

**T.C.  
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**TÜRK HUKUKU'NDA  
ANONİM ORTAKLIKLAR TARAFINDAN  
ÇIKARILAN TAHVİLLER**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Erenalp RENÇBER**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hamdi YASAMAN**

**TEMMUZ 2010**

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	ii
KISALTMALAR .....	v
TABLO LİSTESİ .....	vii
RESUME .....	viii
ABSTRACT .....	xiii
ÖZET .....	xviii
GİRİŞ .....	1
I. TAHVİL KAVRAMI VE ÇEŞİTLERİ .....	5
A. TAHVİL KAVRAMI .....	5
1. Terminoloji .....	5
2. Tanım .....	8
3. Hukuki Niteliği .....	12
4. Şekli .....	16
5. İtibari Değeri .....	18
6. Tahvil Çıkarabilecek Ortaklıklar .....	19
B. TÜRKİYE’DE TAHVİL İHRACININ DURUMU .....	21
1. Türkiye’de Tahvil İhracına İlişkin Veriler .....	21
2. Ortaklıklar Bakımından Tahvil İhracının Fayda ve Sakıncaları .....	24
a. Tahvil İhracının Faydaları .....	24
b. Tahvil İhracının Sakıncaları .....	27
3. Özel Sektör Tahvillerinin Gelişmemesinin Nedenleri .....	29
a. Kamu Sektörünün Yoğun borçlanması .....	29
b. Yatırımcıların Özel Sektör Tahvillerini Tercih Etmemesi .....	30
c. Sermaye Piyasası Kurumu’na Başvuru Prosedürünün Uzunluğu .....	33
d. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yaygınlaşmaması .....	33
C. TAHVİL ÇEŞİTLERİ .....	35
1. Sabit Faizli Tahviller .....	36
2. Primli veya İskontolu Tahviller .....	38
3. İkramiyeli (Piyangolu) Tahviller .....	39
4. Teminatlı (Güvenceli) Tahviller .....	40
5. Değişken Faizli Tahviller .....	42
6. Kâra Göre Değişir Faizli Tahviller .....	43
7. Endeksli Tahviller .....	45
8. Daimi veya İtfaya Tâbi Tahviller .....	46
9. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil .....	47
II. TAHVİLİN ÇIKARILMASI VE SATILMASI .....	54
A. TAHVİL ÇIKARILMASINA İLİŞKİN HUKUKİ ŞARTLARI .....	54
1. Daha Önceden Çıkarılan Tahvil Bedellerinin Ödenmesi .....	54
2. Çıkarılacak Tahvil Miktarındaki Sınırlamalara Uyulması .....	57
a. Ticaret Kanununda Öngörülen Sınır .....	58
b. Sermaye Piyasası Mevzuatında Öngörülen Tahvil Sınırı .....	62
i. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Tahvil İhraç Sınırı .....	63

ii. Halka Açık Olmayan Anonim Ortaklıklarda Tahvil İhraç Sınırı.....	64
B. TAHVİL ÇIKARILMASININ USULÜ .....	65
1. Yetkili Organ Kararı.....	65
a. Genel Kurul Kararı ile çıkarma .....	66
b. Yönetim Kurulu Kararı ile Çıkarma .....	69
2. Kayda Alınmak için Sermaye Piyasası Kurulu'na Başvuru.....	71
3. İzahname ve Sirküler Hazırlanması.....	75
a. İzahname ve Sirkülerde Yer Alacak Bilgiler.....	76
b. İzahname ve Sirküler Düzenleme Esasları .....	79
c. İzahname ve sirkülerde değişiklik yapılması.....	80
d. İzahname ve Sirkülerin İlanı.....	81
e. İzahname ve Sirkülerdeki Bilgilerden Doğan Hukuki Sorumluluk.....	82
C. TAHVİLLERİN SATIŞ İŞLEMLERİ .....	83
1. Aracı Kuruluş Kullanma Zorunluluğu.....	83
2. Satış Süresi ve Wade Başlangıç Tarihinin Belirlenmesi .....	83
3. Satış Sonuçlarının Sermaye Piyasası Kurulu'na Bildirilmesi .....	84
4. Tahvillerin Taahhüdü Sorunu.....	84
III. TAHVİL SAHİPLERİNİN HAKLARI .....	87
A. TAHVİL SAHİBİNİN ŞAHSEN KULLANABİLECEĞİ HAKLAR.....	87
1. Anaparayı Talep Hakkı.....	87
2. Faiz, Prim, İkramiye gibi Sair Menfaatleri Talep Hakkı.....	88
3. Herhangi Bir Alacaklı Olarak Talep Edilebilecek Haklar.....	89
B. TAHVİL SAHİBİNİN TAHVİL SAHİPLERİ GENEL KURULU OLARAK KULLANABİLECEĞİ HAKLAR.....	90
1. Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Hukuki Niteliği .....	93
2. Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Toplantıları .....	95
a. Toplantıya Davet .....	96
b. Toplantıya Davete Yetkililer .....	97
c. Toplantıya Davetin Şekli .....	102
d. Toplantı Gündemi.....	103
e. Toplantı ve Karar Yetersayısı.....	104
f. Cetvel Tanzimi .....	106
g. Oy Hakkı.....	108
3. Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri .....	110
a. Teminatın Azaltılması veya Kaldırılması.....	111
b. Faize İlişkin Değişiklikler .....	112
c. İtfa Süresinin Uzatılması ve İtfa Koşullarının Değiştirilmesi .....	113
d. Alacaklarına Karşılık Pay Senedi Almalarının Kabul Edilmesi.....	114
e. Tahvil Sahiplerini Temsil Etmek Üzere Temsilci Tayini.....	115
4. Tahvil Sahipleri Genel Kurul Kararlarına Karşı Konun Yolları .....	115
C. YÖNETİM KURULU ÜYELERİ HAKKINDA SORUMLULUK DAVASI AÇILMASI.....	120
1. Dolayısıyla Zarar Gören Şahıs Sıfatıyla Dava Hakkı.....	122
2. Doğrudan Zarar Gören Şahıs Sıfatıyla Dava Hakkı .....	126
IV. TAHVİL ÜZERİNDEKİ HUKUKİ İŞLEMLER VE İTFASI .....	129
A. TAHVİL ÜZERİNDEKİ HUKUKİ İŞLEMLER .....	129
1. Tahvilin Devri .....	129
2. Tahvilin Zıyayı ve İptali.....	132
B. TAHVİLLERİN İTFASI.....	135
1. Tahvillerin Wade Tarihinde İtfası .....	135
2. Tahvillerin Erken İtfası.....	135

a. İhraççının Talebine Bağlı Erken İtfa .....	136
b. Tahvil Sahibinin Talebine Bağlı Erken İtfa.....	136
SONUÇ .....	137
KAYNAKÇA.....	145
ÖZGEÇMİŞ .....	155

## KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirket
al.	: Alinéa
art.	: Article
b.	: Bend
BankK.	: Bankacılık Kanunu
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BK.	: Borçlar Kanunu
BKK	: Bakanlar Kurulu Kararı
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
Çev.	: Çeviren
DET	: Değiştirilebilir Tahvil
Dpn.	: Dipnot
DVK.	: Damga Vergisi Kanunu
E.	: Esas
ETK.	: Eski Ticaret Kanunu
f.	: Fıkra
HD.	: Hukuk Dairesi
HDT	: Hisse senedi ile Değiştirilebilir Tahvil
HGK.	: Hukuk Genel Kurulu
İİK.	: İcra ve İflas Kanunu
İkt. Mal.	: İktisat ve Maliye Dergisi
İMKB.	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İsv. BK.	: İsviçre Borçlar Kanunu
K.	: Karar
KAP.	: Kamu Aydınlatma Platformu
KHK.	: Kanun Hükmünde Kararname
KİŞT	: Kara İştirakli Tahviller
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KVK.	: Kurumlar Vergisi Kanunu
KZOB.	: Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi
m.	: Madde
MK.	: Medeni Kanun
No.	: Numara
RG.	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
Ser.PK.	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK.	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.	: Tarih
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TC.	: Türkiye Cumhuriyeti
TD.	: Ticaret Dairesi

TL.	: Türk Lirası
TTK.	: Türk Ticaret Kanunu
TTKT.	: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı
TTSG.	: Türkiye Ticaret ve Sicil Gazetesi
vd.	: Ve devamı
VUK.	: Vergi Usul Kanunu
Y.	: Yargıtay
YKD.	: Yargıtay Kararları Dergisi

**TABLO LİSTESİ**

	<b>Sayfa No</b>
<b>Tablo 1.1</b> SPK Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları 1986-2008	22
<b>Tablo 1.2</b> İkinci El Piyasa İşlem Hacmi 1996-2008	23

<b>Université</b>	<b>: Université Galatasaray</b>
<b>Institut</b>	<b>: Institut des Sciences Sociales</b>
<b>Département</b>	<b>: Droit</b>
<b>Programme</b>	<b>: Droit Privé</b>
<b>Directeur de recherche</b>	<b>: Prof. Dr. Hamdi YASAMAN</b>
<b>Diplôme sollicité- Date</b>	<b>: Mastaire - Juillet 2010</b>

## **RESUME**

### **OBLIGATIONS EMISES PAR LES SOCIETES ANONYMES**

#### **DANS LE DROIT TURC**

**Erenalp RENÇBER**

L'obligation est un titre de créance que les sociétés émettent en séries par voie d'emprunts afin d'obtenir des prêts et que chacune est considérée représenter la même valeur nominale. En échange, la société émettant l'obligation entreprend de rembourser périodiquement l'argent emprunté au bout d'un certain terme et intérêt prévu.

Les obligations émises par les sociétés anonymes ont un rôle considérable en Europe et aux Etats-Unis à la suite de la diminution du volume de prêt et de l'augmentation des demandes de prêt des investissements. En Turquie, la même valeur est accordée aux obligations émises par le gouvernement. Cette différence provient de la différence entre les stratégies économiques suivies. Les chiffres démontrant la situation de l'émission des obligations en Turquie à partir de 1986 mettent en évidence l'insuffisance des demandes pour les obligations à l'égard des sociétés anonymes et des investisseurs.

Les obligations sont les instruments de financement les plus importants pour les sociétés, particulièrement pour les sociétés anonymes. Leur importance se développe par l'intermédiaire du fait qu'ils sont évalués comme papiers-valeurs et comprennent les caractéristiques des titres au titulaire facilitant leur circulation.



Les sociétés de secteurs privés émettent et vendent ces obligations pour créer une ressource de financement. Les sociétés de secteurs privées se profitent des ressources extérieures afin d'augmenter et améliorer leur activité et faire des investissements nécessaires, une fois leurs ressources internes, autrement dit les capitaux propres comme les fonds de réserve et les fonds légal sont insuffisantes. Aujourd'hui, ces ressources extérieures sont des emprunts.

Les sociétés anonymes qui se trouvent particulièrement dans les pays où l'économie de marché libre est dominante, concurrencent à la formation du capital suffisant d'investissement et à la contribution générale et efficace du peuple par l'encaissement des épargnent en liquide. Les sociétés anonymes effectuent cette fonction par la vente des valeurs mobilières, comme les actions et les obligations, aux investisseurs si bien que les sociétés anonymes contribuent à la formation des bourses des valeurs mobilières et le développement des marchés financiers.

L'obligation est réglée entre les articles 420-433 du Code de Commerce Turc ("CCT"). Les articles du CCT en matière des obligations proviennent de l'Ancien Code de Commerce ("ACC"), basés sur les dispositions du Code de Commerce Italien daté de 1882. Cependant, les dispositions de l'ACC en matière des obligations n'ont pas été modifiées considérablement jusqu'à présent. A cet égard, les articles du CCT en matière des obligations adoptent un modèle très ancien et proviennent du Code de Commerce Italien daté de 1882. Ce modèle ancien n'est pas capable de répondre aux besoins et en même temps a causé des problèmes.

Le changement le plus important apporté par le Projet de Code de Commerce Turc ("PCCT" ou "Projet") est l'abrogation des dispositions détaillées du CCT en matière des obligations. Les obligations sont principalement régies par les articles 504, 505 et 506 du Projet, intitulé "Valeurs Mobilières Comprenant le Droit d'Achat et Changement des Certificats de Dette". Ainsi, les modifications nécessaires et les problèmes confrontés et marqués ci-dessous en matière des obligations seront régis par la Règlements de Marché Financier.

Dans un premier temps, les sociétés anonymes ne sont plus limitées par le capital payé d'après les régulations actuelles dans le droit Turc comme il a été déjà critiqué par la doctrine. Le fonds de réévaluation des investissements sera pris en compte lorsque la limite de l'émission des obligations est déterminée. Le fond de réserve sera ajouté sur cette somme dans les sociétés publiques. Il se peut que la limite de l'émission des obligations puisse être augmentée d'après une décision du Conseil des Ministres.

La somme totale d'obligation émise est limitée par la somme déjà payée et présente dans le dernier bilan d'après l'Article 422 du CCT. Par conséquent, le capital qui a été déclaré mais resté dû impayé ou diminué à la perte ne doit pas être considéré dans ce calcul. Toutefois, cet article, étant fortement critiqué par la doctrine par son manque de refléter une situation réaliste de la société, est modéré par l'Art. 13 du Code de Marché Financier, l'Art. 11 du Communiqué Série II, No. 22 du Conseil de Marché Financier et la décision du Conseil des Ministres No. 2009/15330 publiée au journal officiel no. 27338 et en date du 4 Septembre 2009. Selon cette disposition, la limite d'emprunt obligataire est la valeur calculée en soustrayant des pertes de la somme des fonds de réserve publiés ou versés et des fonds en surplus de réévaluation. Le Projet donc n'apporte pas de réformes à cet égard.

Sans doute, cette modification établit une échelle plus réelle pour la détermination des biens des sociétés anonymes et contribue au renforcement économique des sociétés. D'autre part, même s'il est dans l'intérêt de la société d'étendre en particulier la limite de l'émission d'obligations à certains coefficients, il est également nécessaire d'examiner les droits du titulaire dans ce cas puisque la restriction présentée dans l'article 422 du CCT vise à la protection des titulaires d'obligations.

Même s'il n'est pas réglementé dans le Projet, un autre sujet, qui doit être traité spécifiquement dans la sous-réglementation, est devoirs et pouvoirs de l'Assemblée des Obligataires. « Assemblée titulaires d'Obligations » est un collage de titulaires d'obligations qui ne sont pas considérés comme l'un des organes de la société. L'Assemblée est seule habilitée à se prononcer sur un nombre limité de questions, réglementés en vertu de l'article 430 du CCT, les obligations qui concernent et qui sont tenues entre les titulaires d'obligations et de la société anonyme émettrice des obligations. Mais l'Assemblée, qui prévoit la protection des droits des obligataires qui sont à l'origine aux créanciers de la société, est attribuée des pouvoirs de décider que pour le bénéfice de la société.

Ainsi, les pouvoirs octroyés à l'Assemblée des titulaires d'obligations et affectant les droits de l'origine des obligations de créer un grand danger pour les titulaires d'obligations. Ces pouvoirs sont suffisamment efficaces pour rendre ces sortes de titres menace le marché obligataire peu fiables. L'utilisation de ces pouvoirs et à décourager ou même de détruire tous les avantages et les garanties qui motivent les obligataires et aussi sa confiance dans l'acquisition des titres. A titre d'exemple, les droits comme l'ajournement du paiement du capital et des intérêts et l'obligation de convertir la somme d'obligation à l'action sont soumis à la décision de l'Assemblée contraignant pour toutes les titulaires d'obligation.

Bien que l'Article 431 de CCT exige le vote des titulaires des deux tiers des obligations en cours de transfert et poursuit une sorte de protection en ce quorum, il est clair que cette protection est inefficace et que les titulaires d'obligations vont subir des pertes en particulier quand un certain nombre d'obligations est acquis par les personnes proche de la société anonyme endettée. Le Code ne précise pas les causes de ces décisions dangereuses effectuées par les deux tiers des membres de l'Assemblée des Obligataires. Par conséquent, les décisions doivent être librement prises par l'Assemblée des Obligataires.

D'autre part, les dispositions relatives aux assemblées générales des sociétés anonymes doivent être appliquées à des questions concernant la procédure à des réunions, dans le cas d'une omission concernant la réunion et le quorum de décision, il est non seulement possible de déclarer l'inexistence de cette décision, mais est également pratique d'attribuer à chaque titulaire le droit d'exiger l'annulation de la décision prise avant les titulaires présents à la réunion du conseil sans droit de vote.

Les règles relatives à l'assemblée générale des titulaires d'obligation ne sont pas régulées dans le Projet, vu que l'obligation est considérée comme un instrument de marché financier. Conformément au deuxième paragraphe de l'article 506 du Projet, cette lacune sera complétée par les modifications dans la législation et le Code de Marché Financier. Etant donné qu'il n'existe pas un article relatif à l'assemblée des titulaires d'obligation dans la législation actuelle de Marché Financier, il est nécessaire que les modifications ci-dessus fussent exécutées avant l'entrée en vigueur du Projet ou spontanément avec la législation du Projet.

Dans ces dispositions, que ce soit placée dans le Projet ou dans le Règlement sur les marchés de capitaux, l'Assemblée des titulaires d'obligations doivent être considérés comme une entité légale et ses pouvoirs et fonctions doivent être précisées. Toutefois, ces pouvoirs et fonctions ne devraient pas être régulés uniquement en faveur de la société, comme le cas sous le CCT, mais l'intérêt des deux parties devrait être couvert par un équilibre entre les intérêts des entreprises et des obligataires. En effet, l'obligation est un accord de prêt conclu entre la société et les titulaires d'obligation; l'Assemblée des titulaires d'obligations est l'organe seule habilitée à modifier les conditions de cet accord.

D'autre part, les dispositions relatives à la réunion et le quorum décision de l'Assemblée des titulaires d'obligations devraient être réexaminées, et la procédure de la réunion et le recours des titulaires d'obligation contre les décisions de l'assemblée doivent être régulés de façon nette. Il est impossible de surveiller un organe par les actionnaires et les titulaires d'obligation s'il n'existe pas une voie de recours contre ses décisions. Par conséquent ces articles doivent être révisés de façon qu'ils puissent protéger les droits des titulaires d'obligation pour que le marché financier marche comme il faut.

Enfin, le niveau élevé de l'inflation en Turquie et un haut niveau d'intérêt que le Trésor est tenu de payer, même pour les dettes à court terme, détruit la possibilité d'obtenir des prêts à long terme pour les sociétés anonymes *via* l'émission d'obligations. Même si les corrections précédentes sont implémentées avec succès, considérant le faible niveau de risques et les avantages présentés aux investisseurs par les obligations émises par des sociétés publiques, il n'y aura pas une telle demande pour les obligations du secteur privé. Il est évident que cette situation empêche le développement du marché financier en Turquie.

Dans cette étude, le terme "obligation" est utilisé pour les obligations émises par les sociétés anonymes; le terme "émetteur" pour les société anonymes et enfin "la titulaire" pour l'investisseur achetant une obligation émise par une société anonyme sauf indication contraire. Cette étude comprend cinq parties.

La première partie de nature d'introduction au sujet explique l'importance d'obligation à la dimension économique tandis qu'elle essaie de mettre en évidence la situation de l'émission d'obligation en Turquie et les raisons du sous-développement de l'émission des obligations en comparaison avec l'émission des obligations publiques. La notion de l'obligation et les différents types d'obligation sont expliqués à l'aide des caractéristiques de l'obligation. Par contre, Les types d'obligation sont étudiés de façon général étant donné que chaque type d'obligation est capable d'offrir une étude distincte pour présenter une idée globale sur la classification des obligations dans la tête de lecteur d'après les opinions de doctrine.

Dans la deuxième partie, les conditions pour émettre l'obligation, la procédure de l'émission d'obligation, le problème de l'engagement de l'obligation sont expliqués d'après la pratique.

Dans la troisième partie, les droits de la titulaire d'obligation, les droits individuels et les droits collectifs de la titulaire d'obligation et la responsabilité du conseil des directeurs sont traité sous les différents titres ainsi que les voies de la titulaire d'obligation envers la société.

Enfin, dans la cinquième partie, il s'agit des transactions légales sur l'obligation et la redemption de l'obligation. Cette étude finalise par la partie de conclusion qui offre une vision globale du sujet.

**Mots-Clés** : **Société Anonyme, Marché Financier, Titres, Papier-Valeurs, Financement.**

**Code d'enregistrement** : **411**

<b>University</b>	<b>: Galatasaray University</b>
<b>Institute</b>	<b>: Institute of Social Sciences</b>
<b>Science Programme</b>	<b>: Law</b>
<b>Programme</b>	<b>: Private Law</b>
<b>Supervisor</b>	<b>: Prof. Dr. Hamdi YASAMAN</b>
<b>Degree Awarded and date</b>	<b>: MA - July 2010</b>

**ABSTRACT**  
**BONDS ISSUED BY JOINT STOCK COMPANIES IN TURKISH LAW**  
**Erenalp RENÇBER**

A bond is a debt security that joint stock companies issue in series via borrowing in order to obtain loans and that each one is considered to bear the same nominal value. In exchange of these debt securities, the company undertakes to bondholders the reimbursement of the amount borrowed after a certain term and a term interest.

As a result to the decrease in loan volume and the increase of loan demands for investments, bonds issued by joint stock companies have an important historical value in Europe and United States. In Turkey, the same value is accorded to the bonds issued by the government. This difference originates from the differentiation between the economical strategies followed. Since 1986 the statistics on bond issuance in Turkey show that bonds have no appeal either for joint stock companies or for investors.

Bonds are the most important financing instruments for companies, especially for joint stock companies. Their importance grows via the fact that they are valued as securities and that they can easily be transferred as bearer instruments.

Private companies issue and sell these bonds in order to create a financing resource for themselves. As it is well known, in order to enhance and improve their activity and to make necessary investments, private companies tend to refinance by an outsource when their domestic sources, otherwise known as their net current assets, fail to satisfy. Today, the most commonly known outsource is borrowing.

Especially in countries of liberal economy, joint stock companies let people create an investment capital by cumulating their cash savings and therefore participate effectively in economical development. Joint stock companies follow through this function by selling the securities that they issue, such as bonds and share certificates, to savers and therefore help shape and develop capital markets and stock exchanges.

Bonds are mainly treated in the articles no.420 through 433 of the Turkish Commercial Code (“**TCC**”). The provisions regarding the bonds within the Turkish Commercial Code (art.420-433) dated 1957 originate from the previous Commercial Code (“**PCC**”) which is based on provisions regarding bonds within the Italian Commercial Code dated 1882. From the previous commercial code period on, the provisions on bonds did not receive any marking changes. That is why the provisions on bonds within the present commercial code is based on a remarkably old example: Italian Commercial Code dated 1882. The oldness of its example not only results to many problems but also fails to satisfy the necessities.

The most important novelty brought by the Draft Turkish Commercial Code (“**TCCD**” or “**Draft**”) is the abolition of the detailed provisions stated in the articles 420 through 433 of the present Turkish Commercial Code. Bonds are mainly stipulated under the articles 504, 505 and 506 of the Draft Turkish Commercial Code, entitled “Securities holding the right to receive and to exchange debt instruments”. The detailed provisions and the possible solutions to the questions that will be discussed extendedly by the following section are therefore left to the Regulations on Capital Market.

On the first hand, in the context of the rules and regulations adopted by Turkish Law, as they issue bonds, joint venture companies are not limited by their in law and in fact paid capital as it has been criticized by the doctrine. As the issue limit of bonds is being determined, revaluation surplus fund will be considered. Publicly held joint stock companies shall also add their reserve funds. According to the council of ministers decree No. 2009/15330 published in the Official Gazette dated 4 September 2009 and numbered 27338, the issue limit of bonds can even be increased of its own value depending on certain conditions.

As per the article 422 of Turkish Commercial Code, bonds are only to be issued up to the amount that is paid and declared present in the latest balance sheets. Therefore, the capital which has been declared but remained unpaid or decreased due to loss is not to be considered in this calculation. But this provision, being strongly criticized by the doctrine by its failure to reflect a realistic situation of the company, adopted a more realistic measure with Article 11 of the Capital Market Act, Article 13 of Council of ministers’ decree numbered 2009/15330 and Capital Market Board Communiqué Series no. II, No. 22. According to this provision, the bond issue limit is the value calculated by subtracting losses from the sum of the issued or paid-in reserve funds and the revaluation surplus funds. It is therefore possible to mention that the Draft did not bring any changes to the practice.

These changes undoubtedly create a more realistic measure to determine the asset amount of joint stock companies and help shareholders economically build up. On the other hand, although it is for the benefit of the company to especially extend the bond issue limit to certain coefficients, it is also necessary to consider the rights of the bondholder in this case. Because the limitation presented in the article no.422 of Turkish Commercial Code regards the protection of bondholders.

Though it is not regulated within the Draft, another subject, which specifically should be treated under sub-regulations, is duties and powers of the Bondholders' Assembly. Bond holders' Assembly is a collage of bond holders that does not qualify as one of the bodies of the company. The Assembly is solely entitled to decide on a limited number of matters, regulated under Article 430 within TCC, which concern bonds and are held between bond holders and the joint stock company issuing the bonds. But the Assembly, providing for the protection of the rights of bondholders who are originally creditors to the Company, is attributed with powers to decide only for the benefit of the Company.

Thus, the powers attributed to Bondholders' Assembly and effecting the rights originated from bonds, create a great danger for the bondholders. These powers are effective enough to render these sorts of securities threatening the bond market unliable. The use of any of these powers would discourage or even destroy all the advantages and guarantees which motivate a bondholder and also his trust in acquiring the securities. As examples, the payment date of the capital and its interests being deferred; the obligation of converting the bond price and interests to certificates of share being depending on the General Assembly decisions and therefore binding each bond holder reveal the disadvantages of these powers.

Although TCC Article 431 requires votes of the holders of the two thirds of the bonds being transferred and pursues a sort of protection by this quorum, it is clear that this protection will be inefficient and that the bondholders will face losses especially when a certain number of bonds is acquired by the people close to the joint stock company in debt. The Code does not state the causes of these dangerous decisions made by the two thirds of the members of the Bondholders' Assembly. Therefore decisions are to be freely made by the Bondholders' Assembly.

On the other hand, as the provisions on general assembly meetings of joint stock companies are to be applied to matters concerning the procedure in meetings, in case of an omission regarding the meeting and decision quorums, it is not only possible to declare the nonexistence of this decision but is also convenient to vest each bondholder the right to demand the annulment of the decision made before the bondholders attending the board meeting without the right to vote. Identically, the right to an action on annulment based on a contradiction to its equitable basis should be vested to bondholders if the decision made by the Bondholders' Assembly extremely disfavors bondholders' interests.

The Draft, considering the bond to be an instrument for capital market, does not include provisions on Bondholders' Assembly within the Commercial Code. Article 506-2 of the Draft suggests that the article referring to the provisions on Capital Market and this legal gap would be regulated via modifications on Capital Market Act and Regulations. However, as the present Capital Market Regulations does not include any provision on Bondholders' Assembly, the importance of making regulations on the matter -before or during the entry in force of the Draft- becomes clearer.

In these provisions, whether placed within the Draft or within the Capital Markets Regulations, Bondholders' Assembly should be considered as a legal body and its powers and duties should be specified. However these powers and duties should not value the sole interest of the Company, like the present Turkish Commercial Code does, but the interest of both parties should be covered by a balance between the interests of Company and bondholders. Because in fact bond is

a loan agreement held between the Company and the bondholders; Bondholders' Assembly is the body solely entitled to modify the conditions of this agreement.

On the other hand, the provisions regarding the meeting and decision quorums the Bondholders' Assembly should be reconsidered; the meeting procedure and the contestation possibilities against the Bondholders' Assembly meeting decisions should be precisely stipulated because it would not be possible to control a body whose decisions cannot be contested. In order to benefit from bonds as a legal institution, these provisions would be corrected when the purpose of the Bondholders' Assembly becomes the protection of the bondholders' rights and therefore capital market shall be more animated and secure and also the mutual rights would be protected.

Finally, in addition to all mentioned, high level of inflation in Turkey and high level of interest that Treasury is obliged to pay even for the short term debts destroyed the opportunity to obtain long term loans for the joint stock companies via issuing bonds. Considering the low level of risks and the benefits presented to investors by the bonds issued by public corporations, even the previous corrections being successfully implied, does not provide a serious interest in bonds issued by private companies. This fact evidently results to many disadvantages against the development of the capital market.

Unless otherwise indicated, "Bond" as a notion represents the bonds issued by joint stock companies; "issuer" represents joint stock companies and "bondholder" represents the saver who buys the bonds issued by a joint stock company. Our analysis consists of five main chapters.

In the first chapter, as an introduction to the subject, both the economical importance of bonds is demonstrated and the situation on bond issuance in private companies along with the reasons why the bond issuance fail to develop in Turkey are explained by a comparative approach. The notion of bond and its types are being explained, the subject is presented in its main frame based on the definition of bond and its characteristics. However the types of bonds, each one of which can be a separate analysis subjects, are defined in a general frame and the classification of different authors in doctrine and the types of bonds, which are genuinely named in practice, are used to create a general limitation.

In the second chapter, as the conditions of issuing bonds, the issuing procedure and the matter of undertaking in bonds are examined, we explain how bonds are issued and the procedure is held in practice.

In the third chapter, the rights of bondholder, the rights which are single handedly exercised by bond holders, the rights cumulatively exercised by the Bondholders' Assembly and the responsibility of the Board of Directors towards bondholders are classified under separate titles and the recourses of bondholders to protect their rights against the joint stock company are treated in a separate section.

In the fourth and the last chapter, legal transactions on bonds and their extinction are presented. Our analysis finalizes with an overall evaluation under the conclusion section.



**Keywords** : **Joint Stock Companies, Capital Market, Securities, Commercial Paper, Financing.**

**Science Code** : **411**

<b>Üniversite</b>	<b>: Galatasaray Üniversitesi</b>
<b>Enstitü</b>	<b>: Sosyal Bilimler Enstitüsü</b>
<b>Anabilim Dalı</b>	<b>: Hukuk</b>
<b>Program</b>	<b>: Özel Hukuk</b>
<b>Tez Danışmanı</b>	<b>: Prof. Dr. Hamdi YASAMAN</b>
<b>Tez Türü ve Tarihi</b>	<b>: Yüksek Lisans - Temmuz 2010</b>

**ÖZET**  
**TÜRK HUKUKU'NDA ANONİM ORTAKLIKLAR TARAFINDAN**  
**ÇIKARILAN TAHVİLLER**  
**Erenalp RENÇBER**

Tahvil, anonim ortaklıkların kredi ihtiyaçlarını tatmin amacıyla, borç para temini yoluyla seri halde çıkardıkları, itibari değerleri eşit kıymetli evrak olarak kabul edilen borç senetleridir. Bu borç senetleri karşılığında tahvil ihraç eden ortaklık, tahvil sahiplerine belirli bir süre sonra borç aldığı miktarı iade etmek yükümlülüğü ile birlikte, borç ödeninceye kadar tahvil üzerinde belirlenen dönemsel bir faizi de ödemeyi taahhüt etmektedir.

Kredi hacminin daralması ve yatırımlara yönelik kredi talebinin çoğalması neticesinde, anonim ortaklıkların çıkardıkları tahviller, Avrupa ve Amerika için önemli bir tarihi role sahiptir. Türkiye'de ise, aynı rol devlet tahvillerine ait olmuştur. Bu fark, izlenen ekonomik politikalar arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. 1986 yılından bu yana ülkemizdeki tahvil ihracının durumunu gösteren rakamlar, tahvillerin ne anonim ortaklıklar bakımından ne de yatırımcılar açısından bir cazibesi olmadığını ortaya koymaktadır.

Tahviller, sermaye ortaklıklarının, özellikle anonim ortaklıkların en önemli finansman araçlarıdır. Kıymetli evrak niteliğine sahip bulunmaları ve özellikle hamiline yazılı senetlerin kolaylıkla tedavül edebilme olanağını haiz olmaları önemlerini bir kat daha arttırmaktadır.

Özel sektör firmaları bu tahvilleri kendilerine finansman kaynağı yaratmak için çıkarıp, satışa sunmaktadır. Özel sektör firmaları, faaliyetini daha da geliştirebilmek, büyümek ve gerekli yatırımları yapabilmek için kendi iç kaynaklarının başka bir ifadeyle döner özvarlıkları olan kanuni ve yedek akçelerinin yetersiz kaldığı durumlarda, ihtiyacını dış kaynaklardan karşılamak istemektedir. Bugün için hemen herkes tarafından bilinen dış kaynak borç almaktır.

Özellikle serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde anonim ortaklıklar, halkın elindeki nakit birikimlerinin bir araya getirilip uygun yatırım sermayesi oluşturmaya ve böylece halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılabilmesine büyük imkân sağlamaktadır. Anonim ortaklıklar bu işlevlerini, çıkardıkları pay senetleri ile tahviller gibi menkul değerleri tasarruf sahiplerine satmak suretiyle gerçekleştirmektedir. Böylece sermaye piyasaları ile menkul kıymetler borsalarının oluşmasına ve gelişmesine çok önemli katkılarda bulunmaktadır.

Tahvil, esas olarak Türk Ticaret Kanunu'nun 420-433. maddelerinde düzenlenmektedir. 1956 tarihli Ticaret Kanunumuzun tahviller hakkındaki hükümleri (m.420-433), 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanununun tahvillere ilişkin hükümlerini esas alan 1926 tarihli Ticaret Kanunu ("ETK.")'ndan kaynaklanmaktadır. Eski Ticaret Kanunu döneminden bugüne, tahvile ilişkin hükümlerde önemle bir değişiklik olmamıştır. Bu bakımdan, TTK.'nin tahvillere ilişkin hükümleri çok eski bir modeli örnek almakta ve 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanunundan gelmektedir. Modelin eskiliği, ihtiyaçlara gereği gibi cevap verilememesine yol açmaktadır.

Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ("TTKT." veya "Tasarı")'nın ise tahviller açısından getirdiği en önemli yenilik TTK.'nin 420-433. maddelerindeki ayrıntılı hükümleri kaldırmasıdır. Tahviller, Tasarı'da "Borçlanma Senetleri Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler" başlığı altında, 504, 505 ve 506. maddelerde genel olarak düzenlenmiştir. Böylelikle, tahvillere ilişkin ayrıntılı düzenlemeler ve aşağıda daha geniş bir şekilde bahsedilecek olan sorunların çözümü Sermaye Piyasası Mevzuatına bırakılmıştır.

Öncelikle, Türk Hukuku'nda mevcut düzenlemeler çerçevesinde artık, anonim ortaklıklar tahvil ihraç ederken, öğretilerde daha önceden eleştirildiği gibi fiilen ve hukuken ödenmiş sermayeleri ile sınırlı değildir. Tahvil ihraç limiti belirlenirken, yeniden değerlendirme değer artış fonu da dikkate alınacaktır. Halka açık anonim ortaklıklarda ise, bu miktar üzerine yedek akçeler de eklenecektir. Hatta 4. 09.2009 tarihli ve 27338 numaralı Resmi Gazete'de yayımlanan 2009/15330 tarihli Bakanlar Kurulu Kararına göre de, tahvil ihraç limitinin belli şartlara göre birkaç katına kadar artırılması mümkündür.

Türk Ticaret Kanunu 422. maddesine göre, ancak ödenen ve son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktara kadar tahvil çıkarılabilir. Bu nedenle, taahhüt edilen ama henüz ödenmemiş olan veya zarar sonucunda sonradan azalan sermaye bu hesapta dikkate alınmaz. Ancak, öğretilerde ortaklığın gerçek durumunu yansıtmadığı için eleştirilen bu hüküm, Ser.PK., m. 13, 2009/15330 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ve SPK.'nın Seri II, No. 22 Tebliği m. 11 hükmü ile daha gerçekçi bir ölçü belirlemiştir. Buna göre tahvil ihraç limiti, çıkarılmış veya ödenmiş sermayeye yedek akçeler ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun eklenmesinden sonra varsa zararların çıkarılmasından sonra kalan miktar olarak belirlenmektedir. Bu nedenle, Tasarı'nın bu konudaki uygulamaya bir yenilik getirmedeği söylenebilir.

Yapılan bu değişiklikler şüphesiz anonim ortaklıkların malvarlığının miktarının belirlenmesinde daha gerçekçi bir ölçü getirmekte ve ortaklıkların iktisadi açıdan güçlenmesine katkıda bulunmaktadır. Öte yandan, özellikle tahvil ihraç limitinin belli katsayılara göre artırılması her ne kadar ortaklık yararına olacak ise de, bu durumda tahvil sahibinin haklarının ne olacağı üzerinde durulması gerekli olan bir konudur. Çünkü Türk Ticaret Kanununun 422. maddesindeki sınırlama tahvil sahiplerinin korunmasına yöneliktir.

Tasarı'da herhangi bir hükme bağlanmamasına karşın alt düzenlemelerinde özellikle üzerinde durulması gereken diğer bir konu da tahvil sahipleri genel kurulunun görev ve yetkileridir. Tahvil sahipleri genel kurulu tahvil sahiplerinin katılımı ile oluşan ve ortaklığın organı niteliği taşımayan bir kuruldur. Bu kurul sadece, kendisini meydana getiren tahvil sahipleri ile tahvili çıkaran anonim ortaklık arasında geçerli ve tahvil ile ilgili TTK. m. 430 hükmünde öngörülen konularla sınırlı olarak karar alabilmektedir. Ancak esasen ortaklığın alacaklısı olan tahvil sahiplerinin haklarını korumak amacıyla kurulmuş bu kurulun Türk Hukuku'ndaki yetkileri sadece ortaklık yararına karar alabilecek şekilde tek taraflı olarak düzenlenmiştir.

Bu nedenle, TTK. m. 430 ile tahvil sahipleri genel kuruluna tanınan ve gereğinde tahvilden doğan bu hakları etkileyen bu yetkiler tahvil sahipleri için büyük bir tehlike oluşturabilmektedir. Bu yetkiler tahvil piyasasını korkutacak bu nevi senetlere güveni sarsacak niteliktedir. Bu yetkilerden herhangi birinin kullanılması tahvil sahibinin senedi iktisap ederken güvendiği ve kendini tahvil almaya iten bütün avantaj ve teminatları sarsacak veya tamamen ortadan kaldıracaktır. Örneğin, faiz ve anaparanın ödeme zamanlarının ertelenmesi, tahvil bedelinin ve faizlerin hisse senedine çevrilme zorunluluğunun genel kurul kararlarına tâbi olup bütün tahvil sahiplerini bağlaması, bu yetkilerin sakıncasını ortaya koymaktadır.

Her ne kadar TTK. m. 431 bu yetkilerin kullanılabilmesini tedavülde bulunan tahvillerin üçte ikisine sahip olanların oyunu aramış ve bu ağır nisapla bir nevi tedbir alma amacını gütmüşse de özellikle bir miktar tahvilin borçlu anonim şirkete yakın çevrelerin eline geçmesi halinde bu tedbir yetersiz kalacağı ve tahvil sahiplerinin menfaatlerinin zarar göreceği açıktır. Tahvil sahipleri genel kurulunun üçte iki çoğunlukta alabilecekleri bu tehlikeli kararların sebepleri kanunda sınırlandırılıp gösterilmemiştir.

Öte yandan, toplantının yürütülmesi ve toplantıya ilişkin diğer konularda da anonim ortaklık genel kurul toplantılarına ilişkin hükümlerin uygulanacağından toplantı ve karar yetersayılarına uyulmaması halinde, bu karar yok sayılabileceği gibi, toplantıya katılan tahvil sahiplerinin oy hakkına sahip olmaması halinde bu kararların iptalini isteme hakkı her tahvil sahibine tanınmalıdır. Aynı şekilde, tahvil sahipleri genel kurulunun aldığı karar, tahvil sahiplerinin menfaatlerini aşırı derecede etkiliyorsa hakkaniyet kurallarına aykırılık nedeniyle iptal davası açma hakkını tahvil sahiplerine tanımak gerekir.

Tasarıda ise, Kanun koyucunu, tahvili bir sermaye piyasası aracı olarak değerlendirdiğinden tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hükümleri Ticaret Kanununda düzenlememiştir. Tasarının 506. maddesinin ikinci fıkrasında Sermaye Piyasası hükümlerini saklı tutan hüküm ile bu boşluğun Sermaye Piyasası Kanunu ve mevzuatında yapılacak değişiklikler ile düzenleneceği anlaşılmaktadır. Ancak, mevcut Sermaye Piyasası mevzuatında tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hiçbir

düzenleme olmadığından, Tasarının kanunlaşmasından önce veya Tasarı ile eşzamanlı olarak bu konuda düzenleme yapılmasının önemi daha iyi anlaşılacaktır.

İlgili düzenleme ister Tasarı hükümleri ister Sermaye Piyasası Mevzuatında yapılsın, tahvil sahipleri genel kurulu kanuni bir organ olarak kabul edilmeli, görev ve yetkileri açıkça belirtilmelidir. Ancak bu görev ve yetkiler hala yürürlükte olan Türk Ticaret Kanunu'ndaki gibi sadece ortaklığın menfaatlerini koruyacak şekilde tek taraflı değil; ortaklık ile tahvil sahiplerinin menfaatlerini dengeleyecek bir şekilde her iki tarafın da menfaatlerini gözetmelidir. Çünkü esasen tahvil ortaklık ile tahvil sahipleri arasında kurulan bir karz sözleşmesidir; tahvil sahipleri genel kurulu ise bu sözleşmenin koşullarını münhasıran değiştirme yetkisine sahip yegâne organdır.

Ayrıca, Tahvil sahipleri genel kurulunun toplantı ve karar yetersayılarına ilişkin hüküm gözden geçirilmeleri, toplantı usulleri ve tahvil sahipleri genel kurulu kararlarına karşı başvuru yolları şüpheye yer bırakmayacak şekilde düzenlenmelidir. Çünkü kararlarına karşı başvuru yolu olmayan bir organın pay sahipleri veya tahvil sahipleri tarafından denetlenmesi mümkün değildir. Tahvil müessesinden beklenen sağlanabilmesi için bu hükümlerin modern kanunlardaki düzenlemeler gibi, tahvil sahipleri genel kurulunun varlık nedeninin tahvil sahiplerinin haklarını koruyucu bir duruma getirmekle düzeltilip hem sermaye piyasasının canlanıp güvenli hale gelmesi sağlanacak hem de karşılıklı haklar korunacaktır.

Son olarak, tüm bunların yanında, ülkemizdeki yüksek enflasyon, Hazinesin kısa vadeli borçlanmalar için dahi ödeme durumunda olduğu yüksek faiz, anonim ortaklıkların tahvil çıkararak uzun vadeli kredi temin etme olanağını bugün için fiilen yok etmiştir. Kamu sektörünü tarafından çıkarılan tahvillerin yatırımcıya sağladığı kazanç ve sunduğu düşük risk faktörü göz önünde bulundurulursa yukarıdaki hukuki değişikliklerin gereği gibi yapılması halinde dahi özel sektör tarafından çıkarılan tahvillere ciddi bir ilginin olacağı kuşkuludur. Bu durumun ise sermaye piyasasının güçlenip gelişmesi açısından büyük olumsuzluklar ortaya çıkardığı şüphesizdir.

Bu çalışmada aksi belirtilmediği sürece tahvil sözcüğü, anonim ortaklıkların çıkardıkları tahvilleri; ihraççı sözcüğü, anonim ortaklıkları ve son olarak da tahvil sahibi sözcükleri, bir anonim ortaklık tarafından ihraç edilen tahvilleri satın alan tasarruf sahibini ifade etmektedir. İncelememiz dört ana bölümden oluşmaktadır.

Konuya giriş niteliğinde birinci bölümde, tahvilin ekonomik düzlemdeki önemi açıklanmakla birlikte Türkiye'de özel sektör tahvil ihracının durumu ve tahvil ihracının gelişmemesinin nedenleri kamu sektörünün tahvil ihracı ile karşılaştırmalı olarak ortaya konmaya çalışılmıştır. Tahvil kavramı ve çeşitleri açıklanmaya çalışılırken terminoloji sorunundan, tahvilin tanımı ile nitelik ve özelliklerinden faydalanılarak konunun genel hatları ortaya konmuştur. Ancak, her biri ayrı birer inceleme konusu olabilecek olan tahvil çeşitleri ana hatlarıyla alınıp, açıklanmış ve öğretilerdeki farklı yazarların tasnifi ile uygulamada farklı isimler ile anılan tahvil türlerinden faydalanılarak genel bir sınırlandırma oluşturulması hedeflenmektedir.

İkinci bölümde, tahvil çıkarılmasının şartları, tahvil çıkarılmasının usulü ve tahvilin taahhüdü sorunu ana başlıklar halinde incelenerek uygulamada tahvil ihracının ne şekilde gerçekleştirildiği ve tahvil ihracının usulü açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde ise, tahvil sahibinin hakları; tahvil sahibinin tek başına kullanabileceği haklar, tahvil sahibinin kurul halinde topluca kullanabileceği haklar ve tahvil sahipleri genel kurulu kararları ve yönetim kuruluna karşı tahvil sahiplerinin başvuracağı hukuki yollar şeklinde ayrı başlık altında sınıflandırılmış ve ayrı bir bölümde de tahvil sahibinin anonim ortaklığa karşı borçlarına değinilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde de, tahvil üzerindeki hukuki işlemler ve itfası açıklanmaktadır. İncelememiz genel bir değerlendirme niteliğindeki sonuç bölümüyle noktalanmaktadır.

**Anahtar kelimeler** : **Anonim Ortaklıklar, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler, Kıymetli Evrak, Finansman.**

**Bilim Dalı Sayısal Kodu** : **411**

## GİRİŞ

Serbest piyasa ekonominin hâkim olduğu liberal ekonomilerde küçük balıkların kaderi, ya büyük balıklara yem olmak ya da onların kendilerine tanıdığı yaşam alanlarına çekilmektir. Bu nedenle, küreselleşen dünyada şirketlerin rekabet gücünü korumak ve arttırmak, her ülke için eskisinden daha büyük önem taşımaktadır. Kuşkusuz, anonim şirketlerin rekabet güçlerini korumak ve arttırmak ancak onlara daha zengin ve çeşitli finansman seçenekleri sunmakla mümkündür<sup>1</sup>.

Gerçekten de, her yatırım bir finansman, başka bir deyişle bir sermaye meselesidir. Bu nedenle, Türkiye gibi sermaye kaynaklarının yeterince gelişmediği ülkelerde, mevcut bütün sermaye kaynaklarının yatırımlar için kullanılabilir hale getirilebilmesi bir gerekliliktir.

Modern ekonomik düzende, banka ve finans kuruluşları, küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını toplayarak büyük meblağları bir araya getirmesi ile piyasadaki bu finansman ihtiyacını temin ettikleri krediler<sup>2</sup> aracılığıyla karşılar. Ancak, bu ilişki iki taraf içinde karşılıklı fayda ve güven ilişkisi ile dengelenmiştir. Bir yandan, bu küçük tasarruf sahipleri, tasarruflarını emniyet içinde muhafaza edip ihtiyaç duyulması halinde değerlerini kaybetmeden nakde çevirebilir ve yatırımlarından ek menfaat elde edebilir; öte yandan banka ve finans kuruluşları da bu aracılık faaliyeti sonucunda bir gelir elde eder.

---

<sup>1</sup> Serdar **Acar**, “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler”, Legal Hukuk Dergisi, Kasım 2008, S.71, s. 3705.

<sup>2</sup> Türk Hukukunda kredinin yasal tanımı verilmemiştir. BankK. m. 48 hükmünün 1 ve 2. fıkraları bu kanuna göre kredi sayılan işlemleri sıralamıştır. Ekonomik açıdan kredi, hazır bir satın alma gücünün kullanılmasından, belli bir süreyle, diğer bir kişi lehine vazgeçilmesi veya bu gücün ona terk edilmesidir. Satın alma gücünün belli bir süreyle terk edilmesi bir taraftan onun geçici karakterini yani, kredi alan nezdinde iade edilmek üzere bulunduğunu vurgular, diğer taraftan da bu kişiye duyulan güveni belirtir. Zaten Latince *credere* lekimesi “güvenmek, inanmak” anlamında olup, bu unsuru ifade etmektedir. Ünal **Tekinalp**, Banka Hukuku’nun Esasları, Yeniden Yazılmış 2. Bası, İstanbul 2009, s. 477-478. “*Kredi, belirli bir meblağın kullanma hakkının, belirli bir faiz karşılığında verilmesidir. Kredi alan, kredi verene faiz ile birlikte belirli bir vadenin sonunda bu meblağı geri vermekle yükümlüdür.*” Oğuz **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku Dersleri, Genel Hükümler-Ortaklıklar-Kıymetli Evrak, Onikinci Bası, İstanbul 2001 (Kara Ticareti Hukuku), s. 429.

Ortaklıkların ise faaliyetlerini sürdürürken değişik sebeplerle, değişik türde ihtiyaç duydukları krediler genellikle kredi kuruluşu<sup>3</sup> olan bankalardan karşılanır. Ancak, bankalara gelen mevduat genel olarak vadesiz olduğundan bankalar bunu ancak kısa vadeli kredi<sup>4</sup> olarak temin edebilirler. Kısa vadeli kredi ise, yatırım kredisi değil, ticari kredidir.

Buna karşın, ortaklıklar, taşınmaz satın alınması, fabrika kurulması, makine satın alınması ve ortaklığın faaliyetlerinin genişletilmesi gibi neticesini uzun vadede gösterecek yatırımlar için duyulan kredi ihtiyacının kısa vadeli kredilerden sağlanması mümkün değildir. Yatırım kredisinin, yatırımların geri dönüşü daha uzun vadelere yayıldığından uzun vadeli olması gerekir<sup>5</sup>. Gerçi, uzun vadeli krediye ihtiyaç duyan ortaklıklar, bunu kalkınma ve yatırım bankalarından<sup>6</sup> sağlayabilirler. Ancak, uzun vadeli yatırımlar için yurtiçi ve yurtdışı banka ve finans kuruluşlarından kredi temin etmek hem oldukça zor hem de temin edilen kredilerin maliyeti oldukça yüksektir.

Öte yandan, ortaklığın yeni paylar ihraç edip satması yoluyla da yurtiçi ve yurtdışı banka ve finans kuruluşlarından sağlanan kredilere göre çok daha az maliyetli ve daha uzun vadeli kredi temin edilebilir. Ancak, ortaklığın ihtiyacı olan kredi miktarını sermaye artırımı yoluyla temin etmesinin de çeşitli sakıncaları söz konusudur. İlk olarak, ortaklığın sermaye artırımına gidebilmesi için mevzuatda öngörülen ayrıntılı usullere uyması gerekir. İkinci olarak, sermaye artırımına gidilse dahi, bu payları satın alacak kişilerin bulunmasında çeşitli ayrı bir zaman ve emek ayrılmasını gerektirir<sup>7</sup>.

<sup>3</sup> “Kredi kuruluşu” mevduat ve katılım bankalarını ifade eden bir çatı terimdir. **Tekinalp**, Banka Hukukunun Esasları, s. 122.

<sup>4</sup> Krediler, vadelerinin uzunluğuna göre kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere üç gruba ayrılabilir. Kısa vadeli krediler, vadesiz ve üç aya kadar olanlardır. Orta vadeli krediler, üç aydan bir yıla kadar vadeli kredileri, uzun vadeli krediler ise bir yıldan fazla vadeli kredileri ifade etmektedir. Sanayi kuruluşları özellikle uzun vadeli krediler için doğrudan doğruya tasarruf sahiplerine başvurmak suretiyle ihtiyaçlarını karşılama yoluna gitmektedirler. Hasan **Pulaşlı**, Şirketler Hukuku, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, Adana 2003, s. 831. Ayrıca bkz. Ganimet Gönül **Kara**, “Anonim Ortaklıkta Tahviller”, Yargıtay Dergisi, C.VII, S. 3, Temmuz 1981, s. 349.

<sup>5</sup> Haydar **Kazgan**, “Müşterek Pazarda ve Türkiye’de Özel Sektörün Finansmanında Tahvillerin Oynadığı Rol”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ekim 1971, C. 8, S. 10, s. 43.

<sup>6</sup> Kalkınma ve yatırım bankaları mevduat toplayamazlar, ya kendi öz kaynaklarını ya da yerli ve yabancı piyasalardan sağladıkları veya ulusal veya uluslararası kredi veya finansal kurumlardan aldıkları fonları müşterilere satarlar. Bu sebeple, bu bankalar, mevduat bankalarının aksine, fonları uzun vadeli finansman tekniğine göre değerlendirmek olanağına hem sahiptirler hem de fonları böyle kullanmak zorundadırlar. **Tekinalp**, Banka Hukuku’nun Esasları, s. 22.

<sup>7</sup> Atilla **Gönenli**, “Tahvil veya Hisse Senedi İhracı Kararının Verilişi”, Sevk ve İdare Dergisi, 1971, S. 31, s. 9-14.



Kaldı ki, pay sahipleri de, ortaklığa yeni pay sahiplerinin girmesi, mevcut pay sahiplerinin ortaklık kârından aldıkları payı azaltacağından bu yola sıcak bakmayabilir. Özellikle, büyük kâr beklentisi olan bir yatırım söz konusu olduğunda, bunu kredi almak yoluyla yapma imkânı varken, sermaye artırımına gitmeye gerek de bulunmamaktadır<sup>8</sup>.

Ortaklığın ihtiyacı olan kredinin temin edilebilmesi için diğer bir yol ise, tahvil ihraç etmektir. Böylelikle, ortaklık, ihtiyacı olan kredi tutarında tahvil senedi çıkararak, bu senetleri sayıları on binleri bulabilen yatırımcılara veya küçük tasarruf sahiplerine satar. Böylece, hem ortaklığın ihtiyacı olan uzun vadeli kredi temin edilecektir, hem de ortaklığa kredi veren yatırımcılar veya küçük tasarruf sahipleri pek fazla bir risk üstlenmeyecektir<sup>9</sup>.

Gerçekten de, tahvillerin kendine has olan özelliği, bir anonim şirketin ihtiyaç duyduğu parayı küçük tasarruf sahiplerinden doğrudan toplamasıdır. Banka ve finans kuruluşları da birçok kimseden mevduat toplayarak bir araya getirdikleri parayı anonim şirketlere kredi olarak kullandırmaktadır. Fakat bir banka veya finans kuruluşu bu hizmeti ancak tatmin edici bir kazanç karşılığında yapmaktadır. Ayrıca, tahvil ilişkisinin koşul ve şartları üçüncü kişilerden temin edilen kredilerden farklı olarak borçlu ortaklık tarafından belirlenmektedir.

Yatırımcının iradesi ise, sadece koşulları önceden belirlenmiş olan bir ilişkiye taraf olma ya da olmama hususunda rol oynamaktadır. Bu nedenle, tahvil yoluyla kredi sağlama ortaklık bakımından banka kredisinden daha ucuz ve etkin bir finansman aracıdır. Küçük tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için ise mevduat faizinden daha yüksek bir kazancı ifade etmektedir. Böylelikle, anonim ortaklıklar, halkın elindeki nakit birikimlerinin bir araya getirilmesi yoluyla yatırım sermayesi oluşturmasına ve böylece halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılabilmesine büyük imkân sağlamaktadır<sup>10</sup>. Bu nedenle, şirketlerin kullanabilecekleri finansman seçeneklerinin zenginleştirilmesi bakımından, tahvillerin gerek anonim ortaklıklar gerekse yatırımcılar için daha cazip hale getirmek, hiç kuşkusuz yararlı olacaktır.

<sup>8</sup> Kemal Şükrü **Onsun**, Ticaret Şirketleri, Ankara, 1949, s. 166.

<sup>9</sup> Oğuz **İmregün**, "Sermaye Piyasasının Tekevvününde Tahviller, Çeşitleri ve Oynadıkları Rol", III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara 1963, s. 263.

<sup>10</sup> Erdoğan **Moroğlu**, "Nama Yazılı Pay Senetlerinin Devri ve Yargıtay Kararları XIII Sempozyumu", Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1996, s. 40.

Öğretide konuya ilişkin araştırmalar yapılmışsa da bunlar konuyu çeşitli yönleriyle ele alan bir kapsamda olmayıp, bazı hususları incelemektedir. Bu durum bizi “Türk Hukuku’nda Anonim Ortaklıklar Tarafından Çıkarılan Tahviller” konusunda özel bir çalışma yapmaya yöneltmiştir. Konuyu sınırlandırmak amacıyla, Devlet ve kamu tüzelkişileri tarafından çıkarılan tahviller inceleme dışında tutulmuştur. Yukarıda açıklamaya çalıştığımız nedenlerden dolayı tahvillere yönelik Türk Hukuku’ndaki uygulama gerek Türk Ticaret Kanunu gerek Sermaye Piyasası Mevzuatı gerek de Türk Ticaret Kanunu Tasarısı bakımından değerlendirilmektedir. İncelememiz beş ana bölümden oluşmaktadır.

İlk bölümde, tahvil kavramı ile birlikte Türkiye’de özel sektör tahvil ihracının durumu açıklanmaya çalışılırken, tahvilin nitelik ve özelliklerinden faydalanılarak konunun genel hatları ortaya konmaktadır. Ancak, her biri ayrı birer inceleme konusu olabilecek olan tahvil çeşitleri genel hatları ile açıklanmış, öğretilerde ve uygulamada farklı isimler altında anılan tahvil türlerinden faydalanılarak tahvilin yatırımcılara sağladığı haklar bakımından genel bir sınıflandırma oluşturulması hedeflenmiştir.

İkinci bölümde, tahvil çıkarılmasının hukuki şartları, tahvil çıkarılmasının usulü ve tahvilin satış işlemleri ana başlıklar halinde açıklanmaktadır. Bu bölüm kapsamında özellikle tahvil sahiplerinin alacaklarının tek güvencesi olan ortaklık sermayesi ile tahvil ihracı arasındaki ilişki incelenmiş ve tahvilin çıkarılması ve satışı esnasında yatırımcıların sağlıklı bir şekilde yatırım yapabilmesi bakımından tahvile ilişkin olarak son düzenlemeler ışığında kamuyu aydınlatma ilkesine değinilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, tahvil sahibinin hakları, tahvil sahibinin tek başına kullanabileceği haklar ile tahvil sahipleri genel kurulu kapsamında tahvil sahiplerinin kurul halinde topluca kullanabileceği haklar şeklinde ayrıntılı olarak incelenmiştir. Bu bölümde, ayrıca tahvil sahibinin haklarının hem tahvil sahipleri genel kuruluna karşı hem de ortaklık yönetim kurulunun karar ve işlemlerine karşı hangi kanun yolları ile korunacağı üzerinde durulmuştur.

Dördüncü bölümde ise, tahvilin kıymetli evrak niteliği taşıması kapsamında özellik arz eden tahvilin devri ve tahvilin zıyaı ve iptali konuları ile beraber tahvilin itfası açıklanmaktadır. İncelememiz tahvile ilişkin uygulamadaki ve mevzuatdaki eksikliklerin ve önerilerin yer aldığı genel bir değerlendirme niteliğindeki sonuç bölümüyle noktalanmaktadır.

## I. TAHVİL KAVRAMI VE ÇEŞİTLERİ

### A. TAHVİL KAVRAMI

Tahvil kavramı, bu bölümde incelenirken, öncelikle tahvile ilişkin öğreti ve uygulamada yerleşmiş terminoloji üzerinde durulması ve daha sonra tahvilin özelliklerini içeren genel bir tanıma ulaşılması hedeflenmektedir. Tahvilin özelliklerinin daha iyi anlaşılabilmesi için aşağıda ayrı başlıklar altında, tahvilin hukuki niteliği, şekli, itibari değeri ve tahvil çıkarabilecek ortaklıklarda ayrıntılı olarak incelenmektedir.

#### 1. Terminoloji

Tahvil, kelime anlamı itibarıyla, bir değiştirme ve dönüştürme işlemi ifade eden Arapça kökenli bir sözcüktür<sup>11</sup>. Özel hukukta ise, birbirinden farklı kurumları ifade etmek için kullanılmaktadır.

Borçlar hukukunda, bir tasarrufun geçerliliği için gerekli koşullara uyulmama ile beraber mevcut hukuki işlemin koşulları başka bir hukuki işlemin geçerlilik şartlarını taşıyorsa ve taraflar yaptıkları işlemin geçersizliğini bilmiş olsalardı, söz konusu işlem yerine geçerlilik şartları tam olan diğer işlemi yapacakları kabul edilebiliyorsa, geçersiz işlemin geçerlilik şartları tamam olan diğer işlem olarak hüküm doğurmasına tahvil denilmektedir<sup>12</sup>. Bu bakımdan kesin hükümsüz olan hukuki bir işlemin geçersiz sayılmayarak tarafların iradelerine uygun bir şekilde ayakta tutulması amaçlanmaktadır.

<sup>11</sup> (Havl'den), değiştirme, değiştirilme, çevirme, döndürme, dönüştürme. Bkz. Ferit **Develioğlu**, Osmanlıca-Türkçe Ansiklopedik Lügat, Yeniden Düzenlenmiş ve Genişletilmiş 21. Baskı, Ankara 2004, s. 1023; Ejder **Yılmaz**, Hukuk Sözlüğü, Genişletilmiş Yedinci Baskı, Ankara 2002.

<sup>12</sup> Kemal **Oğuzman**/Nami **Barlas**, Medeni Hukuk, Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar, 15. Bası, İstanbul, 2008, s. 192; Necip **Kocayusufpaşaoğlu**, Borçlar Hukuku, Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme, (Kocayusufpaşaoğlu/Hatemi/Serozan/Arpacı, Borçlar Hukuku Genel Bölüm adlı eser kapsamında hazırlanmıştır), 4. Bası, İstanbul 2008, s. 609; Fikret **Eren**, Borçlar Hukuku, Genel Hükümler, 11. Tıpkı Bası, İstanbul 2007, s. 274; Selim **Kaneti**, Hukuki İşlemlerin Çevrilmesi (Tahvili), İstanbul 1972, s. 1.

