararını almıştır<sup>25</sup> Bu karar kanaatimizce, TK. m.421 ve S.P.K.m.14 hükümleri karşısında hukuki destekten yoksundur. Bu sebeplerden, söz konusu TCMB. tebliğ hükmüne rağmen Türk hukukunda primli veya ikramiyeli tahvil ihracı mümkündür.

Anayasadaki sözleşme serbestisine de tahditler getiren bu tür tebliğler yatırımcıları korumaktan ziyade yatırımcıları tahvillerden uzaklaştıracaktır. Hükümetin ekonomi ve para politikasına göre değişik faiz oranları, tahvil sahiplerinin yatırımlarından bekledikleri menfaatlere ters düşmesi ve yatırımcılar aleyhine gelişme göstermesi her zaman imkan dahilindedir. Özellikle uzun dönemli yatırım vasıtası olan tahvillerdeki bu tür sınırlamalar ve şartlarda meydana gelebilecek değişiklikler yatırım riskini büyük ölçüde artıracaktır. Bu ise yatırımcıları tahvillerden uzaklaştıracaktır. Çünkü, yatırımcı yatırımının ileride ne getireceğini az çok tahmin etmek isteyecek ve yatırımından beklediği menfaatin hükümetin uygulayacağı para ve ekonomi politikasından bağımsız olmasını arzulayacaktır. Burada yatırım muamelesi bir sözleşmeyi ifade ettiğinden, yatırımcı sözleşme şartlarını hukuki çerçeveler içinde kendisi belirlemek isteyecektir. Halbuki söz konusu ettiğimiz tebliğ sözleşme şartlarını tarafların iradeleri dışındaki bir takım politik değişkenlere bağlamaktadır. Üstelik kanun hükümleri de göz önüne alınmadan hazırlanan tebliğler Sermaye Piyasasına olan güveni azaltıcı mahiyette olmaktadır. Bütün bu sebeplerden dolayı temennimiz, çıkarılacak tebliğlerin kanuna uygunluğuna azami özen ve dikkatin gösterilmesi ve tebliğlerin hukuki gerekçelerinin bulunmasıdır.

### 3. Kâr İştirakli Tahvil

Tahvillerin başlıca hukuki semeresi faizdir. Ancak ortaklıklar TK. m.279 b.5 hükmü uyarınca ortaklık alacaklısı durumunda olan tahvil sahiplerine de ortaklık kazancından sağlanacak hususi menfaatler verilmesine de karar verebilirler. Ancak bu hususun ortaklık esas sözleşmesinde yer alması veya sözleşmenin uygun olarak (TK.m.385-390) değiştirilmesi gerekir. Böylece tahvil sahiplerine öngörülen faiz ile birlikte veya faiz şartı olmadan yalnızca temettü payına iştirak hakkı tanınabilir<sup>26</sup>. Bu tür tahvillere, temettü dağıtımına iştirak hakkı

<sup>24</sup> SPK.m.5 ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu m.4, 40 hükümleri tahvillerin miktar ve satış şartlarının tespitinde T.C. Merkez Bankası kararlarına uyulacağını hükme bağlamaktadır.

<sup>25</sup> RG. t.5 Ekim 1982 sa.17829; Değişiklik. RG. t.15 Mart 1984, sa. 16342 T.C.M.B. Tebliğ m. 3.

<sup>26</sup> İMREGÜN ( Kara Ticaret ), s.493; TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (9. bası), c.1, s.700.

veren veya kâr iştirakli tahviller adı verilir.

Mevzuatımızda mevcut olan bu imkân, Türk parasını Koruma hakkında 22 sayılı karar<sup>27</sup> ile, "Kâra iştirakli tahvil" adı altında özel bir düzenlemeye tabi tutulmuştur. Ayrıca 1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu yayınladığı ve daha sonra 1992 tarihinde yeniden düzenlediği tebliğ ile<sup>28</sup> kâra iştirakli tahvillerin çıkarılabileceğini açıkça ortaya koymuş ve bu tür tahvillerin nitelikleri ve çıkarılmasında uyulacak esasları sade bir şekilde düzenlemiştir (Seri:II, No:16). Bu tebliğ de yukarda söz konusu ettiğimiz T.C.M.B. tebliğinin m. 3 hükmünü hukuki destekten yoksun bırakmaktadır. Diğer taraftan T.C.M.B. bildirisinin de sadece adi tahviller (yalnızca faiz hakkı temin eden faizler) için geçerli olduğu kanaatindeyiz<sup>29</sup>.

Bundan böyle ihraççılar TK.m.422 veya SPK.m.13 hükümleri çerçevesinde kâra iştirakli tahvil çıkarabilmesi için esas sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında bu hususta hüküm bulunması veya esas sözleşmenin usulüne uygun bir şekilde değiştirilmesi şarttır (Seri:II, No:16, m.3 f.1). Kâra iştirakli olarak çıkarılacak tahviller, diğer tahvillerin tâbi bulunduğu Kurul'a kayıtları ve işlemleri ile Kurul'un tahvil ihraçlarına ilişkin diğer düzenlemelere tâbidir( Seri:II, No:16, m.3 f.2). Bu tahvillerde diğer tahviller gibi ana para ödemeli ve nama veya hamiline yazılı olarak çıkarılabilir. Ancak diğer tahvillerden farklı olarak, ana paraların ödenmesi yıllara dağıtılamaz, vade sonu ana para ödemeli olarak çıkarılabilirler (Seri:II, No:16, m.3, f. 3,4).

İhraççılar, kurul'un muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemelerini esas alarak mâli tablolarını hazırlarlar veya kâra iştirakli tahviller dolayısıyla ödenecek kâr payının hesaplanmasında bu malî tablolar kullanılır. Tahvillere her yıl verilecek kâr payının hesap şekli ve ödeme zamanı izahname ve sirkülerde gösterilir ve tahvilin ön yüzüne kâra iştirakli olduğu açıklanır. İhraççılar, tahvillerde verilecek dönem kâr payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilir (Seri:II, No:16, m. 4):

(a) Faiz ve buna ek olarak, tahvil tertibi için belli edilen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşecek payın ödenmesi,

(b) Kâr payının maktu faizden daha az olması halinde faiz ödenmesi, getirisine eşit veya daha fazla kâr payı tahakkuk etmişse

<sup>27</sup> RG. t.29.8.1974, sa. 14991.

<sup>28</sup> RG. t.18.11.1983, sa. 18220.

<sup>29</sup> Benzer görüş için bkz. TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (2. bası) c.1, s.605.



kâr payının ödenmesi,

(c) Bir faiz öngörülmezsizin, tahvil tertibi için belli edilen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi.

Görülüyor ki tebliğe göre, ortaklık isterse tahvil sahibine hem faiz hakkı, hem de kâra iştirak hakkını birlikte verebileceği gibi sadece kâra iştirak hakkı da verebilir. Bu tamamen ortaklığın serbestçe ana sözleşmesinde tespit edeceği esas ve şartlara bağlıdır. Kanaatimizce faiz hakkı veren ve kâra iştirak hakkı veren kombinezonda olduğu gibi, tahviller diğer tahvil çeşitlerinin ikili veya üçlü ya da daha çok kombinezonları şeklinde de çıkarılabilir.

Hisse senetleri halka arz edilmiş veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar açısından tahvillere ödenecek kâr payı, Kurulca belirlenen ilke ve esaslara göre ayrılacak birinci temettü miktarını azaltamaz. Ancak bu ortaklıklar tahvillere ödenecek kâr payını birinci temettüe esas baz üzerinden hesaplayabilirler (Seri:II, No:16, m.4 f.4).

İhraççılar ödenecek faizlerin ödeme zamanlarını yürürlükteki mevzuata göre belirlemekte serbesttirler. Faizler izahnamede belirtilen vadelerinde ödenir. Tahvillere ödenecek kâr payı, en geç olağan genel kurulca bilançonun onaylanmasını izleyen iki ay içinde, gerekli duyurular yapılarak tahvil sahiplerinin emrine hazır tutulur. Tahvilin bilanço pasifinde bir yıldan daha kısa süre kalması halinde, kâr payı, yıllık olarak hesaplanan tutardan bu süreye düşen miktar üzerinden hesaplanır. Tahvil sahipleri kâr payı hesapları hakkında TK.m.362 hükmünde düzenlenen malumat alma hakkından yararlanırlar (Seri:II, No:16, m.5).

Kâra iştirakli tahvilleri çıkaran ihraççıların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, denetçileri, murahhas müdür, genel müdür ve yardımcıları, yetki ve sorumluluk bakımından belirtilen görevlere benzer görevde bulunan kişiler ile bu kişiler veya ihraççıların yönetim veya denetim veya sermaye bakımından ilişkili bulunduğu diğer teşebbüs veya şahıslar, ilgili ihraççıların çıkardıkları kâra iştirakli tahvilleri satın alamazlar(Seri:II, No:16, m.6).

Tahvil çıkaran ihraççılar, kesinleşen tahvil kâr payı hesaplarını ve ödeme zamanını bilançonun onayından itibaren 6 iş günü içinde Kurul'a bildirirler (Seri:II, No:16, m.7).

#### **4. İkramiyeli Tahvil**

İkramiyeli tahviller, sahiplerine faiz veya sair menfaatler yanında tesadüfe bağlı menfaatler temin eden tahvil çeşididir. TK.m.421

hükümü açıkça ikramiyeli ve ikramiyesiz tahvil çıkarılabileceğini hükme bağlamıştır. Bir tertipte çıkarılan tahvillerin her biri sahiplerine eşit hak ve şans temin etmesi gerektiğinden (TK.m.220), ikramiye verilmesi için düzenlenecek çekilişe aynı tertipteki bütün tahvil sahiplerinin katılması şarttır. Ayrıca tertibi ne olursa olsun bütün tahvil sahiplerinin çekilişe katılması öngörülmüş olabilir. Bu halde bütün tahvillerin ikramiyeli olarak çıkarılmış olması gerekir.

İkramiyenin hukuki mahiyetine gelince, ikramiye tahvil çıkarılmak sureti ile ortaklıkça elde edilen kredi maliyetinin bir unsuru, yani faizin bir parçasıdır. Tahvil sahipleri açısından ise alacakları faizin veya menfaatin bir kısmından feragat edip, bu feragat karşılığında, terk edilen meblağların tahvil çıkarma şartlarında öngörülen usul uyarınca bir piyango çekilmesi suretiyle isabet edenlere verilmesidir ki bu da tam anlamı ile BK.m.506'da öngörülen piyango keşidesine münfer olmaktadır<sup>30</sup> ve nakis bir borç doğurmaktadır. TK.m.421 ikramiyeli tahvil çıkarmaya açıkça cevaz vermiştir. Bunun tebliğ veya yönetmeliklerle yasaklanması hukuken geçersizdir. Ancak, para ikramiyeli tahvil çıkarmak isteyen ortaklık BK.m.506 uyarınca hükümetten izin almalıdır<sup>31</sup>.