Kıymetli evrak hukukunda ise, hamile, emre, nama yazılı senetlerin bir diğerine TTK. m. 562 hükmü uyarınca dönüştürülmesine tahvil denir. Başka bir ifadeyle, bir hamile yazılı senedin nama veya emre yazılı senet haline ya da bir nama yazılı senedin emre veya hamile yazılı senet haline ya da bir emre yazılı senedin nama veya hamile yazılı senede dönüştürülmesine tahvil denilmektedir<sup>13</sup>.

Bununla birlikte, tahvil kelimesi, devletin veya ticari bir kuruluşun ödünç para sağlamak amacıyla çıkarttıkları “*borç senetleri*” için de kullanılmaktadır<sup>14</sup>. Bu ikinci kullanım, Türk Ticaret Kanunu’nun 420. maddesinden kaynaklanmaktadır. Buna göre, anonim ortaklıkların ödünç para bulmak amacıyla çıkardıkları borç senetleri, Eski Ticaret Kanunu’na (“ETK.”) da uygun bir biçimde ama pek de isabetli olmayan bir şekilde “tahvil” olarak tanımlanmıştır. Bu nedenle, tahvil sözcüğüne borç senedi anlamının yüklenmesi, ETK.’nin tanımı ile başlamaktadır<sup>15</sup>.

Tahvilin, incelememizin konusu olan anonim ortaklıkların ihraç ettikleri borç senedini ifade eden Latince karşılığı “*obligatio*” dur. Bu nedenle tahvil, Fransızca’da *obligation*<sup>16</sup>, İtalyanca’da *obbligazione*, İspanyolca’da *obligacion*<sup>17</sup> olduğu gibi aynı kökten türeyen kelimeler ile ifade edilmektedir. İngiliz Hukuku’nda ise tahvilin karşılığı olarak kullanılan özel deyim “*debenture stock*” dur<sup>18</sup>. Buna karşılık, İngiliz Hukuku sisteminden gelmesine karşın Amerikan Hukuku’nda “*bond*” terimi tercih edilmektedir<sup>19</sup>. Bu terim, Fransız ve İspanyol Hukuklarında, Türk Hukuku’nda da kullanıldığı üzere kısa vadeli ödünçleri ifade etmek için kullanılmaktadır. Alman Hukuku’nda ise tahviller için “*Obligationen, Schuld verschreibungen*” deyimleri kullanılmaktadır<sup>20</sup>.

<sup>13</sup> Fırat **Özta**n, Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997, s. 254; Oğuz **İmregün**, Kıymetli Evrak Hukuku, Genel Hükümler, Kambiyo Senetleri, Makbuz Senedi, Varant, İstanbul 2007, s. 17; Hasan **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak Hukuku, Temel Esaslar, Güncelleştirilmiş 8. Bası, Adana 2009, s. 60, Reha **Poroy/Ünal Teknalp**, Kıymetli Evrak Hukuku, Gözden Geçirilmiş 19. Bası, İstanbul 2010. s. 93.

<sup>14</sup> **Yılmaz**, s. 1170.

<sup>15</sup> Tahvili, ETK. m. 420, “*Anonim şirketlerin aktedecekleri istikrazat için ihraç ettikleri kıymetleri müsavi ve ibareleri müttahit deyn senedatına tahvilat ıtlak olunur*” şeklinde düzenlemiştir.

<sup>16</sup> Philippe **Merle**, Droit Commercial, Société Commerciales, 5ème Edition, Paris 1996, s. 327 vd.; Jack **Bussy**, Droit des Affaires, Paris 1998, s. 220.

<sup>17</sup> Santiago C. **Minguela**, Spanish Corporation Law and Limited Liability Company Law, Kluwer 1996, s. 216-228.

<sup>18</sup> “*Debenture*” terimi tek başına uzun vadeli ve genellikle aynî teminata bağlanmış ödünçleri de kapsadığından, Türk Hukuku’ndaki tahvili ifade etmez. Ayrıntılı bilgi için bkz. Geoffrey **Morse**/Enid A. **Marshall**/Richard **Morris**/Letitia **Crab**, Charlesworth&Morse Company Law, Sixteenth Edition, London 1999, s. 437-440.

<sup>19</sup> Fahiman **Tekil**, Anonim Şirketler Hukuku, İkinci Bası, İstanbul 1998, s. 460.

<sup>20</sup> **Tekil**, s. 460.

Özellikle, tahvilin ilk olarak ortaya çıktığı Amerikan ve İngiliz Hukuku'nda tahvilin yaygın bir çeşidi olan “*convertible bonds*” veya “*convertible debentures*” olarak adlandırılan tahvil türünün Türkçe’de “*değiştirilebilir tahvil*” ile “*dönüştürülebilir tahvil*” olarak adlandırılması, kanuni terimin ne kadar yanlış seçildiğini daha açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Öğretide ise, farklı terimler aynı kavramı ifade etmek için kullanılmıştır.

Gerçekten, Türk Hukuku'nda değiştirilebilir tahvil yerine “*mütehavvil tahvilat*”<sup>21</sup>, “*değişen obligasyon*”<sup>22</sup>, “*konvertible tahviller*”<sup>23</sup>, “*değiştirilen*” veya “*tebdil hakkı veren tahvil*”<sup>24</sup> terimleri kullanılmıştır<sup>25</sup>. Poroy’un da belirttiği üzere, işlem tahvil sahibi tarafından hisse senedi ile değiştirilme niteliği taşıması olduğuna göre, en basit ve doğru şekilde bu işlemi ifade eden “*değiştirilebilir*” sıfatını kabul etmek gerekmektedir<sup>26</sup>. Bu terim, bir senedin teslim edilip yerine payı temsil eden başka bir senedin iktisabını ifade ettiğine göre, işlemi *convertible* teriminden daha doğru ifade etmektedir. Çünkü değişime (*conversion*) uğrayan aslında senet değil sahibidir. Aynı kişi, alacaklı iken ortak durumuna geçmektedir<sup>27</sup>.

Sonuç olarak, belli başlı dillerde bu senedi ifade etmek için kullanılan kelimeler, *bond*, *debenture*, *obligation* gibi hep borç senedi kavramını ifade etmektedir. Buna karşın, Türkçe’de çevirme, nevi değiştirme anlamında bir kelime olan *tahvil* ve çoğul olarak yine Arapça kökenli bir sözcük olan *tahvilat* (tahviller) terimleri borç senediğini niteliğini ifade etmese de öğretide ve uygulamada yerleşmiştir. Bu nedenle, incelememizde, yerleşmiş kanuni terim olan tahvil ve tahvilin çoğulu için de tahviller terimlerini kullanmayı uygun görmekteyiz.

<sup>21</sup> Ernst **Hırş**, Ticaret Hukuku Dersleri, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş Üçüncü Bası, İstanbul 1948, s. 545.

<sup>22</sup> **Onsun**, s. 173.

<sup>23</sup> Turgut **Erem**, “Türk Ticaret Hukukunda Konvertibl Tahviller”, II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1961, s. 463-476.

<sup>24</sup> Halil **Arslanlı**, Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller II-III, İstanbul 1960, s. 311-312.

<sup>25</sup> Poroy’a göre ise, “*konvertible*” kelimesinin Türkçe karşılığı “*tahvil*” –veya tebdil- edilebilen olduğundan eski Türkçe’de, “*kabil-i tahvil*” en uygun terimdir. Ancak senedin adı da tahvil olduğuna göre, bu niteliği ifade eden *kabil-i tahvil* ibaresi garip bir ifadedir. “*Mütehavvil*”, kendisi değişken olan anlamındadır. Bu durum, aslında tahvil teriminden türemiş olan bu kelimeyi kullanarak değiştirilebilir tahvillerden bahsedildiği hallerde gereksiz bir yinelemeye yol açmaktadır. “*Değişen*”, *mütehavvil* kelimesinin kötü bir şekilde Türkçeye çevrilmesidir ve “*convertible*” anlamını taşımamaktadır. Doğrudan doğruya kelimeyi Türkçeleştirerek “*konvertibl*” şeklinde kullanmak ise, gerekli olmadığı halde yabancı bir sözcüğün Türkçeye sokulmasıdır. Terim hakkında daha geniş bilgi için bkz. Reha **Poroy**, “Değiştirilebilir Tahviller”, Hirsch Armağanı Ayrı Baskı, Ankara 1964, s. 479.

<sup>26</sup> Bu terim ilk defa Seri II, No. 3 Tebliği (12.05.1962 tarihli ve 17692 sayılı Resmi Gazete) ile kullanılmış ve bu tahvil türü düzenlenmiştir. Bu tebliğ yerine yürürlüğe giren ve Seri II, No. 22 ile yürürlükten kaldıran Seri II, No. 15 Tebliği’nde (14.07.1992 tarihli ve 21284 sayılı mükerrer Resmi Gazete) de aynı terim kullanılmıştır.

<sup>27</sup> **Poroy**, “Değiştirilebilir Tahviller”, s. 478-480.

## 2. Tanım

Tahvil, esas olarak Türk Ticaret Kanunu'nun 420-433. maddelerinde düzenlenmektedir. Tahvil, Türk Ticaret Kanunu ("TTK.") madde 420 hükmüne göre, "*Anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir*" şeklinde tanımlanmıştır. 1956 tarihli Ticaret Kanunumuzun tahviller hakkındaki hükümleri (m.420-433), 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanununun tahvillere ilişkin hükümlerini esas alan 1926 tarihli Ticaret Kanunu ("ETK.")'ndan kaynaklanmaktadır.

Eski Ticaret Kanunu döneminden bugüne, tahvile ilişkin hükümlerde önemle bir değişiklik yapılmamıştır. İki Kanun arasındaki tek fark, tahvillerin ziyayı hakkındaki ETK. 434-441. maddelerinin kaldırılmasından ibarettir. Çünkü TTK.'nın 563, 564, 569 ve 573 vd. maddeleri kıymetli evrakın ziyana ilişkin genel hükümler koyduğundan, TTK.'da tahvillerin ziyasına ilişkin özel bir düzenlemeye gerek kalmamıştır<sup>28</sup>.

Türk Ticaret Kanunu Tasarısı<sup>29</sup> ("TTKT." veya "Tasarı")'nın ise tahviller açısından getirdiği en önemli yenilik TTK.'nın 420-433. maddelerindeki ayrıntılı hükümleri kaldırmasıdır. Tahviller, Tasarı'da "*Borçlanma Senetleri Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler*" başlığı altında, 504, 505 ve 506. maddelerde genel olarak düzenlenmiştir. Ayrıca, tahviller, bir menkul kıymet olmaları itibarıyla, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ("Ser.PK.") ve alt düzenlemelerine de tâbidir<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> Bunun yanında, eski kanun hükümleri dil bakımından sadeleştirilmiş, madde numaralarına ve içeriklerine ise dokunulmamıştır. Ancak, 427. maddenin son fıkrasında, uygulamadaki ihtiyaçları karşılamak amacı ile imzaların damga ve mühür şeklinde ve matbu olarak atılabileceği belirtilmiştir. Öte yandan, 433. maddede tahvillerle ilgili hükümlere TTK. 336 vd. maddelerine göre bir sorumluluk yüklenerek, bunlar aleyhine bir sorumluluk davası açabileceği kabul edilmiştir.

<sup>29</sup> İncelememizde, T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü tarafından 09.11.2005 tarihli, B.02.0.KKG.0.10/101-1078/4903 sayılı yazı ile Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığına gönderilen Türk Ticaret Kanunu Tasarısı esas alınmıştır. Bu çalışmanın yapıldığı tarih itibarıyla Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Türkiye Büyük Millet Meclisi gündeminde bulunmaktadır.

<sup>30</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Seri II, No. 22, Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (21.01.2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır); 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 13. maddesine dayanılarak 2009/15344 Sayılı "*Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Karar*" Bakanlar Kurulu kararı (03.09.2009 tarih ve 27338 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır).

Kanuni tanımdan anlaşılacağı üzere, tahviller anonim ortaklıkların kredi ihtiyaçlarını tatmin amacıyla, borç para temini yoluyla seri halde çıkardıkları, itibari değerleri eşit kıymetli evrak olarak kabul edilen borç senetleridir. Bu borç senetleri karşılığında tahvil ihraç eden ortaklık, tahvil sahiplerine belirli bir sürenin sonunda borç aldığı miktarı iade etmek yükümlülüğü ile birlikte, borç ödeninceye kadar tahvil üzerinde belirlenen dönemsel bir faizi ödemeyi veya edimi ifa etmeyi kural olarak taahhüt etmektedir. Kanunda yer alan tahvillere ilişkin tanım, öğretide yeterli görülmemektedir ve söz konusu tanımın tahvilin tüm unsurlarını içermediği görüşü ileri sürülmektedir.

Tekinalp kanuni tanımda yer alan tahvil çıkarabilecek kişilerin yeterince iyi ifade edilmediği görüşündedir. Bu nedenle, kanuni tanımda belirtilen unsurların yanında, tahvili özel hukuk tüzel kişileri arasından sadece anonim ortaklıkların ve özel kanunlarda belirtilen bazı kamu tüzel kişilerinin (Devlet ve belediye tahvilleri gibi) çıkarabileceklerini savunmaktadır<sup>31</sup>. Her ne kadar öğretide ve uygulamada kamu tüzel kişilerinin tahvil çıkarmasına ilişkin bir tartışma olmasa da, aşağıda daha ayrıntılı açıklanacağı üzere öğretide özel sektör tahvillerinin sadece anonim ortaklıklar tarafından çıkarılabileceği hususu tartışmalıdır<sup>32</sup>.

Domaniç ise tahvilin kıymetli evrak niteliğine ve dolayısıyla kanunda öngörülen özel şekil şartlarına kanuni tanımda belirtilmemiş olmasını bir eksiklik olarak nitelendirmektedir. Bu nedenle, tahvili *“kendisi ve çıkarılması kanuni şekil şartlarına tâbi kıymetli evrak niteliğinde, eşit borç ve hakları temsil eden bir para borcu senedi”* olarak tanımlamaktadır<sup>33</sup>. Buna göre, sadece kanuni tanıma itibar edilirse, ortaklıkların aynı ibare ve eşit miktarda düzenlediği ve birden fazla kişiye verdiği adi borç senetlerine veya bonolara dahi tahvil denilmek gerekecektir<sup>34</sup>.

Gerçekten de, kanunda bulunan ifade tahvili tanımlayacak yeterlilikte değildir. Öğretide birçok yazarın birleştiği üzere, tahvil, anonim ortaklıklar tarafından, uzun vade ile dışarıdan finansman sağlamak amacıyla çıkarılan, itibari değerleri eşit ve ibareleri aynı, menkul kıymet özelliği taşıyan, nama veya hamiline

<sup>31</sup> Reha **Poroy**/Ünal **Tekinalp**/Ersin **Çamoğlu**, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Güncelleştirilmiş 11. Bası, İstanbul 2009, (**Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**), s. 720.

<sup>32</sup> Tahvil çıkarabilecek ortaklıklar hakkında daha geniş bilgi için bkz. Bölüm I/A/6, s. 19-20.

<sup>33</sup> Hayri **Domaniç**, Anonim Şirketler, İstanbul 1988, s. 993 (Anonim Şirketler); Hayri **Domaniç**, Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK. Şerhi II, İstanbul 1988, s. 1363 (Şerh); Hayri **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1974, S.7, s. 313 (“Tahvil Senetleri”).

<sup>34</sup> **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 311.

düzenlenebilen, şekli, çıkarılması ve satışı birtakım özel şartlara tâbi olan kıymetli evrak niteliğinde bir para borcu senedir<sup>35</sup>. Buna göre, tahvilin özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz:

1. Tahvil münhasıran, ortaklıkların ihtiyaç duydukları borç para temini için çıkardıkları bir “*para borcu senedi*” olduğundan paradan başka borç ve alacaklar için tahvil düzenlenemez. Bu özellik tahvilleri, mal ve hizmet karşılığı verilen adi ve kıymetli evrak niteliğindeki borç senetlerinden ayırır<sup>36</sup>.
2. Tahvilin en önemli özelliği, içerdiği borç ilişkisinin genel olarak, kıymetli evrak, daha özel olarak ise menkul kıymet niteliğine sahip, kanuni şekil şartlarına tâbi bir senede bağlanmış olmasıdır<sup>37</sup>. Bu nedenle, senedin içerdiği hakkın mevcudiyeti ve devreden de bu hakkı devre yetkili olduğu tahvil senedinin metninden anlaşılmaktadır<sup>38</sup>. Bu sebeple, tahvili kuran ilişkinin varlığına rağmen, tahvil senedi çıkarılmamışsa kanuni anlamda tahvilden bahsedilemez. Bu halde sadece ortaklığa ait bir borç ilişkisi söz konusudur ve bu borç ilişkisine, tahvile ait hükümler uygulanamaz<sup>39</sup>.
3. Tahvil, sadece nama veya hamiline yazılı olabilir, emre yazılı tahvil düzenlenemez. Halka arz edilmeyecek olan tahvillerin ise nama yazılı olmaları zorunludur<sup>40</sup>.

<sup>35</sup> **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 311-356; Oğuz **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, Yenilenmiş 4. Bası, İstanbul 1989 (Anonim Ortaklıklar), s. 396-399; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, İstanbul 1996, s. 429-431; **Hırş**, s. 540 vd.; **Arslanlı**, s. 261; Halil Ercüment **Erdem**, “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.III, S.1, Kudret Ayiter Armağanı, Ankara 1988, s. 705-706.

<sup>36</sup> **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 312; **Domaniç**, Şerh, s. 1366; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 442.

<sup>37</sup> **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 312; **Domaniç**, Şerh, s. 1367; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 442.

<sup>38</sup> Tahvil senetleri, alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan senetler olmaları itibarıyla kıymetli evrakın bir türü olan birer menkul kıymettir (Ser.PK. m. 3/b).

<sup>39</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 719-720.

<sup>40</sup> Ayrıca, TTK.’da tahviller nama veya hamiline olarak çıkarılabilirken, Tasarı’da hamiline ve emre yazılı olarak çıkarılabilecekleri hükme bağlamıştır. Böylelikle artık nama yazılı olarak tahvil çıkarma imkânı kalmayacaktır. Hüküm menkul değer hamiline veya emre yazılı olabileceğine ilişkin genel bir hükmü de içererek mevcut menkul değerler bakımından kanunların bıraktığı bir boşluğu doldurmaktadır (TTKT. m. 504).



4. Tahviller bir grup halinde çıkarılan ve üzerlerindeki ibareleri aynı olan seri halde çıkarılmış borç senetleridir. Aynı seride yer alan tahvillerin itibari değerlerinin eşit<sup>41</sup> ve ibarelerinin aynı<sup>42</sup> olması gerekmektedir. Başka bir ifadeyle, aynı seri tahvillerin ihraç bedelleri ve temin ettikleri hakların aynı olmalıdır.
5. Tahvillerin çıkarılması ve tasarruf sahiplerine sunulması özel şekil şartlarına ve birtakım işlemlere bağlıdır. Kamu güvenliğinin korunması gerekçesiyle tahvil senetlerinin uygun olması gereken şekil şartları diğer menkul kıymetlerde olduğu gibi kanun koyucu tarafından sermaye piyasası mevzuatında ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir<sup>43</sup>. Tahvillerin ihraç usulü Ser.PK. m. 13 hükmünde ayrıca düzenlemeye tâbi tutulmuştur.

Esas olarak, tahvile ilişkin ihraç borcunun parçalara bölünmesi büyük rakamlara ulaşabilen ödünç miktarlarının kolayca bulunabilmesini sağlamaktadır. Tahvilin menkul değer niteliği ise borca tedavül olanağı verir<sup>44</sup>. Başka bir ifadeyle, bir adet tahvil, bütünlük gösteren bir tertibe ait büyük bir ihraç borcunun bir parçasını oluşturur. Her tahvil sahibi, bedelini ödeyip bir tahvil satın alınca anonim ortaklığa itibari değer miktarında ödünç vermekte, yani anonim ortaklığın alacaklısı olmaktadır<sup>45</sup>.

Tasarıda ise mevcut TTK. hükümlerinden farklı olarak tahvilin tanımına ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. TTK. m. 420 hükmünün düzenlemesinde yukarıda belirtilen eksiklikleri de göz önüne alındığında aslında tahvile ilişkin kanunda kapsamlı bir tanımlamaya yer verilmesinin uygulamada önemli bir değişiklik yapmayacağı da ortadadır. Ancak, bu unsurlar aynı zamanda tahvili alelade bir boç senedinden ayıran en önemli özelliklerdir.

---

<sup>41</sup> Tekil, tahvil senedi üzerinde yazılı miktarı, aynı tertip tahvillerin çıkarılmasına sebep olan borcun senedin temsil ettiği itibari değer ölçüsünde bir bölümü olduğunu belirtmektedir. Başka bir ifadeyle, aynı emisyonun doğan tahvil senetleri üzerindeki borç miktarı bir araya geldiğinde esas borcun tamamını oluşturmaktadır. Bunu, tahvil borcunun “üniter karakteri” olarak nitelendirmektedir. Tahvil borcunun “üniter karakteri” hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Tekil**, s. 460-461.

<sup>42</sup> Tekil, tahvillerin çıkarılmasında alacaklının ileri sürdüğü özel şartların yerine ortaklığın herkes için aynı koşullarla ortaya koyduğu genel şartların rol oynadığını belirtmektedir. Bunu, tahvil yoluyla borçlanmanın “üniversel karakteri” olarak nitelendirmektedir. Tahvil borcunun “üniversel karakteri” hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Tekil**, s. 461.

<sup>43</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 720.

<sup>44</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 720.

<sup>45</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 719; Mehmet **Bahtiyar**, Ortaklıklar Hukuku, Dersler, Soru Örnekleri, Gözden Geçirilmiş 4. Bası, İstanbul 2008. s. 190.

### 3. Hukuki Niteliği

Tahvil ilişkisinin hukuki niteliği hakkında bir nitelendirme yapmanın önemi, tahvillere Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK. Tebliği dısında hangi mevzuat hükümlerinin uygulanacağını tespiti açısından önem taşır. Çünkü tahviller her ne kadar Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatında düzenlenmiş ise de, Borçlar Kanununun hükümleri de ortaya çıkabilecek bir uyuşmazlıkta somut olaya uygulanabilir. Tahvilin hukuki niteliği konusunda, öğretide genel olarak iki görüş hâkimdir. Tahvil sahipleri ile ortaklık arasındaki ilişki, bazı yazarlar tarafından bir satım akdi<sup>46</sup> olarak nitelendirilirken, diğer yazarlar ise bunun bir karz akdi<sup>47</sup> olduğunu savunmaktadır.

Öğretide, tahvil çıkarmanın satım akdi olduğunu savunan görüş, anonim ortaklıkların çıkarmış olduğu tahvilleri alan yatırımcıların ortaklığa ödünç vermekten çok bir kıymetli evrak satın alma iradesiyle hareket ettiğini savunmaktadır. Bu görüşe göre, tahvillerin çıkarılma bedelleri ile itfa bedellerinin aynı olması gerekmediği gibi bu bedeller arasındaki fark da faiz olarak nitelendirilemez<sup>48</sup>. Kaldı ki, tahvillerin itfa süresi sonunda faiz ödenmesi de şart değildir.

Öğretide, bu görüşü savunan yazarların dayandığı diğer bir gerekçe de, Ticaret Kanunu ve özellikle Sermaye Piyasası mevzuatında tahvillerin tahvil sahibi tarafından ortaklıktan tedariki birçok yerde satım sözcüğü ile nitelendirilmiştir. Gerçekten de, Ticaret Kanununun 424. maddesinin kenar başlığı “*satın alma taahhütleri*” şeklinde olduğu gibi TTK. 426. maddesinde ise tahvillerin satın alma taahhüdünün ne şekilde yapılacağını düzenlenmektedir<sup>49</sup>. Ayrıca, Ser.PK. m. 3

<sup>46</sup> Haluk **Tandoğan**, Özel Borç İlişkileri, C. I/2, Tümü Yeniden İşlenmiş ve Genişletilmiş Üçün Bası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1985, s. 339-340; **Arslanlı**, önce satış görüşünü desteklemekte (s. 276), fakat sonradan ödünç alan anonim şirket ibaresini kullanmaktadır (s. 280). Başka bir yerde ise, tahvilin “ödünç” olduğunu açıkça söylemektedir (s. 259). Satış görüşüne taraftar olanlar bunun “alacak hakkı satışı” olduğunu belirtmekte (**Arslanlı**, s. 276), ancak bu alacak hakkının nereden doğduğunu açıklamamaktadırlar. Kenan **Tunçomağ**, Borçlar Hukuku Dersleri, C.II, Özel Borç İlişkileri, İstanbul, 1977, s. 367.

<sup>47</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 720; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 1000; **Domaniç**, Şerh, s. 1375; **Domaniç**, Tahvil Senetleri, s. 321; **Hırş**, s. 543; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 396; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 429; **Pulaşlı**, s. 831; **Bahtiyar**, s. 190.

<sup>48</sup> **Tandoğan**, s. 339; Kenan **Tunçomağ**, s. 367-368.

<sup>49</sup> Kanımca kanunda geçen “*satın alma*” sözlerinden anlam çıkarmak pek isabetli görünmemektedir. Çünkü aynı kanun açıkça “*ödünç*” kelimesini kullanmaktadır (TTK. m. 420). Üstelik bu sonuncu

hükmünde, bir menkul kıymet olan tahvilin anonim ortaklık tarafından çıkarılmasını “*ihraç*” terimiyle ifade edilmiştir. İhraç ise, yine bu kanunda “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı*” şeklinde tanımlanmıştır. Bu nedenle, tahvil ilişkisi, Borçlar Kanunu’nda düzenlenen satım akdine<sup>50</sup> dayanır.

Tahvil ilişkisinin hukuki niteliği hakkındaki diğer görüşe göre, tahvil ihraççısı anonim ortaklık ile tahvil sahibi arasındaki ilişki bir karz sözleşmesidir. Çünkü, TTK. m. 420 hükmünde tahvil, “*anonim şirketlerin ödünç para bulmak için çıkardıkları itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olan borç senetleri*” şeklinde tanımlanmıştır. Bu bakımdan, TTK. m. 420 vd. hükümlerinin farklı kurallara tâbi bir karz sözleşmesini düzenlediği anlaşılmaktadır<sup>51</sup>. Bu nedenle, tahvil ilişkisi, Borçlar Kanunu’nda düzenlenen karz akdine<sup>52</sup> dayanır.

Kanımca, tahvil sahipleri ile ortaklık arasındaki ilişki bir ödünç ilişkisidir. Çünkü ortaklığın tahvil ihraç etmedeki amacının ödünç para bulmak, tahvil satın alan yatırımcının amacının ise, belirli bir faiz veya başka bir menfaat karşılığında ortaklığa ödünç para vermek olduğu açıktır. Tahvil ise bu amacı gerçekleştirmek amacıyla ihraç edilen bir kıymetli evraktır. Her ne kadar Sermaye Piyasası Mevzuatı ihraç kavramını tahvilin satışı olarak tanımlamışsa da<sup>53</sup>, bu durum çıkarılmış olan tahvilin yatırımcıya intikal ile ilgili olup taraflar arasındaki ilişkinin hukuki niteliğini etkilemez.

---

hüküm tahvili tanımlayan maddede bulunduğundan tahvilin niteliğini daha çok ihtimam ile belirtmiş olması gerekir. Aynı görüşte bkz. **Tunçomağ**, s. 367.

<sup>50</sup> BK. m. 184 hükmüne göre: “*Menkul bey’i, araziden veya gayrimenkul olmak üzere tapu siciline kaydedilen haklardan başka her türlü şeyin bey’idir. Mahsul veya yıkılması matlup bir binanın enkazı veya taş ocağından çıkarılacak taşlar gibi bir gayrimenkulden ayrıldıktan sonra menkul olarak mülkiyeti nakledilecek mütemmim cüzümlerin satılmasında menkul bey’idir*”.

<sup>51</sup> Nitekim Hırş, ödünç para alıp verme işlerini ikiye ayırmış, bunun ferdi olabileceği gibi maşeri de olabileceğini savunmuştur. Yazara göre, ferdi ödünç para alıp verme işlerinde birbirinden müstakil ve münferit karz akitleri söz konusudur. Karz sözleşmelerinde, ödünç veren bir miktar para veya diğer bir misli eşyanın mülkiyetini ödünç alan kimseye nakletmek, ödünç alan ise, ödünç konusu şey ile aynı miktar ve vasıftaki şeyi geri vermekle mükelleftir (BK. m. 306). Ödünç alanın ödünç alınan para hakkında alacaklıya bir senet vermesi durumunda ise, bu senet emre yazılı olarak düzenlenmemiş olmak koşuluyla, kıymetli evrak niteliği taşımayan adi bir borç senedir. Maşeri ödünç verme işlerine gelince burada da bir karz sözleşmesi söz konusudur. Fakat böyle bir durumda, ödünç alınacak paranın miktarı, faiz ve sair şartları birbirine eşit olan bir borç senetleri çıkarılmak suretiyle ödünç temin edilmektedir. Bu borç senetleri ise, TTK. m. 420-433 hükümlerinde düzenlenmiş olan tahvil senetleridir. Bu görüş hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Hırş**, s. 540-541.

<sup>52</sup> BK. m. 306’ya göre: “*Karz, bir akittir ki onunla ödünç veren, bit miktar paranın yahut diğer bir misli şeyin mülkiyetini ödünç alan kimseye nakil ve bu kimse dahi buna karşın miktar ve vasıfa müsavi aynı neviden şeyleri geri vermekle mükellef olur*”.

<sup>53</sup> Ser.PK. m. 3/c hükmünde ihraç, “*sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışıdır*”.

Ancak, tahvil, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatında özel olarak düzenlenmiş bir menkul kıymettir ve bir takım özel şekil şartlarını taşıması gerekir. Bu sebeple, ortaklık ile tahvil sahibi arasındaki ilişki de temelde bir karz ilişkisi olmakla birlikte, sıradan bir karz akdi olmayıp kendine özgü bir takım özellikler arz etmektedir. Çünkü ortaklık ile belirli alacaklılar arasında bir karz akdi kurulması ve ortaklık tarafından alacaklılara söz konusu alacaklara dair senetler verilmesi halinde, bu senetler tahvil olarak nitelendirilmeyecektir<sup>54</sup>.

Karz akdinin borçlusu ortaklık, alacaklısı ise tahvil sahipleridir<sup>55</sup>. Bu borçlanma ile her tahvil sahibi bütünlük gösteren anonim şirket borcunun tahvilin itibari değeri oranında alacaklısı olmakta ve bu alacağı da kıymetli evrak niteliğindeki tahvile bağlanmaktadır<sup>56</sup>.

Öte yandan, Ser.PK. m. 3/c hükmüne göre, “*ihraç*” terimi, tahvillerin satımı olarak tanımlanmıştır. Bu sebeple, tahvil sahibinin borçlarını değerlendirirken satım hükümleri de göz ardı etmemek gerekmektedir. Bu bakımdan tahvil sahibinin en önemli borcu, satın alınan tahvilin bedelinin belirlenen vadede ödenmesidir<sup>57</sup>. Bu bakımdan, tahvil bedeli, ya taahhüt anında tamamen ödenir ya da taksitlere bölünerek belirli bir vadeye bağlanır.

Tahvil ihraççısı ortaklık, vadesi geldiği halde ödenmeyen tahvil bedeli için temerrüde düşen tahvil sahibinden borçlu temerrüde dayanarak temerrüd faizi talep edilebileceği gibi, ödenmemiş tahvillerin iptal edilmesi için temerrüde düşen tahvil sahibine karşı icra takibi yapma ve dava açma hakkına sahiptir<sup>58</sup> (BK. m. 101; TTK. m. 9). Bu halde, ortaklık ifa ve gecikme sebebiyle uğradığı zararı talep edebileceği gibi, münasip sürenin sona ermesinden sonra borcun ifa edilememesinden doğan zararı da talep edebilir veya tahvil bedeli kısmen ödenmiş olsa bile, akdin tamamını feshedebilir<sup>59</sup> (BK. m. 106).

<sup>54</sup> Aynı şekilde, anonim ortaklığın borç para bulmak amacıyla on kişiye imzalayarak verdiği ibareleri ve itibari değerleri aynı olan, yani TTK. m. 420 hükümlerine uygun olan bonolar veya adi senetler de tahvil olarak nitelendirilemez. **Domaniç**, Şerh, s. 1375-1376; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 1000-1001; **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 321-322.

<sup>55</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 719.

<sup>56</sup> **Erdem**, “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, s. 701-739.

<sup>57</sup> **Arslanlı**, s. 289; Orhan Nuri **Çevik**, Anonim Şirketler, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, Ankara 2002, s. 848.

<sup>58</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1445-1446; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 1040; **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 348-349.

<sup>59</sup> **Arslanlı**, s. 289.

Tahvil bedelinin ödenmeyen kısmı senet üzerinde yazılı olduğundan, senedin üçüncü şahıslara devredilmesi de bedeli tamamen ödenmemiş tahvilin iptaline engel teşkil etmez (TTK. m. 571; BK. m. 169). Senedi devralan üçüncü şahıs iptali önlemek isterse, bakiye tahvil borcunu tahvilin iptalini talep eden ortaklığa ödemekle yükümlüdür. Tahvil çıkararak alacaklı ortaklık, senedi devralan üçüncü şahsın tahvil senedinin bakiye borcuna ilişkin teklif ettiği ödemeyi reddedemez (BK. m. 67). Tahvil borçlusunun temerrüdü nedeniyle tahvil senedinin iptal edilmesi halinde, iptal masrafları ve temerrüt faizleri düşüldükten sonra ödenmiş senet bedeli tahvil hamiline iade edilir. Öte yandan, iptal edilen tahvilin yerine anonim ortaklık yeni tahvil çıkarabilecektir<sup>60</sup>.

Tahvil sahipleri belirlenen borcun yanı sıra, izahname hükümlerine uymakla da yükümlüdür. İzahname, taraflar arasındaki ilişkileri tanzim bakımından tahvil sahiplerinin uymaları gereken belgedir<sup>61</sup>. İzahname yayınlanması ve ilanının zorunluluğu, tahvillerin halka satılması durumunda ortaya çıkan kanuni bir şarttır (TTK. m. 425). Bu bakımdan, izahname düzenleyip yayımlamanın en önemli amacı, halkın çıkarılan tahvillere ilgisini çekerek onları taahhütte bulunmaya davet etmektir. Bir diğer önemi de, halkın satın alacağı tahvillerin özellikleri ve ortaklığın durumu hakkında izahname ile bilgilendirmektir<sup>62</sup>.

Tasarruf sahipleri ortaklık ile kuracakları hukuki ilişkinin şartları hakkında bilgi sahibi olup ortaklığın ihraç ettiği tahvillerin satın alma veya almama yönündeki iradelerini izahnameye göre oluşturduğundan izahname hükümlerine aykırılık da borçlu temerrüdüne yol açacaktır. İzahnameye konulacak özel hükümlerle pay bedelini ödememe halinde pay sahipleri hakkında uygulanan ıskat usulü (TTK. m. 407), tahvil sahipleri hakkında da uygulanabileceği gibi, ceza şartı da kararlaştırılabilmektedir<sup>63</sup>. Ayrıca, tahvil sahipleri olarak tahvil sahipleri genel kurulunun belirli çoğunluklara uygun olarak aldığı kararlara uymakla yükümlüdür (TTK. m. 430, m. 431)<sup>64</sup>.

---

<sup>60</sup> Domanıç, Şerh s. 1446.

<sup>61</sup> İzahnameye ilişkin daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bölüm II/B/3, s. 74-75.

<sup>62</sup> Arslanlı, s. 270.

<sup>63</sup> Arslanlı, s. 290.

<sup>64</sup> Arslanlı, s. 290-291.

#### 4. Şekli

Tahviller kıymetli evrak niteliğinde olduklarından, ağırlaştırılmış şekil şartlarına tâbidir<sup>65</sup>. Tahvillerin şekli ile ilgili asıl düzenleme, TTK. m. 427'dedir. Bununla birlikte, TTK. m. 427. hükmünün 425. maddeye yaptığı atıf nedeniyle tahvil ihracında bu maddedeki şekil ile ilgili sınırlamalara uymak gerekmektedir. TTK. m. 425 hükmü, halka arz edilecek olan tahvillerde zorunlu olarak düzenlenecek izahnamede<sup>66</sup> yer alması gerekli olan unsurları düzenlemektedir. TTK m. 425 ve m. 427 hükümlerine göre tahvillerde bulunması zorunlu unsurlar şunlardır:

1. Şirketin unvanı, mevzuu, merkez ve müddetini;
2. Esas sermayesinin miktarını;
3. Anasözleşme tarihini ve bunda değişiklik yapılmışsa değişikliklerin ve ilan edildikleri tarihleri;
4. Ortaklık tarafından tasdik edilmiş son bilanço'ya göre ortaklığın durumu;
5. Çıkarılmış veya çıkarılacak tahvillerin itibari değerlerinin tutarını ve bu değerlerin şirkete ödeme şeklini ve her tahvilin itibari değerine verilecek faiz miktarını, nama yazılı veya hamiline ait olduğunu ve tahvillerin itfa şeklini ve zamanını;
6. Tahvil çıkarılmasına dair genel kurul kararının tescil ve ilan tarihini;
7. Ortaklığın taşınır ve taşınmazları daha önceden çıkarılan tahvillerden veya diğer bir sebepten dolayı rehin edilmiş veya teminat gösterilmiş ise bu durumu;
8. Tahvillerin anapara ve faizlerinin ödeme şartları ve varsa itfa planını;

<sup>65</sup> Firat **Öztañ**, Kıymetli Evrak Hukuku, Güncelleştirilmiş 16. Bası, Ankara 2009, s. 39-40; Fahiman **Tekil**, Kıymetli Evrak Hukuku, İkinci Bası, İstanbul 1994, s. 18-24; Reha **Poroy/Ünal Tekinalp**, Kıymetli Evrak Hukuku, Güncelleştirilmiş 15. Bası, İstanbul 2001, s. 17-39; Oğuz **İmregün**, Kıymetli Evrak Hukuku, Genel Hükümler, Kambiyo Senetleri, Makbuz Senedi, Varant, İstanbul 2007, s. 6-12; Hasan **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak Hukuku, Yenilenmiş 9. Bası, İstanbul 2001, s. 31-32.

<sup>66</sup> Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer alır. İzahname, SPK.'ya kayda alma başvurusu yapıldığında, yatırımcıyı aydınlatmaya yönelik olarak sunulanlar arasında yer alan en önemli belgedir. Veliye **Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 110.

9. Tahvillerin şirket namına imzalamaya yetkili olanlardan en az ikisinin imzası.

Yukarıda sayılan şekil şartlarına uyulmadan çıkarılan senetler tahvil niteliği taşımamaktadır (BK. m. 11)<sup>67</sup>. Maddeden açıkça anlaşıldığı gibi, burada tahvil ihraç eden ortaklığın, tahvilleri satın alacak tasarruf sahiplerini bilgilendirmesi söz konusudur. Bu bilgilendirme, ortaklığın konu, merkez ve süresinin ve anasözleşme tarihinin belirtilmesinde olduğu gibi ortaklığın kendisi ile ilgili olabileceği gibi, esas sermaye miktarı, ortaklığın mali durumu ve malvarlığının belirtilmesinde olduğu gibi, ortaklığın mali gücü ile de ilgili olabilmektedir. Nihayet, tahvillerin itibari değerleri ve itfa şartlarının belirtilmesinde olduğu gibi tahviller ve tahvil sahiplerinin hakları konusunda da olabilir<sup>68</sup>.

TTK. m. 427 ise, izahnamede belirtilmiş olan bu hususlar dışında “*tahvillere ana sermaye ve faizlerin ödeme şartları ve varsa itfa planının yazılmasını*” zorunlu kılmaktadır. Bu da yukarıda işaret ettiğimiz gibi tahvil sahibinin bilgilendirilmesine yönelik bir düzenlemedir. Aynı maddenin ikinci fıkrası ise, anonim ortaklık tarafından çıkarılan tahvillerin ortaklığı bağlaması için ortaklığın imza yetkililerinden en az ikisi tarafından imzalanmış olması şartını getirmektedir. Bu zorunluluk aslında tahvilin kıymetli evrak niteliğinden kaynaklanmaktadır ve kamu güvenine ilişkin bir hükümdür<sup>69</sup>. İmzalar, damga veya mühür şeklinde olabileceği gibi, matbu da olabilir<sup>70</sup> (TTK. m. 427/f.2; BK. m. 14).

Tahvil ihracının Kanunkoyucu tarafından bu kadar ayrıntılı şekil şartlarına bağlanmış olması, bir yandan tahvil senedinin niteliğinin yani, menkul kıymet oluşunun doğal bir sonucudur; diğer yandan, gerek sermaye piyasasının açıklık, güven, kararlılık içinde işlemesini sağlamak ve gerekse, çoğu zaman küçük ve aralarında herhangi bir birlik bulunmayan tahvil sahiplerinin borçlu ortaklık ve diğer üçüncü kişiler karşısında korunması gerekliliğini bir sonucudur. Çünkü tahvil ilişkisi esasen bir karz ilişkisi olduğuna göre, ortaklığın mali durumu hakkında bilgi sahibi olmak, tahvil sahibinin ortaklığa kredi verme konusundaki iradesini etkilemektedir.

<sup>67</sup> **Domanıç**, Şerh, s. 1389.

<sup>68</sup> **Serdar Acar**, Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2001, s. 39.

<sup>69</sup> **Acar**, Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, s. 39-40.

<sup>70</sup> **Domanıç**, Şerh, s. 1389.

## 5. İtibari Değeri

Türk Hukuku'nda tahvillerin itibari değerlerinin bulunduğu belirtilmesine rağmen, söz konusu değer alt ve üst sınırı ile ilgili bir açıklık bulunmamaktadır (TTK m. 420, 421, 425). Bu nedenle, tahvilin itibari değeri hiçbir kayda tâbi olmadığından anasözleşme, genel kurul kararı veya ihraç şartlarını düzenleyen izahname ile serbestçe belirlenebilmektedir. Tahvil çıkarmaya karar veren ortaklık, itibari değerini tahvilin çıkarılma zamanındaki piyasa şartlarına göre tespit ederek kanundaki bu serbesti sayesinde daha kolay bir şekilde kredi temin edebilmektedir. Buna karşın tahvil sahiplerinin alacaklarını güvence altına almak için ise ortaklığın çıkarabileceği toplam tahvil değeri kanunda sınırlandırılmıştır.

Tahvillerin itibari (nominal) değeri dışında borsa uygulaması açısından önem taşıyan ihraç değeri ve piyasa değerinde önem taşır. İhraç değeri, primli olarak ihraç edilen ve/veya erken satın alınan tahvillerin faiz oranından indirim uygulanan (iskontolu) tahvillerin nominal değerinden kanuni indirimin düşürülmesi ve erken satış priminin eklenmesiyle bulunmaktadır. Bu şekilde hesaplanan ihraç değeri satışın son gününe yaklaştıkça nominal değerden kanuni indirimin düşürülmüş haline doğru yaklaşmaktadır ve son gün nominal değer ile eşitlenir. Ertesi günde faiz işlemeye başlar<sup>71</sup>.

Her tahvilin bir itibari değeri olması ve aynı tertipte çıkarılan her tahvilde bu değer birbirine eşit olması gerekir. Ayrıca, aynı tertipte çıkarılan her tahvil, tahvil sahibine aynı hakları sağlamalıdır. Tahvil sahiplerine değişik haklar sağlayan tahviller ancak değişik tahvil tertipleri ile çıkarılabilmektedir. Bir emisyon içerisinde 1.000, 5.000 ve 10.000 lira nominal değerde tahvil çıkarılması mümkündür. Önemli olan tahvil sahiplerine eşit hak tanınmasıdır. Aynı gruptaki tahvil sahiplerine farklı haklar verilemez.

<sup>71</sup> Piyasa değeri ise şu faktörlere göre değişkendi: 1- Paraya çevrilebilir olmasa bile, her tahvilin piyasada her an için bir değeri vardır. Bu değer anaparanın son faiz ödemesinden beri işlemiş günlük faizle toplamı civarındadır. Tahvilin net yıllık faizi 365 ile bölünüp geçen gün sayısı ile çarpıldığında işlemiş net faizi bulunur. 2- Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının altında ise, piyasada borsa değeri nominal değerinin altındadır. Bu durumda "iskontolu işlem görüyor" denilir. Tahvilin ihraç değeri ve piyasa deri hakkında daha geniş bilgi için bkz. Ali **Tuğlu**, "Şirketlerde Tahvil İhraç İşlemleri", Yaklaşım Dergisi, Ağustos 2007, S.176, s. 110.



## 6. Tahvil Çıkarabilecek Ortaklıklar

Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan tanımdan, tahvillerin sadece anonim ortaklıklar tarafından ihraç edilebileceği intibai yer almakta ise de, öğretilerde bu hususta görüş birliği yoktur. Öğretilerde, bir kısım yazarlar kanunun lafzının açık olduğuna dayanarak devlet tarafından çıkarılan tahvillerin dışında sadece anonim ortaklıkların tahvil çıkarabileceğini savunurken<sup>72</sup> diğer bir kısım yazar ise anonim ortaklıklar ile birlikte sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların da TTK. m. 476/f.2 hükmüne göre tahvil çıkarabileceği görüşündedir<sup>73</sup>.

Gerçekten ne Ticaret Kanununda ne de Sermaye Piyasası Kanununda bu ortaklıkların tahvil ihraç etmelerini engelleyen bir hüküm vardır. Ayrıca, SPK. m. 4/f.3 hükmü de sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılmayacağına ilişkin olup tahvilleri yasaklamamıştır. Daha sonradan çıkarılan özel kanunlar ile devlet ve belediye gibi kamu tüzelkişilerine de, anonim ortaklık statüsünde olmaları bile tahvil çıkarma yetkisi tanınmıştır.

Öğretilerde, Domaniç de tahvil ihracının sadece anonim ortaklıklara münhasır bir kredi müessesesi olmadığını savunmaktadır. Yazar, TTK. m. 420 hükmünün, tahvili anonim ortaklıklara özel bir senet türü olarak tarif etse de, MK. m. 970-972 hükümleri karşısında tahvilin anonim ortaklıklara özgü bir senet olduğunun savunulamayacağı görüşündedir<sup>74</sup>. Ancak, TTK. ile MK.'da düzenlenen tahviller niteliği gereği birbirinden farklı olduğundan bu görüşe katılmak mümkün değildir.

<sup>72</sup> Arslanlı, s. 259; Gönen Eriş, Ticari İşletme ve Şirketler, Açıklamalı-İçtihatlı En son Değişikliklerle Birlikte Türk Ticaret Kanunu, Ticaret Şirketleri Madde 223 – 556, C.II, 4. Baskı, İstanbul 2007, s. 2452; Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 720; Ayşe Sumer, Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002, s. 24; Reha Tanör, Türk Sermaye Piyasası, C. I, Taraflar, İstanbul 1999, s. 118; Hamdi Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, 1992 s. 57.

<sup>73</sup> Diğdem Göç Gürbüz, Anonim Ortaklıklarda Tahvil, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, s. 15; Reha Poroy/Turgut Erem, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler, Bölüm II, Hukuki Araştırma, Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara 1964, s. 128; Oğuz Kürşat Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 108 (Sermaye Piyasası Hukuku); Oğuz Kürşat Ünal, "SPK. Ve TK.'nda Tahviller", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.VII, S.1-2, Haziran-Aralık 2003, s. 73; Pulaşlı, s. 831; Tekil, s. 459.

<sup>74</sup> Hatta daha da ileri giderek özellikle rehinli tahvil ihracı yetkisi hükümet iznine tâbi olduğundan ve bu izni düzenleyen MK. m. 962 ile 930 hükümleri, bu nevi işlemlerle uğraşma konusunda özel ve tüzel kişileri ayırmadığından, anonim ortaklık dışında kalan gerçek ve tüzel kişilerde izin almak kaydıyla, rehinli tahvil çıkarma imkânına sahip olduklarını belirtmektedir. Domaniç, Şerh, s. 1368.

Öğretide sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklığın da tahvil çıkarabileceğini savunan yazarlar, her ne kadar TTK. 440 hükmünün ifadesinden sadece anonim ortaklıkların tahvil çıkarabileceği anlamı çıkarılabilsede uygulamada pek rastlanmasa da sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların da, Türk Hukuku'nda tahvil çıkarmalarına ilişkin herhangi bir sınırlama olmadığından tahvil ihraç edebileceklerini ileri sürmüşlerdir.

TTK. m. 426 hükmü, *“Komanditelerin gerek birbirleriyle, gerekse komanditerlerin heyeti umumiyesi ve üçüncü şahıslarla olan hukuki münasebetleri ve bihassa şirketi idare ve temsil vazifesi ve yetkileri ve şirketten çekilmeleri, komandit şirketlerdeki hükümlere tabidir”* dedikten sonra, 2. fıkrasında *“Birinci fıkrada gösterilen hususlar dışında, aksine hüküm olmadıkça, anonim şirket hükümleri tatbik olunur”* şeklinde bir düzenleme yer almaktadır. Buna göre, paylı komaditler anonim ortaklıkların bir türü gibidir ve yukarıda sayılan paylı komanditin özelliklerini gözeterek TTK. m. 477-484'deki istisnai hükümler dışında anonim ortaklık hükümleri uygulanacaktır<sup>75</sup>.

Paylı komanditlerin sermayesi, anonim ortaklıklardaki gibi muayyen ve paylara bölünmüştür. Bu önemli bir hükümdür ve TTK. m. 475 hükmünün son cümlesi *“Sermaye, paylara bölünmeksizin sadece birden çok komanditerin iştirak nispetlerini göstermek maksadıyla kısımlara ayrılmış bulunuyorsa adi omandit şirket hükümleri tatbik olunur”* şeklinde düzenlenmesi ile bu hususu teyit etmiştir. Bu bakımdan, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık payları ile anonim ortaklık payları arasında da bir fark mevcut değildir.

Öte yandan, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkta değişik sorumluluk taşıyan iki tür ortaklık vardır. Komandite ortaklar, kollaktif ortak gibi, yani ortaklık alacaklarına karşı, katılma payı veya buna karşılık elindeki senedinin miktarı ne olursa olsun, ikinci derecede ve sınırsız sorumludurlar, yani sorumlulukları taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlıdır. Bunları ödemişlerse, artık kendilerine başvurulamaz. Komandite ortakların üst sınırını onun sermaye miktarı çizmektedir. Yukarıda belirttiğimiz tüm bu nedenlerle, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların, hem anonim ortaklığa çok benzeyen yapısı hem de alacaklılarını koruyan hükümleri ile tahvil çıkarmalarında bir sakınca yoktur.

<sup>75</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 884.

## B. TÜRKİYE’DE TAHVİL İHRACININ DURUMU

### 1. Türkiye’de Tahvil İhracına İlişkin Veriler

Avrupa ve Amerika’da, tahvillerin anonim ortaklıkların gelişmesine, anonim ortaklıkların da ülke ekonomisinin gelişmesine büyük katkıda bulunduğu bilinmektedir. Ancak, Türkiye’de pek de öyle olmamıştır<sup>76</sup>. Türkiye’de tahvil ihracına ilişkin veriler genel olarak özel sektör tarafından çıkarılan tahvillerin sermaye piyasası açısından önemini ortaya koymaktadır.

Türkiye’de özel sektör tahvil ihracına ilk olarak Sınâî Kalkınma Bankası aracılığı ile 1967 yılında başlamıştır<sup>77</sup>. Anonim şirketlerin 1986 yılından önce ne kadar tahvil çıkardıklarına ilişkin kesin rakamlar olmadığı için bu döneme ilişkin bir değerlendirme yapmak pek mümkün değildir. 1986 yılından sonraki dönem için ise, Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan menkul kıymet ihraçları ve ikinci el işlem piyasası bakımından kesin rakamlar mevcut olduğundan aşağıda Tablo 1 ve Tablo 2’de belirtildiği üzere iki önemli sermaye piyasası aracı olan tahviller ve hisse senetleri arasında bir karşılaştırma yapmak önem taşımaktadır.

Aşağıda Tablo 1’de 1986-2010 yılları arasında Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ortaklıkların hisse senedi ve tahvil ihraçlarının yıllara göre dağılımı verilmiştir. Bu şekilde Türkiye’de tahvil ihracının durumu daha iyi bir şekilde anlaşılacaktır.

<sup>76</sup> “...Cumhuriyetin ilk yıllarında ise büyük yatırımlar hep devlet tarafından yapıldı. Demiryolu kumpanyalarının yaşattığı kötü tecrübelerin bu politikada önemli bir payı olduğu muhakkaktır. Sonraki yıllarda Yap-İşlet ve Yap-İşlet-Devret gibi yeni yöntemler icat edildi ama büyük sermaye ve gelişmiş teknoloji gerektiren bu işleri yine çoğunlukla yabancı şirketler aldılar. Ayrıca, bu yöntemlerin çok önemli bir özelliğinin devlet garantisi olduğu (elektrik santralleri için verilen, belirli bir süre için belirli miktarda ve belirli fiyattan elektrik alma garantisi gibi) düşünülürse, devletin finansör vasfının şekil değiştirmek suretiyle yine devam ettiği anlaşılır. Kısacası, Türkiye’de ekonomik gelişmenin dinamosu anonim şirketler değil, devlet oldu. İngiltere’dekine benzer bir ekonomik ortam olmadı; oradakine benzer anonim şirketler doğmadı. Dolayısıyla anonim şirket tahvilleri yerine devlet tahvilleri gelişti.” Acar, “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler”, s. 3697, dpn. 7.

<sup>77</sup> Erdoğan Karakoyunlu, “Tahvil İhracı”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XVII, S.5, 1970-71, s. 208.

**Tablo 1. SPK Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları 1986-2010<sup>78</sup>**

Yıllar	Hisse Senedi		Tahvil
	Nominal Değeri	Satış Değeri	
1986	101,98	101,98	110,98
1987	187,20	187,20	317,53
1988	364,48	364,48	210,86
1989	966,76	971,54	604,51
1990	1.807,03	4.106,64	762,34
1991	3.606,90	4.443,52	813,34
1992	4.812,75	5.322,83	796,90
1993	8.275,76	9.573,37	715,23
1994	32.256,68	37.553,00	491,09
1995	42.770,65	51.332,65	1.883,10
1996	89.246,89	102.202,39	1.228,96
1997	215.470,40	305.732,07	1.495,46
1998	440.099,95	696.821,77	2.532,76
1999	665.309,40	678.870,67	0
2000	1.302.366,87	3.007.974,04	(*)
2001	1.679.896,62	1.684.497,76	0
2002	1.428.308,55	1.597.316,83	0
2003	932.212,38	1.749.596,62	0
2004	2.229.398,17	3.826.540,24	0
2005	2.069.124,20	3.991.869,65	0
2006	4.392.357,01	10.880.574,35	150.000,00
2007	3.498.860,47	7.863.767,89	150.210,00
2008	9.306.981,09	11.696.189,97	200.000,00
2009	3.051.578,63	4.453.087,83	140.400,00
2010	228.552,57	1.201.162,54	130.000,00

(\*) 2.000.000 USD tutarında tahvil ihracına izin verilmiştir.

<sup>78</sup> Tablodaki değerler USD üzerinden verilmiştir. **SPK**, Aylık İstatistik Bülteni, Şubat 2010. Bkz. <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1> (Erişim tarihi 01.07.2010).

Buna göre, 1986-1998 yılları arasında tahvil ihracı genel olarak artış eğilimi gösterirken, bu artışın hisse senedi ihracındaki artış karşısında oldukça zayıf kaldığı ortadadır. Böylelikle, 1990 yılından itibaren hisse senedi ihracının tahvil ihracı karşısında ezici bir ağırlık kazandığı görülmektedir. Tahvil ihracının, 1999 yılında birden kesilmesi ve birkaç yıl bu şekilde devam ettikten sonra 2006 yılında yine bir artış yakalamasına karşın 2006 yılından 2010 yılına kadar aynı seviyelerde izlediği ve hisse senetlerinin çok gerisinde kaldığı ortadadır.

**Tablo 2. İkinci El Piyasa İşlem Hacmi 1996-2010<sup>79</sup>**

Yıllar	Özel Sektör Menkul Kıymetleri		Kamu Sektörü Menkul Kıymetleri	
	Hisse Senedi	Tahvil	Devlet Tahvili	Hazine Bonusu
1996	3.039.634	152.836	12.889.759	57.192.960
1997	9.085.573	199.135	85.546.648	90.848.699
1998	18.096.862	2.584	109.941.521	170.408.859
1999	36.914.094	0	694.866.277	353.485.859
2000	111.340.823	0	780.452.219	113.276.393
2001	93.116.230	221	697.325.274	217.141.359
2002	106.302.550	0	162.162.580	105.411.936
2003	146.644.043	0	364.784.683	94.196.990
2004	208.422.733	0	8.536.224.992	763.944.545
2005	327.004.089	0	651.206.678	103.989.924
2006	326.578.222	0	586.922.205	50.908.565
2007	387.776.132	0	561.183.234	42.741.058
2008	332.614.149	0	447.099.185	25.109.910
2009	481.632.979	0	536.355.398	26.429.317
2010	118.414.929	0	102.492.154	6.660.928

İkinci el piyasa işlem hacmindeki durum da Tablo 2’de gösterildiği üzere pek farklı değildir. Özel sektör menkul kıymetleri arasında hisse senetlerinin tahviller karşısındaki ağırlığı giderek artmıştır. Ancak ikinci el piyasası, aynı zamanda devlet

<sup>79</sup> Tablodaki değerler USD üzerinden verilmiştir. SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Şubat 2010. Bkz. <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1> (Erişim tarihi 01.07.2010).

tahvilleri ve hazine bonolarının<sup>80</sup> da hisse senetleri ve anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan tahviller karşısında ezici bir ağırlığı olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, Tablo 1 ve Tablo 2 karşılaştırıldığında görülen diğer bir husus, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan tahviller üzerindeki ikinci el işlemlerinin 1996-1998 yıllarınca oldukça düşük olduğu ve 1998 yılından itibaren de tamamen sona erdiğiğidir.

Her iki tablodaki veriler, Türkiye’de özel sektör tarafından çıkarılan tahvillerin geçen zamana karşı çok gelişmediğini ve tercih edilen bir sermaye piyasası aracı olmadığını ortaya koymaktadır. Oysa Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları ileriye dönük uzun vadeli yatırımlarını ancak ucuz finansman yoluyla etkin bir şekilde gerçekleştirebilecekleri kuşkusuzdur. Bu bakımdan, tahvil piyasalarının gelişmemesinin piyasadaki sermaye birikimi ve dolayısıyla yatırımlar açısından olumsuz sonuçlar doğurması kaçınılmazdır. Aşağıdaki bölümde özel sektör tahvillerinin gelişmemesinin nedenleri üzerinde durulacak ve çözüm önerileri getirilmeye çalışılacaktır.

## 2. Ortaklıklar Bakımından Tahvil İhracının Fayda ve Sakıncaları

### a. Tahvil İhracının Faydaları

Tahvilin ülke kalkınmasındaki en önemli rolü alınacak ödünç paranın çok büyük parçalara bölünmek suretiyle geniş kitlelere hitap edebilmesidir. Böylece, tek başına bir iş kabiliyeti olmayan küçük tasarruflar bir araya getirilerek sermaye yetersizliği sebebiyle gelişemeyen ziraat, sanayi ve ticaretin ucuz finansman yoluyla büyümesini ve dolayısıyla ülke ekonomisinin gelişmesini sağlamaktadır<sup>81</sup>.

<sup>80</sup> Türkiye’de devlet tahvilleri, cari yıl bütçe yasasına dayanılarak, 1 yıl ya da daha uzun vadeli olarak çıkarılan, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen borçlanma senetleridir. Devlet tahvilleri genellikle kuponlu ihraç edilir, kupon ödemeleri 3 ay, 6 ay veya yılda bir yapılır. Devlet bütçe açıkları için yoğun olarak iç piyasadaki borçlanıldığı için piyasada ağırlıklı olarak devlet tahvili işlem görmektedir. Devlet tahvilinin daha çok işlem görmesinin asıl nedeni devlet tahvilinin daha çok güvenli olmasına dayanmaktadır. Ancak ileriki yıllarda devlet iç borçlanma yoluyla iç piyasadaki fonları toplamadan vazgeçerse anonim ortaklıklar ortak sayısını ve sermayesi artırmadan, piyasaya müracaat ederek rahatlıkla borçlanabilecektir. Bu durumda özel sektör tarafından da tahviller bir finansman aracı olarak daha çok kullanılacaktır. **Tuğlu**, s. 109.

<sup>81</sup> **Arslanlı**, s. 260; **Çevik**, s. 834; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 994; **Domaniç**, Şerh, s. 1369; **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 314; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 430; Şevket **Adayılmaz**,

Tahvil, tasarruf sahipleri için de genel olarak pay senetlerine nazaran daha güvenli bir yatırım aracıdır. Pay sahibi, ancak ortaklık kâr ederse temettü alabileceği halde, tahvil sahibi, ortaklığın kazanç durumu ile ilgili olmaksızın tahvile ilişkin muhtelif menfaatlerden faydalanabilecek ve üçüncü bir kişiye istediği zaman devretmek suretiyle yatırdığı meblağı nakde çevirebilecektir<sup>82</sup>.

Aynı şekilde, küçük tasarruf sahipleri için de tasarruflarını tahvillere yatırmak bankaya mevduat olarak yatırmaktan daha faydalıdır, çünkü tahvillere genellikle bankaların mevduata ödedikleri faiz oranından daha yüksek bir faiz oranı uygulanmaktadır<sup>83</sup>. Aynı husus anonim ortaklıklar için de geçerlidir. Anonim ortaklığın tahvillere ödeyeceği faiz oranı, bankalardan sağlanacak kredilere ödenecek faiz oranından daha aşağıda olacaktır<sup>84</sup>.

Tahvil çıkarmada, anonim ortaklığın da büyük menfaati vardır. Anonim ortaklığın mali gücü işletmenin genişletilmesi için yeterli değilse, daha büyük projelerin uygulanması istendiği takdirde, ya sermaye artırımına gidilmesi ya da ödünç para alınması gerekmektedir. Genel kurul için sağlayacağı kârı, piyasadaki faiz oranlarını göz önünde tutarak, bu iki seçenekten birine karar verir.

Ortaklığın yapılacak işte kâr görmesi halinde sermaye artırımına gitmesi ve kazancı yeni pay sahipleri ile paylaşmak yerine ödünç bulma yoluna başvurmaması daha uygun bir karar olarak düşünülebilir. Ancak sermaye artırımına gidildiğinde eski pay sahiplerinde bir değişiklik olmayacaksa yani mevcut pay sahipleri artan sermayeyi payları oranında taahhüt edip, ödeyeceklerse, kâr payında bir kayıp olmayacağından sermaye arttırılması uygun olur<sup>85</sup>. Ortaklıkların özellikle geçici sermaye ihtiyaçları mevcutsa, ortaklık hisse senedi ihracı suretiyle sermaye arttırmaktansa, tahvil ihracı suretiyle bu ihtiyacı gidermeyi tercih edecektir. Böylelikle, bir yandan ortaklığın ihtiyaç duyduğu finansman ekonomik yoldan sağlanırken diğer yandan da ortaklığın yönetimini ve kontrolünü elinde tutmaya devam edecektir.

---

“Tahvillerin Para Piyasasındaki Dengeyi Temin Rolü ve İktisadi Kalkınmadaki Önemi”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XVII, S.3, Haziran 1970, s. 121-125.

<sup>82</sup> Arslanlı, s. 261; Çevik, s. 834; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 431.

<sup>83</sup> Adayılmaz, s. 123.

<sup>84</sup> İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 431.

<sup>85</sup> Çevik, s. 834.

Öte yandan, tahvil ihracı suretiyle finansman temin etmede faiz miktarı, vade ve borcun itfa zamanı gibi ödücün koşullarını ortaklık belirleyecektir. Tahvillerin vadesini işin niteliğine göre uzun tutma mümkün olduğu gibi, sonuç vadeden önce alınırsa, tahvilleri piyasadan satın alarak ortaklığın borcunu hafifletmek ve faiz ödemesinden kurtulmak da mümkündür. Oysa adi karz akdinde, vadeden önce ödeme, kararlaştırılan faizlerin indirimini gerektirmez<sup>86</sup> (BK. m. 80). Üstelik tahvillere ödenen faizlerin masraf olarak kabulü, vergi yönünden de ortaklığa menfaat sağlamaktadır<sup>87</sup>.

Sonuç olarak, tahviller, menkul kıymet olarak sermaye piyasasının gelişmesinde ve dolayısıyla sermaye birikiminde önemli rol oynadığından ekonomiye faydaları çok yönlüdür. Tahvil ihracı yoluyla bir yandan atıl durumdaki küçük tasarruflar sayesinde ortaklıklar ucuz finansman kaynağı sağlayarak finansal yapılarını güçlendirir. Böylelikle ortaklıklar yeni yatırımlar yapabilirler ve hatta bu şekilde istihdam yaratılmaktadır. Diğer yandan borç para veren küçük tasarruf sahiplerinin temin ettikleri faiz ve muhtelif menfaatler ile toplumun her kesiminin ticaretten gelir elde etmesi sağlanarak ülkenin kalkınmasına ve refahına katkıda bulunmaktadır<sup>88</sup>.

Yukarıda görüldüğü üzere, tahvil çıkarmanın aslında kamuya ve taraflara birçok fayda sağlasa da, devletin olumlu müdahalesi bulunmaması ve gerekli ekonomik koşulların oluşmaması halinde önemli sakıncalar da ortaya çıkabilmektedir. Bu bakımdan, aşağıdaki bölümde tahvil ihracı neticesinde ortaya çıkabilecek sakıncalar ayrıntılı olarak incelenmektedir.

<sup>86</sup> Arslanlı, s. 261; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 431.

<sup>87</sup> “Ayrıca tahvil masraflarıyla faizleri, vergi matrahından gider olarak düşüldüğünden ve birer makbuz karşılığında ödenen faizler de vergiye tâbi tutulduğundan, vergi kaçakçılığının önlenmesine ve vergi adaletine de hizmet edilmiş olmaktadır.” Domaniç, Anonim Şirketler, s. 994; Domaniç, Şerh, s. 1370; Domaniç, “Tahvil Senetleri”, s. 314; Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 106; Ünal, “SPK. Ve TK.’nda Tahviller”, s. 4; Bülent Atuk, “Türkiye’de Tahvil Piyasası (1967-1974)”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Temmuz 1974, C. 11, S. 7, s. 33.

<sup>88</sup> Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 106; Ünal, “SPK. Ve TK.’nda Tahviller”, s. 4; Domaniç, Şerh, s. 1369; Domaniç, Anonim Şirketler, s. 994; Domaniç, “Tahvil Senetleri”, s.314; Adayılmaz, “Tahvillerin Para Piyasasındaki Dengeyi Temin Rolü ve İktisadi Kalkınmadaki Önemi”, s. 123.



## b. Tahvil İhracının Sakıncaları

Kuşkusuz, söz konusu sakıncaların en önemlisi yüksek enflasyon neticesince oluşan para değerinin kaybıdır<sup>89</sup>. Türkiye gibi paranın değerinin çok hızlı ve kısa zamanda düşebildiği enflasyonist ekonomilerde tahvil sahipleri büyük risklerle karşı karşıyadır<sup>90</sup>. Çünkü uzun vadelere bağlanan tahvil senetleri, tahvil sahiplerine her yıl iyi bir gelir getirmesine karşın, anapara zamanla değerini yani satın alma gücünü kaybetmektedir<sup>91</sup>. Diğer taraftan, enflasyonist ortamda, tasarruf sahiplerinden borç aldığı parayı taşınır ve taşınmaza yatırmış bulunan tahvil çıkaran işletmeler, işletme kazançlarının yanı sıra sosyal adalet yönünden haksız kazançlar elde etmektedir<sup>92</sup>.

Tahvil ihracı sonrasında, tahvil sahipleri için ortaya çıkabilecek diğer bir tehlike de, TTK. m. 430 hükmü ile tahvil sahipleri genel kuruluna tanınan ve gereğinde tahvilden doğan hakları etkileyen yetkililerdir. Gerçekten de, TTK. m. 430 hükmünün ilk dört bendinde sayılan faiz miktarının indirilmesi, teminatların azaltılması veya kaldırılması, faiz ve anaparanın ödenmesinin ertelenmesi, tahvil bedelinin hisseye çevrilme zorunluluğu gibi tahvil sahipleri genel kuruluna tanınan yetkiler tahvil sahiplerinin güvenini sarsacak nitelikte son derece geniş yetkililerdir. Bu yetkilerden herhangi birinin kullanılması, tahvil sahibinin senedi iktisap ederken güvendiği ve tahvil satın almaya teşvik eden bütün avantajları ortadan kaldırmaktadır.

Her ne kadar, bu yetkilerin kullanılabilmesi için TTK. m. 341 hükmü tedavülde bulunan tahvillerin üçte ikisine sahip olanların oylarını aramış ve bu ağır yetersayı ile bir tedbir alma amacı gütmüşse de, özellikle önemli bir miktar tahvilin

<sup>89</sup> Mesela, 10.08.1970 devalüasyonundan önce % 15 faizle çıkarılan ve halka satılan 7 yıl vadeli tahviller, bu süre içinde % 105 faiz getirmesine mukabil, sürenin sonunda satın alma gücü yarı yarıya düşmüş olacağından, 1977 yılında iade edilecek her bin lira 1970 fiyatları ile beş yüz lira sayılacaktır. Başka bir deyişle, tahvil sahibinin parası yedi yıl süre ile faizsiz olarak ortaklığın elinde kalmış olacak, tahvil bedelleriyle makine, menkul ve gayrimenkul satın almış olan ortaklığın malları ise iki kat değer kazanmış olacaktır. Örnek için bkz. **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s.315.

<sup>90</sup> Ahmet **İpekçi**, “Enflasyonun Tahvil Getirilerine ve Maliyetlerine Etkisi”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran 1975, C.XII, S.6, s. 43-46.

<sup>91</sup> Tarık B. **Sesylmaz**, “Tahvil Piyasasındaki Gelişmeler”, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Mart 1976, S.121, s. 29; Atilla **Gönenli**, “Tahvil İhracı Yolu ile Finansman İmkânları”, Sevk ve İdare Dergisi, Ağustos 1972, S.38, s. 10.

<sup>92</sup> “Başka bir ifade ile para değerinin süratle düştüğü ortamlarda tahvil mukabili kredi sistemi tahvil sahiplerinin ve sosyal adaletin zararına, borç para alan iş sahiplerinin ise yararına işlemekte, zenginini daha zengin fakiri de daha fakir hale getirmektedir.” **Domaniç**, Şerh, s. 1371; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 995; **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s.315.

borçluya yakın çevrelerin eline geçmesi halinde, bu tedbirin yetersiz kalacağı ve tahvil sahiplerinin zararına yol açacağı ortadadır<sup>93 94</sup>.

Tahvil sahiplerinin hakları açısından ortaya çıkabilecek ortaya çıkabilecek bir diğer sakınca da tahvil alacaklısı ortaklığın iflas etmesi veya konkordato istemesi halidir. Tahvil, bir para alacağını temsil ettiğinden, tahvil senedi borçlusu da, herhangi bir alacağın borçlusu gibi iflas edebilir, konkordato ilan edebilir veya temerrüde düşebilir. Tahvil sahiplerinin alacağını tehlikeye sokan söz konusu hallerin doğuracağı sakıncaların önlenmesi için, tahvillerin ipotek, rehin, banka ve holdinglerin kefaletine bağlanması yerinde olacaktır<sup>95</sup>.

TTK. m. 430 hükmünde düzenlenen tahvil sahiplerine özel konkordato hali, İİK. m. 285-309'da düzenlenen genel konkordatoya oranla alacaklılar için daha ağır sonuçlar doğurmaktadır<sup>96</sup>. İlk olarak, İcra İflas Kanunu ("İİK.") m. 286 uyarınca konkordato "*haklı ve makul sebeplere*" dayanmak zorundadır. Borçlunun bu durumunu İcra ve Ticaret Mahkemeleri de kontrol ve tasdik eder (İİK. m. 286; m. 289).

TTK. m. 430'da düzenlenen konkordatoda bu şartlar aranmadığı gibi mahkemenin herhangi bir kontrolü de söz konusu değildir. Bu durum tahvil sahiplerinin aleyhinedir. İkinci olarak da, İİK.'da düzenlenen konkordatonun konusu rehinle teminat altına alınmamış adi alacaklar olduğu ve rehinli alacaklar rehin karşılığı oranda konkordato dışı kaldığı halde (İİK. m. 303), TTK. m. 430'da düzenlenen özel konkordato rehin hakkını ve bu hakkın ortadan kaldırılmasını veya azaltılmasını amaçlamaktadır.

<sup>93</sup> Aynı görüşte bkz. **Domaniç**, Şerh, s. 1372; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 997; **Domaniç**, "Tahvil Senetleri", s. 318.

<sup>94</sup> Örneğin, bir ortaklık tarafından 5 yıl vadeli, yıllık %25 faizli, ipotek ile teminat altına alınmış garantili tahvil piyasaya sürülmüştür. Tahviller satıldıktan sonra tahvil sahipleri genel kurulu kararı ile bu tahvilleri iktisap eden tahvil sahipleri ipotek gibi aynî veya şahsi teminatlardan kısmen veya tamamen yoksun bırakılabileceği gibi yıllık %25 faiz, %15'e de aynı karar ile indirilebilir. Hatta yine aynı karar ile veya daha sonradan bu faizin ödemesi beş yıl sonraya ertelenebileceği gibi beş yıl sonra vadesinde ödenmesi gereken anapara ödemesi de on beş yıl sonraya ötelenebilmektedir.

<sup>95</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1371; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 996; **Domaniç**, "Tahvil Senetleri", s.316-317.

<sup>96</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1373; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 998; **Domaniç**, "Tahvil Senetleri", s. 318.

### 3. Özel Sektör Tahvillerinin Gelişmemesinin Nedenleri

Türkiye’de özel sektör tahvil ihracındaki artışın beklenen düzeyde olmamasının en önemli nedenleri ve buna yönelik çözüm önerileri hakkında en kayda değer tespitler, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık Araştırma Grubu tarafından 2000 yılında hazırlanan bir raporda ortaya konmuştur<sup>97</sup>. Bu başlık altındaki açıklamalarımızda söz konusu rapordan önemli ölçüde faydalanılacaktır.

Buna göre, özel sektör tahvillerinin gelişmemesi, kamu sektörünün yoğun bir şekilde borçlanması, yatırımcıların özel sektör tahvillerini tercih etmemesi, Sermaye Piyasası Kurumuna başvuru prosedürünün uzunluğu ve son olarak da kredi derecelendirme kuruluşlarının yeterince gelişmemesi şeklinde ana başlıklar altında özetlenebilir. Aşağıda ayrı başlıklar altında Türkiye’de özel sektör tahvillerinin gelişmemesinin nedenleri incelenecektir.

#### a. Kamu Sektörünün Yoğun borçlanması

Türkiye’de son yıllarda artan kamu kesimi açığı nedeniyle Hazine’nin borçlanma gereksinimi önemli ölçüde artmaktadır. Bu nedenle Hazine, ihraç ettiği tahvil ve bonolar yoluyla mali piyasalardan giderek daha fazla pay aldığından özel sektörün ihraç ettiği tahviller de bu genişlemeden aynı oranda pay alamamaktadır<sup>98</sup>. Aslında, Devlet tahvili ile özel sektör tahvilleri arasında önemli bir fark yoktur<sup>99</sup>.

<sup>97</sup> **Türkiye Bankalar Birliği (“TBB”)**, “Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar, S.35, Aralık 2000, s. 42-48.

<sup>98</sup> Yüksek enflasyon nedeniyle dış ödemeler dengesinin de açık vermesine bağlı olarak ekonomik olarak dış borçlanma imkânları sınırlanmış, buna ek olarak da yurtdışından alınan borçların vadesi kısalmış, maliyetleri yükselmiştir. Bu nedenlerden ötürü gerek kamu gerekse özel kesimin borçlanma ihtiyacı iç piyasalardan yapılan borçlanmalarla karşılanmaya başlanmıştır. Bu durum borçlanma faiz oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesine ve yüksek bir seviyede kalmasına neden olmuştur. Ayrıca bkz. A. Naci **Arıkan**, “Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Tahvillerle İlgili Olarak Yaşanan Sorunlar ve Gerçek Şahıslar Açısından 2004 Yılı Vergilendirilmesi”, Vergi Dünyası, S.282, Şubat 2005, s. 66.

<sup>99</sup> Devlet tahvili hakkında bkz. Efdal **Ertetik**, “Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları Yönünden Menkul Kıymetlerin İhracı (II)”, Vergi Dünyası, S. 76, Aralık 1987, s. 65-66.

Hem Devlet tahvilleri hem de özel sektör tahvilleri üzerinde yazılı nominal değerden satışa çıkarılmaktadır. Her ikisinin de vadeleri bir yıldan daha uzun olur ve vade sonunda genelde tahvilin getirisi olarak tahvil sahibine önceden belirlenen koşullara göre sabit bir faiz verilmektedir<sup>100</sup>.

Kamu sektörünün kredi ihtiyacını karşılamak için daha fazla hazine bonusu ve devlet tahvili ihracı karşısında, özel sektör ancak daha fazla faiz ve vade riski üstlenerek tahvil piyasasından pay alabilmektedir. Kamu sektörünün borçlanma yoluyla elde ettiği kaynaklar ise üretim faaliyetlerinin finansmanı yerine artan oranda kamu harcamalarının finansmanında kullanılmaktadır. Böylelikle, kamu sektörü yaptığı yüksek miktartlı ve yüksek faizli borçlanmalar kaçınılmaz olarak süreklilik kazanmış ve finansal piyasalarda rakip tanımaz bir konuma gelmiştir. Yetersiz fon kaynakları ile gelişmeye çalışan finansal sistemimiz üzerindeki yoğun kamu baskısı ve rekabeti, özel sektörün tasarruf sahiplerinin piyasaya arz ettiği krediler ile ucuz borçlanma imkânlarını daraltmıştır<sup>101</sup>.

### **b. Yatırımcıların Özel Sektör Tahvillerini Tercih Etmemesi**

Bir yatırım aracının yatırımcılar tarafından ne ölçüde tercih edildiği söz konusu yatırım aracının getirdiği kâra ve taşıdığı riske göre belirlenir. Bu iki faktör arasındaki denge, farklı yatırımcıların kendi öncelik ve tercihlerine göre farklı noktalarda kurulabilirler. Örneğin, kâra öncelik veren yatırımcı daha fazla risk almayı göze alabilecekken, risk almaktan hoşlanmayan yatırımcı daha az kâra razı olacak, ancak daha güvenli bir yatırımda bulunacaktır<sup>102</sup>. Özel sektör tarafından ihraç edilen tahvillere piyasadaki yeterli talep gelmemesinin başlıca nedenleri özetle aşağıdaki tespitlerle açıklanabilir.

<sup>100</sup> Devlet tahvilleri iskontolu olarak satışa sunulduklarından, bu tahvillerinden alan kişiler, tahvillerin üzerinde yazan nominal değeri satın aldıkları gün ödemezler. Ödeyecekleri rakam, tahvillerin üzerinde yazılı değerden bu tahviller için belirlenen faiz oranının düşülmesi ile bulunan rakamı öderler. Örnek vermek gerekirse, 1.000.-TL nominal değeri olan bir yıl vadeli ve yıllık % 20 faiz oranına sahip bir devlet tahvilini alan kişi, tahvilin satışa sunulduğu gün 833.33.-TL ödeyecektir. Vade sonunda da 1.000.-TL olarak, aradaki farkı faiz olarak tahsil etmiş olur. Özel sektör tahvilleri ise, çoğunlukla üzerinde yazılı nominal değerden satışa sunulur ve bu nominal değerden hesaplanacak faizler belli dönemlerde alıcılara ödenir. Ayrıca bkz. Tufan **Güldiken**, “Özel Sektör Tahvilleri”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Şubat 2007, S.38, s. 197.

<sup>101</sup> **TBB**, s. 43.

<sup>102</sup> Serdar **Acar**, “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler”, s. 3701.

Özel sektör tahvil piyasasının henüz çok gelişmemiş olmasının nedenleri arasında en büyük etken enflasyonun kontrol altına tam olarak alınamamış olmasıdır. Enflasyonun yıldan yıla çok değişken olduğu ekonomik ortamlarda, yatırımcıları likiditesi daha yüksek daha kısa vadeli yatırım araçlarına yatırım yapması sebebiyle, genellikle sabit faiz getiren ve uzun vadeli yatırımlar olan bu tahvillere büyük taleplerin gelmemesini doğal karşılamak gerekir. Çünkü hiçbir yatırımcı, özellikle öngörülebilir olmayan bir ekonomik ortamda, yatırımlarını elden çıkarılması zor bir yatırım aracına bağlamayı tercih etmeyecektir<sup>103</sup>.

Öte yandan, özel sektör tarafından çıkarılan tahviller kamu sektörü tarafından çıkarılan tahvillere göre daha yüksek bir risk içermektedir. Devlet tahvili veya Hazine bonoları devletin ihraç ettiği araçlar olduğundan, hem anapara hem de faiz yönünden devlet garantisine sahiptirler. Özel sektör tahvillerinde ise tahvili çıkaran firmanın garantisi dışında başka bir garantiden genellikle söz edilemez. Bu nedenle, kamu tahvilleri özel sektör tahvillerine göre doğal bir üstünlüğe sahiptir<sup>104</sup>.

Gelişmiş piyasalarda sosyal güvenlik kuruluşları, bireysel emeklilik kuruluşları ve sigorta şirketleri, özel sektör tahvillerini portföylerinde tutarak özel sektör tahvillerine talep yaratmaktadır. Türkiye’de ise, henüz özel bireysel emeklilik sigortaları tam olarak gelişmediğinden topladıkları primler yurtdışı piyasalarla karşılaştırıldığında çok düşük miktarlarda kalmaktadır<sup>105</sup>. Bunun da bir kısmı Türk sigorta şirketlerinin büyük çoğunluğunun yabancı reasürans şirketleriyle çalışması nedeniyle herhangi bir yatırıma konu olmadan yurt dışına gitmektedir<sup>106</sup>.

Kamu sektörü tahvilleri, bankalar tarafından repo, dispoñibilite, mevduat munzam karşılığı gibi araçlarda veya TL ve döviz interbank piyasasında borçlanma teminatı olarak kullanıldığından ağırlıklı olarak bankalar ve finans kurumları tarafından talep görmektedir<sup>107</sup>. Özel sektör tahvillerinin ise bu amaçlara yönelik bir kullanımı bulunmadığından bankalar ve finans kurumları tarafından tercih

<sup>103</sup> **Güldiken**, s. 199.

<sup>104</sup> “Özel sektör tahvillerine verilen faiz oranının kamu sektörü tahvillerine göre daha yüksek olduğunu görmemizin nedeni de budur. Biraz daha fazla bir faizi tercih eden kişinin, daha fazla bir risk taşıdığı unutulmamalıdır. Bu nedenle, devlet tahvili ile özel sektör tahvili arasındaki farkı bir risk primi olarak tanımlamak yanlış olmayacaktır.” **Güldiken**, s. 199.

<sup>105</sup> **Acar**, “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler”, s. 3702.

<sup>106</sup> Ayrıca, sigorta şirketleri de Sigorta Murakebe Kanunu çerçevesinde, devlet tarafından garanti edilmeyen menkul kıymet olduğundan özel sektör tahvillerini portföylerinde oldukça düşük miktarlarda bulundurmaktadırlar. Sosyal Sigortalar Kurumu, Ordu Yardımlaşma Kurumu, özel emeklilik sandıkları ve sigorta şirketleri özel sektör tahvillerine sınırlı ölçüde yatırım yapabilirken, Emekli Sandığı sadece devlet tahvili ve bonolarına yatırım yapabilmektedir. Ayrıca bkz. **TBB**, s. 44.

<sup>107</sup> **TBB**, s. 44.

edilmemektedir. Ayrıca, özel sektör tahvilleri bankalardan alınan krediler için de teminat olarak kabul edilmemektedir.

Özel sektör tahvillerinin ihtiyaç duyulduğunda rahatça satın alınıp, gerektiğinde derhal satılabileceği, günlük fiyatların belirlendiği bir ikincil piyasa bulunmamaktadır. Bu tahvillerin yatırım yapıldığı andan vadesi doluncaya kadar portföyden çıkarılamaması, dolayısıyla da faiz veya enflasyon oranlarının belirsiz olduğu dönemlerde getirisi daha yüksek olan araçlar ile değiştirilememesi, yatırımcılar için oldukça caydırıcıdır<sup>108</sup>.

Son olarak, tahvil alacaklılarının icra, iflas ve tasfiyede yeterince korunmaması, ödeme önceliği sıralamasında en altlarda bulunması da özel sektör tahvillerinin tercih edilmesini engelleyen bir unsurdur. Türk Ticaret Kanunu, tahvili çek ve poliçe gibi değerlendirmek yerine adi bir borç senedi olarak kabul etmektedir<sup>109</sup>.

Yukarıda da açıkça belirtildiği üzere, özel sektörün ortaklıklar tarafından çıkarılan tahvilleri tercih etmemesinin nedenlerinin büyük çoğunluğu gerekli kanuni düzenlemelerin yapılması ile ortadan kaldırılacabilecek niteliktedir. Ancak, sadece hukuki düzenlemeler ile kamu tahvilleri ve özel sektör tahvilleri arasındaki rekabetin engellenmesi, enflasyonun son yıllarda büyük ölçüde kontrol altına alınmasına rağmen pek mümkün gözükmemektedir. Özel sektör tahvillerinin gelişmesi ancak devletin iç piyalar aracılığıyla hazine açıklarını kapatma politikasından vazgeçmesi ve dolayısıyla bu paranın yatırımların finansmanına yönlendirilmesi ile mümkün olabilecektir.

---

<sup>108</sup> TBB, s. 44.

<sup>109</sup> Acar, TBB'nin iflas ve tasfiye konusundaki tespitlerine şüpheyle yaklaşarak şu tespitte bulunmaktadır: *“Bireysel yatırımcılar çok yüzeysel değerlendirmeler yaparlar bu ihtimaller akullarına bile gelmez. Tasfiye ve iflas ile talep arasında yukarıda kurulan ilişki, ancak bankaların da içinde bulunduğu kurumsal yatırımcılara ait bir değerlendirme olabilir. Dolayısıyla, bunu bankalara ait bir imtiyaz talebi olarak nitelendirmekte bir yanlışlık olmamalıdır. Biz, anonim şirket tahvillerine olan talebi arttırmak için böyle bir imtiyazın gerekli olduğuna inanmıyoruz”* şeklinde görüşü ile tahvil sahibinin tasfiyede ödeme alt sıralarda olmasının yatırımcıyı tek başına tahvil almaktan caydıracak nitelikte olmadığını savunmaktadır. Bu görüş hakkında daha geniş bilgi için bkz. Acar, “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler”, s. 3702.

### c. Sermaye Piyasası Kurumu'na Başvuru Prosedürünün Uzunluğu

Özel sektörün tahvil çıkarmamasının ardındaki en önemli nedenlerden biri de SPK.'ya başvurunun sonuçlandırılması ve kayda alınmasından sonra halka arz için yapılması gereken işlemler süresinde geçen sürenin uzunluğu ve işlemlerin yoğunluğu sonucu ortaya çıkan maliyet unsurudur<sup>110</sup>. Çünkü esas amacı kârını maksimize etmek olan bir anonim ortaklığın bakış açısından, paranın maliyeti çok önemlidir<sup>111</sup>. TBB'ye göre yeni tertip ve seri çıkarılmak istenildiğinde yerine getirilmesi gereken ilave işlem de bu olumsuzluğu arttırmaktadır<sup>112</sup>.

Gerçekten, devletin tahvil çıkarmak isteyen şirketlere yükleyeceği maliyet de makul olmalıdır. Bugün olduğu gibi hiçbir şirket tahvil çıkarmadığında, devletin de bu işten (vergi, harç, vb.) gelir elde edemeyeceği unutulmamalıdır. Bunun yanında, tahvil sahibini koruyacak güvenli bir yatırım ortamının sağlanması devletin asli düzenleyici görevleri arasındadır.

### d. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yaygınlaşmaması

Sermaye Piyasası Kurulu ("Kurul" veya "SPK.")'nun Seri VIII, No. 51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12.07.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete'de

<sup>110</sup> TBB, s. 46.

<sup>111</sup> Bu bakımdan, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ("KVK.") uyarınca, tahviller için yapılan kâğıt ve baskı giderleri, noter, tasdik, tecil harçları ile ilan masrafları, damga vergisi ve çıkarma dolayısıyla ödenen sair harç ve resimler, bankalara verilen komisyonlar, borsaya kayıt için yapılan giderler, SPK.'ya yapılan fon ücreti ödemesi ve bunlara benzer her türlü gider tahvil çıkaran ortaklık tarafından hâsılatından indirilebilmesi önemli bir gelişmedir (KVK. m. 8/f. 1-a). Bunun yanında, 5582 sayılı Damga Vergisi Kanunu ("DVK.") uyarınca özel sektör tarafından Sermaye Piyasası Mevzuatına göre ihraç edilecek özel sektör tahvil ve bonoları için ihraç tutarı üzerinden binde 6'lık damga vergisi kesintisi uygulanmayacaktır (DVK. m. 34). Ayrıca, damga vergisinden istisna edilen kâğıtların belirlendiği (2) sayılı tablonun (IV/3) ve (IV/4) numaralı bentlerinde ise; her türlü tahvil faiz kuponları ile çıkarılacak tahvillere talip olanlar tarafından bu maksatla verilecek iştirak taahhütnameleri damga vergisinden istisna tutulmuştur. Tahvillerin vergilendirmesi hakkında daha geniş bilgi için bkz. Serbülen **Bayrak**, "Özel Sektör Tahvilleri Üzerine", Vergi Sorunları Dergisi, Kasım 2007, S.230, s. 136-137.

<sup>112</sup> Acar'a göre, "...Bu ikinci değerlendirmede biraz abartı payı olabilir. Eğer tahvil çıkarmayı ve bunlar yatırım yapmayı olumsuz etkileyen yukarıdaki faktörler olmasaydı, herhalde sözü edilen bürokrasi bir anonim şirketi tahvil çıkarmaktan alıkoymazdı". Bu görüş hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Acar**, "Türkiye'de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler", s. 3704.

yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Buna göre, derecelendirme faaliyeti, kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetini kapsamaktadır<sup>113</sup>.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirmeye, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini değerlendirmede sıkça başvurulmaktadır<sup>114</sup>. Türkiye’de mevcut ve SPK.’nın onayını almış kredi derecelendirme kuruluşları incelendiğinde, söz konusu faaliyetlerin yeterince gelişmediği ve sınırlı sayıda faaliyet gösteren kuruluş olduğu dikkat çekmektedir.

Türkiye’de kredi derecelendirme kuruluşlarının yeterli sayıda ve nitelikte olmaması, özel sektör tahvil ihraçlarında maliyeti artırıcı ve güvenilirliği etkileyen bir unsurdur. Özellikle borçlanan bir ortaklık veya kuruluşun, anapara ve faiz yükümlülüklerinin zamanında yerine getirip getirmeyeceğinin bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi işlemi ifade eden derecelendirme, bu borçtan doğan yükümlülüklerle yönelik riskler, şirketin mali yapısı ve borçlanmanın konusu gibi unsurları içermektedir<sup>115</sup>.

Sermaye piyasalarının en önemli özelliklerinden olan kamuyu aydınlatma ilkesinin<sup>116</sup> başlıca araçlarından biri haline gelen derecelendirme, aynı zamanda finans piyasalarında güven unsurunun yerleşmesinde rol oynamaktadır. Bu bakımdan, kredi derecelendirme kuruluşlarının özel kesim tahvil piyasasının gelişimi açısından yeterli sayıya ulaşması, tahvil piyasasının gelişmesi ve finansman kaynaklarının çeşitlenmesi bakımından oldukça önemlidir<sup>117</sup>.

<sup>113</sup> Tebliğ’de kredi derecelendirmesi "*ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti*" olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi ise, "*ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti*" olarak tanımlanmaktadır.

<sup>114</sup> TBB, s. 47.

<sup>115</sup> TBB, s. 46.

<sup>116</sup> Öğretide, kamuyu aydınlatma "*ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmasını önleyip, ortaklık yararını kazanılmalarını sağlayan; gerek iç, gerek dış denetimi içine alan ilkelerin tümü*" olarak tanımlanmaktadır. Ünal Tekinalp, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. Bası, İstanbul 1979, s. 53.

<sup>117</sup> Bayrak, s. 138



### C. TAHVİL ÇEŞİTLERİ

Tahviller genellikle sahiplerine vadede anaparalarını geri alma ve vadeye kadar belirli dönemlerde faiz alma hakkı verirler (TTK. m. 457). Ancak, kredi hacminin daralması ve yatırımlara yönelik kredi talebinin çoğalması sonucunda, tahvil piyasasında rekabet artmış ve tahvil çıkaran kuruluşlar sermaye sahiplerini kredi vermeye teşvik için tahvil alacağı yanında tahvillere muhtelif hak ve değişik menfaatler tanımıştır. Yatırımcıya tanınacak hakkın mahiyetine göre de çeşitli adlar altında tahvil çıkarılmıştır.

Ortaklıkların, sahibine farklı menfaatler sağlayan tahvillerin ihracını engelleyen herhangi bir hüküm, ne Türk Ticaret Kanunu'nda ne de Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almaktadır. Zaten, TTK. m. 421 hükmünde ikramiyeli tahvillerden açıkça söz edilirken, Ser.PK. m. 14 hükmünde hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ve SPK'nın Seri II, No. 22, "Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" ("Tebliğ")'nde de kâra iştirakli tahviller ve değişken faizli tahviller düzenlenmiştir<sup>118</sup>.

Bu Tebliğ'in amacı, 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun uygulaması ile ilgili olarak, borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınması ve ihracında uyulması gereken esaslar ile borçlanma araçlarının niteliklerini düzenlemektir (Tebliğ m. 1). Bu Tebliğ, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13 üncü ve 14 üncü maddeleri ile 22 nci maddesinin (a) ve (b) bentlerine dayanılarak hazırlanmıştır (Tebliğ m. 2).

Her biri ayrı bir çalışma konusu olabilecek tahvil çeşitlerini, tahvilin iktisap edilmesindeki en büyük etken olan yatırımcıya sağladığı haklar bakımından incelememizde sınıflandırmanın daha işlevsel olacağı kanısındayım. Bu bakımdan tahviller, sabit faizli tahviller, primli ve ıskontolu tahviller, ikramiyeli (piyangolu) tahviller, teminatlı (güvenceli) tahviller, kâra göre değişir faizli tahviller, değişken faizli tahviller, endeksli tahviller, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, daimi ve itfaya tâbi tahviller olmak üzere aşağıdaki şekilde sınıflandırmıştır.

<sup>118</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Seri II, No. 22, Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (21.01.2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır).

## 1. Sabit Faizli Tahviller

Tahvil sahibine, belirli bir vade veya itfa tarihinde sadece önceden belirlenen bir faizi alma hakkı sağlayan tahvillere adi tahvil (“*bond*” veya “*debenture stock*”) denir. Bu nedenle, bu tür tahvilleri iktisap eden tahvil sahibinin esas amacı parasını piyasaya göre iyi bir faiz karşılığında işletebilmektir. Sabit faizli tahvil çıkaran ortaklığın amacı ise, banka veya finans kuruluşlarının kredi faizlerini aşmayan bir maliyetle uzun vadeli kredi temin edebilmektir. Bu nedenle ilk tahviller, tarafların bu amacına uygun olarak, sadece sabit bir faiz karşılığı kredi senetleri olarak ortaya çıkmıştır<sup>119</sup>. Tahvil sahibi, sabit faizli tahvillerden belirli vadelerde bir faiz alır ve sürenin sonunda da anaparasını tahsil eder.

Tahvil çıkaran ortaklık, nama veya hamiline yazılı olarak ihraç ettiği tahvillerin faiz oranlarını serbestçe belirler. Ortaklık, sabit faizli tahvillerin değişik bir şekli olan talep edildiği anda işlemiş faizleri ile birlikte derhal paraya çevrilebilen tahviller de çıkarabilir. Türkiye’de ilk kez 1975 yılında ihraç edilen bu tür tahviller, vadesiz banka mevduatına benzemektedir. Ancak kazanç açısından vadesiz mevduata oranla, büyük bir verimliliğe sahiptir. Bu tür tahvil sahipleri ihraççı kuruluşun bildirdiği yerlere tahvillerini götürerek tahvillerini işlemiş faizleri ile birlikte paraya çevirebilirler<sup>120</sup>.

Ortaklık, sabit faizli tahvillerin değişik bir şekli olarak satış süresi içinde nominal değerinde satılan tahviller de çıkarabilir. Türkiye’de bu tür tahviller 1976 yılından sonra ihraç edilmeye başlanmıştır. Tahvil çıkaran ortaklık bakımından, tahvil satışlarının, ihracı izleyen ilk aylarda satışı artırmayı amaçlayan bu uygulama, tahvili erken alanların faiz kaybına uğramalarını engellemektedir<sup>121</sup>.

<sup>119</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1398; **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 114.

<sup>120</sup> İhraç anında, nominal değerden satılan bu tahvillerin satış süresi sonundaki satış fiyatları şöyle hesaplanmaktadır: 1000 liralık bir kupürün 180 TL.’lik (% 18 varsayılarak) brüt faizinin % 20’si gelir vergisi stopajı olarak kesildikten sonra, kalan 144 TL.’lik net faiz 365’e bölünerek bir günlük net faiz (0.3945 TL.) bulunmaktadır. Daha sonra tahvilin ihraç tarihinden veya kupon kesme tarihinden hesaplamının yapıldığı güne kadar geçen gün sayısı ile bir günlük işlemiş faiz (0.3945) çarpılarak çıkan rakam tahvilin nominal değerine eklenmektedir. Bulunan rakam tahvilin geri alış değerini oluşturmaktadır. Tahvil satılırken de nominal değer işlemiş faizle % 0.5 satış komisyonu eklenmelidir. **Çevik**, s. 842.

<sup>121</sup> **Çevik**, s. 842-843.

Buna göre, satış süresi içinde satılan tahviller, satış tarihi ile satış süresinin bitim tarihi atasındaki süreye ait faiz tutarı kadar nominal değerden düşük bir bedelle satılabilmektedir. Bu tahvillerin satış fiyatının yukarıdaki şekilde bulunması yerine, satış süresindeki aylara isabet eden faiz tutarları nominal bedelden düşülmek suretiyle aylık satış fiyatları tespit edilebilir. Bu takdirde tahviller, satış süresinin son ayında nominal bedeller üzerinden satılır ve önceki aylara isabet eden fiyatlar da buna göre ayarlanmış olur<sup>122</sup>.

Tahvillere ödenecek faiz oranı ile ödeme koşullarına ilişkin esaslar, Tebliğ'de düzenlenmiştir. Buna göre, izahname ve sirkülerde<sup>123</sup> açıkça belirtilmek koşuluyla faiz oranı ve ödeme koşulları ihraççılar tarafından belirlenmektedir (Tebliğ m. 32/f.1). Aynı tertibe dâhil farklı serilerdeki tahviller için değişik faiz oranı tespit edilebilmektedir (Tebliğ m. 32/f2).

Sabit faizli tahviller ilk ortaya çıkan tahvil türü olması sebebiyle, yatırımcı tarafından en çok tanınan ve tercih edilen tahvil çeşitlerindedir. Ancak, yüksek enflasyonist ortamlarda, tahvil faiz oranları yatırımcılar açısından cazibesini yitirmekte ve tahvillere olan talebin istenen seviyeye ulaşmasını engellemektedir<sup>124</sup>. Bu nedenle, sabit faiz getiren tahvillerin yatırımcıya kazandırdığı dönemsel faiz ile beraber aşağıda açıklandığı üzere sabit faizli tahvillerin sağladığı menfaatlerin yanında yatırımcıya diğer menfaatleri de sunan tahvil türleri de ortaya çıkmıştır.

<sup>122</sup> Buna göre, % 18 faizli, 1000 TL, nominal değerli ve satış süresi dört ay olan bir tahvilin, bu süre içindeki satış fiyatları şöyle hesaplanmaktadır. Dördüncü ayda 1000 TL'den satılacaktır. Üçüncü ayda satış fiyatı hesaplanırken 180 TL'lik yıllık faiz 365'e bölünerek bir günlük faiz tutarı (0.4932 TL) bulunarak, bu 30 günle çarpılacak, sonuçta bulunan bir aylık faiz tutarı (15 TL) tahvilin nominal değerinden çıkarılacaktır. Başka bir ifadeyle, üçüncü ayda 1000 TL'lik tahvilin satış fiyatı 985 liradır. İkinci ayda bir faiz tutarı 60 günle çarpılarak, ikinci aydaki satış fiyatı da 970 TL olacaktır. Aynı şekilde yapılacak hesaplamada, birinci aydaki tahvil fiyatı bulunurken bir günlük faiz tutarı bu kez 90 günle çarpılacak ve bulunan rakam tahvilin nominal değerinden düşülecektir. Buna göre, 1000 TL. lik tahvil birinci ayda 955 TL'den satılacaktır. **Çevik**, s. 843. Uygulamada, buna alım iskontosu da denilmektedir. Ancak alım iskontosu aşağıda açıklanacağı üzere iskontolu tahvillerden ayrı bir kavramdır. Ayrıca bkz. dpn. 129.

<sup>123</sup> İhraç edilecek sermaye piyasası araçlarının kayda alınması için yapılacak başvuruya eklenecek belgelerden bir diğer önem taşıyanı ise sirkülerdir. Sirküler, mevcut pay sahiplerinin veya halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya davet edildiği ve izahnamede yer alan bilgilerin Kurulca belirlenen bir özeti niteliğinde olan belgedir. Ünal **Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 27.

<sup>124</sup> Sevinç **Akbulak**/Yavuz **Akbulak**, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 153.

## 2. Primli veya İskontolu Tahviller

Yatırımcıların tahvillere olan ilgisini artırmak için ortaya çıkan diğer bir tahvil türü de primli tahvidir (“*Premium Bonds*”). Primli tahviller, ihraç ve itfa primli tahviller olmak üzere ikiye ayrılmaktadır<sup>125</sup>. İhraç sırasında tahvillerin üzerinde yazılı olan miktardan daha düşük bir bedelle satılması halinde ihraç primli tahviller söz konusudur. Buna karşılık, nominal değeri üzerinden satılmış olan tahvil itfa sırasında daha yüksek bir bedelle geri alınıyorsa, itfa primli olarak adlandırılmaktadır<sup>126</sup>. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen tahvillere ise primsiz (başa baş) tahviller denir<sup>127</sup>.

İhraç primli tahvilde, tahvil itibari değerden daha düşük bir değer ile satılmaktadır. Ancak, ihraç primli tahvil İtfa edileceği zaman ise itibari değer ile ödenir. Örneğin, İtibari değeri 100.-TL tutarında olan tahvilin, 90.-TL karşılığında satılması ve belirli bir süre sonra itfa edileceği zaman 100.-TL ödenmesi halinde ihraç primli tahvil söz konusudur. İtibari değer ile satış fiyatı arasındaki farka ihraç primi denir. İhraç primi, ortaklık açısından tahvilin satışı, ele geçecek kredi için peşin ödenmiş faizdir, aynı tertip tahvillere eşit şekilde uygulanmalıdır<sup>128 129</sup>.

İtfa primli tahvilde ise tahvil, senet üzerinde yazılı olan itibari değer ile satılır, ancak itfa edileceği zaman primle ödenir. Örneğin, itibari değeri 100.-TL tutarında olan tahvilin, yine senet üzerinde yazılı olan 100.-TL karşılığında satılması, ancak belirli bir süre sonunda 110.-TL karşılığında itfa edilmesi halinde itfa primli tahvil söz konusudur. İtfa primi aynı tertip içinde itfa sürelerine göre değişik olabilir.

<sup>125</sup> **Kara**, “Anonim Ortaklıkta Tahviller”, s. 357.

<sup>126</sup> İmregün ise; nominal değerinden daha düşük bir fiyatla satılan tahvilleri çıkarma primli tahvil, nominal değerinden daha yüksek bir fiyatla geri alınan tahvilleri ise söndürme söndürme primli tahvil olarak adlandırmaktadır. **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 419-420; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 444.

<sup>127</sup> **Akbulak/Akbulak**, Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, s. 153. Öte yandan, nominal değerle tahvil çıkaran bir ortaklık satın alınan tahvilin, daha sonra bu bedelden daha az veya daha yüksek bir bedelle başkasına satılması durumunda prim söz konusu değildir. Aradaki fark kârdır.

<sup>128</sup> **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 418-419; **Domaniç**, Şerh, s. 1398; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 723; **Arslanlı**, s. 303.

<sup>129</sup> İhraç primi ile tahvillere satış süresi içinde yapılan alım iskontosunu birbirine karıştırmamak gerekmektedir. Alım iskontosunda, tahvillerin satımı için 3 aylık bir süre öngörülmüş ise, satış süresinin birinci günü tahvil satın alan kişiye, satışın son gününe kadar olan 90 gün için, tahvildeki faiz oranında bir iskonto yapılmaktadır. Tahvili satışın 40. gün alana ise, 50 günlük faiz iskontosu yapılır. Böylelikle tahvilleri erken iktisap edenlerin herhangi bir kayba uğraması engellenmektedir.

Türk Hukuku'nda primli tahvil ihracını engelleyen bir hüküm bulunmamaktadır<sup>130</sup>. Hatta TTK. m. 464 bu tür tahvilleri tanımakta olup, primli tahvillerin ne şekilde bilanço'ya geçirileceğini düzenlemektedir. Bu tür tahvillerde de iskonto veya primin yanında ayrıca faiz hakkı veya başka bir menfaat de tanınabilmektedir. Kaldı ki, ihraç veya itfa primi de faiz gibi ortaklığa ödünç olarak verilmiş olan paranın kullanım karşılığı olup, her ikisi de faiz hakkındaki hükümlere tâbidir<sup>131</sup>.

### 3. İkramiyeli (Piyangolu) Tahviller

Tahvil sahiplerine faiz veya diğer menfaatler yanında önceden belirli olmayan, ikramiyeye veya piyango çekilişi gibi tesadüfe bağlı menfaatler temin eden tahvillere ikramiyeli (piyangolu) tahviller denir<sup>132</sup>. TTK. m. 421 hükmü açıkça ikramiyeli ve ikramiyesiz tahvil çıkarılabileceğini hükme bağlamıştır. Bu bakımdan, bir tertipte çıkarılan tahvillerin her biri sahiplerine eşit hak ve şans temin etmesi gerektiğinden (TTK. m. 220), ikramiyeye verilmesi için düzenlenecek çekilişe aynı tertipteki bütün tahvil sahipleri katılmalıdır<sup>133</sup>. Ayrıca tertibi ne olursa olsun bütün tahvil sahiplerinin çekilişe katılması öngörülmüş olabilir. Bu halde bütün tahvillerin ikramiyeli olarak çıkarılmış olması gerekmektedir<sup>134</sup>.

<sup>130</sup> Türk Hukuku'nda, ihraç primli tahvil ihracı 1211 sayılı kanunun 4. ve 40. maddeleri uyarınca çıkarılan 2.06.1970 tarihli T.C. Merkez Bankası Tebliği'nin 2. maddesi ile yasaklanmıştı. İmregün'ün de belirttiği üzere, TTK.'nin yasaklamadığı, aksine söndürme primi hakkında hüküm bulunduğu halde TC. Merkez Bankasının bir Tebliği ile gerekçe göstermeksizin bunları yasaklayabilmesi düşündürücüdür. Ancak, daha sonradan çıkarılan 17829 sayılı 5.10.1982 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan başka bir Merkez Bankası Tebliği ile primli tahvil ihraç edilebileceği kabul edilmiştir. Daha geniş bilgi için bkz. **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 419-420; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 445.

<sup>131</sup> **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 115.

<sup>132</sup> **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 118; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 445; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 421; **Kara**, "Anonim Ortaklıkta Tahviller", s. 357. İkramiyeli tahvillerin hukuki niteliği hakkında daha geniş bilgi için bkz. Sahir Talât **Akev**, "Tahvillerle Banka Mevduatında İkramiyeler", Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, 1959, s. 321-339.

<sup>133</sup> Nerad, ikramiyeli tahvillerin tahvil sahipleri arasında yersiz bir eşitsizliğe yol açtığı görüşündedir: "Tahvil alıcılarının her birine eşit olarak faiz ödeneceği yerde bunların bir bölümüne daha düşük oranda faiz verilirken, küçük bir azınlığa ve tamamen talihe bağlı olarak ek meblağlar ödenmektedir. Ortaklığın ödeyeceği para aynıdır. Tahvil sahipleri bakımından ise yersiz bir eşitsizlik meydana getirilmektedir. Bunların doğru bulunması mümkün değildir". İkramiyeli tahvillerin eleştirisi için bkz. Hasan **Nerad**, "Tahvil Piyasasının Düzenlenmesi", Fikret Arık'a Armağan, 1973, s. 308.

<sup>134</sup> **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 119.

İkramiye tahvil çıkarılarak ortaklık tarafından elde edilen kredi maliyetinin bir unsuru yani faizin bir parçasıdır. Tahvil sahipleri açısından ise alacağın feragat ettiği faiz kısmı veya menfaat karşılığında gerçekte bir ümit, bir isabet ihtimali satın alınmasından ibarettir<sup>135</sup>. Bu bakımdan, ikramiyeli ve piyango tahviller ile 3670 sayılı Milli Piyango Kurumu'na tanınan tekele, tahviller bakımından kanuni bir istisna getirilmiştir. Ortaklığın ikramiyeli tahvilleri ihraç edebilmesi için, sadece BK. m. 506 hükmü uyarınca hükümetten izin alması yeterlidir<sup>136</sup>.

#### 4. Teminatlı (Güvenceli) Tahviller

Ortaklık tarafından çıkarılan her tahvilin güvencesi, ilk önce tahvil çıkaran ortaklığın malvarlığıdır. Tahvil sahipleri, ortaklığın malvarlığı üzerinde ortaklık alacaklısı sıfatı ile bir hakka sahiptir. Ancak, sahiplerine ortaklığın malvarlığından başka herhangi bir aynî (ipotek, rehin gibi) veya kişisel (kefalet, garanti sözleşmesi gibi) güvence altına alınmış tahvillere teminatlı (güvenceli) tahvil ("*Secured Bonds*") denir<sup>137</sup>. Böylelikle, çıkarılan tahvilin piyasa riski düşürülerek satış şansının artırılması amaçlanmaktadır.

TTK.'da tahvillere ilişkin teminat hakkında belirli bir düzenleme mevcut olmadığı gibi teminatlı tahvil çıkarılmasını engelleyen herhangi bir kanun hükmü de bulunmamaktadır<sup>138</sup>. Sadece, TTK. m. 425/b.7'de izahnamenin içerdiği hususlar arasında, ortaklığın taşınır veya taşınmaz önceden çıkarılmış tahvillerden dolayı rehnedilmiş veya teminat gösterilmiş ise, bu hususların da bulunması gerektiği hüküme bağlanmıştır. Ayrıca, TTK. m. 430/f.1 hükmünde, tahvil sahipleri genel kurulunun yetkileri arasında özel teminatın azaltılması veya kaldırılması

<sup>135</sup> İmregün'e göre, tahvili bu haliyle ödünçle karışık piyango akdine benzetmek yerinde olacaktır. ikramiye para da olabilir ve ancak BK. un 506'ya göre ikramiyeli tahvil çıkarmak için hükümetten izin almak gerektiğini de unutmamak gerekir. İkramiyenin hukuki niteliği hakkında bkz. **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 445; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 421.

<sup>136</sup> İmregün'e göre, Türk Ticare Kanunu 3670 sayılı kanundan sonra yayınlandığı ve 421. maddesi ikramiyeli tahvil çıkarılmasını açıkça öngördüğünden nakit ikramiyeli tahvil de çıkarılabilir. **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 445.

<sup>137</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 725; Reha **Poroy/Turgut Erem**, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler, Bölüm II, Hukuki Araştırma, Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara 1964, s. 139-142; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 422; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 446; **Kara**, "Anonim Ortaklıkta Tahviller", s. 358.

<sup>138</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 725-726; **Tekil**, s. 473; **Domanıç**, Şerh, s. 1396; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 422; Ayrıntılı bilgi için bkz. **Arslanlı**, s. 321.

düzenlenmektedir. Böylece, teminatlı tahvillerin çıkarılabileceği, TTK. tarafından örtülü bir şekilde kabul edilmektedir<sup>139</sup>.

Teminat, kamu tüzel kişisi veya banka tarafından kefalet (BK. m. 483) veya üçüncü kişinin fiilini taahhüt (BK. m. 110) gibi şahsi teminat nitelikte olabileceği gibi aynî (rehinli veya ipotekli) olarak da verilebilir<sup>140</sup> (TTK. m. 430/f.2 b.1, 5). Rehni bizzat ortaklık verebileceği gibi bir üçüncü kişi de verebilir. Taşınmaz rehni (ipotek) için ayrıca Medeni Kanun'da düzenlenen "ipotekli borç senedi" ve "irat senedi" müesseslerinden yararlanılabilir<sup>141 142</sup>.

Medeni Kanun'da düzenlenen "rehinli tahvilat"<sup>143</sup> temelde tahviller gibi borç senetleri olmakla birlikte, TTK.'nin düzenlediği tahvil kavramından ayrı bir hukuki kurumu ifade etmektedir. Öncelikle, değişik kanunlarda düzenlenmiş, şekil şartları ve hükümleri tamamen ayrı kurumlardır<sup>144</sup>. Bu tahviller, sadece kıymetli evrak niteliğine sahip ve bir taşınmaz rehni ile teminat altına alınmış borç senetlerini ifade etmektedir. Çünkü tahviller TTK. hükümlerine göre yalnızca sermaye ortaklıkları tarafından çıkarılan borç senetleridir<sup>145</sup>.

<sup>139</sup> Aynı görüşte bkz. **Poroy/Erem**, s. 141.

<sup>140</sup> **Tekil**, s. 471.

<sup>141</sup> **Arslanlı**, s. 321 vd.; **Poroy/Erem**, s. 140.

<sup>142</sup> Ünal, teminatlı ve garantili tahvilleri birbirinden ayırmaktadır. Ünal'a göre, teminatlı tahvillerde, tahvil sahibinin faiz ve anapara alacağı teminat altına alınmıştır. Ancak bu tahviller, MK.'nin düzenlediği ve başka bir menkul kıymeti ifade eden ve şahıslar tarafından düzenlenebilen tahvillerden farklıdır. Çünkü yazarın teminatlı tahvil ile ifade ettiği tahvil çeşidi, TTK. ve SPK.'da düzenlenen ve sadece ihraç eden ortaklık borçlarını temsil eden tahvillerdir. Garantili tahviller ise, adi tahvillerde sadece ihraççının malvarlığı ve faiz alacağı için teminat özelliği taşımaktadır. Bunun haricinde aynî veya şahsi teminat söz konusu değildir. Garantili tahvillerde ise, satış şansının artırılması için tahvil sahibinin faiz ve anapara aşacağı, üçüncü bir gerçek kişi veya bir banka veya finans kuruluşu tarafından veya tüzelkişi tarafından garanti edilmektedir. Garanti ihraç edilen tahvillerin anapara ve faizlerinin vadede ödenmesini içermektedir. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 119;

<sup>143</sup> Rehlinli tahvilat, MK. m. 970-972 hükümlerinde düzenlenmektedir. Rehlinli tahvilat çıkarma imkanı, işleme olarak taşınmaz rehni karşılığında ödünç verme işiyle uğraşan kurumlara tanınmaktadır. Ancak bu kredi kurumlarının rehlinli tahvilat çıkarabilmeleri için, yetkili makamdan izin almaları gerekmektedir. Başka bir ifadeyle, işletme olarak taşınmaz rehni karşılığında ödünç verme işiyle uğraşan kurumlardan ancak yetkili makamdan gerekli izin almış olanlar rehlinli tahvilat çıkarabilirler (MK. m. 970). Medeni Kanun, tahvil çıkaracak olanlar ile tahvil çıkarmaya ilişkin şartların ve çıkarma izni vermeye yetkili makamın özel kanunla belirleneceğini öngörmekte ise de (MK. m. 972), bu kanunları düzenleyen bir özel kanun çıkarılmamıştır. Kanunkoyucu, sadece üç madde ayırdığı rehlinli tahvilatla kredi ile işgören işletmelerin küçük tasarrufları toplayarak büyük projeleri kredilendirmelerinde kaynak sağlamalarını kolaylaştırmak istemiştir. Bu konu hakkında daha geniş bilgi için bkz. Kemal **Oğuzman/Özer Selici/Saibe Özdemir**, Eşya Hukuku, 12. Bası, İstanbul 2009, s. 847 vd.; Jale G. **Akıpek/Turgut Akıntürk**, Eşya Hukuku, 1. Bası, İstanbul 2009, s. 879 vd.; Erol **Cansel**, "Rehlinli Tahvilat", III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara 1963, s. 291-318.

<sup>144</sup> Oğuz Kürşat **Ünal**, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi", Ali Bozer'e Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1998, s. 73-74; **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 107-108; **Ünal**, "SPK. Ve TK.'nda Tahviller", s. 5-6.

<sup>145</sup> **Ünal**, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi", s. 74; **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 107-108; **Ünal**, "SPK. Ve TK.'nda Tahviller", s. 6.

## 5. Değişken Faizli Tahviller

Enflasyon nedeniyle piyasada cari faiz oranlarının gerisinde kalma riskine karşı faiz oranları tahvili çıkararak ortaklık tarafından öngörülen ölçütlere (endekse) göre belirlenen tahvillere değişken faizli tahviller ("*Floating Rate Bonds*") denir<sup>146</sup>. Değişken faizli tahvillerin faiz oranları, Bakanlar Kurulu Kararları, Merkez Bankasının reeskont faizlerine ilişkin kararları ve bankaların mevduat hesapları gibi değişkenlere göre hesaplanabilmektedir<sup>147</sup>. Ortaklıklar, faiz belirleme usul ve esasları izahname ve tahvil metninde açıkça göstermek kaydıyla değişken faizli tahvil çıkarabilmektedir<sup>148</sup> (Tebliğ m. 16).

Değişken Faizli Tahviller ("DET"), Tebliğ'in 33. maddesinde özel olarak düzenlenmiştir. Buna göre, ortaklıklar değişken faizli tahvil ihraç edebilir. Halka arz edilecek değişken faizli tahvillerde faiz belirleme usul ve esasları izahname ve sirkülerde açıkça belirtilir (Tebliğ m. 33/f.1). Uygulamaya esas alınacak faiz oranının belirlenmesi için gerekli unsurların Kurul'a müracaat edilmeden önce tespiti ve bunların izahname ile sirkülerde yer alması zorunlu olup, söz konusu hususlarda, kanuni zorunluluklar saklı kalmak kaydıyla vade sonuna kadar değişiklik yapılamaz (Tebliğ m. 33/f.2).

Aracı kuruluşlar değişken faizli tahvillere ödenecek faiz tutarlarının usulüne uygun olarak hesaplanmasının kontrolü ile yükümlüdürler (Tebliğ m. 33/f.3). Ödenecek faiz oranının belirlenmesinde esas alınacak ölçütün ortadan kalkması halinde yapılacak işlemler Kurul tarafından belirlenmektedir (Tebliğ m. 33/f.4). Böylelikle, tahvil sahibi olan yatırımcıların faiz hakkının sonradan meydana gelebilecek değişikliklere karşı korunması amaçlanmaktadır.

<sup>146</sup> **Kara**, "Anonim Ortaklıkta Tahviller", s. 358.

<sup>147</sup> Bazı yazarlar, endeksli tahvil terimini altın ve yabancı para kayıtlarını dahi kapsar şekilde kullanmaktadırlar. **Poroy/Erem**, s. 136. Altın kızı ve endeksli tahviller hakkında ayrıca bkz. Reşat **Atabek**, "Altın Kızı ve Endeksli Tahvilat", İstanbul Barosu Dergisi, Yıl: 1972, Sayı: 11-12, s. 1083-1089.

<sup>148</sup> Değişken Faizli Tahvil konusunda daha ayrıntılı bilgi için bkz. Sadık **Baklacioğlu**, "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller", Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul 1984, s. 97-104; Güzin **Üçışık**, "Kâra İştirakli Tahviller", Hukuk Araştırmaları, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayını, C.IV, S.1-3, Ocak-Aralık 1989, s. 53-61; Ünal **Tekinalp**, "Kâra İştirakli Tahvil", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ekim 1974, C. 11, S. 10, s. 2-11.



## 6. Kâra Göre Değişir Faizli Tahviller

Tahviller, faiz olarak sabit gelir getiren menkul kıymetlerdir. Bir bakıma emniyet arz eden bu nitelikleri, bazen pay senedi sahiplerine oranla çeşitli avantajlardan mahrum kalmaları sonucunu doğurur<sup>149</sup>. Tahvil sahibine öngörülen faiz yerine veya faiz ile birlikte, tahvil çıkaran ortaklığın belirli oranda kârını talep etme hakkını veren tahvillere kâra göre değişir faizli tahvil, kâra katılnmalı tahvil<sup>150</sup> veya kâra iştirakli tahvil (“*Income Bonds*” veya “*Participating Bonds*”<sup>151</sup>) denir<sup>152</sup>.

Kâra göre değişir faizli tahviller, Tebliğ’in 34. maddesinde “*Tahvillere kârdan pay verilmesi*” başlığı altında düzenlenmektedir<sup>153</sup>. Buna göre, ihraççılar ana sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunmak şartıyla tahvillere kârdan pay verebilmektedir. Halka arz edilecek tahvillere kârdan pay verilmesine ilişkin esaslara izahname ve sirkülerde yer verilmektedir (Tebliğ m. 34/f.1). Tahvillere verilecek kâr payının hesaplanmasında, Kurul’un sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ve ortaklık genel kurulunca kabul edilmiş yıllık finansal tablolar esas alınır (Tebliğ m. 34/f.2).

<sup>149</sup> Poroy/Erem, s. 139.

<sup>150</sup> Tekil ve Tecer daha Türkçe bir terim olduğundan “kâra katılnmalı tahvil” terimini kullanmayı tercih etmektedir. Tekil, s. 469; Meral Tecer, Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü, Ankara 1989, s. 14.

<sup>151</sup> Sermaye Piyasası literatüründe, gelir tahvilleri olarak Türkçeye çevrilebilen “income bonds” Amerika Birleşik Devletleri’nde ve diğer batı ülkelerinde yaygın olmamakla birlikte kullanılmaktadır. Bu tahvillere “preference bonds” (tercihli tahviller) veya “adjustment bonds” (düzeltici tahviller) de denilmektedir. Baklacioğlu, “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, s. 97.

<sup>152</sup> Kâra göre değişir faizli tahviller hakkında daha geniş bilgi için bkz. Tekinalp, “Kâra İştirakli Tahvil”, s. 2-11; Baklacioğlu, “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, s. 97-109; Üçışık, “Kâra İştirakli Tahviller”, s. 53-61. İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 448-449; Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 726; Akbulak/Akbulak, Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, s. 182-184.