### **5. Teminatlı Tahviller**

Teminatlı tahvillerde, tahvil sahibinin faiz ve ana para alacağı teminat altına alınmıştır. Ancak bu tahviller, MK'nun düzenlediği ve başka bir menkul kıymeti ifade eden ve şahıslar tarafından düzenlenebilen tahvillerden ayrılır. Çünkü teminatlı tahvillerle ifade ettiğimiz tahvil çeşidi TK. ve SPK.'nunda düzenlenen ve sadece ihraç eden ortaklık borçlarına temsil eden tahvillerdir.

### **6. Garantili Tahviller**

Adi tahvillerde, sadece ihraççının mal varlığı anapara ve faiz alacağı için teminat özelliği taşır. Bunun haricinde aynî veya şahsî bir teminat söz konusu değildir. Garantili tahvillerde ise, satış şansının artırılması için tahvil sahibinin faiz ve ana para alacağı, üçüncü bir gerçek şahıs veya bir banka tarafından yahut tüzel kişi tarafından garanti edilmektedir. Garanti ihraç edilen tahvillerin anapara ve faizlerinin vadede ödenmesini ihtiva eder.

### **7. Rüçhan Hakkı Veren Tahviller**

<sup>30</sup> İMREGÜN (Kara Ticaret) , s. 491.

<sup>31</sup> İMREGÜN (Kara Ticaret), s. 492; TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (9. bası), s.698.

Rüçhan hakkı veren tahvillerle, tahvil sahibi faiz ve ana para alacağı yanında, ortaklığın yeni çıkaracağı hissi senetlerinin satın alınması hususunda bir rüçhan hakkına da sahip olmaktadır. Tahvil sahibi bu hakkını kullanıp kullanmamakta serbesttir.

### **8. Opsiyonlu Tahviller**

Opsiyonlu tahvillerde esasen rüçhan hakkı veren tahviller gibidir. Ancak bunlarda, yeni çıkarılacak tahviller alanında daha önce tespit olunan irat ve zamanla önalm hakkı kullanılmakta ayrıca bu hakkı veren opsiyon senedi söz konusu tahvilden ayrı da olabilmektedir. Bu suretle opsiyon senetlerinin de bir menkul kıymet olarak ayrıca tedavüle sağlanabilmektedir.

Tahvil sahiplerine, bu tür hakların bir veya birden fazlası birlikte tanınabilir ve bu suretle değişik tahvil türleri yaratılabilir.

Tahvillere kanunen tanınabilecek diğer bir hak da, tahvillerin hisse senetleriyle değiştirilebilme imkânıdır (TK. m. 430 b. 4; SPK.m.14).

### **9. Değişken Faizli Tahviller**

Tahvil faiz oranları, enflasyon nedeniyle piyasada cari faiz oranlarının gerisinde kalma riskine karşı öngörülmuş tahviller "değişken faizli tahvillerdir." Bunlardaki faiz oranı ihraççı tarafından kabul edilebilecek (bakanlar kurulu kararları, merkez bankasının reeskont faizlerine ilişkin kararları, bankaların değişen mevduat faiz oranları gibi) kriterlere göre değişebilen faiz oranlarını ifade eder.

Tahviller sabit faizli veya değişken faizli olabilirler.İhraççılar faiz belirleme usul ve esasları izahname, sirküler ve tahvil metninde açıkça gösterilmek kaydıyla değişken faizli tahvil ihraç edebilirler (Seri:II, No:13, m.15). Değişken faizli tahvillerin faiz ödeme şartları da Kurul'ca belirlenmiştir. Buna göre (Seri:II, No:13, m.16);

- Değişken faizli tahvillere uygulanacak faiz oranı ilk faiz ödeme dönemi için izahnamede açıkça gösterilir. Müteakip dönemlerde ödenecek faizin hangi esaslara göre yapılacağı da izahnamede açıkça belirtilir.

- Faiz ödemeleri 3 ayda bir, 6 ayda bir veya yılda bir defada kuponlara bağlı olarak yapılabilir.

- Uygulamaya alınacak faiz oranlarının belirlenmesi için gerekli unsurların Kurul'a müracaat edilmeden önce tespiti ve bunların izahname, sirkülerde yer alması ve tahvil üzerinde açıklanması zorunlu olup, söz konusu hususlarda, kanuni zorunluluklar saklı

kalmak kaydıyla vade sonuna kadar değişiklik yapılamaz.

- Değişken faizli tahvillerin faiz ve ana para ödemeleri bankalar vasıtasıyla yapılır. Söz konusu bankalar tahvillere ödenecek faiz tutarlarının usulüne uygun olarak hesaplanmasının kontrolü ile yükümlüdürler.

- Ödenecek faiz oranının belirlenmesinde esas alınacak ölçütün ortadan kalkması halinde yapılacak işlemler Kurul tarafından belirlenir.

Kurul tebliğleri de bu tür tahviller çıkarılabileceğini öngörmüştür. Mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler dışındaki ihraççılarca çıkarılan değişken faizli tahvillerin halka arz yoluyla satışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunludur (Seri:II, No:13, m.20).

#### **10. Endeksli Tahviller**

Enflasyonun getireceği olumsuzlukları telafi eden değişken faizli tahviller, yatırımcıları sadece faiz oranlarındaki olumsuzluklara karşı korumaktadır. Buna karşılık ana paranın da değer düşüklüğüne karşı tahvillerin döviz, altın gibi kıymetli madenlere endeksli olarak çıkarılabileceği gibi toptan eşya veya enerji fiyatı gibi endekslere bağlı olarak itfa primli olarak çıkarılabilirler. Bu tür tahvillerin primli tahvillerden ayrıldığı nokta primin sabit olmamasıdır<sup>32</sup>. Bu tür tahvillerde endeksteeki artışa göre vadede ana para faiz haricinde artırılarak ödenir.

#### **11. Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller**

TK. hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ilgili bir düzenleme getirmemiş, ancak TK.m430 hükmünde, tahvil sahipleri genel kurulunun; tahvil sahiplerinin alacaklarına mukabil hisse senedi almalarının kabul edebileceğini açıkça hükme bağlamıştır. Doktrinde de anonim ortaklıkların HDT çıkarabileceği kabul edilmekle birlikte çıkarma usul şartları tartışma konusu yapılmıştır<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (9. bası), s.700; AYHAN, Rıza : Türk Hukukunda Menkul Kıymet Kavramı ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Ankara 1993, s.30.

<sup>33</sup> TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (9. bası), s.700 vd.; ERDEM, H. **Ercüment**: "Pay Senetleri İle Değiştirilebilir Tahviller", Aiter'e Armağan, Ankara 1988, s.718.

SPK. ise m.14 hükmünde HDT. lere bahsetmekle birlikte kavramı tanımlamamış ve ihraç usul ve şartlarını belirlememiştir. Ancak bunlarda bir tahvil türü olduğundan SPK.m.14 hükmü haricinde tahvillerin çıkarılma limit ve bazı şartlarını düzenleyen SPK.m.13 hükmü HDT lere de uygulanır.

Kurul ise Seri:II, No:15 tebliği ile HDT kavramını tanımlamış, çıkarılma usul ve esaslarını, vadesini, değiştirme şartlarını, şeklini düzenlemiştir. Ayrıca SPK.m.14 ve söz konusu tebliğde hüküm bulunmayan hallerde de SPK.m.13 ve buna ilişkin Seri:II, No:13 tebliğ hükümleri HDT.lerin özelliklerine aykırı olmamak şartıyla uygulanabilecektir.

#### **a. HDT. Kavramı**

HDT. ler ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkca HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir (Seri:II, No:15, m.3 f.1). Burada tahvil sahibine, faiz ve ana paranın geri alınması hakkına ilaveten, ana paranın geri alınması yerine tahvilini hisse senedi ile değiştirebileceğine dair, taşınmazlardaki alım (iştirah) hakkına (MK.m.736 vd.) benzeyen bir opsiyon hakkı tanınmaktadır. Tahvil sahibi böylece, seçimlik bir hakka sahip olmaktadır. İsterse vâdede ana parasını geri alabilecek, isterse bundan vazgeçerek tahvilini öngörülen esas ve şartlarla hisse senetleriyle değiştirebilecektir. Bu aynı zamanda ortaklığın yeni çıkaracağı hisse senetlerinin satın alınmasında bir rüçhan hakkını da ifade eder. Ortaklık alacaklısı durumunda bulunan tahvil sahibi, pay sahibi haline gelmekte ve sabit gelirini değişken hale getirmektedir. Ortaklık da bu surette borcundan kurtulmakta ve kolaylıkla yeni sermaye temin edebilmektedir. Tahvil sahibine tanınan bu seçimlik hak ortadan kaldırılamaz ve kısıtlanamaz<sup>34</sup>.

#### **b. "HDT" Çıkarılabilecek Ortaklıklar**

Ticaret Kanunumuz açıkça hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil ihracına, esas sözleşmede hüküm bulunmak şartıyla cevaz verdiği gibi (TK.m.430 b.4), SPK m.14 hükmü de HDT çıkarılma şart ve usullerinin tespiti konusunda Sermaye Piyasası Kuruluna yetki vermektedir. Söz konusu SPK. m.14 f.1 hükmüne göre "Hisse senedi ile değiştirebilir tahvillerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usulleri kurul tarafından tespit ve ilân olunur". Bu iki hükümden görüldüğü gibi HDT' lerin çıkarılabileceği, hem SPK' unda hem de TK' muzda

<sup>34</sup> YASAMAN, s.59.

öngörülmektedir. Bu bakımdan HDT çıkarma konusunda halka açık anonim ortaklık veya halka kapalı anonim ortaklık arasında fark yoktur. Tekinalp'e göre, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvilleri sadece SPK' na tâbi olan ortaklıklar çıkarılabilir<sup>35</sup>. Bu yazara göre sistemin işleyebilmesi kayıtlı sermayenin varlığına bağlıdır. Bize göre de tahvillerin değiştirileceği hisse senetlerinin belirtilen sürede ortaklık elinde bulunabilmesini mümkün kılacak en sağlıklı yol ortaklığın kayıtlı sermaye sistemini seçmiş olmasıdır. Çünkü kayıtlı sermaye sistemi (SPK.m.10), sermaye artırımının ve dolayısıyla yeni hisse senedi çıkarılabilmenin en kolay ve pratik yoludur. Bu bakımdan HDT çıkarmaya en müsait ortaklıklar bu sistemi kabul eden, yani SPK.m.12 f.1'e göre "Hisse Senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırma suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek anonim ortaklıklardır. Ancak bu husus Kanunen sadece bu ortaklıkların HDT çıkarabileceği anlamına gelmez. Çünkü yürürlükte bulunan TK.m.430 b.4 hükmü SPK'na tâbi olmayan ortaklıkların da HDT çıkarabileceğini öngörmektedir. Ayrıca SPK.m.14 f.3'deki "kayıtlı sermaye sistemini kabul eden ortaklıklar tarafından HDT çıkarılması halinde...." şeklindeki ifade tarzından kayıtlı sermaye sistemini kabul etmeyen ortaklıkların da HDT çıkarabileceği anlaşılmaktadır<sup>36</sup>.