<sup>153</sup> Bu tahviller 1974 yılında bir Bakanlar Kurulu kararı ile özel düzenleme konusu olmuştur. Bu kâra iştirakli tahvil düzenlemesini de içeren Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında 22 sayılı kararı (RG. 29.08.1974, No. 14991) 26.08.1974 tarih ve 7/8810 sayı ile yürürlüğe girmiştir. Daha sonra, bu konuda 13.11.1983 tarih ve 18220 sayılı Resmi Gazete’de “Kâra İştirakli Tahvil İhraç Esasları” başlıklı tebliğ yayınlanmıştır. Bu tebliğ, tahviller konusundaki genel hükümlere ek olarak, anonim ortaklıkların kâra iştirakli tahviller çıkarabilmesini ve bu tür tahvillerin özelliklerini düzenlemektedir. Aynı yıl 29.12.1983 tarih ve 18226 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 83/7541 numaralı “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 22 Sayılı Karar” kâra iştirakli tahviller hakkında ilk özel düzenlemeyi de içeren 22 sayılı kararı yürürlükten kaldırmıştır.

Kâra iştirakli tahvil olarak düzenlenen tahvilin en önemli özelliği, değişmez orandaki faiz yerine ortaklığın kârı ile birlikte değişebilen gelir sağlamasıdır<sup>154</sup>. Kâra iştirakli tahvilde, belirli bir faiz öngörülmediğinden tahvil sahibinin kendisine ödeme yapılması hususunda talepte bulunabilmesi için ortaklığın kâr elde etmesi gerekmektedir. Bu şart gerçekleşmediği takdirde, kâra iştirakli tahvil sahibinin herhangi bir talebi söz konusu olamaz<sup>155</sup>. Bu nedenle, kâra iştirakli tahvilden doğan borç, şarta bağlı borç niteliğindedir. Bu tür tahvillerde tahvil sahiplerine verilecek kâr payı yalnızca tahvil sahiplerinin ortaklıktan alacaklarının bir parçası olduğundan kâr payı ile birlikte birtakım şahsi hakların da elde edilmesi söz konusu değildir<sup>156</sup>.

Tebliğ hükümlerine göre, kâra iştirakli tahviller çıkarılırken, ortaklıklar tarafından tahvillere verilecek kâr payının belirlenmesinde dört imkândan biri seçilebilir<sup>157</sup>. Bunlardan birincisi, her tahvil tertibi için belirlenen kâr payından tahvile düşen miktar ve buna ilave olarak maktu bir faizin ödenmesidir. İkinci olarak, kâr payının belirlenen maktu faiz miktarından daha az olması halinde, maktu faizin ödenmesidir. Üçüncüsü, maktu faiz getirisine eşit veya daha fazla kâr payı tahakkuk etmesi halinde kâr payının ödenmesidir. Sonuncusu ise, bir faiz öngörülmezsizin, sadece her tahvil tertibi için önceden belirlenen kâr payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesidir (Tebliğ m. 34/f.3).

Tahvillere ödenecek kâr payı, yıllık finansal tabloların ortaklık olağan genel kurulun tarafından onaylanmasını müteakip ve hesap dönemini takip eden 5. ay sonuna kadar, izahname ve sirkülerde belirtilmiş olan esaslar çerçevesinde belirlenerek açıklanır (Tebliğ m. 34/f.5). Tahvillere ilişkin kâr payı, kistelyevm esası uygulanmak sureti ile hesap dönemi sonu itibarıyla mevcut tahvillerin tümüne, bunların ihraç ve vade tarihleri dikkate alınarak dağıtılır (Tebliğ m. 34/f.6).

Kâra iştirakli tahvilde, tahvil çıkaran ortaklığın kârı arttıkça tahvil sahibinin alacağı kârda o oranda artacağından yatırımcı tarafından sabit faizli tahvillere tercih edilmektedir<sup>158</sup>. Sadece kâra iştirakli olarak düzenlenen tahvilde, tahvil sahibinin bir

<sup>154</sup> **Tekinalp**, “Kâra İştirakli Tahvil”, s. 3.

<sup>155</sup> **Üçışık**, “Kâra İştirakli Tahviller”, s. 54.

<sup>156</sup> Kâra göre değişir faizli tahviller hakkında daha geniş bilgi için bkz. Ünal **Tekinalp**, “Kâra İştirakli Tahvil”, s. 2-11; **Baklacioğlu**, “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, s. 97-109; **Üçışık**, “Kâra İştirakli Tahviller”, s. 53-61.

<sup>157</sup> Halka açık ortaklıklar açısından tahvillere ödenecek kâr payı, Kurulca belirlenen ilke ve esaslara göre ayrılacak birinci temettü miktarını azaltamaz (Tebliğ m. 34/f.4).

<sup>158</sup> Kâra göre değişir faizli tahviller ile kâr ve zarar ortaklığı belgeleri (“KZOB”) tanım olarak birbirine çok benzemekle beraber farklı kurumları ifade ederler. KZOB, bir anonim ortaklığın bütün

talepte bulunabilmesi için ortaklığın kâr elde etmesi gerekir. Bu şart gerçekleşmediği takdirde, kâra iştirakli tahvil sahibinin herhangi bir talebi söz konusu olamaz<sup>159</sup>. Tahvillerin çekiciliğini artırmak ve değerlenmelerini sağlamak için yabancı ülkelerde kâra iştirak ögesine büyük önem verilmektedir ve uygulamada bu tür tahvillere çok rastlanmaktadır<sup>160</sup>.

## 7. Endeksli Tahviller

Enflasyonun getirdiği olumsuzluklara karşı güçlü olan değişken faizli tahviller, yatırımcıları sadece faiz oranlarındaki olumsuzluklara karşı korumasına rağmen, anaparanın değer kaybına karşı korumamaktadır. Bu nedenle, anaparanın enflasyondan kaynaklanan muhtemel değer kayıplarına karşı döviz, altın gibi kıymetli madenlere veya toptan eşya veya enerji fiyatları gibi çeşitli değişkenlere bağlı olarak çıkarılan tahvillere endeksli tahviller ("*Indexed Bonds*") denir<sup>161</sup>. Endeksli tahvilin itfa primli tahvilden ayrıldığı nokta primin sabit olmamasıdır<sup>162</sup>.

Tahvillerin altın değeri veya yabancı para kaydını içererek çıkarılması da endeksli tahvilin bir çeşitidir. İlkinde çıkarılan tahvilde altına itfa bedelinin belirlenmesinde hesaplama anahtarı rolü verilirken, ikincisinde, seçilen yabancı paraya hesaplama anahtarı rolü verilmektedir. Buna göre, itibari değeri yabancı para ile gösterilen tahvilin itfasında, tahvilin üzerinde yazılı olan yabancı paranın itfa tarihindeki Türk Lirası karşılığıyla ödenmektedir. Türk Hukuku'nda tahvillerin yabancı para üzerinden düzenlenmesini engelleyen bir hüküm bulunmamaktadır<sup>163</sup>.

---

faaliyetinin veya belirli bir girişimin kâr ve zararına daha önceden belirlenmiş bir oranda katılmayı sağlayan kıymetli evrak niteliğinde alacak senedir. KZOB hakkında daha geniş bilgi için bkz. Efdal **Ertetik**, "Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları Yönünden Menkul Kıymetlerin İhracı (II)", s. 66-73; **Akbulak/Akbulak**, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, s. 191-196.

<sup>159</sup> Tahvil sahibine alacağı kâr yanında veya yerine faiz de verilebilmesi imkânı hisse senetlerinin taşıdığı rizikoyu bertaraf eder. Bu şekliyle kâra iştirakli tahvil, kâr yükselmelerine karşı çok duyarlı, buna karşılık kâr düşüşlerine karşı duyarsız bir senettir. Bu tür kâra iştirakli tahvil, hisse senedinin rizikosunu taşımadan onun avantajlarını taşır. **Üçışık**, "Kâra İştirakli Tahviller", s. 57.

<sup>160</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 724.

<sup>161</sup> Bu tür tahvillerde anapara ve faizinin oranı seçilmiş bir değişkene göre genellikle her yıl yeni değerlendirmeye ve ayarlamaya bağlı tutulur. Fransa'da demiryolu tahvilleri için yolcu/kilometre ücreti ölçü olarak kabul edilmiş, demiryolu işletmesi tarifelerini artırınca ana borcun miktarı ve dolayısıyla faizi de yükselmiştir. **Çevik**, s. 842.

<sup>162</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 726.

<sup>163</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 721-722.

## 8. Daimi veya İtfaya Tâbi Tahviller

Ortaklığın tasfiyesi halinde yatırımcılardan toplanan paranın iade edilmesi şartı ile çıkarılan tahvillere daimi tahviller (“*Perpetual Bonds*” veya “*irredeemable*”); vade sonunu beklemeden her yıl kura çekilmek suretiyle tedricen iadeye tâbi olarak çıkarılan tahvillere ise geri çağrılabilir tahviller (“*Callable Bonds*”) denir. Böylelikle, ortaklık tahvil çıkararak yüklendiği borcu toplu halde vadede ödemek yerine vade tarihinden önce taksitle ödemektedir<sup>164</sup>. Bunun ortaklık açısından sağlayacağı başlıca yarar, faiz oranlarının düştüğü dönemlerde yüksek faizli eski bir borcu, düşük faizli yeni bir borçla yenilemek ve gelecek dönemlerde yüksek orandaki kupon faiz ödemelerinden kurtulma olanağı vermesidir<sup>165</sup>.

Öte yandan, yatırımcı için öngörülemez bir durum söz konusu olduğundan bu tür tahviller tercih edilmeyebilir. Bu nedenle, yatırımcı bu tür tahvillerden daha yüksek bir kârlılık bekleyecektir. Yatırımcının olası zararını karşılamak üzere, geri çağırma fiyatı, nominal değere belli bir prim (“*Call premium*”) eklenerek belirlenir. Bu prim<sup>166</sup>, ilk birkaç yıl için bir yıllık kupon faiz ödemeleri tutarına eşit olarak öngörülmekte, daha sonraki dönemlerde, vadeye yaklaştıkça düşmektedir<sup>167</sup>.

Örneğin, tahvil sahibinin 10 yıl vadeli bir tahvil satın alması halinde, tahvil sahibi aslında 10 yıllık bir faizden de faydalanmayı hedeflemektedir. Kendisine kur’a çıkması halinde, istemediği halde 2 yıl sonra tahvilinin itfa edilmesi onu 8 yıllık tahvil faizinden mahrum kalmasına neden olacaktır. Bunu önlemek için, itfa edilen tahvil sahibine, 8 yıllık faiz tutarının kendisine prim olarak ödenmesi gibi bir ilave avantaj sağlanması ile uygulamada karşılaşılmaktadır<sup>168</sup>. Başka bir ifadeyle, kendisine kura çıkan tahvil, itibari değerinden fazla bir meblağ ödenerek itfa edilmektedir<sup>169</sup>.

<sup>164</sup> Tekil, s. 471; Poroy/Erem, s. 137.

<sup>165</sup> Tecer, s. 18.

<sup>166</sup> TTK. m. 464/f. 3 hükmünde itibari değerden fazla ödenecek ikramiyeden bahsedilmiştir. Mevaz kanunda (İsv. BK. m. 669/f.3) sadece itibari değeri aşan prim denmiştir. Bu nedenle, Erem ve Poroy’a göre, kanundaki “ikramiye” kelimesi yerine “prim” kelimesinin kullanılması daha uygundur. Bu konuda daha geniş değerlendirme için bkz. Poroy/Erem, s. 137-138.

<sup>167</sup> Tecer, s. 17.

<sup>168</sup> Poroy/Erem, s. 137.

<sup>169</sup> Bu örnekte aslında aynı zamanda itfa primli tahvil de söz konusudur. İtfa primli tahvil hakkında daha geniş bilgi için bkz. Bölüm I/C/2, s. 38-39.

## 9. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller veya pay senedi ile değiştirilebilir tahviller (“*Income Bonds*” veya “*convertible debentures*”)<sup>170</sup> sahibine, tahvilini onu çıkaran ortaklığın çıkaracağı hisse senetleri ile<sup>171</sup> belli bir değişim oranı üzerinden, itfa tarihinde veya belirlenen başka bir tarihte, önceden öngörülen koşullar ile hisse senediyle değiştirebilme imtiyazı sağlayan tahvillerdir<sup>172</sup>. Bu çerçevede kısmen sabit getirili menkul kıymet ve kısmen hisse senedi niteliği taşıması nedeniyle finans literatüründe “*hibrit(melez)*” menkul kıymetler grubunda kabul edilen sermaye piyasası araçlarıdır<sup>173</sup>.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil (“HDT”)'in uluslararası sermaye piyasalarında gittikçe artan bir öneme sahip olmasının öncelikli nedeni, yatırımcılara anapara güvencesi taşıyan sabit getirili menkul kıymetler ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancı avantajlarını bir arada sunabilmesidir. HDT, değiştirme hakkı kullanılıncaya kadar bir tahvil olarak sağladığı yararların yanında, hisse senetlerini iktisap hakkı da sağlamakta ve borçlanma araçlarının içerdiği gelir güvencesi ve değer koruma fonksiyonu ile hisse senetlerinin yüksek getiri potansiyelini aynı anda sunmaktadır. HDT ihracının ihraççı kuruluşlara getirdiği avantajları ise, hisse senetlerini, değiştirme alternatifinin de değerlendirilmesi ile birlikte yüksek primli fiyattan satmak ve düşük maliyetle fon temin etmek şeklindedir<sup>174</sup>.

<sup>170</sup> Değiştirilebilir tahviller, ilk ortaya çıktığı yer olan İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri’nde “*convertible bonds*” ve “*convertible debentures*” olarak adlandırılmaktadır. Değiştirilebilir tahvil terimi hakkında daha geniş bilgi için bkz. Reha **Poroy**, “Değiştirilebilir Tahviller”, s. 478-480.

<sup>171</sup> Tekinalp’e göre, değiştirme sırasında verilecek pay senetlerinin tahvilleri ihraç eden anonim ortaklığa ait olması şart değildir. Özellikle ana/yavru şirketler, birbirlerinin pay senetlerini, çıkaracakları tahvillerin değiştirme hakkına bağlayabilmeleri için aralarında bir hâkimiyet ilişkisinin veya başka bir ilişkinin bulunmasının gerekli olmadığına işaret etmektedir. Aşağıda incelenecek SPK. Tebliği bu hususu göz önünde bulundurmuş ve “*hisse senedine dönüştürülebilir tahvil*” ile “*değiştirilebilir tahvili*” ayrı düzenlenmiştir. Ünal **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 63. Aynı görüşte bkz. Peter **Jaeggi**, “Anonim Ortaklıklar Hukukunun Çözümlememiş Sorunları”, Çev. Ömer **Teoman**, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXII, S.1, s. 32.

<sup>172</sup> **Baklacioğlu**, “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, s. 102; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 62.

<sup>173</sup> Özlem **Özdemir**, “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller”, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, Yayınlanmamış Sermaye Piyasası Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr), s. 3.

<sup>174</sup> **Özdemir**, s. 5.

Değiştirilebilir tahvili finansman kaynağı yaratmak amacıyla ihraç eden ortaklık bakımından bu tür tahvillerin çıkarılması başlıca şu yararları sağlamaktadır<sup>175</sup>:

- Hisse senedi ile değiştirilebilme özelliği nedeniyle, HDT'nin içerdiği faiz oranı tahvillere kıyasla daha düşük olarak belirlenebilmektedir. Yatırımcıların daha düşük faiz oranına razı olmalarının nedeni, ihraççı ortaklığın hisse senetlerinin potansiyel değer artışı olup, gelecekte beklenen anapara artışı için, cari gelirden vazgeçilmektedir.
- Vade sonunda yatırımcıların değiştirme opsiyonunu kullanmaları durumunda, ihraççı şirketin nakit ödeme zorunluluğu ortadan kalkmakta ve gelen sermaye ortaklığın özkaynağına dönüşeceğinden, ortaklığın borçlanma yapısı güçlenmektedir.
- Ortaklık, hisse senetlerini, ihraç tarihinde geçerli piyasa fiyatının üzerinde bir fiyattan satma imkânı bulmakta, hisse senetleri, değiştirilebilme niteliğini haiz olmaması durumunda sahip olacağı değer üzerinde değerlendirilebilmektedir.
- Ortaklık, yatırımcılarca da kabul görmesi durumunda, değişim fiyatını piyasa fiyatına yakın belirleyerek, erken değiştirmeyi teşvik edebilir. Geç değişim amaçlanıyorsa, HDT yüksek primli ihraç edilecektir.

Yukarıda belirtilen belli başlı avantajlarının yanında değiştirilebilir tahvillerin, bu tür tahvilleri çıkaran ortaklık bakımından bazı sakıncaları da olduğu söylenebilir<sup>176</sup>.

- Ortaklığın beklentisinin tahvillerin hisse senetleri ile değiştirilmesi olduğu hallerde, hisse senedi fiyatının değişim fiyatına göre yeterli ölçüde artış göstermemesi veya başka nedenlerle değişim işlemi gerçekleşmediğinde, şirketin fon maliyeti beklediği tutarın üzerinde gerçekleşmiş olacaktır.

<sup>175</sup> **Baklacioğlu**, "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller", s. 103; **Özdemir**, s. 11.

<sup>176</sup> **Baklacioğlu**, "Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller", s. 103; **Özdemir**, s. 11.

- Özellikle derinliği olmayan piyasalarda, yüksek tutarlı değişim işlemi gerçekleştirilmesi, hisse senedinin değerinde düşüşe yol açabilecek niteliktedir.
- Değiştirme sonunda ortaklığın oy dengesi öngörülemez şekilde değişebilmektedir.

Bugünkü anlamda bu tahvillerin kullanılması XIX. Yüzyılın ikinci yarısında başlamış ve Amerikan Demir Yolları Şirketleri geniş ölçüde bu finansman şekline faydalanmıştır<sup>177</sup>. Daha sonraları kullanımı gittikçe yaygınlaşan değiştirilebilir tahviller, I. Dünya Savaşından sonra Avrupa’da görülmüş ve sermaye piyasasının gelişiminde önemli rol oynamıştır. Ancak, Türk Hukuku’nda, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, ortaklıkların sermaye yapıları ve Anglo-Sakson Hukuku’ndan temelde olan farklılıklar<sup>178</sup> sebebiyle geniş ölçüde tartışma konusu olmuştur<sup>179</sup>.

Türk Hukuku’nda 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 14’üncü maddesi ile hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ilk defa kanuni bir düzenlemeye kavuşmuştur. Bu maddede iki ilke yer almaktadır: 1- Ortaklık genel kurul ya da yönetim kurulu, HDT sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamaz (Ser.PK. m. 14/f. 2). 2- Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından HDT çıkarılması halinde değiştirme sonucunda verilecek pay senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesi toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz (Ser.PK. m. 14/f. 3).

<sup>177</sup> Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, İngiliz ve Amerikan Hukuku’nda oldukça eski bir uygulamaya sahiptir. Bu tür tahvillerin ilk uygulamasının İngiltere’de, XVII. yüzyılın ilk yarısında, Kral I. Charles’in sahip olduğu Londra Su Kumpanyası hisse senetlerinin tahvillerle değiştirilmesi olarak bilinmektedir. Ancak, o devirde değişimi yapılan şey tahvil değil, pay senedi olmuştur. Zaten, bugün İngiltere ve Amerika’da sadece değiştirilebilir tahvillerden (*convertible bonds*) değil, daha genel olarak değiştirilebilir menkul kıymetlerden (*convertible securities*) söz edilmektedir. Değiştirilebilir tahvillerin tarihi gelişimi hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Poroy**, “Değiştirilebilir Tahviller”, s. 480.

<sup>178</sup> Bu tahvil türünün Amerika Birleşik Devletlerindeki bu geniş uygulamasının önemli bir nedeni, Amerikan Hukuku’nda, ortaklıkların kendi pay senetlerini alabilmesi ve tekrar satabilmesidir (*treasury stock*). Bu yetkinin kullanımı için genel kurulun değil de yönetim kurulunun yetkili kılınması, pay senetleriyle değiştirilebilir tahvil ihracını son derecede kolaylaştırmaktadır. **Poroy**, “Değiştirilebilir Tahviller”, s. 480-481.

<sup>179</sup> Türk Hukuku’nda HDT hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Baklacioğlu**, “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, s. 104-109; **Erdem**, “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, s. 701-739; **Erem**, “Türk Ticaret Hukuku’nda Konvertibl Tahviller”, s. 463-476; Huriye **Kubilay**, “Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, Ankara 1986, s. 3 vd.; Sema **Küçük**, “Hisse Senetleri ve Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillerin Değerlemesi”, Ocak 2008, S.181, s. 75-78; Özlem **Özdemir**, “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller”, s. 3; **Poroy**, “Değiştirilebilir Tahviller”, s. 475-508; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 62-69.

SPK. m. 14/f.1 hükmünün Sermaye Piyasası Kuruluna (“SPK.” veya “Kurul”) göndermesi sebebiyle SPK.’nun Seri II, No. 22, Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (“Tebliğ”)’nde HDT hakkında ayrıntılı düzenlemeler mevcuttur<sup>180</sup>. Tebliğ’in amacı, Sermaye Piyasası Kanunu'nun uygulaması ile ilgili olarak, borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınması ve ihracında uyulması gereken esaslar ile borçlanma araçlarının niteliklerini düzenlemektir.

Tebliğ’de hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, *“hisse senedine dönüştürülebilir tahvil”* ve *“değiştirilebilir tahvil”* olmak üzere Türk Hukuku’nda daha önceden mevcut olmayan iki alt kavrama ayrılmaktadır. Buna göre, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, *“Ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımı suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetler”* olarak tanımlanmıştır (Tebliğ m. 3/b. f). Başka bir ifadeyle, tahvil sahiplerine, ana borcun ödenmesi yerine tahvil sahibine kullandığı yetkinin içeriğine göre belirlenen bir tarihte tahvili çıkaran anonim ortaklığın paylarını (hisselerini) alabilme hakkı tanıyan tahvillere hisse senedine dönüştürülebilir tahvil denir.

Tebliğ’de değiştirilebilir tahvil ise, *“İhraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren menkul kıymetler”* olarak tanımlanmaktadır (Tebliğ m. 3/b. d). Başka bir ifadeyle, tahvil sahiplerine ana borcun ödenmesi yerine belirlenen bir tarihte hisse senedine dönüştürülebilir tahvilden farklı olarak tahvili çıkaran ortaklığın dışındaki diğer ortaklıkların payları ile değiştirme hakkı veren tahvili ifade etmektedir.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahibi, yenilik doğuran bir hak kullanarak ya anapara ve faiz alacağından oluşan tahvil bedelinin kendisine ödenmesi ya da o anonim ortaklığın veya diğer bir ortaklığın pay senetlerinin kendisine verilmesini talep hakkına sahiptir<sup>181</sup>. Bu şekilde hakkını kullanan tahvil

<sup>180</sup> Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, SPK tarafından ilk defa Seri II, No. 3 Tebliği ile düzenlenmiştir (12.05.1962 tarihli ve 17692 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır). Bu tebliğ yerini Seri II, No. 15 tebliğine bırakmıştır (14.07.1992 tarihli ve 21284 sayılı mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanmıştır) ve daha sonra bu tebliği de yürürlükten kaldıran SPK. Seri II, No. 22 Tebliği yürürlüğe girmiştir (29.01.2009 tarihli ve 27125 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır).

<sup>181</sup> Değiştirme hakkının hukuki niteliği hakkındaki diğer görüşler için ayrıca bkz. **Kubilay**, s.51-55.



sahibi artık tahvil sahibi sıfatını kaybederek pay sahipliği sıfatını kazanmaktadır<sup>182</sup>. Bu nedenle değiştirilebilir tahvil sahibi, hem anapara ve faizin alacaklısı, hem de ortaklığın pay senetlerini elde etmeye ilişkin beklentinin hamilidir<sup>183</sup>. HDT sahibinin hisse senedini tahvile dönüştürmeye yönelik talebinin gerçekleşmesi anonim ortaklığın izninden bağımsızdır<sup>184</sup>. Başka bir ifadeyle, tahvil sahibi bu hakkını kullanıp kullanmamakta serbesttir.

Öğretide, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin içerdikleri değiştirme hakkının hukuki niteliği hakkında bazı yazarlar seçimlik borç görüşünü<sup>185</sup>, bazı yazarlar ise yedek edim yetkisi görüşünü<sup>186</sup> savunmaktadır. Seçimlik borç görüşüne göre anapara ve faiz verilmesi ile tahvillerin pay senetleri ile değiştirilmesi şeklinde iki farklı edim söz konusudur ve sonraki bir karar, bu iki edimden birini ifanın konusunu belirlediği halde yedek edim yetkisinde bir tek esas edim olan tahvillerin pay senetleri ile değiştirilmesi borçlanılmıştır. Tahvil sahibi bu hakkını kullanmak istemez ise, bu esas edim yerine geçmek üzere diğer edim olan anapara ve faizleri talep etme yetkisine sahiptir<sup>187</sup>.

Bu görüşlerden birisinin tercih edilmesinin önemi kendisini imkânsızlık halinde göstermektedir. Gerçekten seçimlik borçta edimlerden birisi borcun doğumundan sonra, fakat seçim hakkının kullanılmasından önce imkânsızlaşır ise ve tarafların kusuru yoksa borcun konusu diğer edim olmaktadır<sup>188</sup>. Oysa yedek edim yetkisinde asıl edimin ifası, borçlunun kusuru dışında imkânsız hale gelirse, onun yerine yedek edim geçmez, aksine borç ilişkisi sona erer, bu nedenle de alacaklı yedek edim ifasını isteyemez<sup>189</sup>.

Kanımca, seçimlik borç nitelendirmesi, değiştirme hakkının hukuki niteliğini daha iyi açıklamaktadır. Tahvil sahibi değiştirme zamanı geldiğinde bu hakkını kullanmak istediğini ortaklığa bildirecek ve bu şekilde seçimini yapmış olacaktır.

<sup>182</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 727; James C. **Van Horne** traduit par Philippe de **La Vergne**, *Principes de Gestion Financieres*, Paris 1991, s. 793-796.

<sup>183</sup> **Tekinalp**, *Sermaye Piyasası*, s. 63.

<sup>184</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 727; **Tekinalp**, *Sermaye Piyasası*, s. 62-63.

<sup>185</sup> Seçimlik borç hakkında bkz. Selahattin Sulhi **Tekinay**, *Borçlar Hukuku, Yeniden İncelenmiş ve Genişletilmiş Üçüncü Bası*, İstanbul 1974, s. 586; Andreas **Von Tuhr**, (Çev. Cevat **Edege**), *Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı, C. 1-2*, Ankara 1983, s. 70; **Eren**, s. 957; Kemal **Oğuzman/Turgut Öz**, *Borçlar Hukuku, Genel Hükümler, Gözden Geçirilmiş Altıncı Bası'dan Yedinci Tıpkı Bası*, İstanbul 2009, s. 217.

<sup>186</sup> Yedek edim hakkında bkz. **Eren**, s. 120. **Oğuzman/Öz**, s. 217.

<sup>187</sup> **Von Tuhr**, s. 75.

<sup>188</sup> **Eren**, s. 960; **Tekinay**, s. 591; **Oğuzman/Öz**, s. 219.

<sup>189</sup> **Eren**, s. 962; **Tekinay**, s. 593; **Oğuzman/Öz**, s. 219.

Tahvil sahibi, değiştirme zamanı bu hakkını kullanmaz ise tahvil sahibinin zımni bir seçim yaptığını ve pay senedi almak yerine itfada anaparayı ve faizleri almayı seçtiği anlaşılır. Yedek edim yetkisi görüşü bu konuda özellikle imkânsızlık halindeki sonuçları nedeni ile yetersiz kalmaktadır. Çünkü değiştirme sonucu pay senedi vermenin imkânsızlaşması halinde, yedek edim olan anaparayı ve faizleri talep hakkının da sona ermesi gerekir ki hiç şüphesiz bu durum tahvillerin niteliğine aykırıdır<sup>190</sup>.

Kaldı ki, Tebliğ'in 44. maddesinde “*dönüştirme hakkının kalkması*” başlığı altındaki hükümde seçimlik borç görüşünü destekler niteliktedir. Buna göre, “*Ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen dönüştirme hakkını kullanmayan hisse senedine dönüştürülebilir tahvil sahiplerinin dönüştirme hakları ortadan kalkar ve bu durumdaki hisse senedine dönüştürülebilir tahvil sahipleri anapara ve işlemiş faizleri alırlar*”. Tahvil sahibi, değiştirme anında, pay senedi almak yönünde seçim hakkını kullanması halinde orataklığa ortak olacaktır. Değiştirme anında seçim hakkını kullanmaz ise, zımnen seçim hakkını kullanmış olacak ve vadede anaparayı ve faizleri talep edebilecektir.

Hisse senedine dönüştürülebilir tahvilin bir türü de tahvile rüçhan hakkı bağlanması ile olur. Bu durumda HDT, sahiplerine tahvil çıkararak ortaklığın veya kurulmuş veya kurulacak başka bir ortaklığın yeni çıkaracağı paylarını satın almaya yönelik bir öncelik hakkı verebilir<sup>191</sup>. Hisse senetlerinin tahsisinde öncelik hakkı başlığı altında Tebliğ m. 42 hükmüne göre “*Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ile dönüştürülmek üzere arttırılacak sermayeyi temsil eden hisse senetleri, TTK'nın 394 üncü maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dahil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak hisse senedine dönüştürülebilir tahvil sahiplerine tahsis olunur*” şeklinde düzenlenmiştir.

<sup>190</sup> Aynı yönde bkz. **Erdem**, “Pay Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller”, s. 709.

<sup>191</sup> Bazı ülkelerde, opsiyonlu (rüçhan haklı) tahvillerde bu hakkı veren bölüm tahvilden ayrılabilmekte, bağımsız olarak devredilmekte, hatta bunlar için ayrı bir piyasa bulunmaktadır. Rüçhan haklı ve opsiyonlu tahvil hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Tecer**, s. 308. Ünal, opsiyonlu tahvili ile rüçhan hakkı tahvili sınıflandırmada birbirinden ayırmaktadır. Ünal'a göre, opsiyonlu tahvillerde esasen rüçhan hakkı veren tahviller gibidir. Ancak bunlarda, yeni çıkarılacak tahviller alanında daha önce tespit olunan irat ve zamanla önalım hakkı kullanılmaktadır. Ayrıca bu hakkı veren opsiyon senedi söz konusu tahvilden ayrı da olabilmektedir. Böylelikle, opsiyon senetlerinin de bir menkul kıymet olarak ayrıca tedavülünün sağlanabildiği görüşündedir. **Ünal**, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 120.

Yatırımcılar açısından değiştirilebilir tahviller oldukça güvenli bir araçtır. Önce alacaklı olarak şirket ile ilişkiye girmek ve belirli bir geliri garanti etmek, daha sonra şirketin iş durumuna göre değiştirme hakkını kullanıp, ödünç olarak verdiği para ile ortak olmak, yatırımcı için bir tercih nedenidir. Böylece, yatırımcı şirketin durumunu göz önünde bulundurarak tahvilini pay senedine değiştirdiğinde yüksek bir kâr payı ve belki yüksek bir tasfiye payına hak kazanacak aksine tahvil sahibi olarak kaldığında şirketin içinde bulunduğu krizden hiç etkilenmeyecek, faizleri almaya devam edecektir<sup>192</sup>. Ayrıca enflasyon zamanında yatırımcılar ödünç verdikleri paranın, getirdiği gelirin paranın değer kaybetmesi ile eriyip gitmesi karşısında da değiştirilebilir tahvilleri tercih etmektedir<sup>193</sup>.

---

<sup>192</sup> **Erdem**, “Pay Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller”, s. 710-711.

<sup>193</sup> **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 66.

## II. TAHVİLİN ÇIKARILMASI VE SATILMASI

### A. TAHVİL ÇIKARILMASINA İLİŞKİN HUKUKİ ŞARTLARI

Türk Hukuku'nda, ortaklıklar istedikleri miktarda tahvil çıkaramazlar. Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı, tahvil çıkarma miktarını azami bir miktar ile sınırlandırmaktadır. Bu konuda Kanunkoyucunun bir üst sınır belirlemesinin sebebi şüphesiz, anonim ortaklığın tahvil sahiplerine karşı yalnızca malvarlığı ile sorumlu olması sebebiyle tahvil sahibinin ortaklık karşısında korunması düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Böylelikle, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde işlemesi hedeflenmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu sermaye piyasası araçları çıkarma usul ve şartlarını düzenleme yetkisini Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakmakla birlikte, Ser.PK.'da ve SPK. düzenlemelerinde hüküm bulunmayan hallerde şüphesiz TTK. hükümleri uygulanacaktır. Bu nedenle, tahvil çıkarmanın önşartları, iki farklı koşulu düzenleyen TTK. m. 421 ve 422 hükümlerinden yola çıkarak “*önceki tahvil bedellerinin ödenmesi*” ve “*çkarılacak tahvil miktarına ilişkin sınırlamalar*” şeklinde iki ana başlık altında incelenecektir. Ayrıca, konuya ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine ve Bakanlar Kurulu Kararlarına da yeri geldikçe değinilecektir.

#### 1. Daha Önceden Çıkarılan Tahvil Bedellerinin Ödenmesi

Anonim ortaklıklar kural olarak birden çok tertipte tahvil çıkarabilir. Bu nedenle, tahvil ihracında, tahvil çıkarabileceği tavanın tümünü kullanmak zorunda değildir. İhtiyacına göre, üst sınır içinde kalmak kaydıyla daha az tutarda tahvil çıkarabilir. Bu şekilde gerçekleştirilen ilk tahvil ihracına “*birinci tertip*” tahvil denir. Birinci tertip tahvilin ihracından sonra tahvil çıkarma limiti dolmamışsa, bu sınır doluncaya kadar ikinci, üçüncü ve limite kadar diğer tertip tahviller çıkarabilir<sup>194</sup>.

<sup>194</sup> İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 410-411; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 438-439.

Ortaklıklarda tahvil çıkarmaya ilişkin önceki tahvil bedellerinin ödenmiş olması şartı TTK. m. 421 hükmünde, “Çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça ikramiyeli veya ikramiyesiz yenileri çıkarılamaz” şeklinde düzenlenmektedir. Ancak hükmün nasıl yorumlanması gerektiği hususu öğretide uzun yıllar tartışma konusu olmuştur<sup>195</sup>. Maddenin kenar başlığı “İkinci çıkarma” olmasına karşın önceki tahvil bedellerinin ödenmesine ilişkin şartın sadece ikinci çıkarmada değil; ancak genel olarak daha sonraki çıkarmalarda da aynen uygulanacağı hususunda öğretide görüş birliği vardır<sup>196</sup>.

Öğretide, hükmün anlamına ilişkin görüşler ikili bir ayırım yaparak ortaya konulabilir. Birinci anlama göre, anonim ortaklığın elinde daha önceden çıkarılmış eski emisyonun satılmamış tahvil olması halinde yeniden tahvil çıkarılamaz. Başka bir ifadeyle, ikinci tertip tahvil çıkarılabilmesi için, eskiden çıkarılmış olan tahvillerin tamamının satılmış olması gerekmektedir<sup>197</sup>. Yoksa bu tahvillerden doğan ortaklık borcunun ödenmiş olması yani itfa edilmesi şart değildir<sup>198</sup>. İkinci görüşe göre ise, eski tertip tahvillerin anapara ve faizden oluşan anonim ortaklığın tahvil sahiplerine olan borcu tamamen ödenmeden yani birinci anlamdan farklı olarak tahviller tamamen itfa edilmeden<sup>199</sup> yeni tahvil çıkarılamaz<sup>200</sup>.

<sup>195</sup> Japon ve Portekiz Kanunlarından ETK.’ya alınan ve oradan da arılaştırarak TTK.’ya aktarılan bu hüküm, kuşkusuz, Ticaret Kanununun öğretide en fazla eleştirilen maddelerinden birisidir. Hükmün ifadesine yönelik eleştiriler hakkında daha geniş bilgi için bkz. Ömer **Teoman**, “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Önşartı, (TTK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi”, 30 Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim, C.I, 1971-1982, İstanbul 2000, s. 30; **Poroy/Erem**, s. 131; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 410; Oğuz **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 438.

<sup>196</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1380; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 410; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 438; **Teoman**, “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Önşartı, (TTK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi”, s. 30; Ünal **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, Sevk ve İdare Dergisi, S. 31, Mart 1971, s. 25.; **Poroy/Erem**, s. 130; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 728; İsmail **Doğanay**, Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C.II, Genişletilmiş 4. Bası, Madde 420-815, İstanbul 2004, s. 1256; **Eriş**, s. 2454.

<sup>197</sup> **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 410; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 438; **Teoman**, “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Önşartı, (TTK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi”, s. 30; **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 25; **Poroy/Erem**, s. 130; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 728;

<sup>198</sup> **Domaniç**, maddeye bu şekilde anlam verilmesini yanlış ve yanıltıcı bulmaktadır. **Domaniç**’e göre, kanun açıkça “çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça, yenileri çıkarılamaz” şeklinde düzenlenmektedir. Tahvillerin alınıp satılmamasından söz edilmemektedir. Satılmayan tahvil varsa yeni tahvil çıkarılmaması evleviyet icabıdır. Kanun, çıkarılan (satılan değil) tahvillerin bedellerinin tamamen alınmasından, yani tahsilinden söz ettiğine göre, çıkarıldığı halde satılmayan tahvillerin varlığının yeni seri bir tahvile engel olması evleviyet icabıdır. **Domaniç**, Şerh, s. 1382.

<sup>199</sup> **Arslanlı**’ya göre, “Anonim ortaklık tahvil çıkarmışsa, ikinci tertip tahvil ihraç edebilmek için, birinci tertip tahviller bedelinin tümünün tahsil edilmiş olması lazımdır. Lakin talep edildiği halde, istikrazın cüz’i bir kısmının, mesela birkaç tahvilin ödenmemiş olması ikinci tertip tahvil ihracına engel değildir”. **Arslanlı**, s. 265; **Teoman**’a göre, **Arslanlı** yanlış bir varsayımdan çıkmakta ve tahvillerin tümünün taahhüt edilmiş olduğu düşüncesine dayanmaktadır. **Hirş**’den başlayarak

Tekinalp'e göre, birinci görüş kabul edilirse, yasağın gerekçesinin, elde önceki tertibe ait satılmamış tahviller varken, daha çekici nitelikte yeni tahviller çıkararak eski tahvillerin satılma şansının kapatılması olanağının ortaklığa verilmemesi olduğu söylenebilir<sup>201</sup>. İkinci görüşte ise Tekinalp'e göre, ortaklık satılmamış olan tahviller için borç altına girmediğine göre ve çıkarılacak tahviller TTK. m. 422 hükmündeki üst sınırı aşamayacağından, ortada ne bir tehlike ne de korunan bir menfaat vardır<sup>202</sup>. Öğretide, hükme daha çok birinci anlam verilmekle birlikte, söz konusu hüküm her şekilde eleştirmiştir<sup>203</sup>.

Hükmün anlamına yönelik bütün bu tartışmalar, Sermaye Piyasası Hukukundaki düzenlemeler ile yukarıda değindiğimiz birinci görüş lehine ortadan kalkmıştır. Ser.PK. m. 13/f.5'e göre, *“çkarılan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil veya sermaye piyasası aracı niteliğinde diğer borçlanma senetleri çıkarılamaz”*<sup>204</sup>. Ser.PK.'nın satılmayı esas aldığı görülmekte, satılmayan tahvillerin SPK.'ya bildirilip imha edilmeleri gerekmektedir. Bu iki olgudan biri gerçekleşmişse yeni tahvil çıkarılabilecektir.

---

Arslanlı'ya kadar gelen bu lafzi yorum benimsendiği takdirde, örneğin tek bir tahvilin satılmamış olması nedeni ile anonim ortaklıklar ikinci kez tahvil çıkaramayacaklardır. Tahvillerin tümünün taahhüdünü veya satılmasını beklemek bazen yıllar sürebilecek, bu nedenle örneğin bunların itfasına bile başlanamayacaktır. Bu konu hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Teoman**, “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Önşartı, (TTK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi”, s. 31-32.

<sup>200</sup> Domaniç, maddeye bu şekilde anlam verilmesinin de imkânsız olduğunu ileri sürmektedir. Ona göre bu anlam her ortaklığın sadece bir seri tahville borçlu olabileceği gibi ortaklık açısından faydası olmayan bir sonuca götürmektedir. Domaniç'e göre, TTK. m. 421'in amacı çeşitlidir. Kanun, krediye ihtiyacı olduğu gerekçesiyle yeniden tahvil çıkarmak isteyen ortaklığı, daha önceki tahvillerden satılmamış olanları satmaya ve bakiye bedellerini tahsile ve bu kanaldan ihtiyacını karşılamaya zorlamaktadır. Böylelikle, kanun hem ortaklığı yeni tahvil çıkarma masraflarından korumakta, hem de yeni tahvil sahiplerine eskilerine nazaran daha fazla menfaat sağlayarak eski tahvil sahiplerinin durumunu kötüleştirmemektedir. TTK. m. 422 uyarınca, ortaklık ödemiş ve mevcudiyeti son bilanço ile tespit edilmiş sermayesi kadar tahvil çıkarabileceğinden, bu miktar tahvili bir veya daha fazla seride çıkarmakta serbesttir. Bir seri tahvil çıkarıldıktan sonra, bir seri tahvilin daha çıkarılabilmesi için, daha önceki seri tahvillerin tamamen satılmış, bedellerinin tamamen tahsil edilmiş ve bütün serilerde yer alan tahvillerin bedel toplamının da ödenmiş ve mevcudiyeti son bilanço ile anlaşılan sermaye miktarını aşmaması gerekmektedir. **Domaniç**, Şerh, s. 1382-1383.

<sup>201</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 25; Benzer gerekçeler için bkz. **Poroy/Erem**, s. 131.

<sup>202</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 26.

<sup>203</sup> Maddeyi eleştiren Poroy ve Erem, esas sermayenin tamamen ödenmeden tahvil çıkarılmasına izin veren Fransız sistemini sert bulmakla beraber önermektedir. **Poroy/Erem**, s. 131; İmregün ise, aynı nitelikte haklar sağlayan yenileri çıkarılmaz şeklinde maddenin anlaşılması gerektiği görüşündedir. **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 410; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 438. Kanımızca, bu görüşün, maddenin ifadesini düzeltereği söylenemez.

<sup>204</sup> Ser.PK. m. 13'nin eski şekli, *“Çıkarılan tahviller tamamen satılmadıkça yeni tahvil çıkarılamaz”* hükmünü içermekteydi. TTK m. 421 gibi yoruma açık olan bu hüküm 3794 sayılı kanunda değiştirilmiştir (13.05.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır).

Burada dikkat edilmesi gereken başka bir husus, ihraç edilen tahvillerin satışı için belli bir sürenin belirlenmesiyle birlikte, bu süre sonunda satılmamış olan tahvillerin noter huzurunda iptal edilmesi mecburiyetidir (Ser.PK. m. 13/f. 5). Ser.PK.'da kullanılan iptal edilme kelimesi, kıymetli evrakın iptalini (TTK. m. 563, 569, 573 vd.) değil, satılmayan tahvillerin imha edilmelerini veya imha anlamında geçersiz sayılmalarını ifade etmektedir<sup>205</sup>.

Sonuç olarak, daha önceden tahvil çıkarmış bir anonim ortaklığın yeni tertip tahvil ihraç edebilmesi için Ser.PK. uyarınca öncelikle daha önce çıkardığı tertibe ait satılmayan tahvilleri ya satması ya da iptal ettirmesi gerekmektedir. Aksi halde, bu ortaklığın, yeni tertip tahvil çıkarması mümkün olmayacaktır. Bu hüküm, ortaklığın malvarlığına güvenerek tahvil iktisap eden tahvil sahibinin korunması bakımından da yerindedir. Böylelikle, tahvil çıkaran ortaklığın önceki tertibe ait satılmamış tahviller varken, daha çekici nitelikte yeni tahviller çıkararak eski tahvillerin satılma şansını azaltması engellenmektedir.

## 2. Çıkarılacak Tahvil Miktarındaki Sınırlamalara Uyulması

Tahvil ihraç limitini belirleyen hükümler mevzuatımızda dağınık bir şekilde yer almaktadır. Tahvil ihracına ilişkin ana hükümler, TTK. m. 422 ve SPK. m. 13 hükümleridir. Bakanlar Kurulu, SPK. m. 13'ün verdiği yetki uyarınca gerektiğinde, TTK. m. 422'de belirlenmiş olan tahvil ihraç limitini artırabilmektedir. Bakanlar Kurulu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 13. maddesine dayanarak 2009/15344 Sayılı "*Borçlanma Araçlarının İhraç Limitlerine Dair Karar*"<sup>206</sup> ("Bakanlar Kurulu Kararı") ile halka açık olan ve olmayan anonim ortaklıkların ihraç edecekleri tahvillerin üst limitlerini belirli koşulların sağlanması halinde arttırmıştır.

Bu bakımdan, Türk Hukuku'nda çıkarılacak tahvil miktarına ilişkin sınırlamayı tespit ederken, öncelikle sınırın çerçevesini belirleyen Türk Ticaret Kanunu hükmünün ortaya koyduğu genel ilke incelenecektir. İkinci olarak, Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamındaki Sermaye Piyasası Kanununun 13. maddesi ve yukarıda belirtilen Bakanlar Kurulu Kararı incelenecektir.

<sup>205</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 729.

<sup>206</sup> 3.09.2009 tarih ve 27338 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.

### a. Ticaret Kanununda Öngörülen Sınır

Türk Ticaret Kanununa göre, bir anonim ortaklık istediği miktarda tahvil çıkaramaz. “*En çok miktar*” kenar başlığı altında düzenlenen TTK. m. 422 hükmü uyarınca, “*anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller, esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz*”. Başka bir ifadeyle, Kanunkoyucu, ortaklığın tahvil ihracı yoluyla temin edeceği ödünç para toplamını, ortaklığın ödenmiş ve onaylanmış son bilançoya göre varlığı anlaşılan esas sermayesinin miktarı ile sınırlandırmaktadır (TTK. m. 422). Böylelikle, Türk Ticaret Kanunu, tahvil ihraç sınırına ilişkin olarak iki ayrı koşul öngörmektedir.

Öncelikle, ihraç edilecek tahvil ihraç sınırı ödenmiş sermaye kadar olabilir. Bu sınır tahvil çıkarabilmek için ortaklık sermayesinin tamamının ödenmesine de gerek olmadığını ortaya koymaktadır<sup>207</sup>. Yargıtay da hususu, “*anonim ortaklıklar tarafından çıkarılacak tahvillerin azami miktarı hesaplanırken, genel kurulca onaylanmış son bilançoya göre, esas sermayenin ödenmiş ve mevcudiyeti anlaşılan miktarına, sermayeye kaydedilmiş olmadıkça kanuni ve ihtiyari yedek akçeler eklenmez*”<sup>208</sup> şeklinde teyit etmiştir. Çünkü ortaklık, bunlar üzerinde ancak belirli şartlar altında tasarruf imkânına sahiptir<sup>209</sup> (TTK. m. 464).

Yargıtay’ın başka bir kararına göre de, “*tahvil ihracında azami ölçüt ödenmiş ve son bilanço tarihinde ortaklık malvarlığında mevcut sermaye olup, taahhüt edilmiş fakat ödenmemiş olan sermaye dikkate alınmaz*”<sup>210</sup>. Sermaye olarak ortaklığa devredilen alacakların ödenmiş sayılması için de ortaklığa fiilen ödenmiş ve ortaklık malvarlığına girmiş olması veya bu alacak üzerinde ortaklık tarafından tasarruf edilebilmesi gerekmektedir<sup>211</sup> (TTK. m. 142). Bu nedenle anonim ortaklık, ödenmiş ve mevcut olan sermayesini aşan miktar için tahvil çıkarmak niyetinde ise, apel yolu

<sup>207</sup> Tekinalp, “Tahvillerin Çıkarılmasında Usulü ve Bazı Problemler”, s. 26.

<sup>208</sup> Y. 11. HD. 01.04.1974, E. 1246/K. 117 (Eriş, s. 2455; Doğanay, s. 1259, dpn. 9).

<sup>209</sup> İsmail Doğanay, “Anonim Şirketlerin Tahvil Çıkarma Nedenleri ve Tahvil Çıkarılması Halinde, Çıkarılacak Tahvil Miktarına Esas Alınması Gereken Bilanço Acaba “Ara Bilanço” mu, Yoksa “Yıl Sonu” Bilançosu mudur?”, s. 108.

<sup>210</sup> Y. 11. HD. T. 15.11.1976, E. 4015, K. 4916 (Eriş, s. 2458); Y. 11. HD. 20.11.1975, E. 4884/K. 6596 (Eriş, s. 2456; Doğanay, s. 1259).

<sup>211</sup> Domanıç, Şerh 1378.



ile geri kalan taahhütleri yerine getirtmesi<sup>212</sup> yani ortaklarına bakiye sermaye borçlarını hemen ödetmesi ve sermayesini artırma yoluna gitmesi gerekmektedir<sup>213</sup>.

Ödenmiş sermaye kavramı, paradan başka aynî sermayeyi de kapsamaktadır. Ancak, aynî sermayenin ödenmiş sayılması için, bu sermayeyi oluşturan taşınır, taşınmaz ve hakların ihtilafsız olarak malvarlığına intikal etmiş olması gerekmektedir. Bu sebeple, aynî sermaye olarak ödenen fakat gerek ortağın temerrüdü gerekse üçüncü kişilerin mülkiyet veya başka aynî haklar iddia etmeleri sebebiyle ortaklığın eline geçmemiş aynî sermaye ödenmiş sayılmaz ve tahvil ihraç limitinin belirlenmesinde hesaba katılmaz<sup>214</sup>.

Tahvil ihracına ilişkin Ticaret Kanunundaki şart ise bu miktarın varlığının, ortaklığın ödenmiş olan son bilançosuna göre anlaşılmasıdır. Başka bir ifadeyle, ortaklığın belli bir miktar tahvil ihraç edebilmesi için bu miktarın ödenmiş olması yetmez; aynı zamanda tahvil ihracı anında mevcut olması gerekmektedir. TTK. m. 324 uyarınca, ortaklık malvarlığı esas sermayenin yarısı oranında azalmışsa, yönetim kurulu durumu derhal genel kurula bildirmek, ortaklığın aciz halinde bulunduğu şüphesi varsa hemen bir ara bilançosu düzenlemek ve yine genel kurulu haberdar etmekle yükümlüdür<sup>215</sup>. Dolayısıyla, zaman içinde ortaklığın ödenmiş sermayesinde bir azalma meydana gelmişse, bu takdirde tahvil ihracına esas olacak miktar ödenmiş olan değil, mevcut olan sermayedir.

Ödenmiş sermayenin mevcudiyetini tespit edecek son bilançonun, ortaklığın yıllık malvarlığını ve durumunu açıklayıp ortaya koyan yıllık bilanço olabileceği gibi, ortaklığın faaliyetleri devam ederken yıl içinde düzenlenerek ortaklık genel

<sup>212</sup> Y. 11. HD. 20.11.1975, E. 4884/K. 6596 (Eriş, s. 2456; Doğanay, s. 1259).

<sup>213</sup> Arslanlı, s. 264.

<sup>214</sup> Domanıç, Şerh 1378.

<sup>215</sup> TTK. m. 324 hükmü uyarınca, anonim ortaklığın aciz içinde bulunduğunu gösteren işaretler varsa yönetim kurulu bir ara bilanço düzenler. Bu bilançonun yıllık bilançodan ayrıldığı nokta ortaklığın aktiflerinin değerlendirilmesinde defter değerlerinin yani tarihi değerlerin değil, satış değerlerinin esas alınmasıdır. Bu ara bilanço, (i) sermayenin üçte ikisi karşılıksız kalmamış bulunuyorsa, yani, satış değerlerine göre malvarlığının değeri bu oranın üstündeyse ortaklığın organlarının yerine getirmekle yükümlü oldukları bir görevleri yoktur; (ii) esas sermayenin üçte ikisi karşılıksız kalmışsa, yani satış fiyatları nazara alınarak bulunan fonun varlığına rağmen sermayenin ancak 1/3 üne erişiliyorsa, genel kurul sermayenin tamamlanmasına ya da sermayeyi azaltarak üçte bir sermaye ile yetinilmesine karar vermelidir; (iii) aktifler anonim ortaklığın borçlarını ödemeye yetmiyorsa (anonim ortaklık borca batıksa) yönetim kurulu durumu mahkemeye bildirmelidir. Bu bildirim üzerine, mahkemece yapılan inceleme sonunda anonim ortaklık mahkeme kararıyla iflas edebilir. Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 837-838.

kurulu tarafından tasdik edilen bir ara bilanço<sup>216</sup> (TTK. m. 457) olması da mümkündür<sup>217</sup>. Hatta tahvil çıkarma günündeki durumu gösteren özel bir bilanço düzenleneceği gibi ortaklığın açılış bilançosunu esas almak da mümkündür<sup>218</sup>.

Bu nedenle, bir ortaklığın tahvil çıkarabilmesi için kuruluşundan itibaren bir bilanço yılının geçmesi şart değildir. Yıllık bilançonun onaylanmasından sonra yapılan ödemeler ile sermaye artırılması durumunda, bu miktarlardan da yararlanmak için genel kurulun toplantıya çağırılması ve ara bilançonun olağanüstü genel kurulda onaylanması gerekmektedir<sup>219</sup>. Bir an için aksi bir yorum kabul edilirse, tahvil ihraç edecek ortaklığın belli bir süre faaliyette bulunması gerekeceğinden, yeni kurulan bir anonim ortaklığın tahvil çıkarması mümkün olmayacaktır<sup>220</sup>.

<sup>216</sup> **Arslanlı**, s. 263, dph. 9; **Poroy/Erem**, s. 131-132; **Domanıç**, Anonim Şirketler, s. 1378; **Tekil**, s. 466. Moroğlu'na göre, "bilanço" ile ifade edilen mutlaka yıllık bilanço değildir; ara bilanço veya ara bilanço niteliğindeki üç aylık hesap özetlerinde öngörülen artışlarda son bilanço olarak nitelendirilebilir. Erdoğan **Moroğlu**, "Bankalar Kanununun Ödenmiş Sermaye Tanımının Kredi Hadleri ve Diğer Kanuni Hadler Yönünden Anlam ve Kapsamı", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. IX, S. 3, s. 735-740; Aynı görüşte bkz. İsmail **Doğanay**, "Anonim Şirketlerin Tahvil Çıkarma Nedenleri ve Tahvil Çıkarılması Halinde, Çıkarılacak Tahvil Miktarına Esas Alınması Gereken Bilanço Acaba "Ara Bilanço" mu, Yoksa "Yıl Sonu" Bilançosu mudur?" Yargıtay Dergisi, C. II, S.4, s. 108-113. Bu anlayış Bankalar Kanunu'nda ifadesini bulmuş ve Ser.PK. da yansımıştır.

<sup>217</sup> Ödenen ve mevcudiyeti anlaşılan tasdik edilmiş olan bilançonun hangi bilanço olduğu meselesi ise, öğretide tartışma konusu olmuştur. Ancak Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin kararı ile anonim ortaklığın tahvil ihraç edebilmeleri için esas alınacak bilançonun son bilanço olduğu uygulama ve öğretide şüpheye yer bırakmayacak şekilde ortaya konmaktadır. Söz konusu kararda, ilk derece mahkemesi, tasdik olunan son bilançodan maksadın, şirketin mali yılı sonunda düzenlenen ve sorumluları ibra olunan bilanço olduğu, mali yıl ortasında sorumluları ibra edilmeyen bilançonun, kanunun aradığı tasdik edilmiş son bilanço sayılamayacağı gerekçesiyle ortaklığın talebini geri çevirmiştir. Kararın davacı vekilince temyiz edilmesi üzerine Yargıtay şu kararı vermiştir:

"Bir anonim şirketin tahvil ihraç edebilmesi için mahkemenin kabul ettiği gibi, yıllık bilançosunu tanzim ve tasdik edilmiş olmasını beklemeye mahal yoktur. Sözü edilen 422. maddede tasdik olunan son bilanço esas tutulduğuna göre, yıl içinde şartlarını yerine getirerek, bilançosunu tanzim ve genel kuruluna tasdik ettiren bir anonim şirketin tahvil ihracı muamelesinin mücerret bilançosunun yılsonunda tanzim edilmediğine dayanılarak reddedilmesi ve bu suretle şirketin iktisaden güçlenmesinin önlenmesi doğru değildir". Y. 11. HD. 20.11.1975, E. 4884/K. 6596 (**Eriş**, s. 2456; **Doğanay**, s. 1259); Ayrıca bkz. Ünal **Tekinalp**, "Yargıtay'ın Tahvil Çıkarılmasına İlişkin Bir Kararı Üzerine Düşünceler", İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXIII, S.11, s. 457-459. **Tekinalp**, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, s. 84.

<sup>218</sup> Akar **Öçal**, "Anonim Şirketin Tahvil İhraç Edebilmesi İçin Muayyen Bir Süre Faaliyette Bulunması Şart mıdır?", İktisat ve Maliye Dergisi, 1989, S.8, s. 313-318; **Domanıç**, Şerh s. 1379.

<sup>219</sup> **Tekinalp**, "Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler", s. 26; **Tekinalp**, "Yargıtay'ın Tahvil Çıkarılmasına İlişkin Bir Kararı Üzerine Düşünceler", s. 457-459; **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 62.

<sup>220</sup> Öçal, bu durumu muayyen bir süre değil, anonim ortaklık tarafından kısaltılması mümkün olan "değişken bir süre" şeklinde değerlendirmiştir. Anonim ortaklıkların tahvil ihraç edebilmesi için belirli bir süre faaliyette bulunması gerekip gerekmediğine ilişkin öğretideki görüşler ve karşılaştırmalı hukuk hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Öçal**, "Anonim Şirketin Tahvil İhraç Edebilmesi İçin Muayyen Bir Süre Faaliyette Bulunması Şart mıdır?", s. 318. Aynı görüşte bkz. **Tekinalp**, "Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler", s. 26; Kemal **Arar**, Kara Ticareti, Şirketler Hukuku, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, Ankara 1952, s. 247.

Ödenmiş ve mevcudiyeti son bilanço ile anlaşılan sermaye sınırı, birinci tertip tahvillerde olduğu gibi, sonraki tertip tahvillerde de aranır<sup>221</sup>. Bu durumda birinci tertip tahvil çıkarılırken TTK. m. 422 hükmündeki sınırın tamamı kullanılmışsa, ödenmiş ve mevcudiyeti bilanço ile sabit sermaye miktarı artmış olmadıkça, başka tahvil çıkarılamaz.

Birbirine bağlı olan bu iki koşulun dayanağı, şüphesiz Kanunkoyucunun menfaat dengesi bakımından tahvil ilişkisinin zayıf tarafı olan tahvil sahiplerini koruma amacından kaynaklanmaktadır. Böylelikle Kanunkoyucu, azami bir tahvil ihraç limiti belirleyerek, anonim ortaklıkların sınırsızca borçlanmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Çünkü tahvillerin karşılığının ortaklıkça ödenmemesi durumunda tahvil sahipleri sadece ortaklığın malvarlığına başvurabilmektedir.

Öğretide, bu şart ve sınırlar çeşitli yazarlar tarafından eleştirilmiştir<sup>222</sup>. Buna göre, ortaklığın malvarlığı ödenmiş veya bilançoda mevcudiyeti anlaşılan sermayeden ibaret değildir. Çünkü kanunun ifadesi nazara alındığında kanuni ve ihtiyari yedek akçeler tahvil ihraç limitinin belirlenmesinde dikkate alınmayacaktır.

Tasarı'da ise öğretilerdeki eleştiriler göz önünde bulundurularak mevcut hükümden daha farklı bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, TTK. m. 506 hükmünün, “(1) 504 ve 505 inci madde hükümlerine bağlı borçlanma senetlerinin toplam tutarı, sermaye ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamaz; kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonları da toplama katılır. Kanunlardaki istisnalar saklıdır.(2) Sermaye Piyasası Kanunu ile ilgili mevzuat hükümleri saklıdır” şeklindeki düzenlemesi ile borçlanma senetleri için genel borçlanma sınırı öngörülmektedir ve Ser.PK.'da yer alan hükmü saklı tutulmaktadır.

Gerçekten, TTK. m. 422 hükmüne göre, ancak ödenen ve son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktara kadar tahvil çıkarılabilmektedir. Bu nedenle, taahhüt edilen ama henüz ödenmemiş olan veya zarar sonucunda sonradan azalan sermaye bu

<sup>221</sup> Arslanlı, s. 264; Domaniç, Şerh, s. 1380.

<sup>222</sup> Tekinalp, ortaklık özsermayesinin onaylanmış son bilanço yerine daha uygun bir çözüm yolu olduğu görüşündedir. Tekinalp, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 26; Ayrıca bkz. Arslanlı, s. 264, dpn. 13a; Poroy/Erem, s. 130-131; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 297. Yazara göre ortaklık herhangi bir kayda tâbi olmadıkça borç alabilir, yeter ki kendisine borç veren bulunsun. İmregün'e göre, “küçük birikimlerini bu yolla değerlendiren halkı, diğer alacaklılar ile bir tutmak doğru değildir. Tahvil sahipleri, en aşağı pay sahipleri kadar korunmalıdır. Çünkü tahvil diye mavi gök katlarını satın almak tehlikesi tahvil sahipleri için de vardır”.

hesapta dikkate alınmaz. Ancak, öğretilerde ortaklığın gerçek durumunu yansıtmadığı için eleştirilen bu hüküm, aşağıda ayrıntılı olarak incelenecek olan Ser.PK. m. 13 hükmü, SPK.'nın Seri II, No. 22 Tebliği m. 11 hükmü ve 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile daha gerçekçi bir ölçüt belirlemiştir.

Kanımca, Tasarı'da Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatında dağınık bir şekilde düzenlenen ilkelerin genel bir hüküm altında düzenlenmesi yerinde olmuştur. Buna göre tahvil ihraç limiti, çıkarılmış veya ödenmiş sermayeye yedek akçeler ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun<sup>223</sup> eklenmesinden sonra varsa zararların çıkarılması sonucu bulunan değere eşittir. Bu nedenle, Tasarı'nın bu konudaki uygulamaya bir yenilik getirmediği söylenebilir. Ancak, söz konusu düzenlemenin kanunlaşması ile Sermaye Piyasası uygulaması ana kanun olan TTK.'ya alınmış ve mevcut hükme ilişkin uygulamadaki tereddütleri giderilmiş olacaktır<sup>224</sup>.

#### **b. Sermaye Piyasası Mevzuatında Öngörülen Tahvil Sınırı**

Sermaye Piyasası Mevzuatında, anonim ortaklıkların tahvil ve diğer borçlanma senetlerini çıkarma sınırları TTK.'nın sisteminden farklıdır. Ser.PK. m. 13/f.1 hükmü, esas olarak halka açık anonim ortaklıkların tahvil ihraç limitlerini düzenlemekle birlikte aynı maddenin 3. fıkrasında halka açık olmayan ortaklıkların da ihraç veya halka arz yoluyla tahvil çıkarabileceğine ve bunların TTK. m. 422 hükmüne tâbi olacağına yer vermektedir.

Bakanlar Kurulu, Ser.PK. m. 13 hükmünün kendisine verdiği yetki uyarınca Bakanlar Kurulu Kararında anonim ortaklıkların ihraç edecekleri tahvillerin üst sınırını düzenlemektedir. Bu Kararın amacı, ihraççılarca sermaye piyasası mevzuatı kapsamında ihraç edilecek borçlanma araçlarının ihraç limitlerinin belirlenmesine ilişkin esasları düzenlemektir (BKK. m. 1).

<sup>223</sup> Ayrıca bkz. Hüseyin **Ülgen**, “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Değerleme Fonunun Sermayeye Eklenmesi Yolu ile Sermaye Artırımında Bedelsiz Paylar Kimlere Tahsis Olunmak Gerekir?”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXXI, S. 9, s. 361-370.

<sup>224</sup> Aynı görüşte bkz. Serdar **Acar**, “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler”, s. 3708.

Bakanlar Kurulu da 2009/15344 sayılı kararı ile hem halka açık anonim ortaklıkların hem de halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz ederek veya halka arz etmeksizin çıkaracakları tahvil limitlerini ve şartlarını belirlemiştir. Bu nedenle, bu bölümde anonim ortaklıklar tarafından çıkarılacak tahvil miktarına ilişkin Sermaye Piyasası Mevzuatında öngörülen sınırlamalar üzerinde durulurken, halka açık anonim ortaklıklar ve halka açık olmayan anonim ortaklıklar şeklinde iki alt başlık altında incelenmektedir.

### **i. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Tahvil İhraç Sınırı**

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

Maddede açıkça belirtildiği üzere, TTK.’daki sınırlamaya ek olarak, yedek akçeler ve yeniden değerlendirme artış fonu da eklenerek bulunan miktardan zararların düşülmesi yoluyla halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil miktarı sınırı öngörülmektedir. Bu düzenleme, ortaklığın malvarlığını belirleme açısından daha gerçekçi olup, yukarıda değindiğimiz öğretilerdeki eleştirileri de bertaraf edecek niteliktedir.

Ancak, halka açık anonim ortaklıkların Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca belli koşulları yerine getirmeleri durumunda, tahvil ve diğer borçlanma senetlerine ilişkin bu sınır belli katsayılar oranında artırılabilir. Buna göre, halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri borçlanma araçlarının toplam tutarı, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hazırlanmış, bağımsız denetimden geçirilmiş ve genel kurul tarafından onaylanmış son hesap dönemine ilişkin yıllık finansal tablolarda yer alan özkaynak toplamının on katını geçemez (BKK m. 2/f.1). Halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecek borçlanma araçlarının toplam tutarı, birinci fıkra çerçevesinde hesaplanan genel ihraç limitinin yarısını geçemez (BKK m. 2/f. 2).

## ii. Halka Açık Olmayan Anonim Ortaklıklarda Tahvil İhraç Sınırı

Ser.PK. m. 13 hükmü, halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edecekleri tahvillerin üst sınırı düzenlenmemiştir. Bunun yerine, Bakanlar Kurulu TTK. m. 422'deki sınırların artırılması konusunda yetkilendirilmiştir (Ser.PK. m. 13/f.3). Ayrıca Tebliğ'in "ihraç limiti" kenar başlığı taşıyan m. 11/f. 1 hükmünün "Borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limiti ve katsayı, 3/9/2009 tarih ve 27338 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 3/8/2009 tarihli ve 2009/15344 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı'nda yer alan esaslar ve Kanun çerçevesinde tespit olunur. İhraç limitinin hesaplanmasında, aynı ortaklık veya ihraççı tarafından daha önce ihraç edilmiş ve halen tedavülde bulunan borçlanma araçlarının nominal tutarı indirim kalemi olarak dikkate alınır" şeklindeki düzenlemesi ile Bakanlar Kurulu'nun bu konudaki yetkisi pekiştirilmiştir.

Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, TTK. m. 422 hükmünde belirlenen miktarı aşamaz. Başka bir ifadeyle, halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil tutarını değiştirilmemektedir. Ancak, tıpkı halka açık anonim ortaklıklarda olduğu gibi, halka açık olmayan anonim ortaklıklarda da tahvil ihraç limitini artıran bir katsayı belirlenmiştir.

Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri borçlanma araçlarının toplam tutarı, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hazırlanmış, bağımsız denetimden geçirilmiş ve genel kurul tarafından onaylanmış son hesap dönemine ilişkin yıllık finansal tablolarda yer alan özkaynak toplamının altı katını geçemez (BKK m. 3/f.1). Halka arz edilmek suretiyle ihraç edilecek borçlanma araçlarının toplam tutarı, birinci fıkra çerçevesinde hesaplanan genel ihraç limitinin yarısını geçemez (BKK m. 3/f.2).

Bu nedenle, tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin ihraç limitleri ile TTK. m. 422 hükmünde belirlenmiş olan, anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvil miktarına dair sınırlar gerektiğinde Bakanlar Kurulu tarafından genel olarak veya sektörler itibariyle artırılabilir (Ser.PK. m. 13/f. 3). Bakanlar Kurulunun sınırı belirlediği bu durumlarda anonim ortaklıkların

başvurabilecekleri azami tahvil ihraç limiti, Bakanlar Kurulu'nun belirlemesi dikkate alınarak, yukarıdaki esaslara göre hesaplanan genel toplamdan, tedavülde bulunan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin tutarı indirilmek suretiyle hesaplanır. İhraççıların daha önce ihraç ettikleri ve halen tedavülde olan borçlanma araçlarının nominal tutarı, yeni ihraç limitinin hesaplanmasında bir indirim kalemi olarak dikkate alınır (BKK. m. 5)

## B. TAHVİL ÇIKARILMASININ USULÜ

### 1. Yetkili Organ Kararı

TTK. m. 423 hükmü ile tahvil çıkarma yetkisi yalnızca genel kurula verilmektedir. Tahvil ihracına karar vermeye yetkili organın kural olarak genel kurul olması sebebiyle, ortaklığın tahvil çıkarabilmesi için bu organın da hukuken mevcut olması gerekmektedir<sup>225</sup>. TTK. hükümleri uyarınca bu yetkinin başka bir organa devredilmesi mümkün değildir<sup>226</sup>. Buna karşılık Ser.PK. m. 13/f. 6 hükmü ile kanundaki yetkinin hem genel kurul tarafından hem de anasözleşme ile yetki verildiği takdirde yönetim kurulu tarafından kullanabileceği öngörülmektedir<sup>227</sup>. Bu nedenle aşağıdaki bu iki organın yetkileri ayrı olarak incelenecektir.

<sup>225</sup> Arslanlı, s. 263; Doğanay, s. 1261.

<sup>226</sup> İmregün, yönetim kurulu kararı ile de tahvil ihracını düzenleyen TTK. m. 423 hükmünü eleştirmiş ve yönetim kurulu kararı ile de tahvil çıkarılabileceğini savunmuştur. Kanuna göre, yönetim kurulu anonim ortaklığın yönetim ve temsil yetkisine sahip organıdır (TTK. m. 317). Ortaklığı temsile yetkili olanlar ise, “*şirketin maksat ve mevzuuna dahil her nevi işleri ve hukuki muameleleri şirket adına yapmak*” hak ve yetkisine sahiptir (TTK. m. 321). Genel kurul ise, ortaklık işlerinin yürütülmesi ile ilgili olarak yönetim kuruluna talimat verme yetkisine sahip olmakla beraber, ortaklık işlerine ancak bazı istisnai hallerde doğrudan doğruya katılabilir (TTK. m. 311). Ortaklığın tahvil çıkarması, ortaklık açısından karz akdi olduğundan ödücün tamamının bir kişiden örneğin bir bankadan alınması halinde genel kuruldan ayrıca bir yetki almaya gerek olmaksızın yönetim kurulunun yetkili olduğu açıktır. Bu ödücün, bir veya birkaç kişiden sağlanması ile tahvil çıkarma yoluyla sağlanması arasında ortaklığın yüklendiği risk açısından bir fark olmadığına göre, yönetim kurulu kararı ile tahvil ihraç edilebilmelidir. İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 403; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 433.

<sup>227</sup> Güzin Üçışık, “Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Tahvil Çıkarması”, Marmara Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.VI, S.1-2, 1989, s. 267.

### a. Genel Kurul Kararı ile çıkarma

Türk Ticaret Kanunu “*Umumi heyet kararı*” kenar başlığını taşıyan m. 423 hükmünün, “*Esas mukavele, tahviller çıkarılmasına müsait bulunsa bile, bu hususta umumi heyet tarafından karar verilmesi lazımdır. Bu kararın muteber olması için 388’inci maddenin üçüncü fıkrasındaki müzakere nisabının ve son fıkrasındaki ekseriyetin vücudu şarttır. Umumi heyetçe verilen karar, tescil ve ilan edilmedikçe infaz edilemez*” düzenlemesi ile tahvil çıkarma yetkisini genel kurula verilmektedir.

Genel kurul kararı, tahvil çıkarmanın vazgeçilmez şartıdır. Bu yüzden, genel kurul kararı ile tahvil çıkarmada anasözleşmede, tahvil çıkarılmasına ilişkin hüküm bulunması gerekmemektedir. Bu yetki kanundan kaynaklanır ve genel kurulun tekeline aittir. Başka bir ifadeyle, anasözleşmede hiç hüküm bulunmasa dahi ortaklık tahvil ihracına ve usule ilişkin şartları yerine getirerek tahvil çıkartabilmektedir<sup>228</sup>. Ancak, ortaklık anasözleşmesinde tahvil ihracına ilişkin hükümler bulunması durumunda, bu hükümleri değiştiren bir genel kurul kararı alınabilmesi için anasözleşme değişikliği gerekmektedir.

Anasözleşmede tahvil çıkarılması, özel bazı şartlara bağlanmış ise, yine genel kurulun kararına gerek vardır. Genel kurul kararında bu şartlara uygun hareket edeceği gibi, kararın yürütülmesi de eğer varsa anasözleşmedeki kurallara göre yapılır. Anasözleşmede hiç hüküm bulunmuyorsa, genel kurul TTK. m. 421 ve 422 hükümlerine aykırı olmamak şartı ile emredici hükümleri gözeterek şartları istediği gibi saptayabilir. Anasözleşmede hüküm bulunup bulunmaması arasındaki fark kendini bu noktada gösterir<sup>229</sup>.

<sup>228</sup> Arslanlı, s. 265; Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 729; Tekinalp, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 27; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 433; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 402; Pulaşlı, s. 832; Eriş, s. 2459; Buna karşılık öğretide azınlıkta kalan diğer bir görüş, tahvil çıkarma konusunda anasözleşmede kural bulunması gerektiğini söylemekte ve böyle bir kural yoksa ortaklık anasözleşmesinin TTK. m. 385 vd. şartlarına uygun olarak değiştirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Domaniç, Şerh, s. 1426; Çevik, s. 844; Doğanay, s. 1260.

<sup>229</sup> Hatta anasözleşmede hüküm yoksa genel kurul sadece tahvil çıkarılmasına karar verip kendi yetki tekelinde bulunmayan hususlarda yönetim kurulunu da yetkilendirebilir. Çünkü TTK. m. 423, sadece tahvil çıkarma sürecinin genel kurulun kararı ile başlamasını istemiş, yoksa kararda bütün ayrıntıların yer alması şart koşulmamıştır. Zaten, izahnamenin yönetim kurulu tarafından hazırlanacağını kanunda açık bir şekilde ifade edilmesi (TTK. m. 425/f. 1) bu görüşü doğrulamaktadır. Bu yetkilendirme sırasında genel kurulun etkilemiş olduğu talimata yönetim kurulu uymak zorundadır. İzahnameyi, yönetim kurulu hazırlamakla beraber, genel kurul da şartları tespit ve talimat şeklinde



Genel kurulun tahvil çıkarma kararı ağırlaştırılmış toplantı ve karar yetersayılarına tâbidir. Genel kurul kararı ile tahvil çıkarmada, TTK. m. 423 hükmünün TTK. m. 388 hükmüne yollaması sebebiyle esas sermayeli anonim ortaklıklarda esas sermayesinin, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda ise, çıkarılmış sermayenin en az yarısını temsil eden pay sahiplerinin veya temsilcilerinin toplantıda hazır bulunması gerekir (TTK. m. 388/f. 3). İlk toplantıda bu yetersayının sağlanamaması halinde, genel kurul en geç bir ay içinde ikinci kez toplantıya çağrılır.

Sonraki toplantıda müzakere yapabilmek için esas sermayenin veya çıkarılmış sermayenin üçte birini temsil eden pay sahibinin mevcut olması yeterlidir (TTK. m. 388/f. 3). Gerek birinci ve gerekse sonraki toplantıda, tahvil çıkarma kararı mevcut oyların çoğunluğu ile alınmalıdır<sup>230</sup> (TTK. m. 388/f. 4). Öğretide, tahvil ihracının olağanüstü bir iş olması sebebiyle, kanunda ağırlaştırılmış toplantı yetersayılarının öngörüldüğü ileri sürülmektedir<sup>231</sup>.

Halka açık anonim ortaklıklarda ise, anasözleşmede aksine bir düzenleme yoksa Ser.PK. m. 11/f. 7 hükmü esas alınarak, TTK. m. 372 hükmündeki yetersayılar uygulanmaktadır<sup>232</sup>. Buna göre, esas sermayenin dörtte birini temsil eden pay sahiplerinin hazır bulunması yeterlidir. İlk toplantıda, bu yetersayıya ulaşılamaması halinde, ikinci toplantıda hazır bulunan pay sahipleri temsil ettikleri sermayenin miktarı ne olursa olsun, müzakere yapmaya ve karar vermeye yetkilidirler. Tahvil ihracı, anasözleşme değişikliği niteliğinde olmadığından, TTK. m. 387 hükmü bu durumda uygulanmaz<sup>233</sup>. Karar yetersayısının oluşmasında, oyda imtiyazlı özel kategori paylar varsa, bunlar imtiyazları oranında oy kullanırlar<sup>234</sup>.

Genel kurul tarafından verilen kararın uygulamaya konulabilmesi için kararın tescil ve ilan şarttır (TTK. m. 423). Tescil ve ilanın iki önemli sonucu vardır. Bunlardan biri, tescil ve ilan gerçekleşmesinden tahvil ihracına ilişkin diğer işlemler yapılabilir. Başka bir ifadeyle, tescil ve ilan yapılmadan diğer işlemlere geçilemez.

---

bildirmeye yetkilidir. Tahvillerin sahiplerine verecekleri haklar veya bazı özellikler genel kurulun, karar tekeline ise, tabii ki bu hususlar karada yer almalıdır. **Tekinalp**, "Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler", s. 27. Aynı görüşte bkz. **Arslanlı**, s. 266.

<sup>230</sup> Y. TD. 31.12.1973, E. 4688/K. 5278 (**Eriş**, s. 2460)

<sup>231</sup> **Doğanay**, s. 1261; **Arslanlı**, s. 265.

<sup>232</sup> **Pulaşlı**, s. 832.

<sup>233</sup> TTK. m. 387'ye göre, ana sözleşmenin değiştirilmesi için yapılan toplantıda, ana sözleşmede aksine hüküm olsa bile pay senedi ancak bir oy hakkı verir.

<sup>234</sup> **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 402.

Diğer bir sonuç ise, tescil ve ilan edilmiş şekli ile kararın tahvil sahiplerinin hak ve borçlarının çerçevesini belirlemesidir<sup>235</sup>. Tescil talep üzerine yapılmaktadır (TTK. m. 29). Genel Kurul kararının alındığı tarihten itibaren 15 gün içinde tescil talebinde bulunulması gerekmektedir (TTK. m. 32/f. 1).

Yönetim kurulunun, tahvil ihracına ilişkin genel kurul kararını haklı bir sebep olmaksızın uzun süre yerine getirmemesi sorumluluğuna sebep olabilir (TTK. m. 336/f. 4). Ancak, tahvil ihraç kararında belirtilmemişse yönetim kurulu ihraç tarihini belirlemede serbest olduğundan piyasanın uygun olmaması sebebiyle genel kurul kararını yerine getirmeyebilir. Bu nedenle piyasanın uygun zamanını beklemek yönetim kurulunun hakkıdır. Ancak fazla gecikme, yönetim kurulunun sorumluluğunu doğurabileceği gibi genel kurul kararını da etkisiz kılabilir. Bu nedenle, yönetim kurulu yıllar önce verilmiş bir karara dayanarak ihraca gidemez. Bu durumda yeni bir karar alınması *ratio legis* gereğidir<sup>236</sup> (TTK. m. 423).

Anonim ortaklık genel kurulu tahvil çıkarılmasına karar verdikten sonra, tahvil çıkarılmasını ortaklık bakımından cazip hale getiren sebepler ortadan kalkmış veya değişmiş ise, yönetim kurulu kendi başına tahvil ihracından vazgeçemez<sup>237</sup>. Çünkü yönetim kurulu genel kurul tarafından verilen kararların usulüne uygun bir şekilde yerine getirilmesinden sorumludur (TTK. m. 336/f. 4). Genel kurulun olağanüstü toplantıya çağrılıp (TTK. m. 364) tahvil ihracından vazgeçilmesine ilişkin yeni bir karar alınması gerekmektedir. Bu karar için, TTK. m. 423 hükmünün yollaması gereğince TTK. m. 388/f. 3 hükmünde öngörülen toplantı yetersayısına ihtiyaç yoktur. Çünkü TTK. m. 388/f. 3 hükmünde düzenlenen karar yetersayısı tahvil ihracına ilişkindir<sup>238</sup>.

<sup>235</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 727; **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 27; **Domaniç**, Şerh, s. 1427; **Arslanlı**, s. 267-268; **Karakoyunlu**, s. 212; **Pulaşlı**, s. 832.

<sup>236</sup> Yönetim kurulunun, genel kurul kararına dayanarak aralıklı (parça parça) emisyon yapip yapamayacağı önemli bir sorundur. Örneğin 3.000.000.-TL’lik emisyon üç parça olarak 3 yılda tamamlanabilir mi? TTK.’da engel bir hüküm yoktur. 3.000.000’nun tamamı bir ihraç sayılır. Bir ihracın bölünmesi yararlı ise bu yola gidilebilmelidir. Bunu en iyi değerlendirecek olan ise yönetim kuruludur. Kararda aksi belirtilebilir. Bölme başarısız bile olsa, Tekinalp’e göre yönetim kurulunun sorumsuzluğu sonucuna varılmalıdır. Çünkü bu bir değerlendirme problemidir. **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 27-28.

<sup>237</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 27; **Pulaşlı**, s. 833.

<sup>238</sup> Tekinalp’e göre, zaman açısından uygun düşüyor ise bu karar adi genel kurul toplantısında alınabilir. Hatta ihraç nedenlerinin ortadan kalktığı konusunda ilk değerlendirmeyi yönetim kurulu yapacağından, adi genel kurul toplantısına uygun bir zamanda bu sonuca varılması olanağı vardır. Açık bir kötüye kullanma yoksa sorumluluğu düşünülemez. Tekinalp, genel kurul kararında bu konuda yani tahvil çıkarmaktan vazgeçme hususunda değerlendirmeyi yönetim kuruluna bırakıp, ilk

TTKT. m. 505 hükmü ise, “*Aksi kanunda öngörülmemişse, genel kurul herhangi bir menkul kıymetin çıkarılmasını ve hükümleriyle şartlarını saptamak ve bununla ilgili işlem denetçisi seçmek yetkisini, en çok 15 ay için yönetim kuruluna bırakabilir*” şeklinde düzenlemesi ile menkul kıymetlerin, özellikle borçlanma senetlerinin genel kurulun verdiği yetki ile yönetim kurulu tarafından çıkarılmasının ve bu yetkinin on beş aylık bir süre için sürekli olmasının uygulamada kolaylık sağlayacağı düşünülmüştür.

Tasarı’ya göre, tahviller yine genel kurul tarafından verilecek karar ile çıkarılacak, genel kurul bu konuda yetki verirse yönetim kurulu tarafından da çıkarılabilecektir. Ancak yönetim kuruluna verilen bu yetki belli bir süreyle sınırlı olacaktır. Bu bakımdan Tasarı, Ser.PK. m. 13/f.6 hükmünün düzenlemesi ile aynı doğrultudadır. Ancak mevcut düzenlemeden farklı olarak yönetim kuruluna devredilen yetkinin süresi 15 ay ile sınırlandırılmaktadır. Böylece, Tasarıda, Ser.PK.’da yer alan halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu kararıyla da tahvil çıkarılmasına ilişkin düzenleme, tüm anonim ortaklıklar için TTKT.’ya alınmış olacaktır.

## **b. Yönetim Kurulu Kararı ile Çıkarma**

Ser.PK. m. 13/f. 6 hükmünün, “*Tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senedi ihraç yetkisi, esas sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilir. Bu takdirde Türk Ticaret Kanununu 423 ve 424 üncü maddeleri uygulanmaz*” şeklinde düzenlemesi ile yönetim kurulu kararı ile de tahvil ihraç edilebileceği ve bu durumda TTK. m. 423 hükmünün uygulanmayacağı hükme bağlamıştır. Kanunun konusunun tahvil çıkarılmasını kapsadığına ve bu hususta ihraççı ortaklık hakkında bir ayrıma gidilmediğine göre<sup>239</sup>, halka açık olan ve

---

adi genel kurulda bilgi verilmesini isteyebilir. Kanunu göre sadece tahvil çıkarma kararı, genel kurulun münhasır yetkisinde olduğundan bu kararların geçerli olduğu kabul edilmelidir. **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 27; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 730; **Pulaşlı**, s. 832. Doğanay’a göre, tahvil ihracı nedenlerinin ortadan kalktığı hususunda ilk değerlendirmeyi anonim ortaklık yönetim kurulu yapacağı için, ilk olağan genel kurul toplantısında bilgi vermek kaydıyla, uygun olan bir başka zamanda ihracın gerçekleştirilmesi amacıyla tehir kararı alınması mümkündür. Bu görüş için bkz. **Doğanay**, s. 1261-1262.

<sup>239</sup> Ser.PK. m. 2: “*Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, bu Kanunun 40 ıncı maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanmış diğer*

olmayan bütün anonim ortaklıkların ihraç ettikleri halka arz edilen veya edilmeyen tüm tahvillerde, tahvil ihraç kararı yönetim kurulu tarafından verilebilecektir<sup>240</sup>.

Menkul kıymetleri halka arz edilen anonim ortaklıklar ana sözleşmeyle tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi halinde, genel kurul kararına ihtiyaç olmaksızın yönetim kurulu kararı ile tahvil çıkarılabilir<sup>241</sup>. Genel kurul kararı ile tahvil çıkarmadan farklı olarak yönetim kurulunun tahvil çıkarılmasına ilişkin kararının tescil ve ilan edilmesine gerek yoktur (TTK. m. 423). Anasözleşmede tahvil ihracına ilişkin yönetim kuruluna bir yetki verilmemiş ise, bu durumda TTK. m. 423 hükmü uygulanacağından genel kurul kararına ihtiyaç olacaktır. Bu durumda ayrıca kararın tescil ve ilanı da gerekmektedir.

Yönetim kurulu kararlarının geçerliliği Türk Ticaret Kanunu hükümlerine tâbidir. Yönetim kurulu tahvil çıkarılmasına ilişkin kararını, anasözleşmede öngörülen yetersayılara uygun olarak alır. Anasözleşmede bu konuda bir hüküm yoksa, TTK. m. 330 hükmü uygulanır. Buna göre, tahvil ihracına karar verecek yönetim kurulunun toplantı yetersayısı üyelerinin en az yarısından bir fazlasıdır. Karar yetersayısı ise toplantıda hazır bulunan üyelerin çoğunluğu ile alınır.

Ancak, Kanunkoyucunun TTK. m. 330/f. 1 hükmünde, yönetim kurulunun toplantı yetersayısına ilişkin “*üye sayısının yarısından bir fazla*” şeklindeki maddenin başarısız ifadesi bazı yazarların ve Yargıtay’ın farklı bir yorum getirmelerine neden olmuştur. Maddenin ifadesine bağlı kalan görüş uyarınca, 3 kişilik yönetim kurulunda toplantı yetersayısının üç yani oybirliği olarak kabul edilmelidir<sup>242</sup>. Ancak, sadece kanunun metnin lafzına dayanarak hükmün amacını ihmal eden bu görüşe katılmak mümkün değildir<sup>243</sup>. Zira Kanunkoyucunun da 3 kişilik bir yönetim kurulunda toplantı yetersayısı olarak çoğunluk ilkesinden

---

*piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye Piyasası Kurulu bu Kanun hükümlerine tâbidir..”*

<sup>240</sup> Ünal, münhasıran genel kurula ait olan ve başka bir organa devredilmesi mümkün bulunmayan tahvil ihraç yetkisinin, her türlü denetimden uzak olarak sadece tahvil çıkarma prosedürünü kolaylaştırmak için yönetim kuruluna devri uygun olmadığı gibi hüküm kanun yapma tekniğine de uygun değildir. Ünal’a göre, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi”, s. 76-78.

<sup>241</sup> Avrupa Toplulukları Komisyonu tarafından 13.05.1975 tarihinde Bakanlar Konseyine sunulan “Avrupa Toplulukları Tüzük Tasarısı”da tahvillerin çıkarımını kolaylaştırmak amacıyla tahvil çıkarma yetkisini genel kuruldan alarak yürütme organına vermiştir. Bu konuda daha geniş bilgi için bkz. Ömer Teoman, “Avrupa Anonim Ortaklığında Tahviller”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXVII, S.4, Temmuz 1980, s. 146-157.

<sup>242</sup> Eriş, s. 949; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 211; Y. 11. HD. 28.11.1985 E. 5890/K. 7155; Y. 11. HD. 6.06.1986, E. 2687/3509; Y. 11. HD. 25.06.2001 E. 2001/5777.

<sup>243</sup> Aynı görüşte, Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 308-309.

ayrılarak oybirliğini kabul etmesini gerektirecek herhangi bir hukuki gerekçe de mevcut değildir. Toplantı ve karar yetersayısı sağlanmaksızın alınan kararlar hukuken yok hükmündedir. Toplantı ve karar yetersayıları sözleşmeye konulacak bir hükümle ağırlaştırılabilir<sup>244</sup>.

Yönetim kurulu kararlarının öz yönünden geçerliliği genel hükümlere tâbidir. Yokluk veya butlanla sakat yönetim kurulu kararları aleyhine her ilgili tespit davası açabilir. Bu nitelikte tahvil çıkarılmasına ilişkin yönetim kurulu kararlarının da yok hükmünde veya batıl olduğunun tespiti ilgililerce talep edilebilir<sup>245</sup>.

## 2. Kayda Alınmak için Sermaye Piyasası Kurulu'na Başvuru

Sermaye Piyasası Kanunu, ihraç veya halka arz edilecek olan tahvillerin Kurul kaydına alınmasını zorunlu tutmuştur (Ser.PK. m. 4/f.1). İhraç kelimesi, sermaye piyasası araçlarının çıkarılarak halka arz edilerek veya arz edilmeksizin satışını kapsadığına göre (Ser.PK. m. 3/c; Tebliğ m. 3/ğ), hem halka arz edilen hem de halka arz edilmeksizin satılan tahvillerin kurul kaydına alınması gerektiği sonucuna varılabilir<sup>246</sup>. Tahviller halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin tahsisli olarak satılabilmektedir (Tebliğ m. 7/f.1).

Ser.PK. m. 5/f. 1 hükmünde, kayda alma başvurusuna Kurul tarafından tespit edilecek bilgi ve belgelerin ekleneceği bir dilekçe ile yapılmaktadır. Bu bilgi ve belgeler, Kurul tarafından, her bir sermaye piyasası aracı bakımından ilgili tebliğlerde ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Anılan hükmün ikinci fıkrasına göre ise, belgeler ve açıklamalardaki eksikliklerin Kurul tarafından belirlenecek süre

<sup>244</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 732; **Çevik**, s. 845.

<sup>245</sup> Sakatlığı sadece iptal edilebilirlik derecesinde olan yönetim kurulu kararları aleyhine iptal davası açılıp açılmayacağı konusunda Türk Ticaret Kanununda açık bir hüküm yoktur. Öğretide, bir kısım yazarlar, yönetim kurulu kararlarının iptal edilebileceği görüşündedir. Bu görüş için bkz. **Arar**, s. 130; **Onsun**, s. 237, **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 54-55. Diğer bir kısım yazarlar da yönetim kurulu kararlarının iptali imkânı ve gereği olmadığı görüşündedirler. Bu görüş için bkz. **Hırş**, s. 315; **Arslanlı**, s. 110; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 215 vd.; Erdoğan **Moroğlu**, Türk Ticaret Kanunu'na Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1993, s. 131 vd.; Tuğrul **Ansay**, "Anonim Şirket İdari Meclis Kararlarının İptali Meselesi", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. II, 1964, s. 380.

<sup>246</sup> Ser.PK. m. 3/f.1 (c) hükmünde "halka arz edilmeksizin satış" şeklinde ifade edilen satış türünün uygulamada kullanılan karşılığını "tahsisli satış" ifadesi oluşturmaktadır. Bu satış türünün halka arz yolu ile satıştan farkı, tahvillerin halka satılmayıp, doğrudan belirli bireysel ya da kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesidir. Halka arz hakkında daha geniş bilgi için bkz. Tolga **Ayoğlu**, Sermaye Piyasası Hukuku'nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arz Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008, s. 56 vd.

içerisinde tamamlanması zorunludur. Eksiklikleri bu süre içerisinde tamamlanmayan başvurular düşer.

Ortaklıklar ihraç edecekleri tahvilleri, bu Tebliğ'de belirtilen esaslara göre Kurul'a kaydettirmeleri zorunludur (Tebliğ m. 4/f. 1). Tahvil ihracı için tahvil çıkaracak ortaklığın ana sözleşmelerinde buna yetki veren hüküm bulunması ve bu konuda genel kurul tarafından karar alınmış olunması zorunludur. Genel kurul kararının toplantı ve karar yetersayıları bakımından, TTK.'nın 372 nci ve 378 inci maddeleri hükümlerine uygun olarak alınmış olması gerekmektedir (Tebliğ m. 4/f. 2). İhraç edilecek tahvillere ilişkin olarak alınacak yetkili organ kararında bu tahvillerin tutarının, türünün, vadesinin ve faizinin belirlenmesine ilişkin genel esaslara yer verilmesi zorunludur (Tebliğ m. 4/f. 3).

Kurul kaydına alınma başvurusunun, yetkili organ kararının alındığı tarihten itibaren bir yıl içinde yapılması zorunludur (Tebliğ m. 4/f. 4). Kurul kaydına alınan tahviller, bir yıllık dönem içinde farklı vade yapısı ve faiz oranı üzerinden satılabilmektedir (Tebliğ m.4/f. 5). Kayda alınan tahvillerin satışından vazgeçilmesi halinde bu durum derhal Kurul'a bildirilir. Satışından vazgeçilen veya satılmayan tahviller Kurul'dan uygun görüş alınmak suretiyle Kurul kaydına alınma tarihinden itibaren bir yıl içinde tekrar satışa sunulabilmektedir (Tebliğ m. 4/f. 6). İhraççı ortaklıklar, anasözleşmeleri veya varsa kendi özel mevzuatları uyarınca tahvil ihracına yetkili organ kararının alınmasından sonra tahvilin kayda alınması için, Tebliğ Ek/1'de yer alan belgelerle birlikte Kurul'a başvururlar<sup>247</sup> (Tebliğ m. 5/f.1). İhraççı ortaklıkların tahvil ihraçları için, ihraççılarla ilgili özel mevzuat uyarınca başka bir makam ve onayı gerekiyorsa tahvil ihraç başvurusunda bu karar veya onayın bulunması şarttır<sup>248</sup>.

Kurul, ihraç edilecek tahvilleri incelemesi neticesinde açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu tahvillerin Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir (Tebliğ m. 6/f.1). Buna karşılık, ortaklığın Kurulun incelemesine sunacağı belgeler ve yapacağı açıklamalar tatmin edici nitelikte ise, SPK. bunları kayda alarak ortaklığın tahvil çıkarmasına izin verecektir.

<sup>247</sup> Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası'na ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurula kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurula bilgi verilmektedir (Ser.PK. m. 4/f. 2).

<sup>248</sup> Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 131.

Kayda alınan tahvillerin satışına ilişkin olarak bir kayıt belgesi düzenlenir. Kayıt belgesinin, Kurul'un kayda alma kararı tarihinden itibaren en geç 15 gün içinde teslim alınması zorunlu olup, bu belge alınmaksızın ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz. Ancak, Kurul gerekli hallerde bu süreyi uzatabilmektedir (Tebliğ m. 6/f.2). Kurul, ihraççı ortaklıktan, tahvillere ilişkin ödeme yükümlülüklerinin yurt içinde yerleşik bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınmasını talep edebilir (Tebliğ m. 6/f.3). Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuru prosedürünün bu kadar ayrıntılı düzenlenmesinin ve gerek görüldüğünde teminat talep edilebilmesinin esas nedeni tahvil ilişkisinin zayıf tarafı olan tahvil sahiplerinin korunması düşüncesinden kaynaklanmaktadır.

Halka arz edilecek tahvillerin Kurul tarafından kayda alınmasından sonra, ihraççılar her satıştan en az 10 gün önce; satış ile ilgili sirkülerin de içinde bulunduğu Tebliğ Ek/2'de yer alan belgelerle birlikte Kurul'a başvururlar. Kurul, gerekli incelemeleri yaptıktan sonra sirküleri onaylar. Sirküler onaylanmadan satış işlemlerine başlanamaz (Tebliğ m. 5/f.2).

Tahsisli satılacak<sup>249</sup> tahvillerin Kurul kaydına alınmasından sonra, ihraççı ortaklıklar satış işlemlerini her satıştan önce Kurul'dan uygun görüş almak suretiyle gerçekleştirirler ve satış sonuçlarına ilişkin olarak Kurul'a bilgi verirler (Tebliğ m. 5/f. 3). İhraççıların borçlanma aracı ihraçları için, ihraççı ortaklıklarla ilgili özel mevzuat uyarınca başka bir makam veya organın karar ve onayı gerekiyorsa ihraç başvurusunda bu karar veya onayın bulunması şarttır (Tebliğ m. 5/f. 4).

Özel mevzuatları uyarınca başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan ihraççı ortaklıkların, Kurul'a yapacakları kayda alma başvurusu öncesinde, ihraca engel teşkil edecek herhangi bir husus olup olmadığına dair ilgili kamu kuruluşuna hazırlanarak doğrudan Kurul'a gönderilecek görüş yazısı için ilgili kamu kuruluşuna başvuruda bulunmaları gerekmektedir (Tebliğ m. 5/f. 5). İhraççı ortaklıkların, halka arz edilecek tahvillerin borsanın ilgili pazarında işlem görüp göremeyeceğine ilişkin olarak bu maddenin beşinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde borsaya başvurmaları zorunludur (Tebliğ m. 5/f. 6).

<sup>249</sup> "Tahsisli satış" ve "halka arz edilmeksizin satış" terimleri çalışmamızda herhangi bir ayırım gözetmeksizin eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. "Halka arz edilmeksizin satış" teriminin kanuni terim olması, "tahsisli satış" teriminin uygulamada yerleşmiş bulunması ve Kurul tarafından yapılan yakın tarihli düzenlemelerde tercih edilmesi nedeniyle bu yöntem benimsenmiştir.

Halka arz yolu ile satılacak tahviller için, payları Borsa’da işlem gören ihraççı ortaklıkların geçmiş 2 yıla ait yıllık finansal tablolarına ait bağımsız denetim raporlarına; ihracın ilk altı aylık dönemden sonra yapılması durumunda ayrıca 6 aylık ara dönem finansal tablolarına ait sınırlı bağımsız denetim raporuna veya bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablo tarihinden sonra kamuya açıklanmış ancak sınırlı bağımsız denetimden geçmemiş ara dönem finansal tablolarına izahnamede yer verilmelidir. Payları Borsa’da işlem görmeyen ihraççı ortaklıklar ise ihracın hesap döneminin bitimini izleyen ilk 3 aydan sonraki bir dönemde gerçekleştirilmesi durumunda, aşağıdaki tabloda yer alan esaslar çerçevesinde hazırlanan finansal tablolar veya halka arz tarihine daha yakın tarihli finansal tablolar ile bağımsız denetim raporlarına izahnamede yer verir (Tebliğ m. 5/f.7):

	<b>Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem</b>	<b>İzahnamede Yer Alacak Finansal Tablolar</b>	<b>Özel Bağımsız Denetimden Geçecek Finansal Tablolar</b>
1	01 Mart – 31 Mayıs	Son 2 yıllık finansal tablolar	Son 2 yıllık finansal tablolar
2	01 Haziran – 31 Temmuz	Son 2 yıllık ve 3 aylık ara dönem finansal tablolar	Son 2 yıllık finansal tablolar
3	01 Ağustos – 31 Ekim	Son 2 yıllık ve 6 aylık finansal tablolar	Son 2 yıllık ve 6 aylık finansal tablolar
4	01 Kasım – 30 Kasım	Son 2 yıllık ve 6 aylık ve/veya 9 aylık finansal tablolar	Son 2 yıllık ve 6 aylık veya 9 aylık finansal tablolar
5	01 Aralık – 28 Şubat	Son 2 yıllık ve 9 aylık finansal tablolar	Son 2 yıllık ve 9 aylık finansal tablolar

Tahsisli olarak veya nitelikli yatırımcılara satılacak tahviller için, ihraç limitinin hesaplanmasında esas alınacak finansal tabloların özel amaçlı bağımsız denetimden geçirilmesi yeterlidir. Ancak halka açık olmayan ortaklıkların ödenmiş sermaye tutarını geçmeyecek ve tahsisli yapılacak ihraç başvurularında özel amaçlı bağımsız denetim şartı aranmaz (Tebliğ m. 5/f. 8). Tahvillerin tahsisli olarak satışında izahname ve sirküler düzenlenmez (Tebliğ m. 8/f.1). Tahvilleri tahsisli olarak satın alacak gerçek ve tüzel kişilerin sayısının gerek bu araçların Kurul kaydına alınması aşamasında gerekse kayıt aşamasından sonra yapılacak işlemlerle 100’ü geçmemesi şarttır<sup>250</sup> (Tebliğ m. 8/f.2).

<sup>250</sup> Kurul’un ihraççıların muafiyet şartlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcılara yapılan tahsisli satışlarda sayı yönünden bir kısıtlama uygulanmaz. Ancak nitelikli yatırımcılara satılan tahvillerin, SPK. m. 3 üncü maddesinde yer alan halka arz tanımı kapsamına girecek şekilde yeniden satışa sunulmaları halinde izahname ve sirküler düzenlenmesi zorunludur (Tebliğ m. 8/f.3).



### 3. İzahname ve Sirküler Hazırlanması

Sermaye Piyasası Kanununa göre, halkın menkul kıymetleri satın almaya davet edilmesi, izahname ve anasözleşmenin Kurul tarafından gerekli görülecek maddelerinin ekleneceği bir sirküler ile yapılır (Ser.PK. m. 6). Sirküler, ortaklık ile tahvil satın almak isteyen yatırımcılar arasındaki ilişkinin en esaslı unsurlarını düzenleyen izahnamede yer alan bilgilerin özetinin yer aldığı ve halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti amacıyla yayınlanan bir belgedir<sup>251</sup>.

İzahname yayınlanması ve ilanın zorunluluğu, tahvillerin halka satılması durumunda ortaya çıkan kanuni bir şarttır<sup>252</sup> (TTK. m. 425). Halka arz edilmeyen tahviller için izahname yayınlama zorunluluğu bulunmamaktadır<sup>253</sup>. İzahname düzenleyip yayımlamanın en önemli amacı, halkın çıkarılan tahvillere ilgisini çekerek onları taahhütte bulunmaya davet etmektir. Bir diğer önemi de, halkın satın alacağı tahvillerin özellikleri ve ortaklığın durumu hakkında izahname ile bilgilendirmektir<sup>254</sup>. Bu nedenle, izahname ortaklık ile tahvil satın almak isteyen tasarruf sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen bir çeşit “*icaba davet*” olarak nitelendirilebilir<sup>255</sup>.

---

Bir yıllık dönem içinde tahsisli satılacak tahvillerin Kurul kaydına alınmasından sonra, ihraççı ortaklıklar satış işlemlerini Kurul'a başvurulmaksızın gerçekleştirirler ve satış sonuçlarına ilişkin olarak Kurul'a bilgi verirler (Tebliğ m. 5/f.3). Tahsisli satılacak tahviller için, ihraç veya tedavül limitinin hesaplanmasında esas alınacak finansal tabloların özel amaçlı bağımsız denetimden geçirilmesi yeterlidir (Tebliğ m. 5/f.8).

<sup>251</sup> Arslanlı, s. 270; Doğanay, s. 1263.

<sup>252</sup> Poroy/Erem, halka arz edilen ve halka arz edilmeyen tahvillerin çıkarılma usulü arasında bir ayrım yapılmasını doğru bulmamaktadır. Çünkü tahvillerin bir veya birkaç kişi tarafından alınmalarının bir anlamı yoktur. Bu görüş hakkında daha geniş bilgi için bkz. Poroy/Erem, s. 133-134. Bu eleştiri bir ölçüde doğru olmakla birlikte, Tekinalp'e göre TTK.'nın halka arz edilen ve halka arz edilmeyen tahvillerde değişik bir usul öngördüğü, halka arz edilenlerin daha çok kamuyu aydınlatma ilkelerine tâbi olduğundan daha çok merasimden geçtikleri de bir gerçektir (Aksi görüş, İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 435, Karş, Arslanlı, s. 269). Domaniç, izahnamenin hazırlanması ve ilanı zorunluluğunun sadece halka arz hallerinde inhisar ettirilmesinin hatalı olduğunu çünkü bu formalitenin bertaraf edilmesi için, çıkarılan tahvillerin birkaç kişi tarafından taahhüt ve iktisap edilmesi ve daha sonra bunlar tarafından halka satılmasının mümkün olduğunu bu sebeple tahvillerin emniyetinin sağlanması amacı ile, halka arz edilsin veya edilmesin, bütün tahvil kararlarının izahnamede düzenlenmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu konuda daha geniş bilgi için bkz. Domaniç, Şerh, s. 1444.

<sup>253</sup> Tekinalp, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 28; Arslanlı, s. 268; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 436; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 407.

<sup>254</sup> Arslanlı, s. 270.

<sup>255</sup> Tekinalp, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 28; Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 731; Tekil, s. 467; Arslanlı, s. 273; Doğanay, s. 1264.

### a. İzahname ve Sirkülerde Yer Alacak Bilgiler

Sirkülerin düzenleme esasları, izahname gibi, SPK. Seri II No. 22 Tebliğ m. 13'de düzenlenmiştir. Tebliğ, hükümlerine göre sirkülerde bulunması gereken bilgiler, izahnamede bulunması gereken bilgilerden daha dar kapsamlı olup, ortaklık veya Kurul isterse izahnamedeki bütün bilgileri içerecek sirküler çıkarılması mümkündür.

Öğretide, Kabaalioğlu tarafından, sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesi gerektiğini, bunun kamuyu aydınlatma ilkesinin doğal bir sonucu olduğunu dile getirilmektedir<sup>256</sup>. İzahname çoğunluğa hacimli bir belge olduğundan, sirkülerde izahnamenin tamamına yer verilmesi uygulamada pek mümkün olmamaktadır. Özellikle sirkülerin gazete ilan edilmesi durumunda, bu belgede izahnameye aynen yer verilmesi maliyeti ciddi oranda yükseltebilmektedir. Kaldı ki, sirkülerde izahnameye aynen yer verilmesi halinde, bu iki belge arasında ne gibi bir fark kalacağı tartışmalıdır<sup>257</sup>. Kanımca, ihraççı ortaklık tarafından düzenlenen sirkülerin halka arz edilecek tahvilleri ve satış şartları hakkındaki temel bilgileri içermesi ve geniş bilgi için izahnameye atıfta bulunması yeterli kabul edilmelidir.

İzahname düzenleme, tasarruf sahiplerini tahvilleri satın almaya teşvik eden bir icaba davet olduğuna göre, anonim ortaklık da TTK. m. 425 hükmünde düzenlenen kayıt ve şartlar dışında gerekli gördüğü diğer hususları da izahnamaya ekleyebilmektedir<sup>258</sup>. Ancak, ne izahname ve sirküler, ne de ortaklık tarafından yapılan diğer reklamlar gerçeğe uymayan abartılmış veya yanıltıcı bilgiler içermeyeceği gibi, Kurul kaydına alınmasının resmi bir teminat teşkil ettiği yönünde açık veya dolaylı bir ifade de taşıyamaz (Ser.PK. m. 6/f. 2). Aksi durumda, gerçeği yanlış olarak yansıtan izahname ve sirküler hükümlerinden dolayı, ihraççı ortaklığın sorumluluğu doğacaktır<sup>259</sup>.

<sup>256</sup> Kabaalioğlu, s. 167, dnp. 22 ve s. 155.

<sup>257</sup> Ayoğlu, s. 128.

<sup>258</sup> Örneğin, çıkarılan tahviller primli veya ikramiyeli tahvillerden ise verilecek olan primin miktarı veya ikramiyenin hangi esaslara göre dağıtılacağı şartları, izahnameye koyulabilir. Doğanay, s. 1264.

<sup>259</sup> Tahvillerin halka satışı aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılıyorsa, kendilerinden beklenen özeni göstermemeleri durumunda bankalara da zararın ortaklık tarafından karşılanmayan kısmı için müracaat edilebilecektir (Ser.PK. m. 7/f. 2).

Tahvil ihracı için halka başvurmak isteyen ortaklığın düzenleyeceği izahnamenin içeriği, TTK. m. 425 hükmünde yedi bend halinde belirtilmektedir. Bununla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu da, ihraççı ortaklık tarafından düzenlenecek izahname ve sirkülerlerin içeriğini düzenleyen tebliğler çıkarmak konusunda görevli ve yetkili olduğundan<sup>260</sup> (Ser.PK. m. 22), SPK. Seri II, No. 22 Tebliği'nde belirtilen esaslara da uygun olmalıdır. Ayrıca, anasözleşmede özel hükümler varsa, yönetim kurulu bu özel hükümleri de izahnamede göstermekle yükümlüdür.

Bu hususların eksik bırakılması veya kısmen yerine getirilmesi halinde, tahvil çıkarılması geçersiz hale gelmez. Ancak, izahnameyi düzenlemek yönetim kurulunun görevi olduğundan yönetim kurulunun sorumluluğu söz konusu olabilmektedir. Genel kurul sadece tahvil ihracına yönelik karar almakla yetkilidir. İzahnamede yer alması gereken unsurlar TTK. m. 425'de şu şekilde ifade edilmektedir:

*“Tahvil çıkarmak için halka müracaat etmek isteyen idare meclisi aşağıdaki cihetleri ihtiva eden bir izahname neşrine mecburdur:*

- 1. Şirketin unvanı, mevzuu, merkez ve müddetini;*
- 2. Esas sermayenin miktarını;*
- 3. Esas mukavele tarihini ve bunda değişiklikler yapılmışsa bunların da tarihiyle ilân edildikleri tarihleri;*
- 4. Şirketçe tasdik edilmiş son bilânçoya göre şirketin durumunu;*
- 5. Çıkarılmış ve çıkarılacak tahvillerin itibari kıymetlerinin tutarını ve bu kıymetlerin şirkete ödeme suretini ve her tahvilin itibari kıymetiyle verilecek faizin miktarını, nama yazılı veya hâmiline ait olduğunu ve tahvillerin iffa sureti ve zamanını;*
- 6. Tahvil çıkarılmasına dair umumi heyet kararının tescil ve ilân tarihini;*
- 7. Şirketin menkul veya gayrimenkulleri, evvelce çıkarılan tahvillerden veya diğer bir sebepten dolayı rehnedilmiş veyahut teminat gösterilmişse bu cihetleri. Bu izahnamenin tahvillerin tedavül mevkiine çıkarılmasından en az on beş gün önce neşir ve ilân edilmesi lâzımdır.”*

<sup>260</sup> Ser.PK. m. 6: “... izahnamede bulunması gereken bilgiler kurul tarafından belirlenir”.

Maddenin 1, 2. ve 3. bentleri ayrıca bilgi vermeyi gerektirmeyecek kadar açıktır. 4. bentte belirtilen onaylanmış son bilançodan yıllık bilanço anlaşılmaktadır. Ayrıca tahvil çıkarmadan önce sırf tahvil ihracı için yeni bir bilanço düzenlemeye gerek yoktur. Hatta, yeni kurulan ve henüz bir hesap devresi geçirmemiş ortaklıklarda başlangıç bilançosunu esas alınarak tahvil çıkarabilmektedir<sup>261</sup>. Ancak genel kurulun bu bilançooya onaylaması gerekmektedir.

Maddenin 5. bendine göre, tahvillerin tamamının itibari değerleri toplamı tek bir rakam olarak belirtilebileceği gibi, her tahvilin itibari değeri de belirtilmelidir. Gerek tahvillerin bedellerinin ortaklığa ödenmesi gerek ortaklık tarafından itfası şart ve süreleri gösterilmelidir. Tahviller için asgari itibari değer kanunda öngörülmediğinden asgari değeri ortaklık belirlemede serbesttir. İzahname aynı zamanda tahvillerin nama veya hamiline yazılı olduklarını belirten bilgiye de yer vermelidir<sup>262</sup>.

Maddenin 6. bendinde, her ne kadar izahnamenin yayınlanması için “*mecburidir*” ifadesi kullanılmış olmakla beraber, bu mecburiyete tahvillerin geçerliliği sağlayan bir hukuki nitelik verilemez. Şöyle ki, tahviller izahname yayınlanmadan veya kanunda öngörülen zorunlu içeriğe uygun olmayan bir izahname ile her nasılsa başka araçlarla halka sunulmuş ve satın alınmış ise tahviller geçerlidir. Bu durumda ne ortaklık ne de tahvil sahipleri tahvillerin geçersiz olduğunu ileri süremez. Ancak, bu durumda, tahvil sahiplerine karşı ortaklık ve yönetim kurulunun sorumluluğu doğacaktır<sup>263</sup> (TTK. m. 339; m. 309).

Maddenin son fıkrasına göre, izahnamenin tahviller satışa çıkarılmadan en az on beş gün önce tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir. Bu itibarla tahviller halk tarafından taahhüt edilmek üzere yayın ve ilandan on beş gün sonra satışa arz edilebilmektedir. On beş günlük süre, halka gerekli olan araştırmayı yapmak için tanınmış olduğundan emredicidir, uzatılabilir fakat kısaltılamaz<sup>264</sup>.

<sup>261</sup> **Öçal**, “Anonim Şirketin Tahvil İhraç Edebilmesi İçin Muayyen Bir Süre Faaliyette Bulunması Şart mıdır?”, s. 313-318. Aynı görüşte bkz. **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 26; **Arslanlı**, s. 263 dip. 9; **Poroy/Erem**, s. 131-132.

<sup>262</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 28-29.

<sup>263</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 28.

<sup>264</sup> Arslanlı’ya göre, “*madde tahvillerin tedavül mevkiine çıkarılmasından bahsediyor ise de, maksat bunların taahhüt edilmek üzere halka arz ve teklifidir; meğer ki, resen tahvillerin satışı bahis konusu olsun*”. **Arslanlı**, s. 270 dpn. 27.

## b. İzahname ve Sirküler Düzenleme Esasları

İzahname ve sirküler ile halka açıklanan konulardaki bilgiler, kamuyu aydınlatma sisteminin benimsediği piyasalarda yatırımcıların, ihraç edilen sermaye piyasası aracı ve bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında gerekli bilgiyi alabilmelerinin en önemli yoludur. Çünkü bu belgeler kanalıyla açıklanan bilgilere göre, yatırımcılar sermaye piyasası araçlarını alıp almama konusunda karar vermektedirler. Bu nedenle, bu belgelerde açıklanan bilgilerin doğru olması ve gerçeği dürüst bir şekilde yansıtması yatırımcının korunması açısından da önemlidir<sup>265</sup>.

İzahname ve sirkülerin ihraççı, ihraççının mali durumu, riskleri, borçlanma araçlarının itfasına ilişkin temel varsayımları, faaliyet kapsam ve sonuçları ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurul tarafından gerekli görülen bilgiler ile yatırımcıların yatırım kararlarına etki edebilecek diğer hususları açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurul tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, kayda alınma başvurusu sırasında Kurul tarafından istenebilecek ek bilgileri içermesi ve izahname ve sirkülerde yer alan bilgi ve açıklamaların belgeye dayandırılması zorunludur (Tebliğ m. 13/f. 1).

İhraç edilecek tahvillere garanti verilmesi durumunda, garantöre ilişkin temel bilgilere de izahname ve sirkülerde yer verilir (Tebliğ m. 13/f. 2). Kurul'un ilgili Tebliğ hükümleri çerçevesinde bağımsız denetime tabi ihraççıların izahname ve sirkülerindeki denetlenen dönemlere ilişkin mali durum ve faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgilerin, ilgili bağımsız denetim kuruluşlarınca verilen raporlara uygun olarak hazırlanması gerekmektedir (Tebliğ m. 13/f. 3). İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir<sup>266</sup>. (Tebliğ m. 13/f. 4).

<sup>265</sup> Cemal **Küçüksozen**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s. 99; **Tekinalp**, Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, s. 40-50; Veliye **Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, s. 109.

<sup>266</sup> İhraççılar ve satışa aracılık eden kuruluşlar, satış yerlerinde Kurulca onaylanmış izahnameden yeterli sayıda bulundurarak talep edenlere vermek zorundadırlar (Tebliğ m. 13/f. 5).

### c. İzahname ve sirkülerde değişiklik yapılması

İzahname ve sirkülerin Kurul kaydına alınması ve bu belgelerde yer alan belgelerin belirli standartlara ve formatlara göre hazırlanması (mali tablo ve rapor standartları) ve bağımsız denetime tâbi tutulması (bağımsız denetim standartları) öngörülürken, diğer taraftan bu belgelerle açıklanan bilgilerin doğruluğundan ihraççı ortaklıklar yanında, sermaye piyasası araçlarının halka arzında aracılık yapan aracı kuruluşlarda sorumlu tutulmuşlardır<sup>267</sup>.

Tebliğ’de düzenlenen diğer önemli bir husus da, izahname ve sirküler halka açıklandıktan sonra bu hükümlerde bir değişiklik yapılmasıdır. İzahname halka arz işlemine ilişkin temel kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olduğundan, bu belge yer alan bilgiler son durumu yansıtmalı, yatırımcıların kararlarını etkileme potansiyeline sahip tüm gelişme ve değişiklikler derhal kamuya duyurulmalıdır<sup>268</sup>. Bu nedenle, izahname ve sirkülerle halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde meydana gelen ve bildirilmemesi halinde yatırımcıların zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ihraççılar tarafından öğrenildiği tarihte her durumda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularaktır (Tebliğ m. 14/f. 1).

Satışın durdurulması, ihraççı veya aracı kuruluş tarafından yazılı şekilde en seri haberleşme vasıtasıyla Kurul’a bildirilmesi zorunludur (Tebliğ m. 14/f. 1). Söz konusu bildirim yükümlülüğü ile Kurul’a izahnamalar üzerinde sürekli bir denetim imkanı sağlanmaktadır. Kurul’dan onay alındıktan sonra izahnamedeki değişikliklerin Ticaret Sicili’ne tescil ettirilmesi, Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi (“TTSG”) ‘de, Kamuyu Aydınlatma Platformu<sup>269</sup> (“KAP”) ve ihraççının internet sitesinde ilan; sirkülerdeki değişikliklerin ise, varsa bu sirkülerlerin ilan edildiği

<sup>267</sup> Küüksözen, s. 99.

<sup>268</sup> Kabaalioğlu, s. 178.

<sup>269</sup> Sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve tüm aracı kurumların finansal tablolarının, özel durum açıklamalarının ve diğer bildirimlerinin elektronik imza teknolojisi kullanılarak güvenli bir şekilde iletilmesini hedefleyen bir elektronik bilgi toplama ve yayın sistemidir. Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (“İMKB”) tarafından ortaklaşa gerçekleştirilmiştir. Tüm bağımsız denetim şirketleri de ilgili finansal tabloları imzalamakla sınırlı olmak koşuluyla KAP kapsamında yer almaktadır. Daha önce İMKB, SPK, İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (“MKK”) gibi kuruluşlarca yatırımcıları bilgilendirme amacıyla İMKB Günlük Bülteni vasıtasıyla yapılan tüm duyurular KAP vasıtasıyla yapılacaktır.

gazetelerde veya ihraçcının internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi zorunludur<sup>270</sup> (Tebliğ m. 14/f. 2).

#### **d. İzahname ve Sirkülerin İlanı**

Halka arz yoluyla satılacak tahvillerin Kurul kaydına alınmasından sonra, Kurul tarafından onaylanmış izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'de ilan ettirilir. Ticaret Siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirilen izahname, ihraççı ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilir (Tebliğ m. 15). Tasarruf sahipleri sirkülerinin, satışın başlangıç tarihinden en az 1, en çok 5 gün önceden başlamak üzere ihraçcının internet sitesinde ve KAP'ta satış süresince ilan edilmesi zorunludur (Tebliğ m. 16/f.1). Tahviller, Kurul tarafından onaylanan sirkülerin ilanını takiben, izahnamede yer alan esaslar çerçevesinde satışa sunulmaktadır (Tebliğ m. 16/f. 2).

Ortaklığın ihraç edeceği tahvillerle ilgili olarak yapabileceği ilan ve reklamlar sadece izahname ve sirküler yayınlamaktan ibaret değildir. Ortaklık çıkardığı tahvillere talebi artırabilmek ve bunları tasarruf sahiplerine tanıtabilmek amacıyla başka ilan ve reklamlarda yapabilir. Ancak bu ilan ve reklamların da SPK.'nın düzenlediği usul ve esaslara uygun olması gerekir. Bu ilan ve reklamlar her şeyden önce izahname ve sirkülerdeki bilgilere uygun olması gerekir.

Tahvillerin halka arzı dolayısıyla yayımlanacak ilan ve reklam metinleri, yayım tarihinden en az 2 işgünü önce Kurul'a sunulur. İlan, reklam ve her türlü açıklamalarda izahname ve sirkülerde yer alan bilgilere aykırı düşecek herhangi bir bilgiye yer verilemez. Kurul, gerekli gördüğünde metinlerde değişiklik yapılmasını isteyebilir. Kurulca talep edilen değişiklikler yapılmadan metinler yayımlanamaz (Tebliğ m. 17/f. 1). Söz konusu metinlerde, halka arza ilişkin izahnamenin temin edileceği yerler ile KAP ve ihraçcının internet sitesinin adresi ve varsa sirkülerin ilan edildiği gazetelerin isimleri ve tarihleri belirtilir (Tebliğ m. 17/f. 2).

<sup>270</sup> KAP Türkiye'nin ilk resmi elektronik imza projesidir. Uygulama yaygınlığı açısından, İMKB'de işlem gören tüm şirketler, borsa yatırım fonları, tüm aracı kurumlar ve SPK listesine kayıtlı tüm bağımsız denetim şirketleri olmak üzere coğrafi olarak tüm Türkiye'ye yayılmış 550'yi aşkın şirketi ve 2500'ü aşkın kullanıcıyı kapsamaktadır. Kamuyu Aydınlatma Platformuna [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr) adresi üzerinden erişilmektedir.

Sirküler yayımlanmadan önce, Kurul'dan onay alınmak kaydıyla, sadece ihraççı ortaklığın faaliyet konusu, sektörü, sektördeki yeri ve ürünleri hakkında ilan ve reklam yapılabilir ve bu bilgilerle sınırlı olmak üzere, basın yayın organlarına açıklamada bulunulabilir (Tebliğ m. 17/f. 3). Sirküler yayımlandıktan sonra, gazeteler yoluyla ilan veya reklam yapılmak istendiği takdirde, yapılacak ilan ve reklamlarda varsa sirkülerin yayımlandığı gazetelere ilişkin bilgilere yer verilmesi zorunludur. Sirkülerin sadece ihraççının internet sitesinde ve KAP'ta ilan edilmesi durumunda, bu bilgiye tüm ilan ve reklamlarda yer verilir<sup>271</sup> (Tebliğ m. 17/f. 4).

#### e. İzahname ve Sirkülerdeki Bilgilerden Doğan Hukuki Sorumluluk

SPK. m. 7/f.2 hükmünde<sup>272</sup>, izahname ve sirkülerin, aracı kuruluşlar ile ihraççı ortaklıklar tarafından müştereken imzalanacağı, bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmamasından ihraççıların sorumlu olduğu, ancak zararın ihraççılardan tazmin ettirilemeyen kısmı için kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da müracaat edilebileceği ifade edilmektedir. Hükümde yer alan “*gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmama*” ifadesinden, izahnamede “eksik”, “yanlış” veya “yanıltıcı” bilgilere yer verilmemesi anlaşılmaktadır<sup>273</sup>. Bu nedenle, izahnamaedeki bilgilerin doğru olmasına karşın eksik bulunması ihtimalinde de sorumluluk doğabilmektedir<sup>274</sup>. Hükümde aracı kuruluşlar bakımından öngörülen sorumluluk “kusur sorumluluğu” niteliğindedir. İhraççılar bakımından öngörülen sorumluluk ise kusura dayanmamaktadır. İhraççılar kusurlu olup olmadıklarına bakılmaksızın, izahname ve sirkülerde bulunan gerçeğe aykırılıktan sorumludurlar. Bu itibarla, gereken özeni gösterdiklerine dair savunma yaparak sorumluluktan kurtulmaları mümkün değildir<sup>275</sup>.