TK. ve SPK., HDT çıkarılmasında anonim ortaklıklar arasında bir ayırım yapmamaktadır. Ancak Tekinalp'in görüşünün en sağlıklı ve pratik yol olduğu kanaatindeyiz ve kanun koyucunun da bu yolu seçmesini temenni etmekteyiz. Zira SPK'una tâbi olmayan ve kayıtlı sermaye sisteminden faydalanamayan ortaklıkların HDT çıkarmasında muhtelif zorluklar olacaktır. Bir kere HDT çıkarılabilmenin ilk şartı, tahvil sahibinin, tahvilini hisse senedi ile değiştirebilmek istediği zaman ortaklığın emrinde kendisine verilebilecek hisse senedinin bulunmasıdır<sup>37</sup>. "Kayıtlı sermaye" sisteminden faydalanamayan bir ortaklığın ise bu tür imkânı çok sınırlıdır. Çünkü kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmemişse, ortaklıklar sermaye artırımına gitmeksizin yeni hisse senetleri çıkaramayacakları gibi (TK.m.391 vd.; 396 vd.), kendi pay senetlerini de istisnai durumlar dışında satın alamayacaklar ve TK. m. 329 hükmünün saydığı bu istisnai hallerde de hemen elden çıkarmak zorunda kalacaklardır. Buna rağmen bu ortaklıkların HDT çıkarması hukuken imkansız değildir ve doktrinde, değiştirilecek hisse senetlerinin muhtelif şekillerde temin edilebileceğini ifade edilmekte-

<sup>35</sup> TEKİNALP (POROY / ÇAMOĞLU) (Ders Kitabı), s. 565.

<sup>36</sup> Benzer görüş için bkz. TEKİNALP (Sermaye) s.66.

<sup>37</sup> İMREGÜN (Kara Ticareti), s.495.

dir.

(a) Bu hususta akla ilk gelen yol HDT çıkaran ortaklığın kendi hisse senetlerini değil başka bir ortaklığın hisse senetlerini taahhüt etmesidir. Zaten, değiştirme hakkına konu olan hisse senedinin tahvil ihraç eden ortaklığa ait olması şart değildir<sup>38</sup>. Bu halde değiştirilecek olan hisse senetlerinin, ihraç tarihinde tahvil ihraç eden ortaklığın hakimiyetinde olması şartını kabul etmek en sıhhatli yoldur. Ancak Kurul tebliğindeki "ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı" ifadesi, Kurul'un bu imkânı ortadan kaldırdığı şeklinde yorumlanabilir.

(b) Diğer bir yol ise, anonim ortaklığın usulüne uygun sözleşme değişikliği yaparak sermaye artırımına gitmesi ve hisse senedi sahiplerinin bu sermaye artırımında rüçhan haklarını kullanmaktan vazgeçmeleridir<sup>39</sup>. Bu halde de rüçhan hakkı bulunan başka şahısların bulunmaması gerekir. Ancak bu yol da pratik değildir. Bir taraftan TK.'nun öngördüğü sözleşme değişikliği ile ilgili usul hem külfetli hem de uzun bir yoldur. Diğer taraftan bu yolla ortaklık, vâdede taahhüdünü yerine getirip getiremeyeceğine emin olamaz.

(c) Üçüncü bir yol ise, ortaklığın üçüncü bir şahıs veya bir banka ile bu hususta bir mukavele yapması ve bu mübadele işini ortaklık namına ve kendi hesabına yapmayı üçüncü şahsa veya bankaya bırakmasıdır<sup>40</sup>. Ortaklıktan başkaca bir kişi veya müessesenin ortaklık hisse senetlerini elinde tutarak, HDT sahiplerine arz ettikleri takdirde bu tahviller karşılığı hisse senedi vermeyi taahhüt edebilir<sup>41</sup>. Ancak bu ihtimalde de ortaklığın değiştirilecek hisse senetlerini, ihraç zamanında üçüncü şahsın tasarrufuna geçirmesi gerekir. İhtiyat hisse senetleri şeklinde adlandırılacak bu hisse senetleri de zararlı ve tehlikeli bir yoldur<sup>42</sup>.

Görülüyor ki, kayıtlı sermaye sisteminden faydalanamayan veya bunu kabul etmemiş olan ortaklıkların HDT çıkarması, TK.'na göre mümkün ve SPK'nca yasaklanmamış olmasına rağmen birçok zorluklar arz etmektedir. Bu şekilde HDT çıkarılması halinde yatırımcıların korunması da çok zor olacağından, doktrinde hakim olan ve bizimde katıldığımız bu tür tahvillerin sadece SPK.'na tabi ortaklıkların çıkarılması görüşünün kanun koyucu tarafından da kabul edilmesi ve hatta

<sup>38</sup> TEKİNALP (Sermaye), s. 63.

<sup>39</sup> İMREGÜN (Kara Ticareti), s.496.

<sup>40</sup> HIRSH, Ernst: Ticaret Hukuku Dersleri, İstanbul 1948, s. 546.

<sup>41</sup> İMREGÜN (Kara Ticareti) s. 498.

<sup>42</sup> HIRSH, s. 546.

aksi takdirde uygulamanın bu yolda gelişmesi zaruri gözükmemektedir. Çünkü, bunun aksi kanunu zorlamaktan öteye gitmemektedir.

### **c. HDT Çıkarma şartları**

Esas olarak tahvillerin çıkarılma usul ve şartları TK.'nda gösterilmiştir ve bu usul ve şartlar "HDT"ler için de geçerlidir. Ancak HDT'lerin tabiatı icabı ilâve usul ve şartların da tespitini gerektirmektedir. SPK. m.14 f.1'e göre "HDT'lerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usulleri Kurul tarafından tespit ve ilân olunur." Kurul Seri:II No:15 tebliği ile<sup>43</sup> HDT'lerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usullerini tespit etmiştir. Bu bakımdan SPK.'nun da hükme bağladığı şekliyle, Sermaye Piyasası Kurulunun tebliği TK. ve SPK.'una uygun olmak şartıyla esas alınacaktır.

Genel olarak tahvillerin çıkarılmasındaki usul ve şartlar HDT'ler için de geçerlidir. Ancak diğer tahvillerden ayrı olarak HDT izahnamesi ve sirkülerde ilâve olarak; 1) değiştirme oranı ve fiyatı, 2) değiştirme oranının düzeltilmesine ilişkin esaslar, 3) değiştirme zamanı, 4) çağrıda bulunma tarihi, 4) tahvil sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, 5) ortaklığın hak ve yükümlülükleri, 6) değiştirmede izlenecek yol ve bunlara ilişkin işlemler, 7) kurulca istenecek diğer bilgilerin bulunması gerekir(Seri:II, No:15 m.16). Kurul tebliği HDT lerin şekil şartlarını da belirlemiş ve HDT'ide tahvilde bulunması gerekli yasal bilgilere ilave olarak 1) HDT'nin ön yüzüne "hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil" ibaresi, değiştirme esasları ve değiştirme zamanı, 2) arka yüzüne ise, HDT sahiplerinin ve ortaklığın hak ve yükümlülükleriyle değiştirmede izlenecek yol ve buna ait işlemler hakkında izahnamede bulunan bilgilerin özetinin bulunacağını hükme bağlamıştır (Seri:II, No:15, m.17).

### **d. HDT. lerin Değiştirme Usul ve Şartları**

TK. ve SPK.'muzda değiştirme usul ve şartları hakkında hiçbir düzenleme yoktur. Gelişen teknik ve sermaye piyasasının şartlarına uyum sağlayabilmek için bu hususların düzenlenmesi, tespiti ve ilanı Kurula bırakılmıştır (SPK.m.14 f.3). Kurul piyasanın durumunu, işleyişini, aksaklıkların; vesair hususları dikkate alarak gerekli tespitleri ve ilânları yapacaktır. İhtiyaç halinde de tadilatlarda bulunabilir. Kanaatimizce Kurulun en çok özen göstereceği nokta yatırımcıların korunmasına ilişkin olmalıdır. Çünkü tüm sistemin işlerliği buna bağlıdır.

<sup>43</sup> RG.: t. 12.4.1982, sa.17692.



Kurul'un Seri:II, No:15 tebliği, değiştirme usul ve şartları konusunda da hşkşmler ihtiva etmektedir. Ortaklıkların, HDT ihraç ederken "Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar" adı altında yayınladığı tebliğe uymak zorundadır. Bu tebliğe gşe, HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri, her tşrlş imtiyaz veya rşçhan hakkı sahiplerinden öncelikle HDT sahiplerine tahsis olunur (Seri:II, No:15 m.13). Tşm değiştirme giderleri ortaklık tarafından karşılanır. Ayrıca HDT'lerin değiştirme gşnşne kadar işlemiş faizleri de HDT sahiplerine ödemesi gerekir (Seri:II, No:15, m.14).

#### **aa. Vade ve Değiştirmenin Başlangıcı**

HDT'lerin vadesi 2 yıldan az, 7 yıldan çok olamaz. Değiştirme en erken, HDT nin vadesinin başlangıç tarihten itibaren, en erken 2 yıl sonra yapılabilir . HDT'lerin faiz ödemeleri yılda bir defa kuponlara bağlı olarak yapılabilir (Seri:II, No:15, m.4).

#### **bb. Değiştirme Fiyatı ve Oranı**

Kurul, esasen tarafların ve piyasa şartlarının tespit edeceği değiştirme fiyatına da mşdahale etmekte ve sınırlamalar getirmektedir. Kurul tebliğine gşe; "Değiştirme fiyatı, HDT sahiplerinin tahvillerini hisse senetleri ile değiştirmeleri halinde bu hisse senetlerine uygulanacak fiyattır. Değiştirme oranı, hisse senedi ile değiştirme sırasında HDT nin nominal değeri karşılığında verilecek pay sayısını gşsterir. Borsada işlem gşrmeyen ortaklıkların HDT ihraçlarında değiştirme fiyatının belirlenmesine ilişkin esaslar izahnamede gşsterilir. değiştirme oranının kşsuratlı olması halinde, ortaklık değiştirme sırasında toplam şzerinden kşsurata isabet eden hisse senedi olarak şrenmesine imkân bulunmayan tutarı, HDT sahibine nakden ve peşinen öder. Bu hesaplamada değiştirme fiyatı esas alınır" (Seri:II, No:15, m.5).