<sup>271</sup> Tahvillerin yalnızca nitelikli yatırımcılara çağrıda bulunmak suretiyle satılacak olması durumunda yapılacak ilanlarda, Kurul düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımına ve satışın yalnızca gerekli koşulları sağlayan nitelikli yatırımcılara yapılacağı hususlarına yer verilmesi zorunludur (Tebliğ m. 17/f. 5).

<sup>272</sup> 3794 sayılı Kanun m. 6 ile değişik.

<sup>273</sup> Haluk A. **Kabaalioglu**, “Sermaye Piyasası Kurulunda Önemli Bir Karar: İzahname ve Ortaklık Yöneticileri, Aracı Kuruluşlar ve Denetçilerin Sorumluluğu”, C. X, S. 3, Haziran 1980, s. 773.

<sup>274</sup> Veliye **Yanlı**, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 151.

<sup>275</sup> **Ayoğlu**, s. 144.



SPK. m. 7/f.2 hükmünün açık ifadesi karşısında, izahnamede, ihraççıların ya da aracı kuruluşların yatırımcılara karşı olan sorumluluklarını sınırlamaya yönelik kayıtlara yer verilmesi mümkün değildir. İzahnamede bu tür düzenlemelere yer verilse dahi, bu kayıtların üçüncü kişilere yani yatırımcılara karşı ileri sürülmesi mümkün değildir. Böyle bir durum, hükmün öngördüğü sorumluluk mekanizmasının devre dışı bırakılması anlamına geleceğinden kabul edilemez.

## **C. TAHVİLLERİN SATIŞ İŞLEMLERİ**

Tahvillerin satış işlemleri, bazı özel şartlara bağlandığından aracı kuruluş kullanma zorunluluğu, satış süresi ve vade başlangıç tarihinin belirlenmesi, satış sonuçlarının Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilmesi ve tahvillerin taahhüdü sorunu başlıkları altında ayrı ayrı incelenecektir.

### **1. Aracı Kuruluş Kullanma Zorunluluğu**

Halka arz edilen tahvillerin satışının, bunlara ilişkin anapara, faiz ödemesi ve benzeri yükümlülüklerin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur (Tebliğ m. 12/f.1). Tahvillerin halka arz yoluyla satışında, bu araçlara ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilme esaslarına düzenlenecek izahname ve sirkülerde yer verilmektedir (Tebliğ m.12/f.2). Tahvillerin halka arz yoluyla satışında, bu araçlara ilişkin yükümlülükler, tasarruf sahiplerinin kolaylıkla yararlanabileceği şekilde yerine getirilir (Tebliğ m. 12/f.3).

### **2. Satış Süresi ve Vade Başlangıç Tarihinin Belirlenmesi**

Tahvillerin ihracına ilişkin olarak özel satış süresi ve vade başlangıç tarihi, Sermaye Piyasası bakımından belirlenmiştir. Halka arz edilecek tahvillerin satış süresi 2 işgününden az ve 5 işgününden fazla olamaz (Tebliğ m. 18/f.1). Kurul, makul gerekçelerin varlığı halinde tahvillerin satış süresini uzatabilir (Tebliğ m.

18/f.2). Tahvillerin, vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde, satış süresinin son günü vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir<sup>276</sup> (Tebliğ m. 18/f.3).

### 3. Satış Sonuçlarının Sermaye Piyasası Kurulu'na Bildirilmesi

Tahvillerin satış süresinin bitimini izleyen 6 işgünü içinde ihraççı ortaklık veya aracı kuruluş, tahvilin halka arz edilmesi durumunda, izahnamenin yayımlandığı TTSG, varsa sirkülerin ilan edildiği gazeteler ile ilan ve reklamların yayımlandığı yazılı yayın araçlarının birer nüshasını, tahvillerin satıldığı gerçek ve tüzel kişileri, bu kişilerin satın aldıkları tahvillerin miktar ve tutarlarını, varsa bunların ihraççı ortaklık ile olan sermaye, yönetim ve ticari ilişkilerini gösteren bir belgeyi, satış sonuçlarına ilişkin olarak Merkezi Kayıt Kuruluşu'ndan alınacak yazıyı, Kurul'a göndermekle yükümlüdür (Tebliğ m. 19). Bu düzenlemenin amacı, piyasanın izlenmesi ve yatırımcıların korunması bakımından Kurul'a kolaylık sağlamaktır<sup>277</sup>.

### 4. Tahvillerin Taahhüdü Sorunu

Anonim ortaklık tarafından çıkarılan tahviller peşin parayla satılabileceği gibi taahhüt yolu ile satışı da mümkündür. Tahvillerin satın alınması, taahhüt ve bu taahhüdün içeriği, TTK. m. 426'da "*Taahhüdün Şekli*" başlıklı hüküm altında özel bir şekle tâbi tutulmuştur. TTK. m. 426 hükmüne göre, "*Tahvillerin satın alınması taahhüdü yukarıki maddede anılan izahnameyi ihtiva eden ve iki nüshadan ibaret varaka üzerine yazılıp imzalanmak suretiyle yapılır*". Bu madde her ne kadar gerekli kanuni koşulların yerine getirilmesinden sonra ortaklık tarafından doğrudan doğruya tahvil çıkarılıp, satılmasına yer vermiyorsa da bu olanağı da kapamış değildir<sup>278</sup>. Bu nedenle, ortaklık ister TTK. m. 426 hükmünde belirtildiği şekilde tahvillerin taahhüt ettirilmesi yoluna gider isterse izahnamenin yayınlanmasından en az 15 gün

<sup>276</sup> Finansman bonoları, altın, gümüş ve platin bonoları ile banka bonolarının vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde, bunların satışa sunulduğu ilk gün vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir (Tebliğ m. 18/f.2).

<sup>277</sup> Reha **Tanör**, Sermaye Piyasası Hukuku, II. Cilt – Halka Arz, İstanbul 2000, s. 267 vd.

<sup>278</sup> **Arslanlı**, s. 274.

geçtikten sonra çıkardığı tahvilleri satışa sunar. Bu ikinci yolun da kapalı olmadığı TTK. m. 425 hükmünün son fıkrasından anlaşılmaktadır<sup>279</sup>.

Tahvillerin satılması TTK. m. 426 hükmünde ifade edildiği gibi taahhüt yolu ile yapılacaksa bu halde, tahvil almak isteyenler tarafından bir belgenin imzalanması gerekir. Bu belge, iki nüsha olarak düzenlenmesi gereken ve izahnameyi de içeren “*taahhüt senedi*”dir. Taahhüt senedinin, izahname hükmü ve şartlarının dışında, taahhütte bulunan gerçek kişinin adını, soyadını, yerleşim yerini veya tüzelkişinin ticaret unvanını ve merkezini, taahhüt ettiği tahvil türü ve miktarını, ödeme şekli ve şartlarını ve ayrıca izahname hüküm ve şartlarını aynen kabul ve taahhüt olduğunu gösteren beyanları da içermesi gerekmektedir. Bunun gibi izahnamede yer alan noterde tasdik edilmiş bir mektup ile de taahhüt yapılabilmektedir<sup>280</sup> (TTK. m. 283).

Taahhüt belgesinin imzalanması icap niteliğindedir. Bu nedenle, anonim ortaklığın taahhüt sözleşmesini kabulü ile sözleşme kurulur. Taahhüt yolu ile yapılan satışlar, peşin parayla yapılabileceği gibi taksitle de yapılabilir<sup>281</sup>.

Tahvil alma taahhüdü ile tahvil alan kişi, tahvilde yazılı miktarda bir meblağı tahvil çıkaran ortaklığa borç olarak vermeyi, borçlu da tahvilde ve izahnamede yazılı şartlarla bu meblağ ve faizlerini iade etmeyi taahhüt eder. Tahvil çıkaran ortaklığa karşı tahvil alma taahhüdü bir borç verme anlaşması teşkil ederse de, iktisap edilen tahvilin üçüncü kişilere, tahvil sahibi tarafından satılması bir kredi işlemi değil, satım sözleşmesidir<sup>282</sup>.

Tahvillerin taahhüt yolu ile satışı halinde, bedellerinin tamamının taahhüt anında alınması şart değildir. Bir kısmının peşin diğerlerinin ise izahnamede gösterilen tarihlerde taksitle ya da talep üzerine ödenmesi mümkündür<sup>283</sup>. Aynı şekilde, tahvilin satışı da bu yol ile yapılabilir. Tekinalp’e göre, taksitli tahvil satışına imkân veren bir sistemin, emisyonunun partiler halinde yapılmasına izin vermediğini düşünmek çelişkili olacaktır<sup>284</sup>.

<sup>279</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 31.

<sup>280</sup> **Arslanlı**, s. 274; **Domanıç**, Şerh, s. 1445; **Tekil**, s. 468.

<sup>281</sup> **Doğanay**, s. 1265; Gönen **Eriş**, Ticari İşletme ve Şirketler, Açıklamalı-İçtihatlı En son Değişikliklerle Birlikte Yayınevi, Şehir Tarih, s. 2462; **Eriş**, s. 690.

<sup>282</sup> **Arslanlı**, s. 275-276; **Domanıç**, Şerh, s. 1445.

<sup>283</sup> **Arar**, s. 251; **Arslanlı**, s. 279.

<sup>284</sup> **Tekinalp**, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 31.

Maddede düzenlenen taahhüt biçimi bir geçerlilik şartı değildir<sup>285</sup>. Her ne kadar madde de iki örneğin imza edileceği öngörülmüş ise de, bu taahhüdün tek örnek olarak imzalanması halinde de taahhüt geçerlidir. Öte yandan, izahnamede öngörülen bazı hususların taahhüt belgesinde eksik gösterilmesi de aynı şekilde taahhüdün geçerliliğini etkilemez<sup>286</sup>. Tahvil satışı ve taahhüdünün ne zaman sona ereceği kanunda gösterilmemiştir. Satışın süresiz olarak yapılabilmesi, faiz ve itfa süreleri başta olmak üzere birçok konuda düzensizliklere sebep olabilir. İzahnameleri sürenin bitimi hakkında bir madde konulmasında ve bu süre sonunda ne kadar tahvil satıldığına açıklanmasında yarar vardır. Zaten bu husus kamuyu aydınlatma ilkesinin bir gereğidir<sup>287</sup>.

Ancak, tahvillerin taahhüdünü düzenleyen TTK. m. 426 hükmü, “*Sermaye piyasası araçlarının satışı esnasında alıcıya teslimi şarttır*” şeklindeki Ser.PK. 7. maddesinin 4. Fıkrası hükmü karşısında halka arz edilmek üzere düzenlenen tahviller açısından uygulanamaz hale gelmiştir. Öte yandan, TTK. m. 426 hükmü, halka arz edilecek tahvillerde düzenlenen izahname ile doğrudan bağlantılı olduğundan halka arz edilmeksizin satılan tahvillere uygulanması da pek mümkün değildir<sup>288</sup>.

<sup>285</sup> Arslanlı, s. 274-275; Poroy/ Erem, s. 134. Aksi görüşte bkz. Domaniç, Şerh, s. 1445.

<sup>286</sup> Eriş, s. 2461.

<sup>287</sup> Tekinalp, “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, s. 31.

<sup>288</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 732.

### III. TAHVİL SAHİPLERİNİN HAKLARI

#### A. TAHVİL SAHİBİNİN ŞAHSEN KULLANABİLECEĞİ HAKLAR

Tahvil sahibinin şahsen kullanabileceği haklar, yatırımcının sadece tek bir tahvili iktisap etmesi neticesinde diğer tahvil sahiplerine başvurmaksızın kullanabileceği haklardır. Buna göre, anaparayı talep hakkı, faiz, prim, ikramiye gibi sair menfaatleri talep hakkı ve herhangi bir alacaklı olarak talep edilebilecek haklar olarak tahvil sahibinin hakları ayrı başlıklar altında incelenecektir.

##### 1. Anaparayı Talep Hakkı

Tahvil bedeli, belirli bir faiz veya diğer bir kazanç karşılığında tahvil borçlusuna verilmiş olan borç paradır<sup>289</sup>. Bu sebeple, itfa süresinin sonunda söz konusu bedelin kararlaştırılmış olan şartlarla tahvil sahibine iade edilmesi gerekir. Tahvil borçlusu, ortaklığın anaparayı ödememesi halinde, alacaklı durumunda olan tahvil sahibi bu bedelin ödenmesi için dava ve icra takibi yoluna başvurabilir. Ödenmemiş olan anapara için, itfa tarihinden itibaren temerrüt faizi talep edebilir. Tahvil sahibinin, temerrüt nedeniyle uğradığı zarar temerrüt faizinden fazla ise, bu zarar da munzam zarar göre borçlu ortaklıktan talep edilebilir<sup>290</sup> (BK. m. 105).

Bu durumda, söz konusu dava ve takiplerin tahvil borçlusu ortaklığa yöneltileceği kuşkusuz olmakla birlikte, varsa tahvil borçlusunun kefiline de ayrı olarak veya ortaklık ile birlikte husumet yöneltilebilmektedir (TTK. m. 7). Öte yandan, tahviller bir taşınır veya taşınmaz rehin ile temin edilmiş ise, alacaklının tahvil borçlusuna veya kefillerine başvurabilmesi için öncelikle bu rehinlerin paraya çevrilmiş ve elde edilen bedelin tahvilden doğan alacağı karşılamamış olması gerekmektedir (İİK. M. 45/f.1).

<sup>289</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1447; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 1041-1042; **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, s. 350.

<sup>290</sup> **Arslanlı**, s. 289; **Domaniç**, Şerh, s. 1447.

## 2. Faiz, Prim, İkramiye gibi Sair Menfaatleri Talep Hakkı

Tahvil sahibinin bir yatırımcı olarak tahvil satın almadaki başlıca amacı, atıl durumdaki parasını belirli bir faiz veya menfaat karşılığında işletmektir<sup>291</sup>. Aslında, faiz tasarruf sahibinin tahvil ilişkisinden elde ettiği en önemli kazançtır. Tasarruf sahibi, tahvil ilişkisi ile ortaklığa belirli bir süre ile kredi açmakta, bu kullandırmanın karşılığında ise miktarı önceden belirlenmiş bir faiz veya menfaat elde etmektedir. Bu menfaatin niteliği yukarıda ayrıntılı olarak belirttiğimiz gibi tahvil çeşitlerine göre farklılık göstermektedir<sup>292</sup>.

Faiz ve ikramiyeler, izahname ve tahvil senetlerinde yazılı şartlara göre, belli zamanlarda, tahvillerin üstünde bulunan kuponlar karşılığında, ortaklığa tahvilin ibraz edileceği yerlere ibrazı halinde, tahvil borçlusu veya varsa kefil tarafından ödenmektedir. Tahvile ilişkin faizler genel olarak bir yıllık vadelere göre genelde düzenlense de, faiz ve ikramiyelerin ödenmesine ilişkin tahvilde daha kısa veya daha uzun vadelerin belirlenmesi de mümkündür. Örneğin, tahvil faizinin, altı aylık vadeler şeklinde her altı ayda bir veya iki üç yıllık vadeler ile düzenlenerek birikmiş olan tüm faizlerin bir defada ödenebilmektedir<sup>293</sup>.

Ödenecek olan faizin oranı ise, yatırımcının tahvil satın alırken iradesini etkileyen en önemli unsurlardan biri olduğundan tahvil ihraççı ortaklık tarafından, izahname ve sirkülerde belirtilmek koşuluyla diğer ticari işlerde olduğu gibi serbestçe belirlenebilmektedir<sup>294</sup> (TTK. m. 8). Tahvile ilişkin faiz sabit oranlı olabileceği gibi yukarıda açıklandığı üzere endeksli, değişken faizli veya kâra iştirakli tahvillerde olduğu gibi bir ölçüte veya değişkene bağlı olarak farklı oranlarda değişebilmektedir.

<sup>291</sup> Faiz oranına ilişkin kanuni düzenlemeler ve faiz oranlarına devletin müdahalesi hakkında bkz. **Nerad**, s. 301-302.

<sup>292</sup> Hatta hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerde bu menfaat, tahvil sahibinin vadesi sonunda tahvil karşılığında ortaklığın paylarından bir kısmını iktisap etmesi şeklinde dahi gerçekleşebilmektedir. Daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bölüm I.C.9. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller, s. 47.

<sup>293</sup> **Domanıç**, Şerh s. 1446.

<sup>294</sup> Ünal **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 5, Ağustos 1970, s. 214-220; Bülent **Çaycık**, “Özel Sektör Kuruluş Tahvillerinde Uygulanacak Yeni Esaslar Hakkında Düşünceler”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXI, S. 10, Ocak 1975, s. 400-403; **Sesylimaz**, s. 29.

### 3. Herhangi Bir Alacaklı Olarak Talep Edilebilecek Haklar

Ortaklık karşısından her alacaklının, belirli koşullar altında ortaklığa başvurma ve ortaklık işlerinde söz hakları vardır. Ortaklık ile tahvil sahibi arasındaki ilişki bir borç ilişkisi olduğuna göre, tahvil sahibinin de herhangi bir alacaklının ortaklığa karşı ileri sürebileceği haklar gibi haklara sahip olması doğaldır. Alacaklının ortaklığa karşı başvurabileceği haklar şu şekilde özetlenebilir:

- Ortaklık aleyhine icra mahkemesinden iflas yoluyla takip talep edebilmektedir (İİK. m. 154 vd.);
- Ortaklığın borçlarının, mevcut malvarlığından ve alacaklarından fazla olduğu ve ortaklığın aktiflerinin alacaklarını karşılamaya yetmemesi halinde, ortaklığın doğrudan doğruya iflasını talep edebilmektedir (İİK. m. 177, m. 179; TTK. m. 324);
- İhraççısı anonim ortaklığın birleşme yoluyla tasfiyesiz infisahında ortaklıktan ödeme veya teminat talep edebilmektedir (TTK. m. 451);
- Ortaklığın sermaye azaltılması halinde, kanundaki süre ve şartlar çerçevesinde ortaklıktan ödeme veya teminat talep edebilmektedir (TTK. m. 397);
- Tahvil ihraççısı anonim ortaklığın limited şirkete dönüştürülmesi halinde ortaklıktan ödeme veya teminat talep edebilmektedir (TTK. m. 555);
- Ortaklık, pay sahiplerinin kanunda gösterilen sayının altına düşmesi veya kanunda zorunlu kılınan organların eksikliği sebebiyle mahkemedен ortaklığın feshini talep edebilmektedir (TTK. m. 435);
- Kanunda sayılı olan hallerde ortaklık yönetim kurulunun sorumluluğunu dava edebilmektedir (TTK. m. 336);
- Ortaklığın kuruluşundan doğan sorumluluk hakkında dava açabilmektedir (TTK. m. 335 vd.);

## B. TAHVİL SAHİBİNİN TAHVİL SAHİPLERİ GENEL KURULU OLARAK KULLANABİLECEĞİ HAKLAR

Tahvil sahipleri genel kurulu, TTK. m. 429-432 hükümlerinde düzenlenmektedir. Söz konusu maddelerde, tahvil sahipleri genel kurulunun toplantıya daveti ve davete yetkili kişiler (TTK. m. 429), tahvil sahipleri genel kurulunun görev ve yetkilerinin kapsamı (TTK. m. 430), karar yetersayısı (TTK. m. 431) ve son olarak da cetvel (TTK. m. 432) düzenlenmiştir. Kanunun bu hükümleri fazla bir değişikliğe uğramadan dili sadeleştirilerek ETK.'nun düzenlemesinden kaynaklanmaktadır.

Tasarıda ise, tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. TTKT. m. 506/f. 2 hükmünde yer alan “*Sermaye Piyasası ile ilgili mevzuat saklıdır*” ifadesinden<sup>295</sup> tahvilin bir sermaye piyasası aracı olarak değerlendirildiği ve bu konu ile ilgili düzenlemelerin Sermaye Piyasası Mevzuatına bırakıldığı anlaşılmaktadır. Ancak, yürürlükte olan ne mevcut Sermaye Piyasası Kanunda ne de buna ilişkin mevzuat da tahvil sahipleri genel kurulu hakkında bir hüküm bulunmamaktadır.

Tahvil sahipleri genel kurulu, kanunda gösterilen usullere göre toplantıya çağrılan, belirli konuları karara bağlayan ve aynı serideki tüm tahvil sahiplerinin katılabileceği bir alacaklılar birliğidir. Bir anonim ortaklık birden fazla tahvil çıkarması halinde, her defada çıkarılan tahviller, ayrı birer seri teşkil eder ve her serideki tahvil sahipleri ayrı birer genel kurul olarak yetkilerini kullanırlar<sup>296</sup>. Bu bakımdan tahvil sahipleri genel kurulunun, hem borçlu ortaklık hem de tahvil sahiplerinin haklarını koruyucu bir şekilde düzenlenmesi gerektiği açıktır<sup>297</sup>.

<sup>295</sup> Moroğlu'nun da yerinde bir şekilde belirttiği üzere, Sermaye Piyasası ve ilgili mevzuat hükümlerini saklı tutan 506. maddenin ikinci fıkrası, Tasarının “*özel kanunlara bağlı anonim şirketler*” başlıklı 330. maddesinin “*Özel kanunlara bağlı anonim şirketlere, kanunlarındaki hükümler saklı kalmak kaydıyla, bu kısım hükümleri uygulanır*” şeklinde genel hükmü karşısında yersiz bir düzenlemedir. Erdoğan **Moroğlu**, Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler, Genişletilmiş 6. Baskı, İstanbul, 2009, s. 292.

<sup>296</sup> Diğdem **Göç Gürbüz**, “Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Mart 2008, S.51, s. 193.

<sup>297</sup> Ünal **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağrılması”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVI, S. 6, Eylül 1970, s. 254; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 733.



Buna karşılık, bazı kanunlar ve özellikle TTK.'da mevcut tahvil sahiplerine ilişkin hükümlere kaynaklık eden İtalyan ve Türk Hukuku'nda yer alan mevcut düzenlemelerde<sup>298</sup>, bu iki taraflılık gereği gibi sağlanamamış ve tarafların menfaatleri gerekli koruma altına alınamamıştır. Bu kanunlarda, ortaklığın lehine tek taraflılık o derece açıktır ki, tahvil sahiplerinin bir birlik teşkil etmelerine ve bir birlik şeklinde hareket etmelerine hiç önem verilmemektedir. Aslında tahvil sahiplerinin, bir birlik, bütünlük gösterdikleri ve çeşitli maddelerin (TTK. m. 421, 425, 430) yorumu ile anlaşılabilir<sup>299</sup>.

Türk Ticaret Kanunu sistemi işte böyle bir sorunu sadece borçlu anonim ortaklık açısından ele alan bir sistemdir. Ancak, tahvil sahipleri, sermaye piyasasının en az küçük pay sahipleri kadar korunması gerekli olan unsurlarıdır<sup>300</sup>. Tahvil sahipleri genel kurulunun görev ve yetkileri incelendiğinde, kurulun tahvil sahiplerinin menfaatlerini korumak için değil, sadece borçlu ortaklık yararına karar almak için düzenlendiği ortadadır.

Gerçekten tahvil sahipleri genel kurulu, özel teminatın azaltılması, faiz miktarlarının indirilmesi, ödeme şartlarının değiştirilmesi gibi sadece borçlu ortaklık yararına kararların almak için toplanabilen (TTK. m. 430), ortaklık yararına bir taviz genel kurulu niteliğinde olduğu ortadadır. Tahvil sahipleri genel kuruluna, borçlu ortaklık yararına kanunda belirtilmiş olan bu kararlardan başka herhangi bir yetki ve hukuki varlık tanınmamıştır.

<sup>298</sup> Tahvil sahipleri genel kurulunun işlevine ilişkin bu benzerlik her iki kanunun sistemine de 1882 tarihli eski İtalyan Kanununun kaynaklık etmesinden ileri gelmektedir. Devrin önemli ve ileri kanunlarından biri olan 1882 tarihli kanun, şüphesiz, bugün artık ihtiyaçların gerisinde kalmıştır.

<sup>299</sup> Bunun yanında İsviçre, ilgi çekici bir gelişim geçirmiş, tahviller hukukunda ileri bir düzeye erişmiş ve tahvil sahipleri ile alacaklılar birliğinin oluşturduğunu kabul edip buna uygun bir kanuni düzenlemeye kavuşmuştur (İsv. BK. m. 1157 vd.). Bu ülkede tahvil sahipleri genel kurulu da alacaklılar birliğinin en üst organı olarak öngörülmektedir. İsv. BK. m. 1157 uyarınca, tahviller İsviçre'de ikametgâhı olan veya şubesi bulunan bir borçlu tarafından örnek borçlanma şartları ile doğrudan doğruya veya dolaylı olarak halka arz edilmek üzere çıkarılmaları halinde, alacaklılar kanunen bir alacaklılar birliği teşkil ederler. Alınan ödünç birden çok ise her biri için ayrı alacaklılar birliği meydana gelmektedir. Alacaklılar birliği, kanuni sınırlar içerisinde, ödünç alacaklıların birlikte çıkarılmaları korumak üzere ve özellikle borçlunun sıkıntılı duruma düşmesi halinde uygun tedbirler almaya yöneliktir (İsv. BK. m. 1164). Ödünç temsilcisi diye adlandırılan ve ödünç şartlarında anılmak yolu ile atanan özel temsilcilerin aksine sözleşmede bir kayıt yoksa borçlunun da mümessili sayılmaktadır. Ancak alacaklılar genel kurulu birlik için bir ya da daha fazla temsilci seçebilmektedir (İsv. BK. m. 1158). Tekinalp'in de ifade ettiği üzere, İsviçre'de birlik çok ayrıntılı olarak ve menfaatler dengesini gözetir şekilde düzenlenmiş ve hatta tahvil sahiplerinin çıkarları önde tutulmuştur. Tahvil sahiplerinin gerek birlik olarak gerek temsilci ile nasıl çift taraflı menfaatlerinin korunduğu hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 214.

<sup>300</sup> **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 214.

Tekinalp'e göre, Türk Ticaret Kanunu başta olmak üzere bir takım ülkelerin kanunlarında yer alan bu menfaatlara aykırı ve hukuka ters düşen düzenlemelerin sebebi büyük bir olasılıkla yine İsviçre'dir. Çünkü 24.06.1874 tarihli özel bir İsviçre Kanunu<sup>301</sup>, tahvil sahipleri genel kurulunun oluşmasında çeşitli ülkelere örnek olmuştur<sup>302</sup>. Gerçekten de, 1874 tarihli İsviçre Kanunu ne tahvil alacaklıları korunmayı hedeflemektedir ne de tahvil sahiplerinden bir birlik oluşturmayı amaçlamıştır. Sadece tek başına tahvil sahibinin sahip olduğu hakları sınırlandırmak niyeti ile tahvil sahipleri genel kuruluna başvurulmuştur<sup>303</sup>.

1874 tarihli özel İsviçre kanunu yürürlükteki bugünkü kanunda da varlığını devam ettirmektedir (İsv. BK. m. 1185). Tekinalp'e göre, bugün istisnai bir hüküm olarak kanunda yer alan İsv. BK. m. 1185 hükmünün bütün kanunu yansıtan bir model olduğu söylenebilir<sup>304</sup>. Böylece, Türk Ticaret Kanunu'nun halen 1874 modelini devam ettirdiğini ve uyguladığını söyleyebiliriz. Bu durum aynı zamanda neden birçok ülke gibi Türkiye'de, tahvil alacaklılarının bir birlik teşkil etmediklerini ve neden düzenlemenin tek taraflı olduğunu ortaya koymaktadır<sup>305</sup>.

<sup>301</sup> Bundesgesetz Über Verpfändung und Zwangsliquidation von Eisenbahnen.

<sup>302</sup> Bu kanun demiryolu işletmelerinin finansmanı için çıkarılmış tahviller ya da diğer bir deyişle ödünçlerin, ipotek ile sağlanmış anaparalarının ya da faizlerinin zamanında ödenmemesi halinde, alacaklılara tasfiyeyi isteme hakkını vermekteydi. Ancak borçlunun temerrüdü nedeni ile Federal Mahkemeye, alacaklılardan biri veya bazıları başvurdukları zaman Federal Mahkeme, bütün tahvil sahiplerini bir toplantıya çağırarak ve onların tasfiye ya da duruma tahammül etmeye karar almalarını talep etmek zorundaydı. Böylelikle, bazı alacaklıların, genel bir zarara sebep olacak şekilde tek başlarına hareketleri önlenmek istenmişti. Kanunun temelinde yatan görüş demiryolu gibi büyük bir yatırıma hareketleri önlenmek için halktan destek almaktı. Kanunun amacı, tahvil sahiplerine tasfiye talebi gibi bazı haklar vermek, fakat bu haklarını da tek başlarına kullanmalarını ve böylelikle işletme için tehlikeli olmalarını önlemektir. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 216.

<sup>303</sup> Bu özel düzenleme İsviçre'de daima bir örnek olma niteliğini sürdürmüş ve örnek 25 Eylül 1917 Kanunu (Bundesgesetz Über Verpfändung und Eisenbahn und Schiffahrtsunternehmungen) ile deniz ticareti işletmelerine de genişletilmiş ve 1918 Verordnung'u ile evrimini tamamlamış ve bugünkü düzenlemeye kadar gelinmiştir. Fakat İsviçre Hukuku'nda bir noktadan sonra tahvil sahipleri ile ortaklık arasındaki menfaatler dengelendirmiş ve hatta korunması daha önem taşıyan alacaklılar öne geçmiştir. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 217.

<sup>304</sup> 1874 tarihli bu özel İsviçre Kanununun Fransa, Belçika, İtalya ve Türkiye'yi etkilediği söylenebilir. Çünkü 1926 tarihli ETK'nun tahvillere ilişkin hükümlerine esas olarak, 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanunu kaynaklık etmiştir ve ETK. m. 420-433 hükümleri aynen bugün yürürlükte olan kanunumu aktarılmıştır. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 217.

<sup>305</sup> 1842 tarihli İtalyan Medeni Kanunu, 2415. maddesinde aynen TTK. gibi birliksiz bir genel kurula yer vermekle beraber bazı ekler ile düzenlemesini tek taraflı olmaktan kurtarabilmiştir. Belçika Hukuku'nda, tahvil sahipleri oy hakkına sahip olmamakla beraber, anonim ortaklığın genel kuruluna katılma, tartışmalarda bulunma, öneri ileri sürme ve bilgi edinme hakkı tanınmaktadır (m. 78, 90 vd). Belçika Hukuku'nda düzenlenen tahvil sahipleri genel kurulu hakkında daha geniş bilgi için bkz. Akar **Öçal**, "Belçika Hukukunda Tahvil Sahipleri Genel Kurulu", İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXIX, S.1, Nisan 1982, s. 14-17; Fransa ise kararlarda onay sistemini uygulamaktadır. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 217.

## 1. Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Hukuki Niteliği

Tahvil sahipleri genel kurulu, anonim ortaklığın bir organı değildir. Tahvil sahiplerinin ortaklıkla ilişkilerinde bütün tahvil sahipleri için geçerli kararlar alabilen ve tahvil sahiplerinden meydana gelen bir kuruldur. Bu kurul ancak kanunda öngörülen hallerde karar alabilir ve bu kararları icrası amacıyla temsilci tayin edebilir<sup>306</sup>.

Tahvil sahipleri genel kurulunun hukuki niteliği öğretide tartışmalıdır. Çünkü TTK. m. 430 hükmünde, tahvil sahipleri genel kuruluna toplanarak belli hususlarda karar alma yetkisi tanınmakla birlikte, ne bu maddede ne de başka bir maddede tahvil sahipleri arasında hukuki bir birlik bulunduğuna işaret eden veya kurulun hukuki mahiyetini belirleyen bir hüküm bulunmamaktadır. Yabancı öğretilerde de tahvil sahipleri genel kurulunun hukuki niteliği üzerinde fazlaca durulmamış ve bir nitelendirmeye gidilmemiştir<sup>307</sup>.

Fransız Hukuku'nda, bazı yazarlar tahvil sahipleri genel kurulunun dernek veya ortaklık niteliği gösterdiğini savunmasına karşın bazı yazarlar bu görüşü reddederek, tahvil sahipleri genel kurulunun iflasta olduğu gibi *sui generis* bir birlik olduğu görüşünü savunmaktadır<sup>308</sup>. Belçika Hukuku'nda da, tahvil sahipleri genel kurul bir birlik teşkil etmekle birlikte, tüzel kişiliğe sahip değildir ve *sui generis* bir nitelik taşımaktadır<sup>309</sup>.

Türk Hukuku'nda ise ilk defa Hirsch, tahvil sahiplerinin bir birlik teşkil ettiğini savunmuştur. Buna göre, tahvil sahiplerinin bir araya gelerek karar almaları neticesinde küçük alacaklılar kanunda özel olarak düzenlenmeyen bir hukuki birlik teşkil etmektedirler. Bu nedenle, Hirsch, birliği tahvil sahipleri genel kurulun kendisi dolayısı ile mevcut kabul etmektedir<sup>310</sup>.

<sup>306</sup> **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 412; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 439.

<sup>307</sup> **Arslanlı**, s. 295.

<sup>308</sup> **Arslanlı**, s. 295-296.

<sup>309</sup> **Öçal**, "Belçika Hukukunda Tahvil Sahipleri Genel Kurulu", s. 14; **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 218.

<sup>310</sup> Ernest **Hirsch**, Ticaret Hukuku Dersleri, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş Üçüncü Bası, İstanbul 1948, s. 544.

Aynı şekilde, Arslanlı'da tahvil sahiplerinin bir birlik teşkil ettiği görüşüne katılmaktadır. Arslanlı'ya göre, kanun açıkça birlik olarak tanımlamasa dahi, ortak amaç ve menfaatleri gerçekleştirmek için bir araya gelen bir topluluğun birlik olarak nitelendirilmesi gerekecektir<sup>311</sup>. Bu yüzden, kanunda düzenlenen birlikteliklere uymayan topluluklara adi ortaklık hükümlerinin uygulanacağından tahvil sahipleri genel kurulu ile ilgili hukuki ilişkilerde de adi ortaklık hükümlerinin uygulanmasını önermektedir<sup>312</sup>.

Domaniç'e göre, tahvil sahipleri genel kurulu, kanunda belirtilen şekilde davet edilen ve belli konuları toplantı ile karara bağlayan ve aynı seriye dahil bütün tahvil sahiplerinin iştirak edebildiği bir alacaklılar birliğidir<sup>313</sup>. Bu bakımdan, Domaniç de aslında kanunda özel olarak düzenlenmeyen bir hukuki birliğin mevcudiyetini örtülü olarak kabul etmektedir. Ancak bu birliğe hangi hükümlerin uygulanacağını açık bir şekilde ifade etmemektedir.

İmregün ise, TTK. m. 430 hükmünde, tahvil sahipleri genel kuruluna verilmiş olan yetkilerden hareketle, kurulun konkordato alacaklıları toplantısına benzer bir işlevi olduğunu savunmaktadır<sup>314</sup>. Ancak bu görüş kabul edilse bile, konkordato alacaklıları toplantısına ilişkin hükümlerin tahvil sahipleri genel kuruluna ne şekilde uygulanacağı hakkında bir açıklama getirmemektedir.

<sup>311</sup> Buna göre, tahvil sahipleri genel kurulu iç ilişkide tahvil sahiplerini bir araya getiren iç organ niteliğinde bir kurul olmasına karşın, dış ilişkide bir araya gelme amaçlarının farklı olması sebebiyle dernek veya ortaklık olarak nitelendirilebileceği akla gelebilir. Ancak, her iki birliğin yapısı da tahvil sahipleri genel kuruluna uymamaktadır. Tahvil sahipleri genel kurulunda amaç ve ortak menfaatler tamamen iktisadidir. Bu yüzden dernek olarak nitelendirilemeyeceği açıktır. Öte yandan, tahvil sahiplerinin amaçları kazanç sağlamak ve paylaşmak da olmadığından ortaklık olarak nitelendirilmesi de mümkün değildir. **Arslanlı**, s. 297.

<sup>312</sup> **Arslanlı**, s. 298. Tekinalp'e göre de, Arslanlı tarafından savunulan ve belirli unsurların eksikliği nedeni ile dernek ya da ortaklık olarak "taazzuv" edemeyen kanuni birliklere adi ortaklık hükümlerinin uygulanması görüşü (BK. m. 520-544) kanuni dayanağı olan bir çözümdür. Ancak ne adi ortaklık ne de bu ortaklığın temsiline ilişkin sistem tahvil sahipleri birliğine uymaktadır. Bu hükümlerin uygulanması yanında Tekinalp'e göre İsviçre Hukuku'nda olduğu gibi temsil kurumundan faydalanarak bir ödünç temsilcisi yaratma yolları da aranmalıdır. Çünkü TTK m. 430'daki temsilci çok sınırlı görevlere sahip olup, tahvil sahiplerinin çıkarlarını yeterince koruyamamaktadır. Bu konu hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 218-219; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 734.

<sup>313</sup> Hayri **Domaniç**, Anonim Şirketler, Bilimsel Kitaplar Yayınevi, İstanbul 1978, s. 1043; **Domaniç**, Şerh, s. 1448.

<sup>314</sup> **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 440; **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 412; Şükrü **Yıldız**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu", Yargıtay Dergisi, C.XVI, Yıl 1990, S. 4, s. 544. Tahvil sahipleri genel kurulunun, iflas ve konkordatodaki alacaklılar toplantısına benzetilmesinin tahvil sahipleri açısından bir katkıda bulunmadığına ilişkin olarak bkz. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 218.

Tekinalp'e göre ise, tahvil temelindeki aynı (tek) işleme dayanılarak çıkarılan, bazı hakların kullanılmasında bağımsız hareket olanağı tanımayan, bütünlük gösteren bir borcun nominal değer kadar olan kısmını temsil eden, kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir<sup>315</sup>.

Kanımca, tahvilde yer alan “*aynı (tek) işleme dayanarak çıkarılma*” ve “*bütünlük gösteren borç*” unsuları tahvil sahiplerinin bir birlik olduğu sonucunu ortaya koymaktadır<sup>316</sup>. Aynı şekilde, tahvil sahipleri genel kurulunun belirli yetersayılar ile (TTK. m. 431) karar aldığı konularda (TTK. m. 430), bağımsız hareket etme olanağı ortadan kalkmakta ve böylelikle temeldeki tek işlem etkisini göstermekte ve birlik kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, tahvil sahipleri genel kurulu kendine özgü yapısıyla tüzel kişiliği bulunmayan *sui generis* bir birlik teşkil etmektedir. Bu bakımdan, kanunda özel olarak düzenlenmeyen diğer birliklerde olduğu üzere tahvil sahipleri genel kuruluna da adi ortaklık hükümlerinin uygulanması yerinde olacaktır.

## 2. Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Toplantıları

Tahvil sahipleri genel kurulunun toplanması hususunda TTK. m. 429 hükmü, tahvil sahiplerinin toplantıya daveti, toplantıya davet konusunda yetkili organlar ve icabında tahvil sahiplerinin mahkemeye başvurma haklarını genel olarak düzenlemektedir. Tahvil sahipleri genel kurulunun toplantıya davetine ile ilgili olarak anonim ortaklık genel kurulunun toplanmasına ilişkin hükümlere atıf yapılmaktadır. Buna göre, TTK. m. 364-369 hükümleri tahvil sahipleri genel kurulu toplantıları bakımından da uygulama alanı bulacaktır.

Ancak anonim ortaklık genel kurulu ile tahvil sahipleri genel kurulu toplantıları arasında bazı farklar mevcuttur. Bu bakımdan, tahvil sahipleri genel kurulu toplantılarına davet, toplantıya davete yetkililer, toplantıya davetin şekli, toplantı gündemi, toplantı ve karar yetersayısı, cetvel tanzimi ve oy hakkı aşağıda ayrı bölümler halinde anonim ortaklık genel kurul toplantıları ile karşılaştırmalı olarak incelenecektir.

<sup>315</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 218.

<sup>316</sup> Birlik görüşü hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 218.

### a. Toplantıya Davet

Türk Ticaret Kanunu, genel kurul toplantılarının aksine, tahvil sahipleri genel kurulunun toplanması için belli bir süre öngörmemektedir<sup>317</sup>. TTK. m. 429 uyarınca, tahvil sahipleri genel kurulu “*icabında*” toplantıya çağrılmaktadır. Başka bir ifadeyle, bu toplantı her zaman yapılabileceği gibi, toplantıyı gerektiren herhangi bir sebep yoksa aynı tertip tahvillerin ihracından itfasına kadar toplantı yapmak da gerekmemektedir. Buna karşın, anonim ortaklık genel kurul toplantılarının kanunda öngörülen sürelerde yapılması gerekir<sup>318</sup>.

Kanunun “*icabında*” ifadesini TTK. m. 430’da öngörülmüş hususlar hakkında belirtilen tahvil sahipleri genel kurulunun yetki ve görev alanları içinde sınırlı olarak anlamak gerekir<sup>319</sup>. Buna göre, toplantıya davete yetkililerin TTK. m. 430’da öngörülmüş haller haricinde tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet yetkisi yoktur<sup>320</sup>. Bu hususlar dışında, tahvil sahipleri genel kurulunun herhangi bir karar yetkisi olmadığından genel kurul olarak toplanmasının bağlayıcı bir etkisi olamaz. Yönetim kurulunun tahvil sahiplerinin anonim ortaklığın gidişatı hakkında açıklamada bulunması veya görüş bildirmesi amacıyla çağrılması ihtimalinde dahi böyle bir çağrı neticesindeki toplantı teknik anlamda bir tahvil sahipleri genel kurulu olarak nitelendirilemez.

<sup>317</sup> TTK. m. 364 hükmüne göre, anonim ortaklık genel kurulu, olağan ve olağanüstü olmak üzere iki şekilde toplanmaktadır. Olağan genel kurul toplantısı, her hesap devresi sonundan itibaren üç ay içinde ve en az yılda bir defa toplanır. Olağanüstü genel kurul toplantıları ise, TTK. m. 364/f.3 hükmüne göre, gerekli hallerde veya TTK. m. 355 hükmüne göre, “*zaruri ve müstacel sebepler çıktığı takdirde*” her zaman yapılabilmektedir.

<sup>318</sup> Ürgüplü’ye göre, bir anonim ortaklık sadece olağan genel kurul toplantılarıyla yetinebilir ve hiçbir olağanüstü genel kurul toplantısı yapmayabilir. Bu bakımdan anonim ortaklık olağanüstü genel kurul toplantıları ile tahvil sahipleri genel kurulu arasında bir benzerlik olduğu ileri sürülebilir. Mehmet Ürgüplü, “Ticaret Kanununun 429. Maddesinin Gereği Olarak Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, Halil Arslanlı Anısına Armağan, İstanbul 1978, s. 678.

<sup>319</sup> Ürgüplü, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 680-681; Yıldız, s. 546.

<sup>320</sup> TTK. m. 430 hükmünde “*Umumi Heyetin Selahiyetleri*” başlığı altında sınırlı şekilde sayılan beş bent hakkında daha geniş bilgi için bkz. Bölüm III.B.3, Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Yetkileri, s. 110.

## b. Toplantıya Davete Yetkililer

Tahvil sahipleri genel kurulu, tahvil borçlusu anonim ortaklığın yönetim kurulu ve denetçileri tarafından toplantıya çağrılır. Ayrıca, tedavülde bulunan tahvillerin<sup>321</sup> bedelleri tutarının beşte birine sahip olan tahvil sahiplerinin talebi üzerine yönetim kurulu veya denetçilerin tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet etmesi zorunludur. Bu zorunluluk yerine getirilmemişse, mahkeme kendisinden toplantıya davet hakkında talepte bulunan tahvil sahiplerini de çağrı için yetkilendirebilmektedir<sup>322</sup> (TTK m. 429).

Tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet yetkisi, TTK. m. 429 hükmünde toplantıya davete ilişkin yönetim kuruluna herhangi bir öncelik hakkı tanınmaksızın denetçilere de aynı yetki verilerek düzenlenmektedir. Başka bir ifadeyle, toplantıya davet yetkisi, aralarında hiyerarşik bir sıra gözetilmeksizin yönetim kurulu ile denetçilere aynı düzeyde tanınmaktadır<sup>323</sup>. Buna göre, denetçiler de yönetim kuruluna başvurmaya veya onun toplantı çağrısını ihmal etmesini beklemeye gerek kalmaksızın tahvil sahipleri genel kurulunu “*icabı*” halinde toplantıya çağırabilmektedir<sup>324</sup>.

Anonim ortaklık genel kurulunu toplantıya davetten farklı olarak, denetçilerin tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet yetkisi, TTK. m. 353/f. 2 b. 5 ve TTK. m. 355 hükmünde öngörüldüğü gibi sınırlandırılmamıştır<sup>325</sup>. Bu yetkinin

<sup>321</sup> “*Tedavülde bulunan tahvil*” kavramı ile ifade edilen ortaklığın mülkiyetinde bulunmayan tahvillerdir. Ortaklığın satamadığı veya başka sebeple elinde bulundurduğu tahviller, toplantıya davet açısından etkili değildir. Toplantıdan önce yapılan devir, genellikle muvazaa olarak nitelendirmeye müsait olduğundan ne toplantıya davette ne de oy yetersayılarının hesaplanmasında dikkate alınmamalıdır. Aynı kavrama İsviçre Hukuku’nda da yer verilmiştir. İsv. BK. m. 1176/f.1 uyarınca, tedavülde bulunan sermayenin saptanmasında oy hakkı vermeyen tahviller hesaba katılmaz. Bir tahvilin malikinin veya temsilcisinin ve tahvilin üzerinde intifa hakkı varsa, intifa hakkı sahibinin oy hakkı vardır (İsv. BK. m. 1167). Borçlunun mülkiyetinde olan ve onun intifasına tâbi olan tahviller oy hakkı vermezler. Borçluya ait tahviller rehin edildiği takdirde rehin alan alacaklı tahvillerin zilyedidir. Tahviller üzerinde rehin veya hapis hakkının bulunması bunların malikinin oy hakkını ortadan kaldırmaz (İsv. BK. m. 1167). Buna göre İsviçre’de oy hakkı olan tahviller tedavülde kabul edilmektedir. **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 218-219.

<sup>322</sup> Tahvil sahipleri toplantısına ilişkin talebin yerine getirilmemesi, yönetim kurulu üyelerinin veya denetçilerin sorumluluğuna neden olabilir (TTK. m. 336 vd.).

<sup>323</sup> **Ürgüplü**, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 684; **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 734-735.

<sup>324</sup> **Ürgüplü**, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 681.

<sup>325</sup> **Arslanlı**, s. 300.

doğabilmesi için sadece TTK. m. 430'da sayılan hallerle sınırlı olarak “*icabı halin*” mevcudiyeti yeterlidir<sup>326</sup>.

Tedavülde bulunan tahvillerin bedelleri tutarının 1/5'ine sahip olanların talebi ile yönetim kurulu veya denetçilerin tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet etmesi zorunludur<sup>327</sup>. Tahvil bedellerinin 1/5 oranındaki azınlık, tahvil sahipleri toplantısına yönelik bu iki organdan herhangi birine talepte bulunabilir. Bu talebin göz önüne alınmaması durumunda ise tahvil bedellerinin 1/5 oranındaki azınlığın mahkemeye başvurma yetkisi doğmaktadır.

Ancak, TTK. m. 429 hükmünün aynen uygulanması halinde yönetim kuruluna başvuran 1/5 oranındaki azınlığın, talepleri yerine getirilmez ise denetçilere de başvurulması gerekeceği ve ancak onların da faaliyete geçmemesi halinde mahkemeye başvuru imkânının doğabileceği düşünülebilir. Bir diğer ihtimal ise, önce denetçilere başvuran 1/5 oranındaki azınlığın talepleri göz önüne alınmaz ise mahkemeye başvurmadan önce yönetim kuruluna başvurmalarının gerekip gerekmediğidir<sup>328</sup>.

Ürgüplü'ye göre, tahvil sahipleri genel kurulu toplantısı talebinde bulunan tedavüldeki tahvil bedellerinin 1/5 oranındaki azlığın bu toplantıyı tertiplemek için mahkemeye başvurmadan önce aynı derecede yetkiye sahip diğer organa başvurusu daha yerindedir. Çünkü mahkemeye başvurma, tahvillerin rehni gibi sonuçlanması uzun aşamalar içeren bir süreçtir ve dolayısıyla mahkemeye başvurmadan önce aynı derecede yetkiye sahip diğer organa başvurusu ve bu organın da ihmali halinde mahkemeden izin alınması yoluna gidilmesi çok daha pratik bir yol olacaktır<sup>329</sup>.

Kanımcı, TTK. m. 429 mahkemeden izin için anonim ortaklık genel kurulunun toplantıya daveti hakkındaki hükümlere atıfta bulunmakla beraber yönetim kuruluna ve denetçilere başvurmada hiyerarşik bir sıra gözetmeyerek her iki organa da eşit yetki vermektedir. Bunun yanı sıra, denetçilerin, tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet etmeleri için de yönetim kurulunun ihmali veya zaruri ve müstacel sebeplerin varlığını aramamaktadır. Bu nedenle, tahvil bedellerinin 1/5

<sup>326</sup> Yıldız, s. 546.

<sup>327</sup> Ürgüplü, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 681; Yıldız, s. 546.

<sup>328</sup> Bu konu hakkında farklı görüşler için bkz. Ürgüplü, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 685; Yıldız, s. 547.

<sup>329</sup> Bu görüş hakkında daha geniş bilgi için bkz. Ürgüplü, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 685.



oranındaki azınlığın toplantı talebinin söz konusu organların herhangi birisi tarafından göz önüne alınmaması halinde tahvil sahiplerinin toplantıya çağırılması amacıyla söz konusu talepte bulunanlar ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki Türk Ticaret Mahkemesine başvurabilmektedir (TTK. m. 367).

Azınlığın mahkemeye başvurması ile ilgili diğer bir sorun da, TTK. m. 356'da öngörülmuş olan teminatı mahkemeye yatırılıp yatırılmayacağı ve bu teminatın yatırılması halinde miktarının ne olması gerektiğidir. Hemen belirtelim ki, zaten ortaklık yararına kararlar almaktan başka bir yetkisi olmayan tahvil sahipleri genel kurulunun toplanabilmesi için tahvil sahiplerinin mahkemeye belli bir teminat yatırması ağır bir yükümlülüktür. Öğretide bu konuda iki görüş hakimdir.

Tekinalp, tahvil sahipleri genel kurul toplantısına TTK. m. 429'un atfi sebebiyle, TTK. m. 367 ve 356 örneksime yoluyla uygulanacağından teminatın yatırılması gerektiğini ve teminatın miktarının da 1/10 yerine azınlığın toplantı talebi ile mahkemeye başvurması için gerekli olan tedavüldeki tahvillerin 1/5 (% 20) oranında teminat yatırılması gerektiği görüşündedir<sup>330</sup>.

Yıldız da Tekinalp'in görüşünü destekleyerek, tahvil sahipleri için büyük sakıncalar ihtiva eden tahvil sahipleri genel kurulunun toplanmasında, azınlığın yetki alabilmek için teminat yatırmasını ağır bir yükümlülük olarak değerlendirmekle beraber yollama yapılan kanun hükmünün oranı % 10 olarak belirtilmiş olduğundan, 1/5 azınlık için öngörülen teminatın % 20 oranında uygulanması gerektiğini ileri sürmektedir<sup>331</sup>.

Ürgüplü ise, her iki genel kurulun niteliğinin ve bu iki genel kurulu meydana getiren kişilerin statüsünün farklı olması sebebiyle kanunun, görüşüne göre hatalı bir şekilde koyduğu tahvil sahipleri genel kurulunun mahkeme izniyle toplantıya çağırılması halinde, tahvil sahipleri genel kurulu için teminat mecburiyetinin ağırlaştırılmadan 1/10 oranında uygulanmasının daha yerinde olacağını savunmaktadır<sup>332</sup>.

<sup>330</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 735; Tekinalp, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 258.

<sup>331</sup> Yıldız, s. 548.

<sup>332</sup> Tahvil sahibi, pay sahibinin aksine ortaklık karından pay almayan, sadece belli bir miktar parayı faiz ve belli menfaatler karşılığında belirli bir süre için ortaklığa borç olarak vermektedir. Öte yandan, kanun, ortaklık genel kurulunun aksine tahvil sahipleri genel kurulunun toplanması için belli bir süre veya zorunluluk öngörmemektedir. Kurulun toplantıya çağırılması ise, tamamen kendi dışında oluşan yönetim kurulu ve denetçiler tarafından, gerekli görülmesi halinde yapılmaktadır. Ürgüplü, "Anonim

Kanımca, Yıldız'ın da yerinde bir şekilde belirttiği üzere her ne kadar azınlığın, teminat yatırması zaten sadece borçlu ortaklık yararına karar alabilen tahvil sahipleri genel kurulunun toplanması için ağır bir yükümlülük olarak değerlendirilebilse de Tekinalp'in görüşüne katılarak, TTK. m. 429'un atfı sebebiyle, TTK. m. 367 ve 356 örneksime yoluyla uygulanacağından teminatın miktarının 1/10 yerine azınlığın toplantı talebi ile mahkemeye başvurusu için gerekli olan tedavüldeki tahvillerin 1/5 (% 20) oranında teminat yatırılması kanunun açık hükmü uyarınca gerekmektedir.

Öte yandan, anonim ortaklık genel kurulunun ortaklık sermayesinin 1/10'una sahip pay sahipleri tarafından toplantıya çağırılması veya gündeme madde eklenmesi talebinde (TTK. m. 366) gerektirici sebeplerin “yazılı olarak” bildirilmesi zorunlu olduğu halde, TTK. m. 429 hükmünde tahvil sahipleri için bu zorunluluk öngörülmemektedir. Buna göre, denetçiler yönetim kurulunun ihmali halinde genel kurulu olağan veya olağanüstü toplantıya davet etmeye yetkilidir (TTK. m. 355/b.8). Tahvil sahiplerini genel kurulunun toplantıya çağırılması yönünde bir taleple karşılaşan yönetim kurulu veya denetçiler söz konusu kurulu toplantıya çağırılmazsa, azlığın mahkemeye başvurma yetkisinin doğacaktır. Mahkemedeki talebin başarılı olabilmesi için ise daha başlangıçta, gerektirici sebeplerin yazılı bir şekilde ileri sürülmesinin daha yerinde olacaktır<sup>333</sup>.

Tahvil sahipleri genel kurulunun yetkilerinin TTK. m. 430 hükmünde belirtilen konularla sınırlanmış olduğu göz önünde tutulursa, azlık tarafından toplantıya yönelik bir talebin ancak bu sınırlı konulara dayanabilecektir. Bir başka ifadeyle, tahvil sahipleri genel kurulu TTK. m. 430/b. 5 hükmünde sayılan hususların dışında toplansa bile toplantıdan hukuken geçerli bir sonuç alınamaz. Bu nedenle, tahvil sahipleri genel kurulu toplantısına ilişkin olarak mahkeme ilk önce gerektirici sebebi incelemeli ve TTK. m. 430 çerçevesi dışında bir konuda toplantı talebi söz konusuysa, bu talebi herhangi başka bir inceleme yapmadan red etmelidir<sup>334</sup>.

---

Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 686-689.

<sup>333</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 735.

<sup>334</sup> Ürgüplü, anonim ortaklığın boşuna zaman kaybına ve masrafa uğramasını engellemek amacıyla azınlığın yönetim kurulu veya denetçilere yönelik tahvil sahipleri genel kurulu toplantısı talebinde, TTK. m. 430 hükmünde öngörülen gerektirici sebeplerin bildirilmesi gerektiğini savunmaktadır. Ürgüplü, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 682.

Tahvil sahipleri, sadece, toplantı yapılması hususundaki taleplerinin gerek yönetim kurulu ve gerekse denetçiler tarafından reddedilmesi halinde değil, yönetim kurulu veya denetçilerin toplantı talebine hiç cevap vermemesi, amacın elde edilmesinin imkânsız olduğu bir zamanda toplantı çağrısının yapılması veya uygun olmayan bir yerde toplantı yapılmasının kararlaştırılması hallerinde de, yine mahkemeye başvurabilirler<sup>335</sup>. Ayrıca, her tahvil sahibi ortaklığın merkezinin bulunduğu yerdeki ticaret mahkemesine başvurarak bu toplantıların yapılmaması için tedbir koydurabileceği gibi, bu toplantılarda alınan kararların iptalini de talep edebilecektir<sup>336</sup>.

Ticaret Kanununda tahvil sahipleri genel kurulunun düzenlendiği TTK m. 429-432 maddeleri arasında, tasfiye memurlarının genel kurulu toplantıya çağırabilecekleri konusunda herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak, TTK. m. 450/f. 1'in TTK. m. 219/f. 2 hükmüne yollaması uyarınca tasfiye halindeki ortaklığın yönetim ve temsil organı tasfiye memurlarıdır<sup>337</sup>. Bu nedenle, tasfiye halindeki anonim ortaklıklarda, azlığın talebi üzerine tasfiye memurları da tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırarak hususunda yetkilidir.

Öte yandan, tahvilin anonim ortaklığın tahvil sahibinden temin ettiği bir borç olduğu ve tahvil sahibinin anonim ortaklık karşısında alacaklı durumunda bulunduğu göz önünde tutulursa, tasfiye memurlarının da tahvil sahipleri genel kurulunun toplantıya çağırma yetkili oldukları sonucuna varılabilmektedir<sup>338</sup>. Ayrıca, bu tasfiye memurları için bir görevdir, çünkü tasfiye memurları TTK. m. 445/f. 1 uyarınca alacaklı oldukları ortaklık defteri ve diğer belgelerden anlaşılmalı çağırarak görevlidirler. Aşağıdaki bölümde, tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırma yetkili olanların ne şekilde tahvil sahiplerini bu kurulun toplantılarına davet edecekleri incelenecektir.

<sup>335</sup> Doğanay, s. 1267.

<sup>336</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 734.

<sup>337</sup> Ürgüplü, "Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması", s. 682; Yıldız, s. 548.

<sup>338</sup> Ürgüplü, "Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması", s. 682-683.

### c. Toplantıya Davetin Şekli

Tahvil sahiplerinin toplantıdan haberdar edilmesi hakkında, tahviller açısından özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu nedenle, tahvil sahipleri genel kuruluna davete ilişkin olarak, TTK. m. 429 hükmünün atfı uyarınca TTK. m. 368 hükmünde düzenlenen anonim ortaklık genel kurulunun davet şekli hakkındaki hükümler uygulanacaktır. Buna göre, toplantıya davet hem anonim ortaklığın anasözleşmesinde, anonim ortaklık genel kurulu toplantısının yapılması için öngörülen şekilde, TTK. m. 37 hükmünde belirtildiği gibi, Ticaret Sicil Gazetesi'nde toplantı günü hariç olmak üzere en az iki hafta önce ilan edilmelidir<sup>339</sup>. Ayrıca, tahvil sahipleri genel kuruluna ait ilanların hangi gazetede ve ne şekilde yapılacağına TTK. m. 425 uyarınca düzenlenen izahname ile de belirtilmesi faydalı olacaktır<sup>340</sup>.

Toplantı günü ve gündemi nama yazılı pay senedi ve tahvil sahiplerine ve hamiline pay senedi veya tahvil sahibi olup da bunlardan birini yerleşim yeri adresi ile birlikte ortaklığa tevdi eden pay ve tahvil sahiplerine taahhütlü mektupla bildirilir. Davet mektupları da herhalde en geç ilan günü postaya verilmelidir<sup>341</sup>.

Talebin şekli konusunda ise, TTK. m. 366 hükmünde öngörülen “*gerektirici sebeplerin yazılı olarak bildirilmesi zorunluluğu*” TTK. m. 429 hükmünde bulunmamaktadır. Tekinalp ise, bu yönde bir talepte karşılaştıran yönetim kurulu veya denetçilerin tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet etmekten kaçınmaları halinde, azınlığın mahkemeye götürecekleri taleplerin başarılı olabilmesi için talebin yazılı olmasının sisteme daha yatkın olacağı görüşünü savunmaktadır<sup>342</sup>.

<sup>339</sup> Anasözleşme, ortaklığa ait ilanların ne şekilde yapılacağı hususunu ihtiva ettiğinden tahvil sahipleri de toplantıdan haberdar olabileceklerdir. Mehmet **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, İktisat ve Maliye Dergisi, Yıl 1979, C. XXVI, S. 1-12, s. 338; **Ürgüplü**, “Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 689; **Yıldız**, s. 548.

<sup>340</sup> Aynı görüşte bkz. **Ürgüplü**, “Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 689.

<sup>341</sup> Aynı görüşte bkz. **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 338; **Ürgüplü**, “Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 689.

<sup>342</sup> **Tekinalp(Poroy/Çamoğlu)**, s. 734. **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 219. Aynı görüşte olan **Ürgüplü**, azınlığın tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırması halinde TTK. m. 366 hükmünden farklı olarak TTK 429 uyarınca gerektirici sebepleri yazılı olarak bildirme zorunluluğunu şart koşmaması hususunun kanuni bir eksiklik olduğu görüşündedir.

Kanımca, Tekinalp'in görüşü isabetlidir. Çünkü azınlık böyle bir talepte mahkemeye gideceğine göre, mahkeme ilk olarak ortaklık organlarının bu konudaki görevlerini yerine getirip getirmediğini değerlendirecektir. Mahkemede talebin başarılı olabilmesi için daha başlangıçta, gerektirici sebepleri bildiren yazılı bir başvuru yapılmış olması, ispat açısından daha doğrudur. Böylelikle, anonim ortaklık ve tahvil sahipleri bakımında da gereksiz zaman kaybedilmesi ve masraf yapılması engellenmiş olacaktır.