İhraç edilen HDT'lerin vadesi içerisinde nakit sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkının piyasa fiyatının altında kullanılması ve/veya bedelsiz sermaye artırımını nedeniyle hisse senedi fiyatının dşişmesi halinde, değiştirme oranının dşiştilme esasları HDT ihracına ilişkin izahname ve sirkşlerde belirtilir. Değiştirme oranı HDT'nin vadesi içerisinde yapılacak bştşn sermaye artırımlarında hesaplanarak, yeni değiştirme oranı kamuya duyurulur (Seri:II, No:15, m.6) .

Kurul'un bugşn yşrşrlşkten kaldırılan Seri:II, No:3 nolu tebliğinde primli hisse senedi fiyatlarından bahsedilmekte, itibari değer ölçşsş esas alınmakta, ekonomik koşullara gşe belirleme usulş kabul edil-

mekte idi. HDT.'ler ilgili daha önce yayınladığım bir makalemde<sup>44</sup> bu hususu tenkit etmiş ve 1) itibarî değer ölçüsü rasyonel olmaktan uzak olduğunu, 2) HDT.'nin çıkarılma zamanındaki itibarî değeri ile yeni çıkarılan tahvilin itibari değerinin eşit tutulması her zaman yatırımcı için tehlike arz edeceğini, 3) Bir taraftan, ortaklık değişik itibari değere sahip (dolayısıyla değişik oranda sermaye payını temsil eden) hisse senedi çıkarabileceği gibi, diğer taraftan ortaklığın değişen ekonomik şartları nedeni ile tahvil itibari değerleri ile hisse senetlerinin itibari değerlerinin eşit sayılması, gerçek değerler arasında büyük farklar meydana getirebileceğini, 4) ekonomik koşullara göre belirleme" usulü de güven vermeyen tehlikeli bir yol olduğunu ve bu sebeplerden dolayı fiyata mutlaka müdahale gerekli ise, fiyattaki ölçünün; sermayenin muayyen bir oranı olması gerektiğini savunmuştum. Zira kanaatimce, tahvilin temelde bir ödünç sözleşmesi olma özelliği, bu sözleşmenin şartlarının da, kanuna uygun olmak kaydıyla taraflarca tespitini gerektirir. Sözleşme şartlarının tespitinde; müdahalenin Anayasa ve özel hukuk prensip ve hükümlerine uygun olarak yapılması gerekir. Hukuki sınırlamalar niteliğinde olması gereken bu müdahalelerde daha dikkatli hareket edilmelidir. Kamu menfaati gerekçesi ile kabul edilebilecek bu tür müdahalelerde muğlak ölçüler değil, kesin, ilmi ölçüler tespit edilmelidir. Bu bakımdan, bir sözleşme şartı olan fiyatın da "tarafların iradelerinin uyumu ile serbestçe tespiti" gerekir. Fiyatın yokluğu sözleşmenin batıl olmasına sebep olur. Aşırı ve yetersiz fiyat tespiti ise gabin sebebiyle sözleşmenin feshini gerektirir. Kurul bu son düzenlemesi ile daha rasyonel çözüm tarzını kabul etmiş görünmektedir.

### **cc. İtfa Plânına Bağlı Değişirme**

HDT'ler, vade bitiminde bir defada hisse senetleri ile değiştirilebilir. İlk taksiti vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonuna, son taksiti ise HDT vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle de hisse senetleriyle değiştirilebilir. İtfa planı uyarınca yıllık eşit taksitlerle değiştirilecek HDT'ler noter huzurunda çekilecek kurayla belirlenir ve HDT sahiplerine duyurulur (Seri:II, No:15, m.7 f.1,2).

Vade bitiminde bir defada veya ikinci yıl sonundan itibaren vade sonuna kadar yıllık eşit taksitle hisse senedi ile değiştirilerek itfa edilecek HDT'lerde itfa planının, HDT'lerin arka yüzünde ve ayrıca izah-

<sup>44</sup> ÜNAL, Oğuz Kürşat (2) : "Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller", Maliye Postası, 1988, Y.9, sa.188, s.49, sa, 189, s.41-45 (2 Bölüm halinde yayınlanmıştır).

name ve sirkülerde yer alması zorunludur (Seri:II, No:15 m.7 f.3).

Ortaklık değiştirilecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, hisse senetlerini, değiştirmek üzere HDT sahiplerine arz eder. İtfa edilecek HDT'lerin sahipleri değiştirme süresi içinde bu haklarını, HDT'lerini pisse senetleriyle değiştirmek veya ana paralarını işlemiş faizleriyle birlikte geri almak üzere kullanırlar (Seri:II, No:15 m.7 f.4).

Değiştirme süresinin sonunda, hisse senetleriyle değiştirilemeyen HDT.'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri, Kurul'un Hisse Senetlerinin Kurul kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar tebliğine uygun olarak halka arz edilir (Seri:II, No:15 m.7f.5).

#### **dd. Ortaklığın Talebine Bağlı Değiştirme**

İzahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihlerinde ortaklığın talebine bağlı olarak HDT.'ler hisse senetleriyle değiştirilebilir (Seri:II, No:15 m.8).

Değiştirme tarihinden en az bir ay önce HDT'lerin hisse senetleriyle değiştirilmesi hakkının kullanılabilmesi için ortaklık tarafından, günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla HDT sahiplerine duyuru yapılır. Duyurularda değiştirme süresi, değiştirmenin yapılacağı yerler ve ödeme ile, değiştirmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir. Değiştirmenin başlangıç ve bitiş tarihleri arasındaki süre asgari 5, azami 10 iş günüdür. Değiştirme satışın yapıldığı merkez veya merkezlerde bankalar vasıtasıyla yapılır. Değiştirme için, belirtilen sürede başvurusu yapılmayan HDT'lerin bedeli ortaklık tarafından bir banka hesabına bloke edilir ve HDT'lerin teslimi karşılığında banka tarafından bloke edilen HDT bedeli ödenir. Değiştirme süresinin bitiminden itibaren 6 iş günü içinde, değiştirilen tahviller noter huzurunda tespit ve iptal olunur. Değiştirme çağrısı yapıldığı halde değiştirme süresi içinde değiştirme başvurusu yapılmayan ve bedelleri bir banka hesabına bloke edilen HDT'ler noter huzurunda tespit ve geçersiz addolunur. Bu şekilde geçersiz addolunan HDT'ler günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan yoluyla kamuya duyurulur(Seri:II, No:15 m.9).

#### **ee. Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Değiştirme**

İzahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihlerinde HDT sahiplerinin talebine bağlı olarak HDT.'ler

hisse senetleriyle değiştirilebilir (Seri:II, No:15 m.10). Değiştirme hakkını kullanmak isteyen HDT sahipleri, HDT'lerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden en az bir ay önce değiştirme hakkının kullanımını için ortaklığa bildirimde bulunurlar(Seri:II, No:15 m.11)

#### **ff. Değiştirme Hakkının Kullanım Esasları**

Değiştirme satışın yapıldığı merkez veya merkezlerde bankalar vasıtasıyla yapılır. Değiştirmenin başlangıç ve bitiş tarihleri arasındaki süre asgari 5, azami 10 iş günüdür. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda değiştirme talebinde bulunan HDT sahipleri, değiştirmek istedikleri HDT'leri bankaya tevdi ederler ve bankadan alacakları blokaj belgesini iştirak taahhütnamesi ile birlikte ortaklığa verirler. Ortaklık, HDT'lerin değiştirilmesine ilişkin sermaye artırımının kesinleşmesini müteakip 30 gün içinde HDT'lerini bankaya tevdi eden ortaklara hisse senetlerini verir. kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ortaklıklarda blokaj söz konusu olmayıp, hisse senetleri HDT'yle değiştirme sırasında verilir. Ortaklık HDT'lerini değiştirmek istemeyen HDT sahiplerine, HDT ihracına ilişkin izahnamede belirtilen usul ve esaslar dahilinde değiştirme süresi içinde HDT'nin, ibrazı ve tevdi karşılığında ana p0ara ve işlemiş faizlerini öder(Seri:II, No:15 m.12) .

HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri TK.394.'üncü maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dahil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak HDT sahiplerine tahsis olunur (Seri:II, No:15 m.13) .

HDT'lerin değiştirme gününe kadar işlemiş faizleri HDT sahiplerine ödenir. değiştirme giderlerinin tamamı ortaklığa aittir (Seri:II, No:15 m.14) .

Ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakları ortadan kalkar; itfada HDT'lerin ibrazı ve tevdi karşılığında yalnız anapara ve işlemiş faizleri alabilirler (Seri:II, No:15 m.15) .

#### **gg.Değiştirme Sonrasında Artan Hisse Senetlerinin Halka Arzı**

HDT uygulanmasında değiştirme işlemi dolayısıyla yeni hisse senedi çıkarma işlemleri Kurul'un Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar tebliği hükümlerine göre yürütölür. Ancak bu tebliğdeki değiştirme hakkının kullanılmasına ilişkin süreler dolduktan sonra anılan tebliğdeki süreler işlemeye başlar. HDT ile de-

ğıştirilen miktar üzerinden Kurul'un Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar tebliğinin 37. maddesindeki ücret alınmaz. HDT ile değıştirilmek üzere çıkarılan hisse senetlerinin, varsa değıştirilmeyen kısmının rüçhan hakkı kullandırılmak üzere ortaklara veya varsa kalanın halka arzı için kurul'a tekrar kayıt şartı aranmaz. Ancak değıştirme işlemlerinin so9nUçları hakkında işlemin tamamlanmasını izleyen 6 iş günü içinde Kurul'a bilgi verilir; bundan sonraki işlemler Kurul'un Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar tebliğı'ne göre yürütülür (Seri:II, No:15 m.18) .

#### **e. HDT Çıkarma Yetkisi**

Anonim ortaklıklar, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla SPK. ve TK.'nda miktar yönünden belirtilen sınırlar içinde (TK.m.422, SPK.m.13 f.1; SPK.m.14 f.3) kalmak ve halka arzetmek suretiyle hisse senedi ile değıştirilebilir tahvil çıkarabilirler.

HDT çıkarma yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir (Seri:II, No:15, m.3 f. 2). Görülüyor ki, tebliğ sadece halka arz etmek amacıyla HDT çıkarılabileceğini ve halka arz etmek suretiyle HDT ihracına ilişkin olarak, Kurul'un Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğinin hükümlerinin uygulanacağını hükme bağlamaktadır. Halbuki bunu açıkça veya zımnen ifade eden herhangi bir TK. ve SPK. hükmü bulunmamaktadır. Ayrıca tebliğe göre HDT çıkarılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şartı aranmaktadır. Oysa TK. ve SPK.'nu böyle bir şart aranmamaktadır. Tekinalp'e göre ortaklığın HDT çıkarabilmesi için esas sözleşmesinde hüküm bulunması şart değildir. Çünkü tahvil ihracı ile ortaklık bir finans aracını kullanmaktadır. Bunun hak ehliyeti ile ilgisi yoktur<sup>45</sup>. Bu bakımdan sözleşmede hüküm bulunsun veya bulunmasın HDT çıkarılması genel kurulun TK.m.423'e uygun kararına ve mahkemenin tasdikine (TK.m.224) veya bu yetki esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmişse, yönetim kurulunun bu husustaki kararına bağlıdır (SPK.m.13 f.6). Yani yetkili organ esas olarak genel kurul veya sözleşmede hüküm varsa yönetim kuruludur. Esas sözleşmeye aykırı olarak veya yetkisiz organlar tarafından HDT çıkarılması halinde senetler geçerlidir, ancak organ tazminat ile yükümlüdür<sup>46</sup>.

Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından hisse senedi ile değıştirilebilir tahvil çıkarılması halinde değıştirme sonucunda verilecek hisse senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz (SPK.m14 f.3).

<sup>45</sup> **TEKİNALP** (Sermaye), s. 67.

<sup>46</sup> **TEKİNALP** (Sermaye), s. 67.

Ayrıca Ortaklık genel kurulu veya yönetim kurulu, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamaz (SPK.m.14 f.2;Seri:II, No:15, m.3 f.4).

#### **IV. Anonim Ortaklıkların Tahvil Çıkarması ve Halka Arzı**

Tahvil çıkarılmasına ilişkin usul ve şartlar esas itibariyle TK.'unda düzenlenmiş olmakla beraber (TK.m.421vd.) SPK.'nda da hisse senetleri halka arz edilen anonim ortaklıkların çıkaracakları tahvillerle ilgili hükümler getirilmiştir (SPK.m.13, 14).

TK.m.423 hükmüne göre, ortaklığın tahvil çıkarabilmesi için, esas sözleşmede hüküm bulunsa bile, bu hususta genel kurulca bir karar alınması şarttır. Bu kararın alınabilmesi için de, toplantı nisabının ortaklık sermayesinin 3/4'ü, karar nisabının ise oyların 2/3'ü kadar olması gerekir (TK.m.388, f.3,6). Diğer taraftan genel kurul tahvil ihraç kararı almasından sonra, bu karar ticaret siciline tescil ve ilân edilmedikçe infaz edilemez (TK.m.423). İnfaz, tahvil çıkarılması için gerekli müteakip işlemlere geçişi ifade eder.

SPK. m.4 vd. hükümleri, kurul kaydına alınma, kurula başvuru, halka arz ve satışı düzenleme ve bu amaçla tebliğler çıkarma yetkisini Sermaye Piyasası Kuruluna vermiştir. Böylece tahvil çıkarma usul ve şartları; TK. esas olmak üzere SPK. ve Kurul tebliğlerine göre tespit edilecektir. Bu bakımdan tahvil çıkarma usul ve şartlarını üç bölümde inceleyeceğiz:

#### **A. Halka Arz Edilsin veya Edilmesin Bütün Tahvillerin Çıkarılmasında Aranılan Müşterek Usul ve şartlar**

İhraççıların (anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler) ihraç edecekleri tahvilleri Kurul'a kaydettirmek zorundadırlar. Genel ve katma bütçeli idareler ve TCMB.'nce ihraç edilecek tahviller için Kurula kayıt yaptırılması gerekmez. Ancak ihraç edilen bu tahviller hakkında ihracın kesinleştiği tarihten itibaren 10 gün içinde Kurul'a bilgi verilir (SPK.m.4, Seri:II, No:13 m.3).

#### **1. Kurul'a Başvuru ve Kurul Kaydı**

##### **a. Kurul'a Başvuru**

İhraççılar, esas sözleşmeleri veya varsa kendi özel mevzuatları ile tahvil ihracına yetkili organın kararının alınmasından sonra tahvillerin

kayda alınması için Kurul'a yazılı olarak başvururlar. İhraççıların tahvil ihraçları için, ihraççılarla ilgili özel mevzuat uyarınca başka bir makam ve onayı gerekiyorsa tahvil ihraç başvurusunda bu karar ve onayın bulunması şarttır. Kayıt başvurusunun, yetkili organ kararlarının alındığı tarihten itibaren en çok 1 yıl içinde yapılması şarttır. Tahvil ihraç başvurusu, bir yıllık dönem içinde yapılacak tahvil ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde yapılabileceği gibi her ihraç için ayrı ayrı da yapılabilir. Tahvil ihraç başvurusu bir yıllık dönem içinde yapılacak tahvil ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde yapıldığı takdirde satışın tahvillerin Kurul kaydına alınmasından itibaren bir yıl içinde yapılması şarttır. Bu dönem içerisinde tahviller tertipler veya tertibe bağlı seriler halinde satılabilir. İhraççılar her tertip veya serinin satışından en az 30 gün önce, başvuru tarihine en yakın 3'er aylık dönem sonu itibariyle çıkarılmış ve bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırmalı ara mâli tablolarını, sirküleri, tahvil örneği ile, varsa satışı yürütecek aracı kuruluş veya kuruluşlarla yapılan aracılık sözleşmesinin bir örneğini Kurul'a verirler. Kurul, gerekli incelemeleri yaptıktan sonra sirküleri onaylar. Sirküler onaylanmadan satış işlemlerine başlanamaz. Her ihraç için Kurul'a ayrı kayıt yaptırılması halinde satışın en geç 120 günde tamamlanması şarttır. kayıt yaptırdıktan sonra tahvillerin satışından vazgeçilmesi halinde durum Kurul'a bildirilir (Seri:II, No:13, m.5).

Başvurulara eklenecek belgelerin ve istenecek bilgilerin Kurul'a verilmesi gerekir. Kurul tarafından belirlenecek sürede noksanlıkların tamamlanmaması halinde başvurular düşer. Başvurular en çok 30 gün içinde sonuçlandırılır, Eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz (SPK.m.5; Seri:II, No:13, m.6).

#### **b. Kurul Kaydı**

Tahvillerin Kurul kaydına alınmasında uyulacak şekil ve esaslarda tebliğ ile düzenlenmiştir (Seri:II, No:13, m.4). Buna göre Kurul,

aa. Halka arz edilmek üzere yapılacak tahvil ihracı başvurularını, izahname ve sirkülerin ihraççıya ve halka arz edilecek tahvillere ilişkin mevzuatın öngördüğü ve Kurul'un gerekli gördüğü bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler ve halka arz yoluyla satışı yapılacak tahvilleri kayda alır.

bb. Halka arz edilmeksizin tahvil ihracı için yapılacak kayıt başvurularını, Kurulca istenen bilgilerin tam ve doğru olarak verilip verilmediği yönünden inceler ve ihraç olunacak tahvilleri kayda alır.

Kayda alınan tahvillerin satışına ilişkin olarak bir kayıt belgesi düzenlenir. kayıt belgesinin, Kurul'un kayda alma kararı tarihinden itibaren en geç 15 gün içinde alınması zorunlu olup, bu belge alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine devam olunmaz. Ancak kurul gerekli hallerde bu süreyi uzatabilir.

Kurul incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, gerekçe göstererek, başvuru konusu tahvillerin Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir.

Kurul kaydına alınma, ihraç edilen tahvillerin ve ilgili ihraççıların Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılmaz. Halka arzla ilgili izahname, sirküler ve yapılan tüm diğer ilan ve açıklamalarda bu hususa aykırı bir ifade kullanılamaz. Kurul, ihraç veya halka arz edilen tahvillerin satışına müdahale ederek satış işlemlerini geçici olarak durdurabilir.

## **2. Tahvil İhraç Limiti**

SPK.m.13 f.1 hükmü esas itibariyle halka açık anonim ortaklıkların tahvil ihraç limitlerini düzenlemekle birlikte f.3 hükmünde halka açık olmayan ortaklıkların da ihraç veya halka arz yoluyla tahvil çıkarabileceğine ve bunların TK.m.422 hükmüne tabi olacağına işaret etmiştir.

Kanun'a göre; halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurul'a gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez (SPK.m.13 f.1).

TK.'na göre de, bu Kanuna tâbi anonim ortaklıkların çıkaracakları tahviller esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz (TK.m.422).

Sermaye Piyasası Kurulu da halka açık olmayan fakat hisse senetlerinden başka sermaye piyasası araçlarını halka arz eden anonim ortaklıklar için de TK.m.422 hükmünden farklı bir düzenleme öngörmüştür. Kurul'a göre halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, genel kurulca onaylanan son bilançoda yer alan ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme değer



artış fonu toplamını geçemez (Seri:II, No:13, m.7 f.3). Görüldüğü gibi Kurul TK.nda öngörülen ihraç limitine yeniden değerlendirme değer artış fonunu ilave etmiştir.

Mahalli idareler ve bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç limitleri Bakanlar Kurulunca belirlenir. Bu durumda, özel kanunlarda belirlenen limitler uygulanmaz (SPK.m.13 f.2). Mahalli idareler ve bu idarelerle ilgili kuruluş, idare ve işletmeler mevzuatları uzun vadeli borçlanmaya imkan verdiği takdirde ödünç para bulmak için, Bakanlar kurulunca belirlenen esaslar çerçevesinde, menkul kıymet niteliklerini taşımak üzere bir yıldan uzun vadeli borç senedi ihraç edebilirler. Bu borç senetleri belirli gelirlerine karşılık da çıkarılabilir. Gelir karşılığı çıkarılan borç senetlerinin halka arz yoluyla satışında düzenlenecek izahname ve sirkülerde bu senetlerin taşıdığı şartlara ilişkin hususlar açımca belirtilir. Buna göre ihraç edilecek borç senetlerinin sermaye piyasası aracı olarak Kurula kaydı ve satışı ile bu borç senetlerini çıkaran kuruluş, idare ve işletmeler, uygun olduğu ölçüde bu tebliğ hükümlerine ve Kurul'un tahvil ihracı ve ihraççılara ilişkin diğer düzenlemelerinde yer alan hükümlere tabidir (Seri:II, No:13, m.30).

Tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri ihraç limitleri ile Türk Ticaret Kanununun 422 nci maddesinde tespit edilmiş olan anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvil miktarına dair sınırlar gerektiğinde Bakanlar Kurulu'nca genel olarak veya sektörler itibariyle artırılabilir (SPK.m.13 f.3).