#### d. Toplantı Gündemi

Tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya davet için verilen ilan veya davet mektubunda, tahvil sahipleri genel kurulunu toplantıya çağıran organ tarafından toplantının gündemi de belirtilir. Tahvil sahipleri genel kurulu toplantısının gündemi, TTK. m. 430 hükmünde beş bent halinde sayılan tahvil sahipleri genel kurulunun görev ve yetkileri ile sınırlıdır<sup>343</sup>. Ancak, toplantıda hangi konu veya konuların görüşüleceği hem toplantı gündeminde belirtilmeli hem de ilan edilmelidir.

TTK. m. 430 hükmünde sayılanlar dışında başka bir konu gündeme giremez, girmişse yok hükmündedir<sup>344</sup>. Tahvil sahipleri genel kurulu gündemini sınırlayan konular dışında her nasılsa kurulda bir karar alınmışsa bu karar tahvil sahiplerini bağlamaz ve yok hükmündedir<sup>345</sup>. TTK. m. 429 hükmünün, tahvil sahiplerinin toplantıya davet merasimi hakkında anonim ortaklık genel kurul toplantılarına yollamasının diğer bir sonucu, TTK m. 370'de düzenlenen çağrısız genel kurul toplantısının tahvil sahipleri genel kurulu toplantısına da uygulanacak olmasıdır<sup>346</sup>.

---

**Ürgüplü**, "Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması", s. 682.

<sup>343</sup> Arslanlı, toplantı gündemi konusunda kanunda açıklık bulunmadığı gibi, anonim ortaklık genel kuruluna da yollama yapılmadığı görüşündedir. **Arslanlı**, s. 300. Bu görüşe, Ürgüplü'nün de ifade ettiği gibi, TTK. m. 429'un TTK. m. 368'e yollaması sebebiyle katılmak mümkün değildir. **Ürgüplü**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali", s. 338-339.

<sup>344</sup> Burada da anonim ortaklık genel kurul gündeminden bir faklılık söz konusudur. TTK. m. 369/f.5 hükmüne göre, "lüzumlu görülen sair hususlar" gündeme konur hükmüyle, görüşülecek konularda bir serbestlik getirdiği halde tahvil sahipleri genel kurulu gündeminin TTK. m. 430 ile kesin bir şekilde sınırlandırılmaktadır. **Ürgüplü**, "Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması", s. 690.

<sup>345</sup> **Ürgüplü**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali", s. 340.

<sup>346</sup> **Ürgüplü**, "Anonim Oraklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması", s. 690; **Yıldız**, s. 550.

Bütün tahvil sahipleri veya temsilcilerinin aralarından birinin dahi itirazda bulunmaması halinde, TTK. m. 370 hükmünden faydalanarak toplantıya davet hakkındaki kurallara uymaksızın tahvil sahipleri genel kurulu toplanabilmektedir<sup>347</sup>. Bu durumun uygulanması çok zor olmakla birlikte imkânsız değildir. Tahvil ihraç eden ortaklık tahvil ihraç sınırı içinde üç dört yıl birbirinden farklı tahvil ihraç etmişse, alacaklı sayısı az olan serinin ortakları çağrısız genel kurul toplantısı yapabilirler<sup>348</sup>. Esasen, bütün tahvil sahipleri toplantıda mevcut olup, aralarından hiçbiri itirazda bulunmadıktan sonra ilan, davet mektubu, gündemin bildirilmesi gibi tahvil sahipleri toplantı tarihinden ve toplantının sebebinden haberdar etme amacını güden kurallara uyulmasına herhangi bir gerek kalmamaktadır<sup>349</sup>.

#### e. Toplantı ve Karar Yetersayısı

Türk Ticaret Kanunda, tahvil sahipleri genel kurulunun toplantı karar yetersayısı düzenlemekle birlikte, toplantı yetersayısına ilişkin herhangi bir hüküm bulunmaması öğretide eleştirilmiştir<sup>350</sup>. Aslında, karar yetersayısına ilişkin maddede, toplantıda bulunan sahipler değil, fakat tedavülde olan tahviller esas alındığından ayrı bir toplantı yetersayısının kanunda belirlenmemiş olması bir boşluk yaratmamaktadır<sup>351</sup>.

Karar yetersayılarında, TTK. m. 431 hükmünde ikili bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, TTK. m. 430 hükmünün 1, 2, 3 ve 4. bentlerinde öngörülen kararların alınabilmesi için karar yetersayısı, tedavülde bulunan tahvillerin üçte ikisini temsil eden tahvil sahiplerinin oyu gerekmektedir. Bu durumda, gündeminde bu nitelikte karar bulunan bir tahvil sahipleri genel kurulunda en az bu kadar tahvil sahibinin olması şarttır. Bunun gibi, aynı maddenin 5. bendindeki diğer düzenlemede, temsilci tayini için tedavülde bulunan tahvillerin yarısını temsil eden tahvil sahiplerinin oyu hem toplantı yapılabilmesi hem de karar alınabilmesi için gerekli olduğu belirtilmektedir.

<sup>347</sup> Çevik, s. 551-552.

<sup>348</sup> Yıldız, s. 550.

<sup>349</sup> Ürgüplü, “Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, s. 690.

<sup>350</sup> Arslanlı, s. 301; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 413; Tekinalp, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 257.

<sup>351</sup> Ünal Tekinalp, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 258.

Her iki durumda da toplantı yetersayısı aynı şekilde en az karar yetersayısı oranında olması gerekmektedir. Bu yetersayıları temsil edenden daha az tahvil sahiplerinin bulunması halinde, karar alınmayacağı göre toplantı yetersayılarının da bu şekilde kabul edilmesi makuldür. Bu yetersayılarla uyulmaması veya toplantıda temsil edilme hakkı bulunmayan tedavül dışı tahvillerin oylamaya katılması ile söz konusu yetersayılar temin edilmişse, alınan karar bütün tahvil sahiplerini bağlayıcı bir tahvil sahipleri genel kurul kararı olmayacaktır<sup>352</sup>. Yetersayıların hesaplanmasında tahvil sahiplerinin sahip oldukları tahvillerin değeri dikkate alınacaktır.

Görüldüğü üzere, TTK. 340. maddenin ilk dört bendinde ağırlaştırılmış bir yetersayı öngörülmektedir. Çünkü ilk dört bent, tahvil sahipleri genel kurulunun ortaklık yararına alacağı kararları düzenlediğinden tahvil sahiplerinin haklarının korunması açısından ayrı bir önem arz etmektedir. Gerçekten, bu yetkiler ortaklık ve tahvil sahipleri arasındaki karz sözleşmesinin koşullarını borçlu ortaklık lehine değiştirilmesine sebep olacak niteliktedir. Bu nedenle, bu tür kararlarının alınmasının ağırlaştırılmış bir yetersayıya bağlanması oldukça isabetlidir.

Tasarıda bu yetersayılarla ilişkin önemli değişiklikler TTKT. m. 504 hükmünde yapılmıştır<sup>353</sup>. Tahvil çıkarma konusunda genel kurul kararı, TTKT. 421. maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkralarına yapılan atıfla hükmün son şekline göre, “...sermayenin en az yüzde yetmişbeşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınır” (TTKT. m. 421/f.3). “...öngörülen nisaplara ilk toplantıda ulaşamadığı takdirde izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır.” (TTKT. m. 421/f.4). Buna göre, TTKT. m. 421/f.3 hükmünde hem toplantı hem de karar yetersayıları öngörülmektedir ve her ikisi için de tek bir yetersayı kabul edilmektedir<sup>354</sup>.

<sup>352</sup> Ürgüplü, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 339.

<sup>353</sup> TTKT. m. 504’e göre, “Her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dâhil diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetler, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararı ile çıkarılabilirler. Genel kurul bu kararı, kanunlarda farklı bir düzenleme yoksa, 421 inci maddenin üçüncü ve dördüncü fıkrasına hükümlerine göre verir. Esas sözleşme farklı bir nisap öngörebilir. Genel kurul kararının çıkarılacak menkul kıymete ilişkin, gerekli bütün hüküm ve şartları içermesi gerekir. Genel kurul kararını yönetim kurulu yerine getirir. Bu hükme tâbi menkul kıymetler hamiline veya emre yazılı ve itibarî değerli olabilir. İtibarî değer genel kurul ve yetkilendirilmiş olması hâlinde yönetim kurulunca belirlenir. Borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslimi anında tamamen ödenmesi şarttır.”

<sup>354</sup> Bunun yerinde olmadığı yönünde bkz. Moroğlu, Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük Uygulama Kanunu Tasarıları, s. 227-228.

Tasarı mevcut yetersayıları oldukça ağırlaştırmakla birlikte 504. maddenin üçüncü cümlesinde bu yetersayıların anasözleşme ile değiştirilebileceği belirtilmektedir. Ancak, madde gerekçesinde de belirtildiği üzere, anasözleşmede farklı yetersayı öngörülebileceğine ilişkin hüküm hem hafifletici hem de ağırlaştırıcı yetersayıları kapsamaktadır<sup>355</sup>. Menkul değerlerin çıkarılmasında kolaylık sağlanmasının yararlı olacağı düşüncesiyle kanunda öngörülenden daha düşük yetersayı ile karar alınabilmesine olanak sağlanmaktadır<sup>356</sup>. Mevcut TTK. sisteminde, bu yetersayıların anasözleşme ile ağırlaştırılabileceği fakat hafifletilemeyeceği kabul edilmektedir.

Kanımca, bir yandan mevcut nisapları ciddi şekilde ağırlaştırırken, diğer yandan bu nisapların anasözleşme ile bertaraf edilmesine imkân tanımak kanun yapma tekniği açısından pek tutarlı görülmemektedir. Çünkü kanunda belirlenen tahvil sahipleri genel kurulunun toplantı ve karar yetersayılarının ağırlaştırabilme ve hafifletebilme imkânını aynı anda tahvil çıkaran ortaklığa tanımak, ortaklığa bu konuda düzenleme serbestisi tanımaktan farksızdır. Oysa kanunun amacı menfaatler dengesinin sağlanması bakımından daha güçsüz durumda olan tahvil sahiplerinin korunması için tahvil sahiplerinin hakları aleyhine kararlar alma yetkisine sahip bu kurulun toplantı ve karar yetersayılarının mevcut sistemde olduğu gibi anasözleşme ile ağırlaştırılabilmesi fakat hafifletilememesi daha uygun bir düzenleme olacaktır.

#### f. Cetvel Tanzimi

Toplantıya katılan tahvil sahiplerinin kimlikleri ve sahip oldukları tahvil miktarını, tahvillerin hangi seriye ait oldukları, toplantı yeter sayısının bulunup bulunmadığını kontrol edebilmek için, pay sahipleri cetveline (TTK. m. 376) benzer bir cetvel, yönetim kurulu tarafından tahvil sahipleri genel kurulundan önce düzenlenir (TTK. m. 432).

<sup>355</sup> Acar'a göre, "Alt komisyon tarafından yapılan düzeltme "421 inci maddenin birinci fıkrasına göre verir. Esas sözleşme farklı bir nisap öngörebilir" şeklinde olsaydı, bu herhalde maddenin ilk şekli ile güdülen amaca daha uygun olurdu. Böylece, TTK.'dakine yakın bir nisap muhafaza edilmiş olur, bunun hem ağırlaştırılmasına hem de hafifletirilmesine imkân verilmiş olurdu." Bkz. Serdar Acar, "Türkiye'de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler", s. 3707.

<sup>356</sup> Tasarının m. 504 hükmünün gerekçesine bkz.



Maddenin amacı, tedavülde bulunan tahvil miktarını tespit ederek, toplantı ve karar yetersayıları konusunda toplantıya katılan tahvil sahiplerinin bilgilendirilmesini sağlamak ve ortaklığın elinde bulunan tahvillerin oylamaya katılmasını dolaylı olarak engellemektir<sup>357</sup>.

Bu cetvele, TTK. m. 428 hükmünde düzenlenen tahvil sahipleri defterine göre malik görünen nama yazılı tahvillerin sahipleri ile, ortaklığa başvurmuş bulunan hamiline yazılı tahvillerin sahipleri kaydedilir. Cetvelde, oy hakkına sahip bulunmayan, ortaklığın yazılmaması gerekir<sup>358</sup>. Daveti yapan yönetim kurulu veya denetçiler veya 1/5 azınlık tarafından imzalanması gereken bu cetvel toplantı yerinde herkesin görebileceği bir yere asılır. Bu cetvelin toplantıya katılan pay sahipleri tarafından da imzalanması gerekmektedir<sup>359</sup>.

Öte yandan, TTK. m. 430 hükmünün ilk dört bendinde düzenlenen kararlar, oldukça önemli kararlar olup tahvil sahiplerinin tümünün bağlayıcı niteliktedir. Bu nedenle, TTK. m. 432 hükmünde belirtilen tahvil sahibinin korunması açısından oldukça isabetli bir hükümdür. Bu hükmün, tedavülde olmayan tahvillerin toplantıda temsil edilmesine itiraz hakkının tanınması amacıyla ve yetersayıların geçerliliğini tespit için konduğu açıktır. Bu duruma uyulmaması halinde, tahvil sahiplerinin itiraz hakkının bulunmaması ve toplantı esnasındaki itirazları dikkate alınmaz ise bu şekilde alınmış kararlar aleyhine iptal davası açma haklarının tanınması gereklidir<sup>360</sup>.

Şayet, ortada TTK. m. 431 hükmünde düzenlenen yetersayılara uyulmadan bir karar alınması halinde kararın yoklukla maluldür. Buna karşılık, söz konusu yetersayıların toplantıya katılmaya hakkı olmayanlar veya tedavülde bulunmayan ortaklık elindeki tahvillerin de yetersayılara katılması ile sağlanıp karar alınması halinde ise ortada iptal edilebilecek bir tahvil sahipleri genel kurul kararı mevcuttur<sup>361</sup>.

<sup>357</sup> Aynı görüşte bkz. **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 339. Ancak, Ürgüplü’ye göre, TTK. m. 376 toplantıya katılan pay senedi sahipleri ve temsilcilerini bir cetvel ile tespit ederken TTK. m. 432 tedavülde bulunan tahvillerin bir cetvelinin düzenlenmesini öngörmektedir. **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 339.

<sup>358</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 258.

<sup>359</sup> **Yıldız**, s. 550.

<sup>360</sup> **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 339-340.

<sup>361</sup> **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 339-340.

### g. Oy Hakkı

Türk Ticaret Kanunu'nda tahvil sahipleri genel kuruluna katılabilecek olanların oy hakkını düzenleyen hükümler yer almamaktadır. Ancak, TTK. m. 429-432 hükümlerinden tahvil sahipleri genel kurulunda, tahvil sahipleri yani malikin oy hakkı olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre, intifa hakkı, rehin hakkı sahibinin ya da başka bir hukuki ilişkiye dayanarak zilyet olan kimsenin oy hakkı yoktur. Nama yazılı tahvillerde tahvil defterinden (TTK. m. 428), hamiline yazılı olanlarda ise zilyetlikten oy hakkı anlaşılmaktadır<sup>362</sup>.

Tahvil defteri, TTK. m. 428 hükmüne göre, nama yazılı tahviller için ortaklık tarafından tutulması zorunlu olan bir defterdir<sup>363</sup>. Yönetim kurulu tarafından tahvil sahiplerinin ad ve soyadlarını, yerleşim yerini, sahip oldukları tahvil miktarının bu deftere yazılması gerekmektedir. Tahvil defterin tutulması ortaklığa iki yönden yarar sağlamaktadır. İlk olarak, ortaklığın kime karşı ne miktarda borçlu olduğu tahvil defterinden belirlenebilmektedir. İkinci olarak da, tahvil sahipleri genel kurul toplantısının gerektiği zamanlarda, defterdeki tahvil sahipleri adreslerinden tahvil sahiplerinin toplantıya ilişkin olarak haberdar edilebilmektedir<sup>364</sup>.

Borçlu ortaklığın mülkiyetinde olan veya mülkiyetinde sayıldığı hallerde, yani tahvilin inançlı işlemle devredildiği durumlarda tahvil borçlusu anonim ortaklık tahvil sahipleri genel kurulunda oy hakkına sahip değildir. Tahvil birden fazla kişiye aitse bunlar bir temsilci aracılığıyla tahvil sahipleri, tahvil sahipleri genel kurulunda oylarını kullanabileceklerdir<sup>365</sup>. Başka bir ifadeyle, tahvil sahipleri genel kurulu toplantısında, oy hakkının kullanılabilmesi için bir temsilci atanabilmektedir<sup>366</sup>.

<sup>362</sup> **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 258; **Yıldız**, s. 553.

<sup>363</sup> Karşılaştırmalı hukukta tahvil defterleri için bkz. Akar **Öçal**, "Belçika Hukukunda Nama Yazılı Tahviller Defteri", Haluk Tandoğan'ın Hatırasına Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1990, s. 399-403.

<sup>364</sup> Defterin notere onaylatılmasına gerek bulunmamaktadır. Ancak sayfaların sıra numaraları olması gerekmektedir. Tahviller ve sahipleri, tahvil numaralarına göre açılmış sayfalara kaydedilir. Tahvillerin sahip değiştirmesi halinde durumun, yeni malik tarafından bildirilmesi halinde, tahvil defterinde gerekli düzeltmeler yapılır.

<sup>365</sup> **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 258; **Yıldız**, s. 554.

<sup>366</sup> Oysa İsv. BK. 1167'ye göre, oy hakkı tahvilin malikine veya onun temsilcisine aittir. Tahvil üzerinde intifa hakkı bulunuyorsa oy hakkının intifa hakkı sahibi veya temsilcisi tarafından kullanılması gerekmektedir. Bununla beraber, intifa hakkı sahibi bu hakkı kullanırken, menfaatini hakkaniyete uygun şekilde gözetmemiş olmasından dolayı tahvil malikine karşı sorumludur. Borçlu

Kanımca, Türk Ticaret Kanunu, oy hakkına ilişkin özel hükümler getirmediğinden oy hakkının sadece malike ait olduğu sonucuna varmak gerekir. Tahvil sahipleri genel kurulunda oy hakkı bulunmadığı halde oy kullanan kişilerin varlığı tespit edilirse alınan karara karşı iptal davası açılabilirdir<sup>367</sup>. Böylelikle, malik olmayan kişilerin tahvil sahipleri genel kurulunda oy kullanarak tahvil sahiplerinin haklarını etkileyen kararlara katılması engellenecektir.

Yukarıda belirtilen konular dışında, anonim ortaklık genel kuruluna yollama yapılmamış<sup>368</sup> ve özel olarak da düzenlenmemiş konularda (kâtip ve toplantı başkanı seçimi vb.) anonim ortaklık genel kurulunun toplanması ve toplantının yürütülmesi ile ilgili hükümlerin örneksime yoluyla uygulanması gerekir. Çünkü çağrıya ilişkin hükümlerde anonim ortaklık genel kurallarına, diğer konularda başka hükümlere başvurulması hem uygulamada ahengi bozabilecek niteliktedir<sup>369</sup>; hem de anonim ortaklık genel kurulları için öngörülen kurallara uyulması tahvil ilişkisinin taraflarının menfaatleri zarar vermeyecektir<sup>370</sup>. Sadece genel hükümlerin uygulanması boşluğa yol açabilir.<sup>371</sup>

Buna göre, genel kurul toplantılarına ilişkin zabıtların usulüne uygun tutulması (TTK. m. 297) ve hazirun cetveli (TTK. m. 376) ile toplantıya davetin usulüne göre gerçekleştiğini kanıtlayan belgelerin (davet ilanı, davetiye mektubu sureti, gündem vb.) zapta bağlanması veya bu belgelerin kapsamlarının zabıttan açıklanması (TTK. m. 378/f. 2) gerekmektedir<sup>372</sup>.

---

ortaklığın maliki ve intifa hakkı sahibi olduğu tahviller oy hakkı vermez. Ancak, borçluya ait tahviller rehin edilmişse, oy hakkı rehin hakkı sahibindedir. Üzerlerinde borçlu yararına rehin veya hapis hakkı bulunan tahvillerin maliki ise oy hakkının sahibidir. Bu konu hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 218-219.

<sup>367</sup> Aynı görüş için bkz. **Yıldız**, s. 554.

<sup>368</sup> TTK. m. 429 hükmünde sadece toplantıya çağrıya ve mahkemeden izin alınmasına ilişkin iki noktaya açık olarak yollama yapılmıştır. **Tekinalp**, “Tahvil Sahibi Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 220.

<sup>369</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahibi Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 220.

<sup>370</sup> **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 340.

<sup>371</sup> **Arslanlı**, s. 301.

<sup>372</sup> Ancak, kanımca, Tekinalp’in görüşüne katılarak, komiserin toplantıda varlığını ve zaptı imzalamasını geçerlilik şartı olarak zorunlu tutulan TTK. m. 297 ve 378 hükümlerinin tahvil sahipleri genel kurulu toplantılarına uygulanması mümkün değildir. Aynı görüşte bkz. **Tekinalp**, “Tahvil Sahibi Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, s. 220; **Ürgüplü**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, s. 340. Aksi görüşte olan Üçışık’a göre, Devlet Komiserinin toplantıda hazır bulunması ve zabıtları imzalaması gerekmektedir. Bu şartlara uyulmadan, anonim ortaklığın genel kurulu tarafından tahvil çıkarımı konusunda verilmiş olan kararların batıl olduğu ve dolayısıyla bu karara dayanılarak tahvil çıkarılması mümkün olmadığı görüşündedir. Güzin **Üçışık**, “Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Tahvil Çıkarması”, s. 268.

### 3. Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri

Tahvil sahipleri genel kurulunun yetkileri ve görevleri, TTK. m. 430 hükmünde beş bend halinde sayılarak belirli konular ile kanunen sınırlandırılmaktadır<sup>373</sup>. Bu maddenin ifadesinden ve amacından, tahvil sahipleri genel kurulunun maddede sayılanlar dışında bir yetkisi bulunmadığı anlaşılmaktadır<sup>374</sup>. Maddeye göre, tahvil sahipleri genel kurulunun yetkileri şunlardır:

- i. Tahvil sahiplerine ait hususi teminatın azaltılması veya kaldırılması,
- ii. Faiz vadelerinden bir veya birkaçının uzatılması, faiz miktarının indirilmesi veya ödeme şartlarının değiştirilmesi,
- iii. İtfa süresinin uzatılması veya şartlarının değiştirilmesi,
- iv. Tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık, pay senedi almalarının kabul edilmesi,
- v. Yukarıdaki hususların icrasına ve taşınmaz teminatının azaltılmasına veya kaldırılmasına dair işlemlerde tahvil sahiplerini temsil etmek üzere bir veya birden fazla temsilci atanmasıdır.

İlk üç bentte tahvil çıkaran ortaklık ile tahvil sahibi arasındaki sözleşmenin tahvil sahibi aleyhine değiştirilmesi, dördüncü bentde, tahvil sahiplerinin ortak sıfatını kazanmaları, son bentte de tahvil sahiplerinin kendilerinin seçeceği temsilci veya temsilciler aracılığıyla tahvil sahipleri genel kurulu tarafından alınan kararlarının yerine getirilmesi düzenlenmektedir<sup>375</sup>. Bu yetkiler dışında kalan konularda, tahvil sahipleri genel kurulu karar alması halinde, söz konusu tahvil sahipleri genel kurulu kararı hüküm ifade etmez<sup>376</sup>.

<sup>373</sup> Arslanlı, s. 302-303.

<sup>374</sup> Tekinalp, "Tahvil Sahibi Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması", s. 215-216; Gürbüz, "Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 195; Yıldız, s. 551.

<sup>375</sup> İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 414; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 441; Gürbüz, "Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 196; Doğanay, s. 1268.

<sup>376</sup> Domaniç'e göre, her ne kadar TTK m. 430 hükmünde, her ne kadar cezai şarta ilişkin tahvil sahipleri genel kurulunun yetkilendirildiği belirtilmemişse de irade serbestisine dayanılarak tahvile

### a. Teminatın Azaltılması veya Kaldırılması

Tahvil sahiplerine ait özel teminatın<sup>377</sup> azaltılması veya kaldırılması yoluna, koşullardaki değişiklik nedeni ile artık teminata hiç gerek olmaması veya teminata, halen bağlı tutulan miktarda ihtiyaç duyulmaması hallerinde başvurulabilir. Yoksa borçlunun durumu bozulmuş veya ilgili koşullarda bir değişiklik olmaması halinde, teminatın azaltılamaz veya kaldırılmaz<sup>378</sup> (TTK. m. 430/b.1).

Teminatın azaltılması veya kaldırılması birçok sebeple söz konusu olabilmektedir. Örneğin, borcun bir kısmının ödenmemesi sebebiyle, borç ve teminat arasındaki fark alacaklı lehine oldukça bozulmuş ve söz konusu teminatın bir kısmı bile tahvil alacağını rahatça karşılar hale gelmiş olabilir. Bunun gibi, ortaklık sermaye artırımına gitmiş ise, ortaklığa yeni sermaye girmesi sebebiyle tahvil sahipleri açısından ek güvence kendiliğinden sağlanabilir<sup>379</sup>.

Öte yandan, koşullarda hiçbir değişiklik olmadığı halde, sırf borçlu ortaklığın tahvil senetlerini garanti altına alan teminatı değerlendirmek için azaltma veya kaldırma yoluna borçlu ortaklık lehine şüphesiz başvurması mümkün değildir<sup>380</sup>. Ancak, ortaklıkla birlikte, tahvil sahiplerinin de birtakım yararlar sağlaması söz konusu ise, bu takdirde teminatın azaltılması veya tamamen kaldırılması mümkündür<sup>381</sup>. Bu sebeple, ikinci tertip tahvil çıkarılması ve bunun içinde ortaklık tarafından teminata ihtiyaç duyulması gibi sebeplerle de teminatın kısmen veya tamamen kaldırılması mümkün değildir<sup>382</sup>. Teminat, taşınır veya taşınmaz rehini<sup>383</sup> gibi aynı olabileceği gibi, kefalet gibi şahsi bir teminat da olabilmektedir.

---

ilişkin cezai şartın da TTK. m. 24 kuralları hilafına, tahvilin faizlerini azaltma yetkisi bulunan tahvil sahipleri genel kurulu tarafından azaltılabileceğini veya tamamen kaldırılabilceğini savunmaktadır. Hayri **Domaniç**, “Tahvil Senetleri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1974, S.7, s. 322. Kanımca bu görüşe katılmak mümkün değildir. Çünkü TTK. m. 430 hükmünde sınırlı şekilde sayılan yetkiler dışında tahvil sahipleri genel kuruluna bir yetki tanınması kanunun amacına açıkça aykırıdır.

<sup>377</sup> Tekinalp'e göre, sözkonusu bentte yer alan “*hususî*” kelimesi ile ne ifade edilmek istendiği belli değildir. Bununla, tahvil sahiplerine ait olan, yani sadece anonim ortaklıkların başvurabilecekleri bir teminat kastedilmiş olabilir. Ancak, bu kelime olmadan da “*tahvil sahiplerine ait teminatın*” ifadesi aynı anlamı vermektedir. **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 255.

<sup>378</sup> **Yıldız**, s. 551.

<sup>379</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 255.

<sup>380</sup> **Yıldız**, s. 551.

<sup>381</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 255; **Gürbüz**, “Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 186.

<sup>382</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 255.

## b. Faize İlişkin Değişiklikler

Maddenin ifadesinden açıkça anlaşılacağı üzere, burada tahvil ihraççısı ortaklığın tahvile ilişkin faiz borcundan tamamen kurtulması söz konusu değildir. Tahvil sahipleri genel kurulu böyle bir karar almaya yetkili değildir. Ancak, faiz vadelerinden bir veya birkaçının uzatılması, faiz miktarının indirilmesi veya ödeme koşullarının değiştirilmesi tahvil sahipleri genel kurulunun görevlerindedir<sup>384</sup>.

Erteleme, borçlu ortaklığı sıkıntıdan kurtarmak amacıyla yapılabilmektedir. Böylece ortaklık ve tahvil sahipleri ortak bir menfaat için birlikte, sırf faiz alacağı yüzünden ortaklığın tehlikeye düşmemesini önlemeyi amaçlamaktadırlar. Maddede, söz konusu erteleme süresi hakkında herhangi bir hüküm bulunmamakla birlikte, bu süreyi tahvil sahipleri genel kurulunun tayin edeceği belirtilmektedir<sup>385</sup>. Faiz miktarının indirilmesi, ödeme şartların değiştirilmesi örneğin taksit bağlanması da bu niteliktedir<sup>386</sup>. Tahvil sahipleri genel kurulu, tahvile ilişkin faiz borcunu tamamen ortadan kalkmasına yönelik bir karar alması halinde, tahvil sahipleri genel kurulunun bu kararının tespit davası ile hükümsüzlüğü saptanabilir<sup>387</sup>.

Öte yandan, maddenin ifadesinden ve amacından, faiz oranının tahvil sahipleri lehine değiştirilemeyeceği de açıkça anlaşılmaktadır<sup>388</sup>. Çünkü tahvil sahipleri genel kurulunun tahvil sahipleri yararına hareket etmesi, ortaklığa yeni yükümlülükler yükleyebilmesi anlamına gelmez. Bununla beraber, tahvil sahiplerinin menfaatine hareket etmek, anaparanın ve anaparaya ilişkin faizin güvence altına alınmasını ifade eder.

<sup>383</sup> Taşınmaz rehni ile teminat altına alınan tahviller hakkında bkz. Nisim **Franko**, Gayrimenkul Rehni Karşılığı Tahvilat İhracı (MK. 844), Ankara Barosu Dergisi, Yıl 1985, S.5-6, s. 694-708.

<sup>384</sup> Tekinalp'e göre, her ne kadar bentte "*faiz vadelerinden bir ya da birkaçının uzatılması*" ifadesi yer almaktaysa da, bu ifadeyi gerçekleştirmiş olan faiz borçlarının ertelenmesi şeklinde anlamak gerekmektedir. İsv BK. m. 1170 hükmü de açıkça "*erteleme*" demektir. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 255.

<sup>385</sup> Erteleme süresi, İsv. BK. m. 1170/b.1 hükmünde, "*en çok beş yıl için ve her defasında en çok beş yıl olmak üzere iki defa uzatılma*" sınırı tanınarak düzenlenmektedir. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 255; **Gürbüz**, "Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 197; **Yıldız**, s. 552.

<sup>386</sup> **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 255.

<sup>387</sup> **Yıldız**, s. 552.

<sup>388</sup> Zaten tahvil sahipleri genel kurulunda ortaklığın temsilcisi bulunmadığı için, alınan kararın ortaklığı bağlaması hukuken imkânsızdır. Alınan karar sadece şartların değiştirilmesi konusunda bir öneri niteliği taşır. **Arslanlı**, s. 301-302.

Tahvil ilişkisinin aslında iki taraflı bir ödünç olması ve tahvil sahipleri genel kurulunun ortaklığın bir organı olmadığı dikkate alındığında, bu durumun kabul edilemez olduğu daha açık bir şekilde anlaşılmaktadır. Bu sebeple, Kanunkoyucu, faize ilişkin ortaklığın yeni yükümlülükler altına sokulmasını ancak tahvil sahiplerinin de menfaatine olması koşuluyla izin vermektedir. Aynı olağandışı durumun alacaklılar için yaratılması düşünülemez<sup>389</sup>.

### c. İtfa Süresinin Uzatılması ve İtfa Koşullarının Değiştirilmesi

Bu bentte söz konusu olan sadece anaparaya ilişkin değişikliklerdir (TTK. m. 430/b.3). Çünkü faiz ile ilgili değişiklikler 1. ve 2. bentlerde düzenlenmektedir. İtfa süresinin uzatılması faizli veya faizsiz olabilir. Tahvil çıkarılırken, alacaklı ile borçlu arasında kurulan ilişkinin doğal bir sonucu olarak, bu konuda kararda açıklık yoksa faizli bir uzatma söz konusudur. Buna karşılık, tahvil sahipleri genel kurulu daha düşük faizli veya faizsiz bir süre uzatmasına da karar verebilir<sup>390</sup>.

İtfa süresinin uzatılması, tahvil bedelinin şahsi veya aynî bir teminatla garanti altına alınması durumunda da önem arz etmektedir. Örneğin, kefaletin BK. m. 493 ve BK. m. 494 uyarınca süreli şekilde yapılması durumunda, itfa süresi sonunda kefalet ortadan kalkacağından, erteleme süresi içerisinde tahvil bedelleri kefaletin sağladığı güvenceden yoksun kalacaktır. Bu takdirde, uzatılan süre için ayrı bir kefalet sözleşmesi yapmak, tahvil sahiplerinin menfaatleri açısından uygun olacaktır. Özellikle şahsi teminatın bulunduğu hallerde, yeniden bir kefalet sözleşmesi yapılması çoğu zaman gereklidir<sup>391</sup>. İtfa koşullarının değiştirilmesine ise, itfayı taksidde bağlama, itfayı durdurma, itfada gruplaşma ve grupların toplanması gibi durumlar örnek olarak gösterilebilir<sup>392</sup>. İtfa şartlarının tahvil sahipleri genel kurulu kararı ile borçlu ortaklık aleyhine değiştirilmesi düşünülemez.

<sup>389</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 256; **Gürbüz**, “Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 197.

<sup>390</sup> **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 256; **Gürbüz**, “Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 197; **Yıldız**, s. 552.

<sup>391</sup> Bu nedenle, tahvil sahipleri genel kurulunun bu imkânları elde ettikten sonra, itfa süresini uzatma kararını alması doğru olur. **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 256; **Gürbüz**, “Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 198.

<sup>392</sup> **Arslanlı**, s. 302.

Ancak, burada özellik arz eden bir konu da, itfanın itfa süresinden önce gerçekleşip gerçekleşemeyeceği ve gerçekleşebilecek ise, itfanın usulünün ne olduğudur. Esasen, borçlu ortaklık ile tahvil sahibi arasındaki ilişkinin bir ödünç ilişkisi olduğu göz önünde tutulacak olursa, bunun mümkün olacağı düşünülemez. Çünkü süreli ödünçlerde, borçlu tarafın vadesinden önce edimini yerine getirerek borç ilişkisini sona erdirmesi kural olarak mümkündür. Ancak, tahvil ilişkisi özel bir ödünç türü olduğuna göre, vadesinden önce itfa konusunda bazı değişiklikler arz edebilecektir.

#### d. Alacaklarına Karşılık Pay Senedi Almalarının Kabul Edilmesi

Tahvil sahipleri genel kurulunun diğer bir yetkisi de, tahvil sahiplerinin anapara ve faiz alacağına karşılık, ortaklık hisse senetlerini almasını kararlaştırmaktır. Böyle bir karar alınmışsa, tahvil sahibi anapara ve varsa birikmiş faizleri yerine ortaklığın hisse senetlerini almaktadır. Başka bir ifadeyle ortaklık alacaklısı sıfatının yitirir ve ortaklık pay sahibi sıfatını iktisap eder<sup>393</sup> (TTK. m. 430/b.4). Bu hüküm, Türk Hukuk öğretisinde, tahvil sahipleri genel kurulunun yetkilerinden birini düzenlemekle birlikte, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin kanuni dayanağı olarak gösterilmektedir.

Ancak bendin uygulaması açısından söz konusu tahvilin hisse senedine dönüştürülebilir tahvil olması şart olmadığı gibi, maddenin esas amacı da bu değildir<sup>394</sup>. Tekinalp'e göre, ortaklığın birikmiş faiz borçlarının bu yolla ödenmesi de düşünülebilir. Bu çözüm, anonim ortaklığın sermayesinin korunması ilkesine aykırı değildir. Hatta İsviçre Hukuku'nda, daha muaccel olmamış faizlerin de bu şekilde pay senetlerine dönüştürüleceği kabul edilmektedir<sup>395</sup>.

<sup>393</sup> Yıldız, s. 553.

<sup>394</sup> Tahvil sahipleri genel kurulu burada kendisine ortaklık tarafından yapılan bir öneriyi tasvip eder ya da ortaklığa böyle bir öneride bulunulmasını kararlaştırır. Madde esasında bu durumu düzenlemekte ve değiştirilebilir tahvillere dolayısı ile dayanak olmaktadır. Borçlu anonim ortaklığın, sermayeyi artırma kararının, tahvil sahipleri genel kurulunun kararından önce ya da sonra olmasının önemi yoktur. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 257; **Gürbüz**, "Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 198.

<sup>395</sup> **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 257; **Gürbüz**, "Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 198.



### e. Tahvil Sahiplerini Temsil Etmek Üzere Temsilci Tayini

Tahvil sahipleri genel kurulun TTK. m. 430 hükmünde düzenlenen diğer bir yetkisi de, diğer dört bentte sayılan hususlara ilişkin tahvil sahipleri genel kurulunun kararlarının yerine getirilebilmesi için temsilci atanmasıdır. Maddede, temsilcinin görevlerinin düzenlemesinin yanı sıra bu görevleri yalnızca tahvil sahipleri genel kurulunun aldığı kararların icrası ve bu konuda tahvil sahiplerinin temsil edilmesinden ibaret olduğunu belirtilmektedir.

Türk Ticaret Kanunu, tahvil alacaklıları ile borçlu ortaklık arasında her iki tarafın menfaatlerini koruyan ve ilişkiyi yöneten bir temsilci yerine sadece tahvil sahipleri genel kurulunun aldığı kararları yerine getiren bir temsilci öngörmektedir. Buna karşılık, İsviçre Hukuku<sup>396</sup> ve tahvile ilişkin hukukumuzdaki düzenlemelere kaynaklık eden İtalyan Hukuku genel ve devamlı bir temsilci öngörülmüştür<sup>397</sup>. Bu bakımdan, kanımca tahvil ihraççısı ortaklık ve tahvil sahiplerinin ortak menfaatlerini koruyan bir temsilci düzenlemesi daha yerinde olacaktır.

## 4. Tahvil Sahipleri Genel Kurul Kararlarına Karşı Konun Yolları

Anonim ortaklık genel kurul kararlarından kanun, anasözleşme ve hakkaniyet esaslarına aykırı olanlara karşı TTK. m. 381 hükmü ile iptal davası açma hakkı tanındığı halde, tahvil sahipleri genel kurulunda alınacak kararlara karşı iptal davası açma hakkı bulunup bulunmadığına ilişkin özel bir düzenleme yoktur. Bu nedenle, tahvil sahipleri genel kurulunun tahvil sahiplerinin menfaatlerini aşırı ölçüde zedeleyen nitelikte kararlar alması halinde, ilgili karara karşı iptal davası açma hakkı bulunup bulunmadığı öğretide tartışmalıdır<sup>398</sup>.

Arslanlı, TTK. m. 429 hükmünün anonim ortaklık genel kuruluna ilişkin yaptığı yollamanın istisnai bir hüküm olduğu görüşündedir. Buna göre,

<sup>396</sup> Bkz. İsv. BK. m. 2415.

<sup>397</sup> Tekinalp'e göre, bu temsilci, ortaklık ile tahvil sahipleri arasındaki ilişkiyi kuran sözleşmede ve izahnamada belirlenebileceği gibi, sırf bu temsilciyi seçmek amacıyla de bir tahvil sahipleri genel kurul toplantısı yapılabilir. **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri", s. 257.

<sup>398</sup> Tahvil sahipleri genel kurulunda alınan kararlara karşı iptal davası açma hakkında daha geniş bilgi için bkz. **Yıldız**, s. 555; **Ürgüplü**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali", s. 337-341.

kanunkoyucu, tahvil sahipleri genel kuruluna anonim ortaklık genel kuruluna ilişkin hükümlerinin uygulanmasını amacında olsaydı, yaptığı atıfta bu niyetini belirtmesi gerekirdi. Arslanlı, sonuç olarak, anonim ortaklık hakkındaki hükümlerin uygulanmasının en isabetli çözüm olduğu görüşünde olmasına karşın, Türk Ticaret Kanunu sistemi bakımından söz konusu boşluğun genel kurallara başvurularak doldurulması gerektiğini savunmaktadır<sup>399</sup>.

Arar ise, anonim ortaklık genel kurulunun toplantı, müzakere, karar alma ve sonuçlarına ilişkin her türlü genel kurul hükümünün tahvil sahipleri genel kurulu toplantılarında da uygulama alanı bulduğu görüşündedir<sup>400</sup>. Buna göre, tahvil sahipleri genel kurululu kararlarına karşı iptal yolu da yine aynı şekilde anonim ortaklık genel kurul kararlarına karşı iptal yoluna ilişkin hükümlere tabidir.

Domaniç, tahvil sahipleri aleyhine çok tehlikeli sonuçlar doğurabilecek nitelikte olan tahvil sahipleri genel kurulu kararlarına karşı olan tahvil sahiplerinin iptal davası açabilme hakkının kanun tarafından tanınmamış olduğu görüşündedir. Ancak, TTK. m. 430 hükmüne dayanılarak verilecek kararlara karşı MK. m. 2 uyarınca iptal davası açmanın mümkün olduğunu belirtip, içtihat yolu ile kıyasen TTK. m. 381 hükümlerinin uygulanmasının yerinde olacağını savunmaktadır<sup>401</sup>.

İmregün de, TTK. m. 429'da "*toplantıya davet*" hakkında anonim ortaklık genel kuruluna yollama yapıldığına göre, bu davet gereğince veya hiç yapılmadan veya karar yetersayılarına uyulmadan karar alınan hallerde anonim ortaklık genel kurullarına uygulanan hükümlerin burada da uygulanması gerektiği görüşündedir. Ayrıca, İmregün'e göre, toplantıda alınan kararların TTK. m. 361 ve 381 hükümleri uyarınca iptal edebilecektir. TTK. m. 432'nin "*Tahvil sahipleri genel kurul toplantısından önce yönetim kurulu tedavülde bulunan tahvillerin bir cetvelini yaparak tahvil sahiplerinin görebileceği bir yere asar*" şeklindeki ifadesi bu görüşü<sup>402</sup> desteklemektedir<sup>403</sup>.

<sup>399</sup> Arslanlı, s. 300-301.

<sup>400</sup> Arar, s. 257.

<sup>401</sup> Domaniç, Şerh, s. 1450.

<sup>402</sup> İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 415; İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 442.

<sup>403</sup> Bu görüşe göre, tahvil sahipleri genel kurulu kararlarına karşı iptal davası açma hakkı, toplantıya katılarak karara karşı muhalif oy kullanmış olan tahvil sahipleri veya toplantıya katılmasına haksız olarak izin verilmemiş olan tahvil sahipleri veya toplantıya katılmış olmakla birlikte toplantıya çağrının usulünce yapıldığını iddia ve ispat eden tahvil sahiplerine aittir. Tahvil sahibi olmayan kişilerin toplantıya katılarak oy kullanmaları durumunda ise, toplantıya katılsın veya katılmasın tüm tahvil sahipleri iptal davası açma hakkına sahiptir. İmregün, tahvil sahipleri genel kurul kararlarına

Tekinalp, TTK. m. 429'da sadece toplantıya çağrı ve mahkemeden izin alınmasına ilişkin iki konuda açık olarak anonim ortaklıklara yollama yapılmış olmasına rağmen, genel kurulların toplanması, toplantının yürütülmesi ve ilgili sair hususlarda da anonim ortaklığa ilişkin hükümlerin uygulanma olanağı tanınması gerektiği görüşündedir. Bununla beraber, anonim ortaklıklara ilişkin hükümler tahvil sahipleri genel kuruluna nitelik olarak en yakın hükümler olduğundan, örneksene yoluyla uygulanmaları yerinde olacağını savunmaktadır<sup>404</sup>.

Ürgüplü, tahvil sahipleri genel kurulu toplantılarına, genel olarak anonim ortaklık genel kuruluna ilişkin hükümler uygulancağından sözkonusu hükümlerin ihlali halinde de yine anonim ortaklık hükümlerine başvurulması gerektiği görüşündedir. Buna göre, tahvil sahiplerinin her biri iptal davası açmak için gerekli şartları yerine getirmesi koşulu ile TTK. m. 361 ve TTK. m. 381 hükümlerinde düzenlenen iptal davası yoluna başvurabileceğini savunmaktadır<sup>405</sup>.

Kanımca, tahvil sahipleri genel kurulu genel olarak anonim ortaklık genel kurulu hükümlerine tabi olduğundan bu kurulun kararlarının iptali konusunda da anonim ortaklık genel kuruluna ilişkin hükümlerin uygulanması isabetli bir çözüm yoludur. Tahvil sahipleri genel kurulunun toplantıya çağrılması hakkındaki hususlarda anonim ortaklık genel kurul hükümlerinin, diğer hususlarda ise genel hükümlerin uygulanmasını savunan görüş uygulamada ikircikli bir durum yaratacağından tehlikelidir. Bu bakımdan anonim ortaklık kararlarına karşı iptal davası açılması ile ilgili hükümlere yollama yapılmamış olması kanun koyucunun istemeden bıraktığı bilinçsiz bir boşluk olarak nitelendirmek ve bunu içtihatlar yolu ile kıyasen TTK. m. 381 hükmünü uygulayarak doldurmak yerinde olacaktır<sup>406</sup>.

---

karşı iptal davası açma hakkının sadece tahvil sahiplerine ait olduğunu çünkü tahvil sahipleri genel kurul kararlarının sadece tahvil sahiplerini bağlayacağını belirtmektedir. Ayrıca, tahvil sahiplerine karşı üçüncü kişi durumunda olan ortaklığın rızasının karardan önce veya sonra belirtilmedikçe kararın ortaklığa karşı hüküm ifade etmeyeceğini, bu sebeple yönetim kurulunun, yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin dava hakları olmadığı görüşündedir. **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 415; **İmregün**, Kara Ticareti Hukuku, s. 442. Domaniç ise, TTK. m. 381 hükmünün uygulanabilmesini kabul eder. **Domaniç**, Şerh, s. 1450. Arslanlı ise aksi görüştedir: TTK. m. 429 hükmünün istisnai bir yollama yaptığını ve bunun teşmil edilemeyeceğini savunmaktadır. **Arslanlı**, s. 300-301.

<sup>404</sup> **Tekinalp**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağrılması", s. 220.

<sup>405</sup> **Ürgüplü**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali", s. 338.

<sup>406</sup> **Domaniç**, Şerh, s. 1450; **Domaniç**, Anonim Şirketler, s. 1044; **Domaniç**, "Tahvil Senetleri", s. 353; Aynı görüşte bkz. **Ürgüplü**, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali", s. 340.

Bu durumda, anonim ortaklık pay sahibine iptal davası açma hakkı tanındığı hallerde, tahvil sahibine de aynı davayı açma hakkı tanımak gerekmektedir<sup>407</sup>. Tahvil sahipleri genel kurulu kararlarının da, kanun, anasözleşme ve iyiniyet kurallarına aykırı olması durumunda, iptal edilebilmeleri mümkündür. Hemen belirtelim ki, bu durumda iptal davası açma hakkı tahvil sahiplerine aittir. Çünkü tahvil sahipleri genel kurulu kararları sadece tahvil sahiplerini bağlamaktadır. Borçlu ortaklık, tahvil sahipleri genel kurul kararları açısından üçüncü kişi durumunda olduğundan, ortaklık organlarının iptal davası açma hakları bulunmamaktadır<sup>408</sup>.

Tahvil sahipleri arasında ise ikili bir ayrıma gitmek faydalı olacaktır. Toplantıda hazır bulunan tahvil sahipleri, ancak karar aleyhine oy vermeleri ve keyfiyeti tutanağa geçirmeleri halinde tahvil sahipleri genel kurulu tarafından alınan kararlara karşı iptal davası yoluna başvurabileceklerdir. Toplantıda hazır bulunan tahvil sahiplerinin oylarını kullanmalarına haksız olarak engel olunması halinde de bu kişilerin iptal davası açma hakkı doğacaktır. Toplantıya katılmayan tahvil sahipleri ise, TTK. m. 381/f.1 uyarınca toplantıya çağrının gereği gibi yapılmadığı veya toplantı gündeminin gereği gibi ilan edilmediği hallerde, ilgili tahvil sahipleri genel kurulu kararlarına karşı iptal davası açabilirler. İlgili tahvil sahipleri genel kurulu kararının alınmasına toplantıya katılma yetkisi bulunmayan kişilerin katılmış olması durumunda ise, toplantıya katılın katılmasın bütün tahvil sahipleri iptal davası açmaya yetkilidir.

Öte yandan, kanuna aykırılık, ortaklık anasözleşmesi dışındaki bütün emredici objektif hukuk kurallarına aykırılığı kapsamaktadır<sup>409</sup>. Tahvil sahipleri genel kurulu kararının konusu bakımından aykırılık söz konusu olması halinde, yokluk veya butlanda söz konusu olabilir. Ancak bu kararın da TTK. m. 381 uyarınca iptal davasına konu olabilmesine hukuki bir engel bulunmamaktadır<sup>410</sup>.

<sup>407</sup> Ürgüplü, TTK. m. 381 hükmünün tanıdığı iptal davası hakkının, tahvil sahipleri genel kurulu tarafından alınacak afaki iyiniyet kurallarına aykırı kararlara uygulanamayacağı sonucuna varılsa bile, tahvil sahiplerinin MK. m. 2 çerçevesinde korundukları görüşündedir. Ancak, afaki iyiniyet kurallarına aykırılığın çok geniş yorumlanmaması ve ayrıca kararın, pay sahiplerinin bu sıfatlarından doğan haklarını açıkça kötüye kullanılmış olması gerektiğini savunmaktadır. Bu davranışın MK. m. 2'nin ifadesine göre "*açıkça kötüye kullanılması*", tahvil sahipleri genel kurul kararlarının ise "*açıkça azınlık tahvil sahiplerine zarar verme kastını gütmesi*" gerekmektedir. Ürgüplü, "Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali", s. 341.

<sup>408</sup> İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 441.

<sup>409</sup> Moroğlu, Türk Ticaret Kanununa göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 137.

<sup>410</sup> Moroğlu, Türk Ticaret Kanununa göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 113-114.

Kararın yedek veya açıklayıcı bir hukuk normuna aykırı olması halinde, ortada kararın geçerliliği ile ilgili bir durum söz konusu değildir. Örneğin, tahvil sahipleri genel kurulunun toplantıya çağrısı ile ilgili düzenleyici nitelikteki Türk Ticaret Kanunu hükümlerine aykırılık, iptal davasına değil, koşulları gerçekleşmişse ortaklık organlarının sorumluluğuna yol açabilir.

Diğer iptal sebebi de, tahvil sahipleri genel kurulu kararının ortaklık anasözleşmesine aykırı olması halidir. Anasözleşme, emredici hükümlere aykırı olmayan özel hükümler, yedek veya yorumlayıcı kanun hükümlerinin kısmen veya tamamen aksini öngören hükümler, emredici nitelikteki kanun hükümlerini kanunkoyucunun amacına uygun olarak daha da ağırlaştırıcı veya pekiştiren hükümler ve kanun emredici olan ve olmayan hükümlerini aynen veya özü bakımından tekrar eden hükümlerden oluşur<sup>411</sup>.

Bu tarz bir iptal davası pratikte, tahvil sahiplerine ortaklık anasözleşmesi ile tanınacak olan ve tahvil sahiplerinin menfaatine olabilecek birtakım avantajlara aykırı bir genel kurul kararı alınması durumunda söz konusu olabilecektir. Örneğin, TTK. m. 431/f.1 hükmünde düzenlenen 2/3 çoğunluğu ağırlaştırıcı bir anasözleşme hükmü mevcut ise, TTK. m. 430 hükmünün ilk dört bendinde sayılan kararların alınabilmesi için anasözleşmede belirtilen ağırlaştırılmış yetersayıların uygulanması gerekecektir. Bu durumda, tahvil sahipleri genel kurulu kararı bu yetersayılara uyulmaksızın alınmış ise, tahvil sahipleri tarafından kararın iptali talep edilebilecektir<sup>412</sup>.

İyiniyet kurallarına aykırılık ise, üçüncü bir iptal nedeni olarak TTK. m. 381 hükmünde açıkça ifade edilmiştir. Böylelikle, çoğunluğun haksız ve yersiz kararlarıyla azınlığı ezmesi önlenmek istenmiştir. Gerçi, Moroğlu'na göre, bu hüküm MK. m. 2 hükmünde yer alan hakkın kötüye kullanılması yasağının bir tekrarından başka bir şey değildir. Bu nedenle, kanımca da TTK. m. 381 hükmünde böyle bir düzenleme mevcut olmasaydı dahi, TTK. m. 1/f.1 hükmünün yollamasıyla MK. 2 uygulanabilecektir<sup>413 414</sup>.

<sup>411</sup> **Moroğlu**, Türk Ticaret Kanununa göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 139.

<sup>412</sup> **Acar**, Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, s. 95.

<sup>413</sup> **Moroğlu**, Türk Ticaret Kanununa göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 140-143.

<sup>414</sup> Tahvil sahipleri genel kurul kararı hakkında açılacak olan iptal davası, kararın alındığı tarihten itibaren üç ay içinde açılmalıdır. Üç aylık süre, hak düşürücüdür. Yetkili mahkeme ise, ortaklığın

## C. YÖNETİM KURULU ÜYELERİ HAKKINDA SORUMLULUK DAVASI AÇILMASI

Tahvil sahiplerinin haklarını koruyan bir başka önemli dava çeşidi de, anonim ortaklık yönetim kurulu üyeleri (TTK. m. 336 vd.) ve denetçileri (TTK. m. 359) aleyhine açılacak olan sorumluluk davasıdır. Gerçekten, tahvil sahibi, anonim ortaklığın ihraç ettiği tahvili satın almakla ortaklık alacaklısı sıfatını kazanır ve ortaklık ile bir menfaat birliği içine girer. Bu nedenle, ortaklığa verilen zarar dolayısıyla ortakların ve tahvil sahiplerinin dava açmakta menfaatleri bulunduğu şüphesizdir. Çünkü ortaklık malvarlığı ortakların tasfiye payının karşılığını ve alacakların da müşterek garantisini meydana getirmektedir.

Tahvil sahibinin, anonim ortaklık yönetim kurulu ve denetçileri hakkında sorumluluk davası açabilmesi, kaynağını TTK. m. 433 hükmünden almaktadır<sup>415</sup>. Bu madde, kanununa aykırı hareket eden ortaklık yönetim kurulu üyeleri ve diğer ilgililer hakkında sorumluluk davası açılabilirliğini ifade etmektedir. Gerçi, bu hüküm olmasa dahi, tahvil sahibinin bir ortaklık alacaklısı olması sebebiyle, hem yönetim kurulu üyeleri (TTK. m. 336), hem de denetçiler (TTK. m. 359) aleyhine sorumluluk davası açılması kanımızca mümkündür. Tahvil sahibi, ortaklıkla girdiği ödünç ilişkisi sonucunda ortaklık alacaklısı sıfatını kazandığına göre, tahvil sahibinin de ortaklık yönetim kurulu hakkında sorumluluk davası açma hakkı bulunmaktadır.

---

merkezinin bulunduğu yer mahkemesidir. Davalı ortaklığın talebi üzerine mahkeme, ortaklığın muhtemel zararını karşılamak üzere bir miktar teminat yatırılmasına karar verebilir.

<sup>415</sup> Ticaret Kanunu, alacaklılara yönetim kurulu aleyhine dava açma hakkı tanımakla, sorumluluk hukukundaki iki önemli kuralıma istisna getirmektedir. Bunlardan birincisi, yönetim kurulu üyelerinin akde aykırılık sebebiyle sorumlu oldukları hallerde, alacakların, ortaklıkla yönetim kurulu arasındaki akde taraf olmamalarına rağmen, bu akdin ihlali sebebiyle dolaylı –hatta doğrudan doğruya– uğradıkları zararın tazminini isteyebilmeleridir. İşte bu imkân, borç ilişkisine taraf olmayan bir kişinin o borç ilişkisine dayanarak tazminat davası açamayacağı kuralına istisna teşkil eder. Bu istisna, usul hukuku yönünden ise, davada taraf olmayan kişi lehine tazminat istenemeyeceği kuralına getirilmiş bir istisna şeklinde görülür. İkinci istisna ise, haksız fiilin söz konusu olduğu hallerde, dolayısıyla zarar gören kişinin bunun tazminini talep edemeyeceği kuralına getirilmiş olmaktadır. Bu istisna da, diğerleri gibi kanunun özel bir düzenlemesi ile sağlanmaktadır. Bu konu hakkında daha geniş bilgi için bkz. Ersin **Çamoğlu**, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Bası, İstanbul 2007, s. 117-118.

Anonim ortaklık yönetim kurulu üyeleri, kural olarak, ortaklık adına yaptıkları iş ve eylemlerden dolayı şahsen sorumlu değildir. Hatta yönetim kurulu üyelerinin yönetim ve temsil görevleri esnasında işlemiş oldukları haksız fiillerden dahi kendileri değil, ortaklık sorumludur. Bu nedenle, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu esas itibarıyla ortaklığa karşıdır. Bununla birlikte, ortaklık malvarlığının azalması, pay sahiplerinin ve ortaklık alacaklılarının da zarara uğraması demek olduğundan ve ortaklığı temsile yetkili olan yönetim kurulunun bu durumda kendisine karşı harekete geçmesi beklenemeyeceğinden, kanun, pay sahiplerine ve tahvil sahipleri gibi ortaklık alacaklılarına da dava hakkı tanımaktadır<sup>416</sup>.

Yönetim kurulu üyelerinin yaptıkları iş ve işlemlerden dolayı sorumlu olmadıkları kuralına koyan TTK. m. 336 hükmü, bu kuralın istisnalarını da beş bend halinde saymaktadır<sup>417</sup>. Ancak, yönetim kurulu üyelerinin münferit olarak sorumlu oldukları bazı haller de bulunmaktadır. TTK. m. 336/f.1.5 hükmünde sayılan görevlerden birinin TTK. m. 319 hükmü uyarınca yönetim kurulu üyelerinden birine bırakılması (TTK. m. 336/f.2), yönetim kurulu üyelerinden birinin ortaklığın durumu hakkında yanlış kanı uyandıracak desiseler kullanmak veya gerçeğe aykırı beyanda bulunmak suretiyle üçüncü kişileri aldatması (TTK. m. 339), ortaklıkla işlem yapma yasağı (TTK. m. 334) veya rekabet yasağına (TTK. m. 335) aykırı hareket etmesi, kuruluş işlemlerindeki yolsuzlukları inceleme görevinin gereği yerine getirilmemesi (TTK. m. 331/f.1; 308; 337) hallerinde ihlali gerçekleştiren yönetim kurulu üyesinin sorumluluğu bireyseldir.

Gerçekten de yönetim kurulu üyelerinin ortaklık malvarlığına verdiği zarar, ortaklık ve alacaklılara da yansır ve dolayısıyla tahvil sahipleri de zarar görmüş olurlar. Şayet sorumlu yöneticilere karşı dava açma imkânı yalnız anonim ortaklığa verilmiş olsaydı, genellikle yönetim kurulunun etkisi altında bulunan anonim ortaklık pay sahiplerinin çoğunluğu, dava açmayı uygun bulmayarak azınlıkta kalan ortakların ve alacaklıların haklarını tehlikeye düşürebilirlerdi.

<sup>416</sup> **İmregün**, Anonim Ortaklıklar, s. 351-352.

<sup>417</sup> Yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerine ve ortaklık alacaklılarına karşı sorumlu olduğu haller TTK. m. 336 hükmünde şöyle sıralanmıştır:

1. Hisse senetleri bedellerine mahsuben pay sahipleri tarafından yapılan vuku bulan ödemelerin doğru olmaması,
2. Dağıtılan ve ödenen kar paylarının hakiki olmaması,
3. Kanunen tutulması gereken defterlerin mevcut olmaması veya bunların intizamsız bir surette tutulması,
4. Umumi heyetten çıkan kararların sebepsiz olarak yerine getirilmemesi,
5. Gerek kanun gerek esas mukavelelerin kendilerine yüklediği sair vazifelerin kasten veya ihmal neticesi olarak yapılmaması.

Yönetim kurulu üyelerinin, ortaklığın malvarlığına zarar vermeksizin yalnızca ortaklara ve tahvil sahiplerine doğrudan zarar vermesi de mümkündür. Bu durumda ortak veya tahvil sahipleri yönetim kurulu üyelerine karşı ortaklığın dava hakkından bağımsız doğrudan doğruya dava hakkı tanınmak suretiyle bunların hakkını korumaktadır. Şayet ortaklığa zarar verici fiil, ortaklara ve alacaklılara yansımamış yani sözü geçen şahıslardan dolayısıyla dahi zarar görmemişlerse dava açma imkânları da mevcut değildir<sup>418</sup>.

Ortaklık yönetim kurulu üyeleri, tahvil sahiplerine karşı tahvil sahiplerinin hakları ile ilgili kanundan kaynaklanan görevleri açısından doğrudan, ortaklık işlerinin gereği gibi yürütülmesi ve denetlenmesi açısından ise dolaylı olarak sorumludur<sup>419</sup>. Bu nedenle, tahvil sahiplerinin “dolayısıyla zarar gören şahıs sıfatıyla dava hakkı” ile “doğrudan zarar gören şahıs sıfatıyla dava hakkı” arasında bir ayırım yapmak gerekmektedir.

### 1. Dolayısıyla Zarar Gören Şahıs Sıfatıyla Dava Hakkı

Tahvil sahibinin dolayısıyla zararı, ancak tahvil çıkaran ortaklığın zarara uğraması ve bu zararın alacaklı konumunda olan tahvil sahiplerinin malvarlığında bir azalmaya neden olması halinde söz konusudur. Ortaklığın zararı, tahvil sahibinin dolayısıyla zararının “olmazsa olmaz” (conditio sine qua non) şartıdır<sup>420</sup>. Ayrıca tahvil sahibinin dava açıldığı anda tahvil sahibi sıfatına taşınması gerekir<sup>421</sup>.