Bakanlar Kurulu 27.1. 1993 tarih ve 21478 sayılı resmi gazetede yayımlanan 93/3983 sayılı kararı ile halka açık olan ve olmayan anonim ortaklıkların tahvil ve diğer sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senetleri ihraç limitlerine ilişkin TK. ve SPK. hükümlerinde belirtilen sınırları artıran katsayılar ve ihraç şartları belirlemiştir. Buna göre;

-Halka açık anonim ortaklıklar,

a) SPK.m.13 f.1 hükmünde belirtilen tahvil ve diğer sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senetleri toplam tutarının 6 katına kadar halka arz edebilirler. Bunun için;

(1) Kurul'ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış mali tablolarına göre ortaklığın son yılda net dönem kârı elde etmiş olması,

(2) Dönem kârı gösteren son yıla ait malî tabloların bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmiş olması,

(3) Kurul tarafından ortaklıkça öngörülen borçlanma miktarının onaylanmış olması.

b) Son yıla ait malî tablolarına göre net dönem kârı elde etmemiş olan halka açık anonim ortaklıklar, bu yıla ait malî tabloları bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmiş olmak kaydıyla, SPK.m.13 f.1 hükmünde belirlenen toplam tutarın 3 katına kadar tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerini kurul'ca onaylanmak kaydıyla halka arz edebilirler.

c) Son yıla ait malî tabloları bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmemiş HAAO.'lar ise, katsayı uygulamasından yararlanamazlar.

d) HAAO.'ların yurt dışında ihraç ettikleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin tutarı yukarıdaki limitlerin hesabında dikkate alınmaz.

-Halka açık olmayan anonim ortaklıklar,

a) TK.m.422 hükmüne göre çıkarabilecekleri tahvil miktarına ait sınırın 6 katına kadar tahvil ve diğer sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senetlerini aşağıdaki şartlarla halka arz edebilirler.

(1) Ortaklığın Kurul'ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış son yıla ait malî tablolarına göre net dönem kârı elde etmiş olması,

(2) Son yıla ait malî tabloların bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmiş olması,

(3) Kurul tarafından ortaklıkça öngörülen borçlanma miktarının onaylanmış olması.

b) Son yıla ait malî tablolarına göre net dönem kârı elde etmemiş ve halka açılmamış anonim ortaklıklar, bu yıla ait malî tabloları bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmiş olmak kaydıyla, (a) bendinde belirlenen limitin yarısı kadar tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerini halka arz edebilirler.

c) Son yıla ait malî tabloları bağımsız denetleme kuruluşlarınca denetlenmemiş HAAO.'lar ise, katsayı uygulamasından yararlanamazlar.

Bakanlar Kurulunun limit belirlemesi halinde, anonim ortaklıkların başvurabilecekleri azami tahvil ihraç limiti, Bakanlar Kurulunun belirlemesi dikkate alınarak yukarıdaki esaslara göre hesaplanan genel toplamdan, tedavülde bulunan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin tutarı indirilmek suretiyle hesaplanır (Seri:II, No:13, m.7 f.4).

Hazine garantisini ihtiva eden ihraçlarda, mevzuatta öngörülen ihraç limitlerine uyulmaz (SPK.m.13 f.4).

Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde değiştirme sonucunda verilecek hisse senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz (SPK.m.14 f.3).

Çıkarılan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri çıkarılamaz (SPK.m.13 f.5).

### **3. Tahvillerin Vadesi**

TK. ve SPK. tahvillerin vadeleri konusunda herhangi bir düzenleme yapmamıştır. Kurul ise düzenlemelerinde tahvillerin vadesinin 2 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebileceğini, vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde satış süresinin son günü vade başlangıç tarihi olarak kabul edileceğini ve seriler halinde satışa sunulduğunda, serilerin vadelerinin başlangıç tarihleri, her seri için belirlenen satış sürelerinin son günü olacağını hükme bağlamıştır (Seri:II, No:13, m.8).

### **4. Tahvillerin İtfası**

Tahvillerin ana parası, vade bitiminde bir defada ödenir. İki yıldan uzun vadeli tahvillerin anaparası, ilk taksiti vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken birinci yılın sonunda, son taksiti ise tahvil vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle ödenebilir. Ana parası vade bitiminde bir defada veya birinci yılın sonundan itibaren vade sonuna kadar yıllık eşit taksitle itfa edilecek tahvillerde itfa planının, tahvillerin arka yüzünde ve ayrıca izahname ve sirkülerde yer alması zorunludur (Seri:II, No:13, m.9).

#### **a. İhraççının Talebine Bağlı Erken İtfa**

Vade başlangıç tarihinden itibaren en erken birinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihinde ihraççının talebine bağlı olarak

kısmen veya tamamen itfa edilebilir nitelikte tahvil ihraç edilebilir. bunun için, tahvillerin halka arz yoluyla satılması, dört yıl ve daha uzun vadeli olarak ihraç edilmeleri, erken itfanın hangi durumlarda hangi usul ve esaslara göre yapılabileceğinin ve erken itfa fiyatının belirlenmesiyle ilgili esasların tahvil metni, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmesi gerekir (Seri:II, No:13, m.10).

### **b. İhraççıların Erken İtfa Çağrısı ve Tahvillerin İptali**

Erken itfa edebilme hakkının kullanımı çerçevesinde vadesinden önce ihraççının talebine bağlı olarak kısmen itfa edilecek tahviller, Noter huzurunda çekilecek kurayla belirlenir. Tahvillerin erken itfası için, itfa tarihinden en erken bir ay önce ihraççı tarafından, günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılan ilan yoluyla tasarruf sahiplerine duyuru yapılır. Duyurularda erken itfa süresi, itfanın yapılacağı yerler ve ödeme esasları ile itfaya ilişkin diğer hususlar belirtilir. Erken itfanın başlangıç ve bitiş tarihleri arasındaki süre asgari 5, azami 10 gündür. Erken itfa satışın yapıldığı merkez veya merkezlerde bankalar vasıtasıyla yapılır. Erken itfa çağrısı yapıldığı halde, erken itfa duyurusunda belirtilen sürede başvurusu yapılmayan tahvillerin bedeli ihraççı tarafından bir banka hesabına bloke edilir ve tahvillerin teslimi karşılığında banka tarafından bloke edilen tahvil bedeli ödenir. Bedeli ödenen tahviller erken itfa süresinin bitimini izleyen 6 işgünü içinde ihraççı tarafından noter huzurunda tespit ve iptal olunur. Erken itfa çağrısı yapıldığı halde erken itfa duyurusunda belirtilen süre içinde başvurusu yapılmayan tahviller de aynı sürede noter huzurunda tespit ve geçersiz addolunur. Bu şekilde geçersiz addolunan tahviller, geçersiz addolunmayı izleyen iki iş günü içinde günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında kamuya duyurulur (Seri:II, No:13, m.11).

### **c. Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Erken İtfa**

Vade başlangıç tarihinden itibaren en erken birinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihlerinde tasarruf sahiplerinin talebine bağlı olarak itfa edilebilir nitelikte tahvil ihraç edebilirler. Bunun için, tahvillerin halka arz yoluyla satılması, dört yıl ve daha uzun vadeli olarak ihraç edilmeleri ve itfa edilme usul ve esaslarının tahvil metni, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmesi gerekir. Tasarruf sahiplerinin talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikte çıkarılan tahviller, ihraççının izahnamede belirtilen faiz ödeme tarihlerinden bir veya bir kaçında tahvil bedelinin izahnamede açıklanan esaslara göre tespit edilecek fiyat üzerinden ödenmesi

taahhüdünü taşır (Seri:II, No:13, m.12).

Erken itfa hakkını kullanmak isteyen tasarruf sahipleri, hakkın kullanımına ilişkin olarak izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce ihraççıya bildirimde bulunur. tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak itfa edilecek tahvillerin bedelli, tasarruf sahibince ihraççıya bildirilen itfa tarihi itibarıyla izahnamede belirtilen usul ve esaslar dahilinde tahvilin ibrazı ve tevdi karşılığında ödenir. Ödemeler satışın yapıldığı yerlerde izahnamede belirtilen bankalar vasıtasıyla yapılır. Erken itfa başvurusu için izahnamede erken itfa tarihinden başlayarak en az 5 en çok 10 iş günü süre verilir. Ödemesi yapılarak itfa edilen tahviller noter huzurunda tespit ve iptal edilir. Erken itfa bildiriminde bulunulmuş olmasına rağmen izahnamede belirtilen itfa süresi içinde tahsil için başvuru yapılmayan tahvillerin bedeli ihraççı tarafından bir banka hesabına bloke edilir ve tahvillerin teslimi karşılığında banka tarafından bloke edilen tahvil bedeli ödenir. bedeli ödenen tahviller erken itfa süresinin bitimini izleyen 6 iş günü içinde ihraççı tarafından noter huzurunda tespit ve geçersiz addolunur. Bu şekilde geçersiz addolunan tahviller iki iş günü içinde, günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında kamuya duyurulur (Seri:II, No:13, m.13).

#### **5. Satılmayan Tahvillerin İptali**

Satış süresinde satılmayan veya aracı kurum tarafından satın alınmayan tahviller, satış süresinin bitişini izleyen en geç 6 iş günü içinde, noter huzurunda tespit ve iptal edilir. Tahviller seriler halinde ihraç edilmişse, her serinin satış süresi bitiminde aynı işlem yapılır. İptal olunan tahvillerle aynı belge numaralarını içeren tahviller çıkarılamaz (Seri:II, No:13, m.17).

#### **B. Halka Arz Edilmeksizin Satılan Tahvillerin Çıkarılmasında Aranılan Usul ve şartlar**

Halka arz edilmeksizin satılmak üzere ihraç edilecek tahvillerin nama yazılı olarak çıkarılması şarttır (Seri:II, No:13, m.26). İhraççılar bunun için bir dilekçe ile Kurul'a kayıt için başvurmak ve bu dilekçesine aşağıdaki belgeleri eklemek zorundadır (Seri:II, No:13, m.27);

a) Kuruldan temin edilecek örneklerine göre düzenlenmiş kayıt talep formu.

b) Tahvil ihracına ilişkin genel kurul kararının tesciline ve ilanına dair TTSG. veya esas sözleşme ile tahvil çıkarma yetkisi verilmiş

yönetim kurul kararının tasdikli örneği, ilgili mevzuatta tahvil ihracı için başka mercilerin karar veya onayı arandığı takdirde bu karar veya onaya ilişkin belge,

c) Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek metin haline getirilmiş, ihraççıyı temsile yetkili kişilerce imzalanmış yürürlükteki esas sözleşme metni,

d) Son üç yıla ait; genel kurulca onaylanarak kesinleşen bilanço ve gelir tabloları ile Kurul'a başvuru tarihine en yakın ve bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırmalı 3'er aylık dönem sonu itibariyle düzenlenmiş, Kurulun belirlediği malî tablo standartlarına uygun ve ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalanmış ara malî tablolar,

e) Varsa, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde zorunlu veya isteğe bağlı olarak hazırlanmış bağımsız denetleme raporu,

f) Geçmiş üç yıla ait denetleme kurulu raporları,

g) Son bilanço dönemine ait faaliyet raporu,

h) Örneği Kuruldan temin edilebilecek nama yazılı tahvil spesimeni,

i) Halka arz edilmeksizin çıkarılan tahvillerin hangi gerçek ve tüzel kişilerce satın alınacağına dair bilgi, varsa bunlara ilişkin anlaşma metinleri,

j) İhraççının satış süresi sonunda satılmayan tahvillerin satış süresinin bitişini izleyen 6 işgünü içinde iptal edileceğine dair yazılı beyanı,

k) İhraççıyı temsile yetkili kişilere ait noter tasdikli imza sirküleri,

l) Kurulca gerekli görülmesi halinde verilen bilgileri teyit eden belgeler ile kurulca istenecek diğer belgeler.

Halka arz edilmeksizin satılan tahvillerin satış süresi, kayıt belgesi tarihinden itibaren 6 iş gününden az olmamak ve 1 ayı geçmemek üzere Kurulca belirlenir (Seri:II, No:13, m.28). İhraççı halka arz edilmeksizin satılan tahvillerin satış süresinin bitiminden itibaren 6 iş günü içerisinde aşağıdaki belgeleri Kurul'a gönderir (Seri:II, No:13, m.29);

a) Tahvillerin satıldığı gerçek ve tüzel kişileri, satın aldıkları tahvil miktarları ve tutarlarını, varsa bunların ihraççı ile olan sermaye, yönetim ve ticarî ilişkilerini, gösteren bir belge,

b) Satış süresi içinde satılmayan tahviller varsa, bunların noter

huzurunda iptal edildiğini gösterir belge.

Halka arz edilmeksizin sermaye piyasası aracı niteliğindeki borçlanma senetlerinin çıkarılmasında; halka açık ve açık olmama durumlarına göre, anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvil ve diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarının en çok yarısı çıkarma limiti olarak kabul edilir. Halka arz edilmeksizin çıkarılmış olan borçlanma senetleri toplamı halka arz limitinden düşülür (93/3983 sayılı BKK).

### **C. Halka Arz Edilecek Tahvillerin Çıkarılmasında Aranılan Usul ve Şartlar**

Bu tür tahvillerle ilgili hükümler esas itibarıyla TK.'unda yer almakla birlikte SPK. da özel hükümler getirmiştir. Bu bakımdan halka arz edilecek tahvillerde esas olan SPK. hükümleridir. SPK.'unun düzenlemediği hususlarda ise TK. hükümleri uygulanır. Bundan böyle halka arz edilecek tahvillerin çıkarma usul ve şartları TK. ve SPK. birlikte değerlendirilerek tespit olunabilir. Ancak kurul tebliğleri TK.'na tabi olacak ihraçları da kendi ilke ve esasları çerçevesinde tebliğle düzenlemiştir (Seri:II, No13).

1. Halka arz edilmeyen tahvillerde olduğu gibi bu tahvillerde de ilk şart genel kurulun bu hususta karar alması gereğidir. Ayrıca söz konusu kararın tescili, ilânı ve bunun mahkemece tasdiki zorunludur. (TK.m.423, 424). Ancak halka arz edilmeksizin çıkarılan tahvillerin aksine, genel kurulun bu yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir (SPK. m.13 f.6). Bu halde yönetim kurulu kararının ilânı, tescili ve mahkeme tasdiki usullerine gerek yoktur<sup>47</sup>.

2. Halka arz edilecek tahvillerin üst tavan sınırı TK.m.422 hükmüne göre değil, SPK.m.13 f.1 hükmüne göre tespit edilir. SPK. çıkarılacak toplam tahvil sınırının tavanını TK.'una göre daha yüksek tutmuştur. Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurul'a gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez.

3. Halka arz edilen tahvillerin tamamı satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe yeni tahvil çıkarılması da mümkün

<sup>47</sup> Bkz. ileride D. Anonim Ortaklıkların Tahvil İhracında Yönetim Kurulunun Yetkisi

değildir (SPK.m.13 f.5). Bu hüküm de TK.m.421 hükmü gibi anlaşılmaz mahiyettedir. TK.m.421'de ifade edilen bu husus SPK.'unda daha kötü bir şekilde ifade edilmektedir. Esasen tavan sınırı müsait olsa bile yeni tahvil çıkarılıp çıkarılmayacağı kanundan anlaşılammaktadır. Doktrinde SPK. m. 13 hükmünün TK. m. 421 hükmü gibi anlaşılması gereği savunulmaktadır<sup>48</sup>. Kanaatimizce, çıkarılan tahvillerin satış süresi içinde yeni tahviller çıkarılması önlenmektedir. Bu satış süresi de en fazla üç aydır (Seri:II, No:13, m.23). Çünkü bu süre içinde satılmayan tahvillerin en geç 6 işgünü içinde iptali gerekir (Seri:II, No:13, m.17). Bu bakımdan yeni tahvil çıkarmak için aranan şart daha önce çıkarılan tahvillerin tamamının satılması değildir. Şayet satılmamış tahviller varsa satış süresinin geçmesi şartı aranmaktadır. Buna karşılık tahviller tamamen satılmışsa, satış süresinin geçmesinden önce de yeni tahviller çıkarılabilir. Görülüyor ki, SPK. ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğleri birlikte mütalaa edilince, TK.m.421 hükmünden ayrı bir anlam ortaya çıkmakta ve TK.'undaki belirsizlik sınırlı da olsa ortadan kalkmaktadır.

Diğer taraftan tahvil ihraç edecek olan ortaklık bu husustaki genel kurul veya esas mukavelede yetki verilmişse yönetim kurulu kararından sonra, halka arz için kurul'a kayıt için başvuruda bulunmak zorundadır ve başvuru bir dilekçe ile olur (SPK.m.4,5).

Bu dilekçeye eklenmesi gereken belgeler şunlardır (Seri:II, No:13,m.18):

a) Tahvil ihracına ilişkin genel kurul kararının tesciline ve ilanına dair T.T.S.G. veya esas sözleşme ile tahvil çıkarma yetkisi verilmiş yönetim kurul kararının tasdikli örneği, ilgili mevzuatta tahvil ihracı için başka mercilerin karar veya onayı arandığı takdirde bu karar veya onaya ilişkin belge,

b) Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek metin haline getirilmiş, ihraççıyı temsile yetkili kişilerce imzalanmış yürürlükteki esas sözleşme,

c) İhraççıyı, varsa bağımsız denetim kuruluşunu ve varsa aracı kuruluşu temsile yetkili kimselerce imzalı, halka arz yoluyla satışı yapılacak tahvillere ilişkin olarak düzenlenmiş,

- İzahname
- sirküler

d) Örneği Kuruldan temin edilebilecek nama yazılı tahvil spesimeni,

---

<sup>48</sup> TEKİNALP (Sermaye), s. 62.



- e) Satışın aracı kuruluşlar tarafından yapılacak olması halinde aracı kuruluşlarca yapılan aracılık sözleşmesi,
- f) İhraççının satış süresi sonunda satılmayan tahvillerin satış süresinin bitişini izleyen 6 işgünü içinde iptal edileceğine dair yazılı beyanı,
- g) Tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri için garanti verilmesi durumunda Kurul ve ihraççıya hitaben yazılacak, örneği Kuruldan temin edilebilir yazı,
- h) Tahvil ihraç gerekçesi,
- i) Son üç yıla ait; genel kurulca onaylanarak kesinleşen bilanço ve gelir tabloları ile Kurul'a başvuru tarihine en yakın ve bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırmalı 3'er aylık dönem sonu itibariyle düzenlenmiş, Kurulun belirlediği malî tablo standartlarına uygun ve ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalanmış ara malî tablolar
- j) Varsa, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde zorunlu veya isteğe bağlı olarak hazırlanmış bağımsız denetleme raporu,
- k) Son üç yıla ait denetleme kurulu raporları,
- l) Son bilanço dönemine ait faaliyet raporu,
- m) Kurulca gerekli görülmesi halinde izahname ve sirkülerdeki bilgileri teyit eden belgeler ile kurulca istenecek diğer belgeler,
- n) İzahname ve sirkülerde imzaları bulunanların yetkilerine ait noter tasdikli imza sirkülerleri.

### **1. İzahname ve Sirküler Düzenleme Esasları**

İzahnamenin hukuki mahiyeti icaba davettir. Ortaklık, izahname ile halkı tahvil satın almaya davet etmektedir. Bu bakımdan izahname, tahviller hakkında bilgi verici bir beyandır. İzahname ve sirkülerin ihraççı, ihraççının malî durumu, faaliyet kapsam ve sonuçları ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurul tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurul'ca istenecek ek bilgileri içermesi ve bilgi ve açıklamaların gerektiğinde belgeye dayandırılması zorunludur (Seri:II, No:13, m.19 f.1).

Bağımsız denetime tâbi ihraççıların izahname sirkülerlerindeki denetlenen dönemlere ilişkin malî durum ve faaliyet sonuçlarına dair bilgilerin, ilgili bağımsız denetleme kuruluşlarınca verilen raporlara uygun olarak hazırlanması ve uygunluğunun bağımsız denetim kuruluşlarınca onaylanmış olması gerekir. tahvillerin halka arz yoluyla satışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması durumunda izahname ve sirkülerin aracı kuruluş tarafından da imzalanması gere-

kir. Kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlar, bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğunda olan bilgiler hariç izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından meydana gelebilecek zararın ihraççılarca tanzim ettirilemeyen kısmından sorumludurlar (Seri:II, No:13, m.19 f.2,3; SPK.m.7 f.2).

İzahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin, ilgili ihraççılarca en geç otuz gün içinde Kurul'a bildirilmesi zorunludur. Bildirimin şekil ve esasları Kurul tarafından belirlenir (SPK.m.10). İzahname ve sirkülerle, halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan, bildirilmemesi halinde yatırımcının zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, tahvilleri kayda alınan ihraççı tarafından bunların meydana geldiği tarihten itibaren en geç üç gün içinde ve her durumda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularak veya satışın aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapıyor olması halinde satışı yapan aracı kuruluşların satışı durdurmaları sağlanarak yazılı şekilde Kurul'a bildirilmesi zorunludur. Değişiklikler ve yeni hususlar, kurul'un onayı olmadan izahname ve sirkülerde değişiklik yapılarak halka açıklanamaz veya uygulamaya konulamaz. kurul'dan onay alındıktan sonra, izahnamedeki değişikliklerin, Ticaret Siciline tescil ettirilmesi ve ilanı, sirkülerdeki değişikliklerin ise, bu sirkülerin ilan edildiği gazetelerde yayımlanması zorunludur (Seri:II, No:13, m.21). Halka arz edilecek tahvillerin satış süresi kayıt belgesi tarihinden itibaren 6 iş gününden az olmamak ve 3 ayı geçmemek üzere izahnamede gösterilir (Seri:II, No:13, m.23)

İzahnamede bulunması gereken bilgiler esas itibariyle TK.m.425 hükmünde gösterilmiştir. Ancak SPK.m.6 hükmüne göre İzahnamede bulunması gereken bilgiler ve yayımlanacak sirküler ve ilanların esaslarının Kurul tarafından belirleneceği hükme bağlandığından TK.m.425 hükmü yürürlükten kaldırılmamakla birlikte uygulama alanı kalmamıştır.

## **2. Aracı Kullanma Zorunluluğu**

SPK.m.7 f.1 hükmüne göre Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını isteyebilir. Bu bir zorunluluk değildir. Ancak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve

işletmeler dışındaki ihraççılarca çıkarılan değişken faizli tahviller ile ihraççının ve tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikteki tahvillerin halka arz yoluyla satışının aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunludur (Seri:II, No:13, m.20).

### **3. Kayıttan Sonra Yapılacak İşlemler**

Tahvillerin Kurula kaydettirilmesinden sonra aşağıdaki işlemler yapılır (Seri:II, No:13, m.22) ;

#### **aa) Mahkeme Tasdiki**

Tahvil çıkarma yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmemiş olduğu hallerde TK.m.424 hükmüne göre görevli mahkeme tasdiki gereklidir. Ancak, tahvil çıkarma yetkisi esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmemişse TK.m.424 hükmü uygulanmayacağından (SPK.m.13), mahkeme tasdiki aranmaz.

#### **bb) İzahnamenin Yayınlanması**

Tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna verilmiş olduğu hallerde kayıt belgesi tarihinden, verilmemiş olduğu hallerde mahkeme tasdikinden itibaren bir hafta içinde ihraççının bulunduğu yer ticaret siciline başvurularak izahname, ticaret siciline tescil ve TTSG'nde ilan ettirilir.

#### **cc) Sirkülerin yayımlanması**

Sirkülerin ilânı, halka tahvil satın almaya davêti gösterir. Bunun da hukuki maliyeti "icaba davettir". İzahnamenin tescilini takip eden yedi gün içinde ve satışın başlangıç tarihinden azami 7, asgari 3 gün önce sirkülerin günlük gazetelerde ilanı zorunludur. İhraççı tarafından istenmesi halinde bu sürelerin dışında da ilan yapılabilir. Sirkülerin ilan edileceği gazeteler çok sayıda kişinin haberdar edilmesini sağlayacak şekilde seçilir ve kayıt öncesinde Kurula bildirilir. Sirküler, günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskısında ilan ettirilir. Sirkülerin günlük yayın yapan bir gazetenin Türkiye baskısında ilan ettirilmesi de mümkündür. Ancak bu halde, söz konusu sirkülerin hangi gazetede yayımlandığının aynı gün ve en az üç sütuna 10 santim ebatta ilan yoluyla duyurulması zorunludur. Sirküler bu ilkeler çerçevesinde birden fazla gazetede ilan edilebilir. Kurul da gerekli gördüğü durumlarda birden fazla gazetede ilan isteyebilir.

### **4. Satış Sonuçlarının Kurul'a Bildirilmesi**

Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışını yapan ihraççılar veya aracı kuruluşlar satış süresinin bitiminden itibaren altı iş günü içerisinde, satışın sonucu hakkında, Kurula bilgi vermekle

yükümlüdürler. Verilecek bilgilerin şekil ve esasları Kurul tarafından belirlenir (SPK.m.9). Kurul da söz konusu şekil ve esasları bir tebliğ hükmüyle düzenlemiştir(Seri:II, No:13, m.24);

Halka arz edilen tahvillerin satış süresinin bitiş tarihinden itibaren 6 iş günü içinde ihraççı :

aa) İzahnamenin yayımlandığı TTSG. ve sirkülerin ilân edildiği gazetelerin birer nüshasını,

bb) Satış sonuçlarını gösteren bilgileri,

cc) Satış süresi sonunda satılmayan tahviller varsa; bunların noter önünde iptal edildiğini gösterir belgeyi,

Kurul'a göndermekle yükümlüdür.

#### **D. Anonim Ortaklıkların Tahvil İhracında Yönetim Kurulunun Yetkisi**

Sermaye piyasası Kanununun tahvillerle ilgili düzenlemesi esas itibariyle tahvil ihraç limitleri ile hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarma imkânına ilişkindir. Kurul tebliğleri ile de "kâr'a iştirakli tahvillerin çıkarılma usul ve esasları düzenlenmiştir.

TK. hükümlerine göre anonim ortaklıkların tahvil çıkarabilmesi için aranan ilk şart esas sözleşmede hüküm bulunsa bile, bu hususta genel kurulca bir karar alınması mecburiyetidir. Ayrıca söz konusu kararın tescili, ilânı ve bunun mahkemece tasdiki zorunludur. (TK.m.423, 424). Ancak HAAO.'larla ilgili olarak SPK.m.13 hükmü TK.'na göre genel kurulda olan tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna da devredilebileceğini ve bu durumda TK. 423 ve 424 hükümlerinin uygulanmayacağını hükme bağlamıştır. Böylece SPK., kararın ilânı, tescili ve mahkeme tasdiki usullerini kaldırmaktadır.

Kanun sermaye piyasası araçları çıkarma usul ve şartlarını düzenleme yetkisini Kurul'a bırakmış olmakla birlikte Kurul düzenlemelerinde SPK. ve bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde de TK. hükümlerine uymak zorundadır. Bu bakımdan tahvillere ilişkin TK.m.420-433 madde hükümleri SPK. tahvillere ilişkin 13 ve 14 hükümleri ile sermaye piyasası araçlarının halka arzı, satışı ve kamunun aydınlatılması gibi hususlara aykırı olmamak şartıyla uygulama alanı bulacaktır.

Tahvil çıkarma yetkisini TK.m.423 hükmüne göre münhasıran genel kurula bırakılmış "tahvil ihraç kararı" yetkisidir ve ancak tescil ve ilân dan sonra icra kabiliyetine sahiptir. Tahvilin türü, faiz oranları, satış ve itfa şartları konularında esas sözleşmede düzenleme

yapılabileceği gibi, bu konularda yönetim kurulu da yetkili kılınabilir<sup>49</sup>.

SPK.m.13 f.6 hükmüne göre ise; HAAO.'larda tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir. Bu takdirde TTK.'nun 423 ve 424 üncü maddeleri uygulanmaz. Halka açık olmayan anonim ortaklıklar ile tahvil çıkarma yetkisinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmemiş olan HAAO.'ın tahvil çıkarabilmesi için bu hususta genel kurul karar vermesi ve TK.m.424 hükmüne göre görevli mahkeme tasdiki ve kararın tescil ve ilanı gereklidir. Ancak, HAAO.'larda tahvil çıkarma yetkisi esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmişse TK.m.4213 ve 424 hükmü uygulanmayacağından (SPK.m.13), mahkeme tasdiki aranmadığı gibi kararın tescil ve ilanı da şart değildir.

Kanun hükmüne göre yönetim kuruluna verilen yetkinin kaynağı esas sözleşmedir. Esas sözleşmede tahvil çıkarma esasları ve şartları belirtilebileceği gibi türü, faiz oranı, satış ve itfa şartları gibi tüm hususlara karar verme yetkisi de yönetim kuruluna da bırakılabilir. TK.m.13 f.5 hükmünün tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna devredilebileceğine ilişkin hükmü HAAO. için söz konusu olup halka kapalı anonim ortaklıklarda bu yetki münhasıran genel kuruldadır ve esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilemez<sup>50</sup>.

#### **E. Yurt Dışında Satılacak Tahvil ve Diğer Borçlanma Senetleri**

İhraççıların yurt dışında satacakları tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin Kurul kaydına alınması için, ekinde aşağıdaki belgelerin bulunduğu bir dilekçe ile kurula başvururlar (Seri:II, No:19, ek madde 1):

- a) Son durum itibariyle sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı,
- b) Tahvil ihracına ilişkin genel kurul kararının tesciline ve ilanına dair TTSG veya esas sözleşme ile tahvil çıkarma yetkisi verilmiş yönetim kurulu kararının tasdikli örneği, ilgili

<sup>49</sup> AYTAÇ (3), s.279.

<sup>50</sup> ÇAMOĞLU / POROY / TEKİNALP, s. 271. ÇAMOĞLU'na göre " bu alandaki boşluğun menfaatler dengesine uygun olarak doldurulabilmesi için sadece SPK.m.12 f.5 hükmündeki somut halde değil, yönetim kurulunun, genel kurulun işlevini üstlenerek karar aldığı tüm hallerde, yönetim kurulunca alınan kararlar aleyhine TK.m.381 vd. hükümleri uyarınca iptal davası açılabilir. Hatta Çamoğlu'nun bizimde katıldığımız görüşüne göre, yönetim kurulunun diğer bütün kararları aleyhine de TK.m.381 vd. hükümleri anlamında iptal davası açılabilme imkanının tanınması ve bu boşluğun doldurulması gerekir.

- mevzuatta tahvil ihracı için başka mercilerin karar ve onayı arandığı takdirde bu karar veya onaya ilişkin belge,
- c) Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş, ihraççıyı temsile yetkili kişilerce imzalı esas sözleşme,
  - d) Örneği Kuruldan temin edilebilecek tahvil spesimeni,
  - e) İhraççının satış süresi sonunda satılmayan tahvillerin satış süresinin bitişini izleyen 6 işgünü içinde iptal edileceğine ilişkin yazılı beyanı,
  - f) Tahvillerin anapara ve faiz ödemeleri için garanti verilmesi durumunda Kurul ve ihraççıya hitaben yazılacak, örneği Kuruldan temin edilebilir yazı,
  - g) Tahvil ihraç gerekçesi,
  - h) Son 3 yıla ait; genel kurulca onaylanarak kesinleşen bilanço ve gelir tabloları ile Kurula başvuru tarihine en yakın üçer aylık dönem sonu itibariyle düzenlenmiş ve bir önceki yılın aynı dönemi ile karşılaştırmalı Kurul 'un belirlediği mali tablo standartlarına uygun ve ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalanmış ara mali tablolar,
  - i) Varsa, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde zorunlu veya isteğe bağlı olarak hazırlanmış bağımsız denetleme raporu,
  - j) Son 3 yıla ait denetleme kurulu raporları,
  - k) Son bilanço dönemine ait yönetim kurulu faaliyet raporu,