Ortakların ve alacaklıların dolayısıyla zararlarına dayanarak açacakları dava, kuruluştan doğan sorumlulukla ilgili TTK. m. 309 hükmüne atıf yapan 340. maddeye dayanmaktadır. TTK. m. 309 hükmüne göre, dolayısıyla görülen zararlar nedeniyle açılan davalarda ortaklar ve alacaklı tahvil sahiplerinin yararına hükmolunacak tazminatın ortaklığa verilmesini talep edebilmektedir<sup>422 423</sup>. Talep edilecek tazminat

<sup>418</sup> **Arslanlı**, s. 183; Haluk **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, Ankara 1963, s. 107.

<sup>419</sup> **Acar**, Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, s. 96; **Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, s. 258.

<sup>420</sup> Necla Akdağ **Güney**, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Genişletilip Güncelleştirilmiş, 2. Baskı, İstanbul 2010, s. 116.

<sup>421</sup> **Çamoğlu**, s. 131.

<sup>422</sup> **İmregün**, Anonim ortaklıklar, s. 250; Sait Kemal **Mimaroğlu**, Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mesuliyeti, Ankara 1967, s. 113-115; Ersin **Çamoğlu**, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. XXXVI, İstanbul 1971, s. 335.



miktarı ortaklığın veya tahvil sahiplerinin kendi hissesine düşen zarar miktarını değil, ortaklığın gördüğü zararın tamamıdır<sup>424</sup>.

Öncelikle, dolayısıyla zarar gören şahıs kavramının “*dolayısıyla zarar*” kavramından ayırt edilmesi gerekir. Bu iki kavram, farklı amaçlarla ortaya atıldığı gibi, nitelikleri de birbirinden farklıdır. Dolayısıyla zarar, zarar verici fiilin doğrudan doğruya sonucu olan zararlardan doğan ve fakat direkt zarardan daha uzak olan sonuçlarıdır<sup>425</sup>. Bu sonuçlar ya zaman itibariyle daha sonra doğarlar ya da araya başka olaylar girdiği için illiyet zincirinde direkt neticelere uzak sayılırlar. Buna karşılık, dolayısıyla zarar gören şahıs kavramı, tazminat talebinin içeriği ve kapsamını belirlemek konusunda ile değil, tazminat talep etmeğe yetkili kişilerin sınırlandırılması ile ilgilidir. Bu açıklama ışığında, tahvil sahibinin sorumlu yönetim kurulu üyeleri aleyhine açacağı davada, tahvil sahibinin sıfatı dolayısıyla zarar gören kişidir.

Ortaklık yönetim kurulu üyelerinin ortaklık malvarlığını azaltan davranışları, tahvil sahiplerinin dolayısıyla zarar görmelerine yol açar<sup>426</sup>. Gerçekten, ortaklık malvarlığını azaltan her fiil, hisseleri oranında ortakları etkiler. Ancak, bu eylemler neticesinde ortaklık borçlarını artık tam olarak karşılamaya yetmiyorsa, bundan birinci derecede etkilenecek olan ortaklığın alacaklısı konumundaki tahvil

<sup>423</sup> “*Davacılar, davalının müdürlüğünü yaptığı şirkette ortak olduklarını, şirketin zarara uğratıldığını iddia ederek alacak talebinde bulunup hisseleri oranında ödemeye karar verilmesini talep etmişlerdir. Davalının eylemi nedeniyle şirket zarara uğradığından şirket ortaklarının açtığı davada tazminatın davacılar değil, şirkete verilmesine karar verilmelidir. Yerel mahkemece hisseler oranında ödemeye karar verilmesi isabetsizdir*”. Y. 11. HD. 06.07.2004, E. 2003/13387, K. 2004/7567.

<sup>424</sup> Arslanlı, tahvil sahibinin uğramış olduğu zararın tamamını talep edemeyeceği görüşündedir. Buna göre, her tahvil sahibi dolayısıyla zarar gören kişi sıfatıyla ancak kendi uğradığı zararın tazmini talep edebilir. **Arslanlı**, s. 83. Aksi görüşte Tandoğan, tahvil sahibinin uğramış olduğu zararın tümünü talep edebileceğini savunmaktadır. Buna göre, alacaklılardan her birinin dolayısıyla uğramış olduğu zararın miktarının tespit edilmesi imkânsız denilecek kadar zordur. Bir an için bu miktarın tespit edildiği düşünülse bile, pay sahipleri ve alacaklıların her birinin eksiksiz dava açmaları gerekecektir ki, ortaklık malvarlığındaki eksilmenin tamamı giderilebilsin. Dava neticesinde hükmolunacak tazminat ortaklığa ödeneceğine göre, pay sahiplerinin veya ortaklık alacaklılarından bazılarının dava açmaları durumunda, ortaklık malvarlığındaki azalma telafi edilememiş olacak ve dava açan alacaklıların uğramış oldukları dolayısıyla zarar da giderilmiş olacaktır. **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 106. Kanımca, tahvil sahibinin ortaklığın uğramış olduğu zararının tamamını dava edebilmesine imkân tanıyan bu ikinci çözüm tarzı daha isabetlidir. Aksi halde, yönetim kurulu aleyhine açılacak davada hükmolunan tazminat ile dava hakkı bulunan herkesin dava açmaması halinde tahvil sahibinin uğramış olduğu zararın tamamıyla giderilmesi mümkün olmayacaktır. Kaldı ki, tahvil sahibinin dolayısıyla uğradığı zararın tespiti oldukça güçtür. Ortaklığın uğradığı zararın tamamının dava edilmesi imkânının tanınması ise, bu güçlüğü ortadan kaldıracaktır. Ortaklık alacaklıları tarafından açılacak davaya ilişkin görüşler hakkında bkz. **Çamoğlu**, s. 128-129.

<sup>425</sup> Haluk **Tandoğan**, Türk Mesuliyet Hukuku, Ankara 1961, s. 70; Haluk **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 9.

<sup>426</sup> **Çamoğlu**, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi”, s. 331.

sahipleridir. Bu nedenle, ortaklığın uğradığı bir doğrudan doğruya bir zarar, tahvil sahipleri açısından dolayısıyla zarar teşkil etmektedir. Dolayısıyla, ortaklığın malvarlığındaki azalmanın giderilmesi tahvil sahiplerinin uğramış olduğu dolayısıyla zararı da telafi edecektir<sup>427</sup>.

Tahvil sahibinin "dolayısıyla zarar gören kişi" sıfatıyla dava hakkı konusunda üzerinde durulması gereken bir sorun da, tahvil sahibinin dava hakkını kazanabilmesi için ortaklığın iflas etmiş olmasının gerekip gerekmeyeceği konusunda kendini göstermektedir.

Tandoğan, alacaklıların, hususiyle, tahvil sahibin dava hakkının, ortaklığın iflası ile sınırlandırılmış olduğu görüşündedir. Buna göre, ortaklık iflas etmedikçe ortaklık alacaklılarının dolayısıyla zararının tespiti ve bunun tazmini için dava açmaları pratik olarak zordur. Bu bakımdan, Türk Hukuku'nda<sup>428</sup> alacaklıların dolayısıyla zararın tazminine müteallik davası daha çok ortaklığın iflası durumunda ortaya çıkabileceğini savunmaktadır<sup>429</sup>.

Çamoğlu, yönetim kurulunun ortaklık malvarlığını azaltan bütün işlemlerinin alacaklılar yönünden, dolayısıyla uğranılan bir zarar olduğu görüşündedir<sup>430</sup>. Bu nedenle, ortaklık yönetim kurulu üyeleri tarafından ortaklığa verilen doğrudan doğruya zararlar, tahvil sahipleri açısından dolayısıyla uğranılan bir zararı ifade ettiğine göre, bu zararın tespiti için ortaklığın iflas etmesini beklemeye gerek yoktur<sup>431</sup>. Her bir tahvil sahibi, dolayısıyla zarar gören kişi sıfatıyla açtıkları davada ortaklığın uğradığı zararın tümünü dava edebilir<sup>432</sup>.

<sup>427</sup> **Çamoğlu**, s. 122; **Çamoğlu**, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi", s. 332.

<sup>428</sup> İsv. BK. m. 758 hükmü, alacaklıların dolayısıyla zararları sebebiyle dava açmalarını, ortaklığın iflas etmiş olmaları ön şartına bağlamıştır. Bu nedenle, İsviçre sisteminde ortaklığın iflasından önce münferit alacaklıların yönetim kurulu üyelerine karşı dolayısıyla zarara dayanan bir dava açması mümkün değildir. Ortaklığın iflası halinde ise, sorumluluk davası açma hakkı bütün alacaklılar adına hareket eden iflas idaresine geçmektedir. **Çamoğlu**, s. 123.

<sup>429</sup> **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 111 dpn. 128.

<sup>430</sup> İsviçre Borçlar Kanunu'nun, alacaklıların dava açma hakkını ortaklığın iflası ön şartına bağlamıştır (İsv. BK. m. 758). Fakat bu, davanın açılabilme şartı olup, zarar kavramını da mutlaka ortaklığın iflası şartına bağlanmasını zorunlu kılmaz. Çünkü dolayısıyla zarara yol açan olay ortaklığın iflas etmesi değil, ortaklığa verilen zarardır. İflas ise, sadece alacaklıların dava haklarını kullanabilmeleri için öngörülmüş olan bir şarttır. Bu sebeple, ortaklık aciz haline düşme bile, ortaklık malvarlığını azaltan bütün fiiller alacaklılar yönünden dolayısıyla zarar teşkil eder. **Çamoğlu**, s. 124.

<sup>431</sup> Alacaklıların dava hakkı ortaklığın aciz halinde bulunması şartına bağlamak dava hakkının etkinliğini ortadan kaldırır. Ortaklığın bütün borçlarını ödeyecek güçte olup olmadığının tespiti hemen anlaşılabilir bir husus değildir. Bunun için belki bir ara bilançosu yapılması gerekir. Fakat alacaklılar, ortaklıktan böyle bir talepte bulunmaya yetkili değildirler. Aczi tespit ettirebilmek için onlar açısından yapılabilecek tek şey, ortaklığı haciz veya iflas yoluyla izlemektir. Fakat alacağı henüz

Kanımcı anonim ortaklığın tahvil sahiplerine karşı esas olarak ortaklık malvarlığı ile sorumlu olması sebebiyle, ortaklık malvarlığındaki her azalma tahvil sahibinin menfaatini yakından ilgilendirir. Çünkü ortaklık malvarlığında meydana gelen azalma oranında tahvil sahibinin alacağını tahsil etme ihtimalinde bir azalma meydana gelmektedir. Bu nedenle, tahvil sahibi, korunmaya değer olan menfaatini ortaklık ve pay sahiplerinden bağımsız olarak bir dava ile ileri sürebilmelidir.

Türk Hukuku'nda, tahvil sahibinin sorumluluk davası açabilmesi için ortaklığın iflas etmesinin gerektiği şeklindeki yorum tarzı, pratikte tahvil sahibinin bu hakkını ortadan kaldıracaktır<sup>433</sup>. Şöyle ki, TTK. m. 309/f.2'ye göre, ortaklığın iflası halinde, ortaklık alacaklılarının sahip olduğu haklar iflas masasına geçer. Başka bir ifadeyle, ortaklığın iflasından sonra tahvil sahibinin münferiden dava açması mümkün değildir. Oysa TTK. m. 309/f.1 ve 336, tahvil sahibinin dava hakkı ile ilgili böyle bir sınırlama öngörmemiş olup, aksi bir yorum söz konusu maddelerin amacına aykırıdır.

Tahvil sahibinin yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davası açabilmesinin hukuki dayanağı, tahvil sahibinin bir ortaklık alacaklısı olmasıdır. Bu nedenle, tahvil sahibinin açacağı bu dava, TTK. m. 336, 337 ve TTK. m. 340 hükümlerinin yaptığı atıf ile TTK. m. 309 esaslarına göre yürütülecektir. İlgili maddelerin getirdiği düzenlemeye göre, dava ile ortaklığın uğradığı zarar sebebiyle ortaklık aleyhine bir tazminata hükmolunması istenecektir.

Tahvil sahibine dolayısıyla zarar gören sıfatıyla tanınmış olan bu davanın pratik öneminin ne olduğu düşünülebilir. Gerçekten de, bu davada davacı tahvil sahibi, tazminatın kendisine verilmesini talep edememekte, ancak ortaklığa ödenmesini talep edebilmektedir. Buna karşılık, tahvil sahibi davanın kaybedilmesi

---

muaccel olmamış alacaklılar açısından bu imkân da mevcut değildir. Bu nedenle, dolayısıyla zarar kavramı geniş yorumlanarak, bu tipten sınırlamalara tabi tutmadan alacaklılara dava hakkı tanımak menfaatler dengesine en uygun çözüm tarzıdır. Zira alacaklılar açacakları davada tazminatın kendilerine değil, ortaklığa verilmesini isteyecekler, bundan da bütün alacaklılar, pay sahipleri ve ortaklık yarar sağlayacaktır. **Çamoğlu**, a.g.e., s. 132-133.

<sup>432</sup> **Çamoğlu**, s. 124; **Arslanlı**, s. 83; **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 106; **Çamoğlu**, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi", s. 334.

<sup>433</sup> Kaldı ki, İsv. BK. m. 758, İsviçre hukukunda da eleştirilen bir hükümdür. Söz konusu hüküm, 1937 değişikliği ile kabul edilmiş olup, maddenin eski hali bazı sınırlamalarla birlikte ortaklığın iflası dışında da alacaklılara dava hakkı tanımaktadır. **Çamoğlu**, s. 132-133.

halinde dava masrafları ve vekâlet ücretini yüklenmek riskiyle karşı karşıyadır. Bu durumun, tahvil sahibi yönünden davanın cazibesini azaltacağı şüphesidir<sup>434</sup>.

Tahvil sahibinin, yönetim kurulu üyeleri aleyhine açacağı sorumluluk davasında karşılaşılabileceği diğer bir güçlük ise, bu davayı açmak ve yürütmek konusunda gerekli bilgi kaynaklarından yoksun olmasıdır. Bu açıdan, tahvil sahipleri pay sahiplerine göre daha elverişsiz bir durumdadır. Çünkü pay sahiplerinin sınırlı da olsa bilgi alma imkânları mevcuttur (TTK. m. 362-363).

Sonuç olarak, tahvil sahiplerinin yönetim kurulu aleyhine açacakları dolayısıyla zararlara dayanan sorumluluk davası pratikteki engeller yüzünden çekici olmasa da tahvil sahiplerinin haklarının korunması açısından önemli ve kullanılmaya değer bir imkândır. Tazminatın ortaklığa verilmek üzere davanın açılması zorunluluğu, bu davanın tahvil sahipleri için taşıdığı önemi ortadan kaldırmamaktadır. Çünkü tahvil sahibi bu dava ile alacağının teminatı olan ortaklık malvarlığındaki eksilmenin telafi edilmesini sağlamaktadır.

## 2. Doğrudan Zarar Gören Şahıs Sıfatıyla Dava Hakkı

Anonim ortaklık yönetim kurulu üyeleri ortaklara ve alacaklılara verdikleri doğrudan doğruya zararlarda da sorumludur. Doğrudan doğruya zarar, tahvil sahiplerinin, ortaklık yönetim kurulu üyelerinin fiilleri sonucunda ortaklığın zararından bağımsız olarak uğradıkları zararlardır. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen TTK. m. 336 ve 341 hükümleri ortakların ve alacaklıların doğrudan doğruya zararlara dayanan sorumluluk davalarını da kapsamaktadır<sup>435</sup>.

Genelde, yönetim kurulu üyelerinin fiillerinden zarar gören büyük çoğunlukla ortaklığın kendisidir. Ortaklık işlerinde gerekli özenin gösterilmemesi, riskli ve gereksiz yatırımlar yapılması, bilanço ve hesapların denetimini olanaksız kılan hallerde doğrudan doğruya zarar gören ortaklıktır. Oysa tahvil sahibinin

<sup>434</sup> HUMK'da 02.05.2001 tarih ve 4667 sayılı Kanun ile avukatlık ücreti anlaşma ile davanın kazanılması şartına bağlanabilmekte ve hükmolunacak miktarın belli bir yüzdesi avukatlık ücreti olarak kararlaştırılabilmektedir.

<sup>435</sup> **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 112 dph 133; **Çamoğlu**, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi", s. 342; Tuğrul **Ansay**, Anonim Şirketler Hukuku, 6. Bası, Ankara 1982, s. 130; **Çamoğlu**, s. 140.

alacaklı sıfatı ile ortaklık zarar göremeden bir zarara uğraması mümkündür. Tahvil sahibinin doğrudan doğruya uğradığı zarara örnek olarak bilançonun doğruluğuna güvenerek veya ortaklığın mali durumu hakkında yönetim kurulu üyeleri tarafından kasten verilen yanıltıcı bilgiler üzerine ortaklığın ihraç ettiği tahvilleri satın alması gösterilebilir. Bu nedenle dava hakkı her bir ortağa ve alacaklıya doğrudan ve kişisel olarak tanınmaktadır ve diğer ortakların, alacaklıların veya ortaklığın tazminat talebinden tamamen bağımsızdır.

Öte yandan, yönetim kurulunun fiilinden ortaklığın bir zarar görüp görmemesi, ortaklık alacaklısı açısından fiilin doğrudan doğruya zarar olarak nitelendirilmesinde önem taşımaz. Ancak, uğranılan zarar, tahvil sahibinin ortaklık alacaklısı sıfatının bir sonucu olmalıdır. İşte doğrudan doğruya zararın herhangi bir üçüncü kişiye verilen zarardan farkı buradadır. Ortaklık herhangi bir zarar görmese dahi, yönetim kurulu üyelerinin fiilleri veya ihmalleri, doğrudan doğruya tahvil sahibinin malvarlığı çerçevesinde bir zarar doğurabilir<sup>436</sup>.

Tahvil sahibi, uğradığı doğrudan doğruya zarar nedeniyle açtığı sorumluluk davasında kendi zararlarını mahkemeden talep edecektir. Bu nedenle, doğrudan zarar nedeniyle açılan davalarda, tahvil sahibi dolayısıyla uğranılan zarara dayanılarak açılan davadan farklı olarak tazminatın ortaklığa değil, doğrudan kendisine verilmesini talep edebilmektedir<sup>437</sup>.

Tahvil sahiplerinin, doğrudan zararları dolayısıyla açtıkları davalar, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen TTK. m. 336-340 hükümlerine tabidir. Başka bir ifadeyle, TTK. m. 336 hükmü, tahvil sahiplerinin dolayısıyla zararları nedeniyle açacakları davalarda olduğu gibi doğrudan doğruya zararlar için de dava açma hakkını da kapsamaktadır. Bu nedenle doğrudan zarar sebebiyle açılan

<sup>436</sup> **Mimaroğlu**, s. 343; Mehmet **Helvacı**, Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Bası, İstanbul 2001, s. 152; **Çamoğlu**, s. 141; **Çamoğlu**, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi", s. 343.

<sup>437</sup> **Arslanlı**, s. 186, **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 112; **Acar**, Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, s. 111; "Dava, dava dışı anonim şirketin yönetim kurulu üyeleri olan davalıların sorumluluğundan kaynaklanan tazminat davası olup, davacı, dava dışı anonim şirketten alacaklı olan bir şirkettir. Ortaklar ve alacaklılar, yönetim kurulu üyelerinin kusurlu yönetimi nedeniyle doğrudan doğruya zarara uğramaları durumunda, yönetim kurulu üyelerinin aleyhine, hükmedilecek tazminatın doğrudan doğruya kendilerine verilmesi şartıyla sorumluluk davası açabilirler. Dava konusu olayda da, alacaklı sıfatı ile dava açan davacı şirket, davalıların kusurlu yönetimi ile doğrudan kendisi zarara uğradığından, mahkemece hükmedilecek tazminatın davacı şirkete verilmesi gerekir". 11. HD. 11.03.2002, E. 2001/9498, K. 2002/2079.

davalarda ispat (TTK. m. 338), yetkili mahkeme (TTK m. 340, 309) ve özel zamanaşımı (TTK. m. 340, 309) hükümleri uygulama alanı bulmaktadır<sup>438</sup>.

Öğretide, doğrudan zararlar nedeniyle açılacak davaların hukuki dayanağı konusunda görüş birliği yoktur. Bazı yazarlar<sup>439</sup>, ortakların ve alacaklıların doğrudan doğruya zararları sebebiyle açtıkları davaları haksız fiile dayandırırken, diğer bir kısım yazar<sup>440</sup>, akdi nitelik taşıdığını savunmaktadır. Bu tartışmanın pratik sonucu ispat yükü konusunda kendini göstermektedir. İlk görüşe göre, yönetim kurulu üyelerinin kusurunu ispat yükü de davacı ortak veya alacaklı tahvil sahibindedir. İkinci görüşe göre ise, ortaklık alacaklılarının davaları, üçüncü kişilerin akde aykırılığa dayanarak tazminat talep edemeyecekleri kuralına getirilmiş olan istisnalar olarak yorumlanmaktadır<sup>441</sup>.

Kanımca, ikinci yorumu benimsemek menfaatler dengesi açısından daha uygun olacaktır. Çünkü tahvil ilişkisinde bir tarafta yükümlerini yerine getirmemiş olan güçlü bir ortaklık, diğer tarafta ise, çok sayıda, güçsüz ve bir birlik oluşturmayan tahvil sahibi söz konusudur. Kaldı ki, birinci görüşe göre, yönetim kurulu üyeleri ile ortaklar ve alacaklılar arasında bir sözleşme söz edilemeyeceğinden davanın sözleşmeye dayandığını söylemek mümkün değildir. Tahvil sahibinin yönetim kurulu üyeleri hakkında doğrudan doğruya zarar sebebiyle akde aykırılığa dayanan bir dava açabilmesi için; 1) Yönetim kurulu üyelerinin zarar verici fiil veya ihmali aynı zamanda ortaklıkla aralarındaki sözleşmeyi ihlal etmesi, 2) Tahvil sahibinin gördüğü doğrudan doğruya zarar, ortaklık alacaklısı sıfatının bir sonu olmalıdır. Şayet, zarar verici fiil bu şartları taşıyorsa, tahvil sahibi ortaklık ile yönetim kurulu üyeleri arasındaki akde aykırılığa dayanan bir dava açamaz. Bu takdirde tahvil sahibinin yapacağı şey, açacağı davayı haksız fiil hükümlerine dayandırmak olacaktır<sup>442</sup>.

<sup>438</sup> **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, dpn. 133; **Ansay**, Anonim Şirketler, s. 130; **Çamoğlu**, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi”, s. 344, Çamoğlu, Yönetim Kurulu, s. 143.

<sup>439</sup> **Ansay**, Anonim Şirketler, s. 130; **Domaniç**, s. 54; **Güney**, s. 115

<sup>440</sup> **Çamoğlu**, “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi”, s. 345; Çamoğlu, yönetim Kurulu, s. 144.

<sup>441</sup> **Tandoğan**, Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, s. 112; **Çamoğlu**, s. 144

<sup>442</sup> **Çamoğlu**, s. 144-145

## IV. TAHVİL ÜZERİNDEKİ HUKUKİ İŞLEMLER VE İTFASI

### A. TAHVİL ÜZERİNDEKİ HUKUKİ İŞLEMLER

Türk Hukuku'nda tahviller, ortaklık borçlarının Ser.PK.'da tanımlanan menkul kıymet niteliğindeki senetlere bağlandığını ifade eder<sup>443</sup> (Ser.PK. m. 3/b). Menkul kıymetler ise, kıymetli evrak niteliğini taşıyan senetler olup, kıymetli evrak içinde daha dar bir gruba ifade etmektedir. Bunun sonucu olarak da tahvil sahipleri, tahvilden doğan haklarını, ihraççı ortaklık ise tahvilden doğan borçlarını ancak kıymetli evrak hükümleri çerçevesinde kullanabilmektedir<sup>444</sup>. Bu bakımdan, tahvil üzerindeki hukuki işlemler, tahvilin kıymetli evrak niteliğini yansıtan tahvilin devri ile tahvilin ziyai ve iptali başlıkları altında aşağıda incelenecektir.

#### 1. Tahvilin Devri

Menkul kıymetlerin en önemli özelliklerinden biri, devredilebilir olması ve yatırım aracı olarak kullanılmasıdır (SPK. m. 3/b). Buna karşın, tahvillerin devir şekli hakkında ne TTK. ne de Ser.PK.'nda herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Sadece TTK. m. 425/f.1 hükmünün 5. bendinde, tahvillerin nama veya hamiline düzenlenebileceği ifade edilmektedir<sup>445</sup>. Bu bakımdan, Türk Hukuku'nda, tahviller nama ve hamiline yazılı olarak çıkarılabilmektedir<sup>446</sup>. Ancak emre yazılı tahvil çıkarılması mümkün değildir (TTK. m. 425/f.1, b.5)<sup>447</sup>.

<sup>443</sup> İmregün, Kara Ticareti Hukuku, s. 488.

<sup>444</sup> Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 110.

<sup>445</sup> TTK. m. 425/f.1, 5. bende göre, "...Çıkarılmış ve çıkarılacak tahvillerin itibari kıymetlerinin tutarını ve bu kıymetlerin şirkete ödeme suretini ve her tahvilin itibari kıymeti ile verilecek faizin miktarını **nama yazılı veya hamiline ait olduğunu ve tahvillerin itfa sureti ve zamanını...**" şeklinde ifadesi ile açık bir şekilde tahvillerin nama veya hamiline yazılı olarak düzenlenebileceğini belirtmiştir.

<sup>446</sup> Öğretide genel olarak kabul edilen bu görüş hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Çevik, s. 849; Domaniç, Şerh, s. 1396; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 417; Tekil, s. 463-464; Ünal, "Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi", s. 72; Poroy/Erem, s. 134; Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 722.

<sup>447</sup> TTK.'da tahviller nama veya hamiline olarak çıkarılabılırken, Tasarı'da hamiline ve emre yazılı olarak çıkarılabilecekleri hükme alınmıştır. Böylelikle artık nama yazılı olarak tahvil çıkarma imkânı

Tahviller, esasen birer kıymetli evrak olduğuna göre, bunların devrinin de kıymetli evrakın devrine ilişkin hükümlere tâbi olacağı açıktır (TTK m. 559)<sup>448</sup>. Tahvillerin nama veya hamiline yazılı olmasının neticesi tahvillerin devrinde ve tâbi olduğu defilerde görülür.

Nama yazılı tahvilin devri alacağın temlik beyanı ve teslim ile olur<sup>449</sup>. Nama yazılı tahvillerde alacaklının adı ve soyadı veya tüzel kişilerin ticaret unvanı açıkça yer alır. Kıymetli evrak olmaları sebebiyle de, nama yazılı tahvilin devri, senet üzerine veya ayrı bir kâğıda yazılan devir beyanının imzalanması ve tahvil senedinin devralana teslimi yoluyla gerçekleşmektedir<sup>450</sup> (TTK. m. 559/f.2). Senedin tesliminden maksat, asli zilyetliğin devralana geçmesi olduğundan (TTK. m. 559/f.1) ayrı bir kağıda yazılıp imzalanacak bir temlikname ile tahvilin fiilen teslimi veya rehni, vedia gibi bir hukuki sebeple üçüncü şahsın elinde bulunan tahvilin asli zilyetliğinin nakli gerekli ve yeterlidir (MK. m. 979). Ancak, temlikten haberi olmayan fer'i zilyet üçüncü kişiye karşı temlik hüküm ifade etmez (MK. m. 979/f.2). Senedin devrinin üçüncü kişiye karşı hüküm ifade etmesi için tarafların devri bu kişiye bildirmesi gerekmektedir<sup>451</sup>.

---

kalmayacaktır. Hüküm menkul değer hamiline veya emre yazılı olabileceğine ilişkin genel bir hükmü de içererek mevcut menkul değerler bakımından kanunların bıraktığı bir boşluğu doldurmaktadır.

<sup>448</sup> Aksi görüşteki Arslanlı, Kanunda açıklık bulunmayan hallerde, kıymetli evrak niteliğini taşıyan senetlere, özel hükümler uygulanmadan önce genel hükümler uygulanacağı görüşündedir. Bu görüş kabul edildiği takdirde, devir bakımından tahvil bedelinin tamamen ödenip ödenmediğine ve izahnamede hüküm bulunup bulunmadığına göre bir ayırım yapmak gerekir. Buna göre, hamile yazılı tahvillerde, tahvilin taahhüt bedeli tamamen ödenmişse, mülkiyetin devri veya sair aynı hakkın tesisi için zilyetliğin nakli ve devir iradesi ile teslimi yeterlidir (MK. m. 939, 956). Taahhüt bedeli tamamen ödenmemişse, ödenmiş kısma ilişkin hamile yazılı tahvilin devri de aynı hükümlere tâbi olmakla birlikte, bakiye alacak hakkı borcun nakli hükümlerine tâbidir. Öte yandan, nama yazılı tahvillerde, tahvilin taahhüt bedeli tamamen ödenmemişse, nama yazılı tahvilin devri, yazılı bir devir beyanı ve senet üzerindeki zilyetliğin nakli ile gerçekleşir (TTK. m. 559). Devir beyanı tahvilin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir kâğıt üzerine de yazılabilir (TTK. m. 559). Devrin ortaklığa ihbarı şart değildir. İhbar yapılmamış olsa bile, tahvili devralan ortaklığa karşı da alacaklı sıfatını kazanır. Taahhüt bedeli tamamen ödenmiş olan nama yazılı tahvillerde, alacaklıya tanınmış sair haklar da aynı şekilde intikal eder. Ancak, bakiye borcun nakli, genel hükümlere göre alacaklı anonim ortaklığın açık veya zimni muvafakatine tâbi olduğundan (BK. m. 173), bu muvafakat alınmadıkça, ilk yüklenici anonim ortaklığa borçlu kalır. **Arslanlı**, s. 285-286.

<sup>449</sup> Nama yazılı hisse senetlerinin devri hakkında daha geniş bilgi için bkz. Reha **Poroy**, “Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XVII, S.7, s. 302-306; Selahâttin Sulhi **Tekinay**, “Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri”, Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara 1959, s. 134-144; Erdoğan **Moroğlu**, “Nama Yazılı Senetlerin Devri ve Yargıtay Kararları”, s. 39-63.

<sup>450</sup> Temlikname ile devir hakkında daha geniş bilgi için bkz. Hüseyin **Ülgen**, “Anonim Ortaklıklarda Nama Yazılı Pay Senetlerinin (“Ciro” Yerine) Ayrı Bir Temlikname ile Devri Caiz midir?”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXVII, S.1, 1980-1981, s. 18-25.

<sup>451</sup> **Domanıç**, Şerh, s. 1397.



Nama yazılı tahvillerde, izahname ile anonim ortaklığın devre iştiraki veya izni öngörülebilir (TTK. m. 559/f.3). Bu halde, devri ortaklık bakımından tahvil defterine kayıt veya başka şartlara bağlamak mümkündür. Ancak, anonim ortaklık öngördüğü şartlarla tahvilin tedavül kabiliyetini imkânsız kılacak şekilde ağırlaştıramaz<sup>452</sup>. Böyle bir sözleşme yoksa devrin ortaklığa karşı geçerli olabilmesi için, nama yazılı hisse senetlerinin aksine, ortaklık muvafakatine gerek yoktur<sup>453</sup>.

Nama yazılı tahvillerde de TTK. m. 428 hükmüne göre, nama yazılı hisse senetlerinde olduğu gibi nama yazılı tahvillerin kaydına mahsus bir defter tutulur. Nama yazılı tahvillerde yapılan devir bu deftere ortaklık tarafından devir kendisine ihbar edildiği anda yeni malik adına kaydedilir. Ortaklık, hisse senetlerinin aksine yeni malik adına deftere kayıttan imtina edemez. Ancak, devredenin nama yazılı tahvil bedelinden dolayı devredenin ortaklığa karşı bakiye bir borcu varsa, bu işlem ortaklık açısından aynı zamanda alacaklısı olduğu bir borcun nakli işlemi (BK. m. 173 vd.) olduğundan, ortaklık bedel ödeninceye kadar kayda izin vermekten kaçınılabilir<sup>454</sup>. Çünkü bu devir, ortaklık açısından da kendisinin borçlusu olduğu bir alacağın temliki niteliğindedir<sup>455</sup> (BK. m. 162 ve TTK. m. 559/f.2).

Nama yazılı tahvillerin devrinin ciro ile yapılması mümkün değildir. Her ne kadar TTK. m. 416 nama yazılı hisse senetlerinin devrinde ciro yoluyla devri öngörmüşse de, bu hüküm yalnız hisse senetleri için istisnai bir durum ortaya koymaktadır. Bu bakımdan, emre yazılı olmayan diğer kıymetli evrakın ve dolayısıyla tahvilin devrinde bu hüküm uygulanmaz<sup>456</sup>.

Hamilin yazılı tahvillerin devrinde ise kıymetli evrak niteliğindeki hamiline yazılı hisse senetlerinin devrine ilişkin prensipler uygulanır (TTK. m. 559). Bu tür tahviller, senedin metin veya şeklinden hamili kim ise onun hak sahibi sayılacağı anlaşılan tahvillerdir (TTK. m. 570/f.1)<sup>457</sup>. Buna göre, hamiline yazılı tahvilde, mündemiç olan hakkın devri, senet üzerindeki asli zilyetliğin devri ve devir sözleşmesiyle gerçekleşmektedir. Devir sözleşmesinin geçerliliği şekle bağlı değildir. Bu bakımdan senet üzerindeki zilyetliğin devri hem hakkın devrini, hem de devir sözleşmesini ifade etmektedir.

<sup>452</sup> Arslanlı, s. 286.

<sup>453</sup> Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 110.

<sup>454</sup> İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 418; Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 111.

<sup>455</sup> Arslanlı, s. 286; İmregün, Anonim Ortaklıklar, s. 417.

<sup>456</sup> Tekinalp(Poroy/Çamoğlu), s. 722-723.

<sup>457</sup> Tekil, s. 464; Domaniç, Şerh s. 1398.

Hamiline yazılı tahvilde devir sözleşmesinin geçerliliği şekle bağlı olmadığından, tahvilin devri herhangi bir sözleşmeyle veya anasözleşme ile sınırlandırılmaz veya yasaklanamaz<sup>458</sup>. Bu tür tahviller için nama yazılı tahvillerde olduğu gibi bir defter tutulmadığından, herhangi bir kayıt zorunluluğu da bulunmamaktadır.

Tahvilin hamile yazılı olmasının neticesi, borlu tahvil ihraççısı ortaklık senet hamili olan tahvil sahibine karşı, ancak tahvil senedinden anlaşılan defiler ile senedin hükümsüzlüğüne dair defileri ileri sürebilir. Nama yazılı defilerin aksine hamiline senetlerde şahsi defiler ileri sürülemez<sup>459</sup> (TTK. m. 571). Ayrıca, tahviller kıymetli evrak olduklarından, nama yazılı tahvillerin hamiline yazılı tahvile çevrilmesi veya tam tersi mümkündür. Ancak bunun için tahvilin kendisine hak verdiği ve borç yüklediği bütün kimselerin muvafakatının alınması ve bunun bizzat senet üzerinde yazılması gereklidir (TTK. m. 562/f. 2)<sup>460</sup>.

## 2. Tahvilin Zıyai ve İptali

Türk Ticaret Kanunu'nda, kıymetli evrakın zıyai ve iptalleri kanunda, adi senetlere göre daha ayrıntılı ve özel hükümlerle düzenlenmektedir<sup>461</sup> (TTK. m. 563-565). Ancak kıymetli evrakın zıyai<sup>462</sup> ve iptalini incelemeye önce, iki hususu birbirini ayırmakta yarar vardır. Birincisi, kıymetli evrakta hakkın son bulması; ikincisi de, senedin kıymetli evrak niteliğinin sona ermesidir<sup>463</sup>.

<sup>458</sup> Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 111.

<sup>459</sup> Domaniç, s. 1397.

<sup>460</sup> Ünal, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 111.

<sup>461</sup> Kanunkoyucu, zıyaa uğrayan adi senetler için de BK. m. 89 hükmünde bir sistem öngörmüştür. Bu hükme göre, alacalının (adi) borç senedini yitirdiğini ileri sürmesi halinde, ödemede bulunan borçlu kendisine, borç senedinin geçersiz kılındığını ve borcun sona erdiğini gösteren resmen düzenlenmiş ve usulüne göre onaylanmış bir belge vermeye alacaklıyı zorlayabilir. Görüldüğü gibi zayı olunan adi senette mahkeme kararıyla iptale gerek görülmemektedir. BK. m. 89, büyük çoğunluğu itibarıyla kamu güvencesi haiz senetler için böyle bir düzenlemeyi benimseyemeyeceğinden kıymetli evrakla ilişkin hükümleri saklık tutmaktadır. Poroy/Tekinalp, s. 95; İmregün, Kıymetli Evrak, s. 25, dñn. 55.

<sup>462</sup> “Zıya” veya “Zayı olma” kavramları, bir nesnenin yitirilmesi yanında yok olması, ortadan kalkması kavramlarını da kapsar ve özellikle kıymetli evrakta, kıymetli evrakın “kıymetli evrak olarak kullanılmaz hale gelmesi” anlamına gelmektedir. Böylece, kaybetme yanında, çalınma, senedin esaslı öğelerini zedeleyen yanma, yırtılma, ıslanarak okunmaz hale gelme gibi durumlar da bu kapsama girmektedir. İmregün, Kıymetli Evrak, s. 25; Pulaşlı, Kıymetli Evrak, s. 63; Poroy/Tekinalp, Kıymetli Evrak, s. 96; Öztan, Kıymetli Evrak, s. 95.

<sup>463</sup> Pulaşlı, Kıymetli Evrak, s. 63; Öztan, s. 265.

Öncelikle, birinci halde kıymetli evrakta doğmuş olan hak, hakkın sona ermesine yol açan ifa, ibra gibi çeşitli nedenlerden birinin ortaya çıkmasıyla sona ermektedir. Bu durumda senet son hamilden borçluya geçer ve böylece tedavülden kalkar, yani hak kıymetli evrak olmaktan çıkmaktadır. Borçlunun ödeme yükümü, ancak senedin kendisine iraz edildiğinde ortaya çıkar ve borçlu, borcu ödemek için son hamilden senedi ibraz etmesini isteyebilir<sup>464</sup>. İkinci halde ise, kural olarak hak ortadan kalkmaz, ancak devir ve dermeyan edilemez hale gelir. Ziyaa uğrayan kıymetli evraktaki hakkın devir ve dermeyan edilebilir hale gelmesi için, özel bir prosedür çerçevesinde, Asliye Ticaret Mahkemesine başvurulup, senedin ziyaa uğradığı saptanılması ve senedin iptal ettirilmesi gerekmektedir (TTK. m. 563).

Mahkemeden iptal kararını alan tahvil sahibi iki şekilde hareket edebilir. Tahvil sahibi, kural olarak hakkını senetsiz ileri sürebileceği gibi, yeni bir senet düzenleyip kendisine verilmesini isteyebilir (TTK. m. 564/f.1). Yeni senet düzenlenmesi, ancak iptal edilen senedin vadesinin henüz gelmediği ve hak sahibinin senedi devretmek istemesi olasılığı için söz konusudur. Ancak bu genel hükmün uygulama olanağı pek yoktur, çünkü TTK. m. 564/f. 2'e kıymetli evrakın çeşitli tiplerine ilişkin özel düzenlemelerin uygulanacağı öngörülmektedir<sup>465</sup>. İptal kararı senedin yerine kaim olan hukuksal bir niteliğe sahip değildir, hak sahibinin tanınması hususunda etken olup, maddi hukuk açısından herhangi bir etkisi yoktur<sup>466 467</sup>. Kıymetli evrak sıkı şekil koşullarına bağlı olduğu gibi, iptalleri de, devir şekillerine göre değişen bir prosedür çerçevesinde düzenlenmiştir.

TTK. m. 569/f.1'de, "*aksine hususi hükümler olmadıkça, nama yazılı senetler hamile yazılı senetler hakkındaki hükümlere göre iptal olunur*" denilmektedir. Buna göre, maddede genel kural verilirken, onun istisnasında da aynı cümle içinde yer verilmektedir. Bu hükümden de anlaşılacağı üzere, nama yazılı senetler, kural olarak hamile yazılı senetler hakkındaki hükümlere göre iptal olunmakla beraber, bu hükümler nama yazılı senetlerin nitelik ve niceliğine uyduğu oranda uygulanacaktır.

<sup>464</sup> **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak, s. 63.

<sup>465</sup> **Pulaşlı**, Kıymetli Evrak, s. 65.

<sup>466</sup> **İmregün**, Kıymetli Evrak, s. 26;

<sup>467</sup> "...İptal kararı hak sahipliğinin teşhisi bakımından rol oynamaktadır. Bu kararın maddi hukuk yönünden her herhangi bir etkisi yoktur. Yani hakkın mevcudiyetine, muhtevasına ve hatta bu hak üzerinde tasarruf yetkisine tesir etmez. İptal kararı davacının alacaklı olduğunu göstermez... Sadece davacıya, senedi ibraz edememesine rağmen hak sahibi imiş gibi kabul edilmesine olanak verir". 11. HD. 22.01.1985 E. 84/5869 K. 85/82 (YKD. C. XI, S. 7, s. 1007-1008).

Nama yazılı kıymetli evrakı yitiren kişi, ilk işlem olarak, mahkemeye başvurup zayi ettiğini iddia ettiği kıymetli evrak için ödeme yasağı alarak bunu borçlusuna tebliğ etmelidir (TTK. m. 574). Mahkeme, iptal için başvuran kişinin, iptalini talep ettiği nama yazılı kıymetli evrakın zayi olduğunu kuvvetle muhtemel görürse, ilan yolu ile zayi edildiği iddia edilen sendin, bir üçüncü kişi elinde olmasına karşı, belli olmayan hamili “senedi muayyen müddet içinde ibraz etmeye davet ve aksi takdirde senedin iptaline karar verileceğini ihtar eder (TTK. m. 575). İbrahim için verilecek süre en az 6 ay olmalıdır, sürenin başlangıcı ilk ilanın yapıldığı gündür (TTK. m. 575). İlan Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ve en az üç defa yapılmalıdır. Mahkeme gerekli görürse, ayrıca uygun göreceği diğer şekillerde de ilan yapılmasına karar verebilmektedir<sup>468</sup> (TTK. m. 576). Yetkili mahkeme, borçlunun yerleşim yeridir.

İlanlar yapıldıktan sonra, mahkeme tarafından ilanda öngörülen süreler içinde iptali talep edilen nama yazılı kıymetli evrak zilyedi tarafından ibraz edilmez ise, mahkeme, senedin iptaline karar verir. Mahkemenin iptale ilişkin kararı, Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi ve mahkeme tarafından gerekli görülürse, başka şekilde ilan edilir. Davacı, masrafı kendisine ait olmak üzere, borçludan yeni bir senet düzenleyerek vermesini veya muaccel borcunu ödemesini talep edebilir (TTK. m. 578). Ancak, öngörülen süre içinde, iptali talep edilen senet, hamili üçüncü kişi tarafından mahkemeye ibraz edilirse, bu takdirde, mahkeme, senedi zayi ettiğini iddia eden davacıya, senedi zilyet ve malik sıfatı ile mahkemeye ibraz eden kişiye karşı istihkak davası açması için uygun bir süre verir. Bu önel içinde istihkak davası açarsa taraflar arasındaki mülkiyet tartışması, mahkeme tarafından çözümlenip karara bağlanır. Açılmaz ise, mahkeme tarafından senet, senedi ibraz eden kişiye iade edilir ve senet üzerinde ödeme yasağı kaldırılır (TTK. m. 577).

Tehvil senedin zıyaı halinde, iptel prosedürünün, kıymetli evrakın devir şekillerine göre düzenlenmesi, devir şekli en ağır olan nama yazılı senetlerin iptalinin en kolay ve basit, devri en kolay olan hamile senetlerinin iptalinin en ayrıntılı prosedüre tabi tutulması gerekirken, bunların her ikisinin kural olarak aynı prosedüre tabi tutulması öğretide eleştirilmektedir<sup>469</sup>.

<sup>468</sup> TTK. m. 57/f.2 hükmü “*ayrıca*” ifadesini kullandığına göre, Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi ile ilanların yapılması zorunludur. **İmregün**, Kıymetli Evrak, s. 27, dpn. 61.

<sup>469</sup> Aynı görüşte bkz. **İmregün**, Kıymetli Evrak, s. 33.

## **B. TAHVİLLERİN İTFASI**

### **1. Tahvillerin Vade Tarihinde İtfası**

Tahvillerin vadeleri ve itfa sürerline ilişkin bir hüküm TTK.'da ve Ser.PK.'da bulunmamasına karşın, Kurulun Seri II No. 22 Tebliği ayrıntılı hükümler içermektedir. Buna göre, tahvillerin vadesi 1 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilmektedir (Tebliğ m. 27/f.1). Ayrıca, Tahviller seriler halinde satışa sunulduğunda, serilerin vadelerinin başlangıç tarihleri, her seri için belirlenen satış sürelerinin son günüdür (Tebliğ m. 27/f.2).

Tahvillerin anaparası, vade bitiminde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir. Halka arz edilecek tahvillerin taksitli itfa edilmesi durumunda itfaya ilişkin esaslara izahname ve sirkülerde yer verilmektedir (Tebliğ m. 28/f.1). Halka arz edilecek tahvillerde itfa planının sirkülerde ve ihraççının internet sitesinde yer alması zorunludur (Tebliğ m. 28/f.2). İtfa planına bağlı olarak yıllık eşit taksitlerle itfa edilecek tahvillerin itfası aynı Tebliğ'in 29 uncu maddesinde yer alan ve aşağıda açıklanan tahvillerin erken itfası hükümlerine göre gerçekleştirilmektedir.

### **2. Tahvillerin Erken İtfası**

İhraççı ortaklıkların veya tasarruf sahibin olan yatırımcıların talebine bağlı olarak kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir nitelikte tahvil ihraç edilebilmektedir. Halka arz edilecek tahvillerin erken itfaya konu olması durumunda erken itfaya ilişkin esaslara ve kısmi itfa durumunda tahvillerin ne şekilde belirleneceğine izahname ve sirkülerde yer verilir (Tebliğ m. 29/f.1). Erken itfaya konu tahvillerin bedellerinin tasarruf sahiplerine, erken itfanın başladığı tarihten itibaren en geç 5 işgününde ödenmesi zorunludur (Tebliğ m. 29/f.2). Erken itfaya ilişkin olarak ihraççı tarafından yapılacak duyurular ayrıca Merkezi Kayıt Kuruluşuna da bildirilir ve bedeli ödenen tahviller erken itfa ile birlikte Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde iptal olunur (Tebliğ m. 29/f.3).

**a. İhraççının Talebine Bağlı Erken İtfa**

Tahvillerin ihraççının talebine bağlı olarak erken itfaya konu olması durumunda, itfa tarihinden en az 15 gün önce ihraççı tarafından özel durum açıklaması yapılması ve erken itfaya ilişkin duyurunun ihraççının internet sitesinde yer alması zorunludur (Tebliğ m. 30/f.1). Duyurularda erken itfanın ne zaman başlayacağı ve kaç gün süreceği, itfanın yapılacağı yerler ve ödeme esasları ile itfaya ilişkin diğer hususlar belirtilmektedir (Tebliğ m. 30/f.2).

**b. Tahvil Sahibinin Talebine Bağlı Erken İtfa**

Tasarruf sahiplerinin talebine bağlı olarak erken itfa edilebilir nitelikte ihraç edilen tahviller, ihraççının itfa planında yer alan faiz ödeme tarihlerinden bir veya bir kaçında tahvilin bedelinin izahname ve sirkülerde açıklanan esaslara göre tespit edilecek fiyat üzerinden ödenmesi taahhüdünü taşır (Tebliğ m. 31/f.1). Erken itfa hakkını kullanmak isteyen tasarruf sahipleri, tahvillerin ihracına ilişkin izahname ve sirkülerde belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce ihraççıya bildirimde bulunurlar. Bu bildirim aracı kuruluş vasıtasıyla yapılması zorunludur. İhraççı söz konusu bildirim kolaylıkla yapılabilmesi için gerekli önlemleri almaktadır (Tebliğ m. 31/f.2).

## SONUÇ

Liberal anlayışa göre, piyasadaki para miktarının atıl durumdaki paraların dolaşıma sokulması suretiyle arttırılması, ekonomiyi olumlu etkilemektedir. Makro ölçekte, tahviller de aynı yarara hizmet etmektedir<sup>470</sup>. Bu nedenle, küçük tasarruflar ortaklıklara yöneltilebilirse, teşebbüsler ihtiyaçları olan yatırım sermayesini doğrudan doğruya temin etmiş olacaklardır. Böylece yatırımı daha az maliyet ve daha büyük verimlilik ile yapabilecektir.

Tahviller, sermaye ortaklıklarının, özellikle anonim ortaklıkların ihtiyaçları olan uzun vadeli kredileri temin edebilmeleri için en önemli finansman araçlarındandır. Kıymetli evrak niteliğine sahip bulunmaları ve özellikle hamiline yazılı senetlerin kolaylıkla tedavül edebilme olanağını haiz olmaları önemlerini bir kat daha arttırmaktadır. Özel sektör firmaları, faaliyetini daha da geliştirebilmek, büyütme ve gerekli yatırımları yapabilmek için kendi iç kaynaklarının başka bir ifadeyle döner özvarlıkları olan kanuni ve yedek akçelerinin yetersiz kaldığı durumlarda, ihtiyacını dış kaynaklardan karşılamayı yani kredi almayı istemektedir.

Kredi hacminin daralması ve yatırımlara yönelik kredi talebinin çoğalması neticesinde, anonim ortaklıkların çıkardıkları tahviller, Avrupa ve Amerika için önemli bir tarihi role sahiptir. Türkiye’de ise, aynı rol devlet tahvillerine ait olmuştur. Bu fark, izlenen ekonomik politikalar arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. 1986 yılından bu yana ülkemizdeki tahvil ihracının durumunu gösteren rakamlar, tahvillerin ne anonim ortaklıklar bakımından ne de yatırımcılar açısından bir cazibesi olmadığını ortaya koymaktadır.

<sup>470</sup> Bu olumlu etki iktisatçılar tarafından şöyle bir örnekle açıklanır: Anneanne (A)’nın yastık altında sakladığı paranın kimseye faydası yoktur. Ancak parasını bankaya yatırdığında, bundan hem kendisi mevduat faizi olarak hem de banka bu para ile verdiği kredi sayesinde banka kazanır. Ayrıca, piyasadaki para miktarının artması bankaların kredilerinin faiz oranlarını düşüreceklerinden, üretim için krediye ihtiyaç duyan işletme (İ)’nin de kredi maliyeti düşecektir. Böylece, (İ) daha ucuza üretim yapabildiği için (A)’ya daha ucuza mal ve hizmet sağlayabilecektir. Hatta fiyatların düşmesi, bir noktadan sonra üretimi arttıracığından Torun (T)’ye de istihdam sağlanabilecektir.

Tahvil, esas olarak Türk Ticaret Kanunu'nun 420-433. maddelerinde düzenlenmektedir. 1956 tarihli Ticaret Kanunumuzun tahviller hakkındaki hükümleri (m.420-433), 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanununun tahvillere ilişkin hükümlerini esas alan 1926 tarihli Ticaret Kanunu'ndan kaynaklanmaktadır. Eski Ticaret Kanunu döneminden bugüne, tahvile ilişkin hükümlerde önemle bir değişiklik olmamıştır. Bu bakımdan, TTK.'nin tahvillere ilişkin hükümleri çok eski bir modeli örnek almakta ve 1882 tarihli İtalyan Ticaret Kanunundan gelmektedir. Modelin eskiliği, ihtiyaçlara gereği gibi cevap verilememesine neden olmaktadır.

Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ("TTKT." veya "Tasarı")'nın ise tahviller açısından getirdiği en önemli yenilik TTK.'nin 420-433. maddelerindeki ayrıntılı hükümleri kaldırmasıdır. Tahviller, Tasarı'da "Borçlanma Senetleri Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler" başlığı altında, 504, 505 ve 506. maddelerde genel olarak düzenlenmektedir. Böylelikle, tahvillere ilişkin ayrıntılı düzenlemeler ve aşağıda daha geniş bir şekilde bahsedilecek olan sorunların çözümü Sermaye Piyasası Mevzuatına bırakılmaktadır.

Tahvil, ortaklıklar tarafından, uzun vade ile dışarıdan finansman sağlamak amacıyla çıkarılan, itibari değerleri eşit ve ibareleri aynı, menkul kıymet özelliği taşıyan, nama veya hamiline düzenlenebilen, şekli, çıkarılması ve satışı birtakım özel şartlara tâbi olan kıymetli evrak niteliğinde bir para borcu senedi olarak tanımlanmaktadır. Bu borç senetleri karşılığında, tahvil ihraç eden ortaklık, tahvil sahiplerine belirli bir sürenin sonunda borç aldığı miktarı iade etmek yükümlülüğü ile birlikte, borç ödeninceye kadar tahvil üzerinde belirlenen dönemsel bir faizi ödemeyi veya bir edimi ifa etmeyi kural olarak taahhüt etmektedir. Tasarı'da, TTK. m. 420 hükmünden farklı olarak tahvilin tanımına ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Aslında, hükmün düzenlemesinde yukarıda belirtilen eksiklikler de göz önünde bulundurulduğunda, tahvile ilişkin Tasarı'da bir tanımlamaya yer verilmesinin uygulamada önemli bir değişikliğe sebep olmayağı da ortadadır.

Öte yandan, tahvil sahipleri ile ortaklık arasındaki ilişki bir ödünç ilişkisidir. Çünkü ortaklığın tahvil ihraç etmedeki amacının ödünç para bulmak, tahvil satın alan yatırımcının amacının ise, belirli bir faiz veya başka bir menfaat karşılığında ortaklığa ödünç para vermek olduğu açıktır. Her ne kadar Sermaye Piyasası Mevzuatı ihraç kavramını tahvilin satışı olarak tanımlamışsa da, bu durum çıkarılmış olan tahvilin yatırımcıya intikal ile ilgili olup taraflar arasındaki ilişkinin hukuki



niteliğini etkilemez. Tahvil ilişkisinin hukuki niteliği hakkında bir nitelendirme yapmanın önemi, tahvillere Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK. Tebliği dışında hangi mevzuat hükümlerinin uygulanacağını tespiti açısından önem taşır.

Öncelikle, tahvil çıkaran ortaklığın karşılaşacağı ilk sorun çıkarabileceği tahvil miktarını tespit etmektir. Tahvil ihracına ilişkin ana hükümler, TTK. m. 422 ve SPK. m. 13 hükümleridir. Bakanlar Kurulu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 13. maddesinin verdiği yetki uyarınca gerektiğinde, TTK. m. 422’de belirlenmiş olan tahvil ihraç limitini artırabilmektedir. Böylelikle Kanunkoyucu, azami bir tahvil ihraç limiti belirleyerek, anonim ortaklıkların sınırsızca borçlanmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Çünkü tahvillerin karşılığının ortaklıkça ödenmemesi durumunda tahvil sahipleri sadece ortaklığın malvarlığına başvurabilmektedir.

Ancak, daha önceden tahvil çıkarmış bir anonim ortaklığın yeni tertip tahvil ihraç edebilmesi için Ser.PK. uyarınca öncelikle daha önce çıkardığı tertibe ait satılmayan tahvilleri ya satması ya da iptal ettirmesi gerekmektedir. Aksi halde, bu ortaklığın, yeni tertip tahvil çıkarması mümkün olamayacaktır. Bu hüküm, ortaklığın malvarlığına güvenerek tahvil iktisap eden tahvil sahibinin korunması bakımından da yerindedir. Böylelikle, tahvil çıkaran ortaklığın önceki tertibe ait satılmamış tahviller varken, daha çekici nitelikte yeni tahviller çıkararak eski tahvillerin satılma şansını azaltması engellenmektedir.

Türk Ticaret Kanunu 422. maddesine göre, ödenen ve son bilançoya göre mevcudiyeti anlaşılan miktara kadar tahvil çıkarılabilmektedir. Bu nedenle, taahhüt edilen ama henüz ödenmemiş olan veya zarar sonucunda sonradan azalan sermaye bu hesapta dikkate alınmaz. Öğretide, ortaklığın gerçek durumunu yansıtmadığı için eleştirilen bu hüküm, Ser.PK., m. 13, 2009/15344 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ve SPK.’nın Seri II, No. 22 Tebliği m. 11 hükmü ile daha gerçekçi bir ölçü belirlemiştir. Ayrıca, Bakanlar Kurulu Kararı, halka açık olan ve olmayan anonim ortaklıkların ihraç edecekleri tahvillerin üst limitlerini belirli koşulların sağlanması halinde arttırmaktadır.

Tasarı’da Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatında dağınık bir şekilde düzenlenen ilkelerin genel bir hüküm altında düzenlenmesi yerinde olmuştur. Buna göre tahvil ihraç limiti, çıkarılmış veya ödenmiş sermayeye yedek akçeler ve

yeniden değerleme değer artış fonunun eklenmesinden sonra varsa zararların çıkarılması sonucu bulunan değere eşittir. Bu nedenle, Tasarı'nın bu konudaki uygulamaya bir yenilik getirmediği söylenebilir. Ancak, söz konusu düzenlemenin kanunlaşması ile Sermaye Piyasası uygulaması ana kanun olan TTK.'ya alınmış ve mevcut hükme ilişkin uygulamadaki tereddütleri giderilmiş olacaktır.

Tahvil ıkarma kararının ne şekilde verileceği de ortaklık bakımından diğer bir önemli konudur. Tasarı'ya göre, tahviller yine genel kurul tarafından verilecek karar ile çıkarılacak, genel kurul bu konuda yetki verirse yönetim kurulu tarafından da çıkarılabilecektir. Ancak yönetim kuruluna verilen bu yetki belli bir süreyle sınırlı olacaktır. Bu bakımdan Tasarı, Ser.PK. m. 13/f.6 hükmünün düzenlemesi ile aynı doğrultudadır. Ancak mevcut düzenlemeden farklı olarak yönetim kuruluna devredilen yetkinin süresi 15 ay ile sınırlandırılmaktadır. Böylece, Tasarıda, Ser.PK.'da yer alan halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu kararıyla da tahvil çıkarılmasına ilişkin düzenleme, tüm anonim ortaklıklar için TTKT.'ya alınmış olacaktır.

Tasarı'da herhangi bir hükme bağlanmamasına karşın alt düzenlemelerinde özellikle üzerinde durulması gereken diğer bir konu da tahvil sahipleri genel kurulunun görev ve yetkileridir. Tahvil sahipleri genel kurulu tahvil sahiplerinin katılımı ile oluşan ve ortaklığın organı niteliği taşımayan bir kuruldur. Bu kurul sadece, kendisini meydana getiren tahvil sahipleri ile tahvili çıkaran anonim ortaklık arasında geçerli ve tahvil ile ilgili TTK. m. 430 hükmünde öngörülen konularla sınırlı olarak karar alabilmektedir. Ancak esasen ortaklığın alacaklısı olan tahvil sahiplerinin haklarını korumak amacıyla kurulmuş bu kurulun Türk Hukuku'ndaki yetkileri sadece ortaklık yararına karar alabilecek şekilde tek taraflı olarak düzenlenmektedir.

Her ne kadar TTK. m. 431 bu yetkilerin kullanılabilmesini tedavülde bulunana tahvillerin üçte ikisine sahip olanların oyunu aramış ve bu ağır nisapla bir nevi tedbir alma amacını gütmüşse de özellikle bir miktar tahvilin borçlu ortaklığa yakın çevrelerin eline geçmesi halinde, tahvil sahiplerinin menfaatlerinin zarar görmesi muhtemeldir. Bu yetkilerden herhangi birinin kullanılması tahvil sahibinin senedi iktisap ederken güvendiği ve kendini tahvil almaya iten bütün avantaj ve teminatları sarsacak veya tamamen ortadan kaldıracaktır. Örneğin, faiz ve anaparanın ödeme zamanlarının ertelenmesi, tahvil bedelinin ve faizlerin hisse senedine

çevrilme zorunluluğunun genel kurul kararlarına tâbi olup bütün tahvil sahiplerini bağlaması, bu yetkilerin sakıncasını ortaya koymaktadır.

Tahvil sahipleri genel kurulunun bu yetkilerini kötüye kullanması halinde, tahvil sahiplerinin zarar görmelerini önleyebilecek Ticaret Kanunumuz içindeki bir imkân, tahvil sahibi genel kurulu kararlarının iptal edilebilir olmasıdır. Bu bakımdan anonim ortaklık kararlarına karşı iptal davası açılması ile ilgili hükümlere yollama yapılmamış olması kanun koyucunun istemeden bıraktığı bilinçsiz bir boşluk olarak nitelendirmek ve bunu içtihatlar yolu ile kıyasen TTK. m. 381 hükmünü uygulayarak doldurmak yerinde olacaktır. Ticaret Kanunu anonim ortaklıklar genel kurul kararlarının iptali hakkındaki hükümlere uyarınca tahvil sahibi, kanuna, ortaklık anasözleşmesine ve iyiniyet kurallarına aykırı kurul kararlarına karşı iptal davası açabilecektir.

Tahvil sahipleri arasında ise ikili bir ayrıma gitmek faydalı olacaktır. Toplantıda hazır bulunan tahvil sahipleri, ancak karar aleyhine oy vermeleri ve keyfiyeti tutanağa geçirmeleri halinde tahvil sahipleri genel kurulu tarafından alınan kararlara karşı iptal davası yoluna başvurabileceklerdir. Toplantıda hazır bulunan tahvil sahiplerinin oylarını kullanmalarına haksız olarak engel olunması halinde de bu kişilerin iptal davası açma hakkı doğacaktır. Toplantıya katılmayan tahvil sahipleri ise, TTK. m. 381/f.1 uyarınca toplantıya çağrının gereği gibi yapılmadığı veya toplantı gündeminin gereği gibi ilan edilmediği hallerde, ilgili tahvil sahipleri genel kurulu kararlarına karşı iptal davası açabilirler. İlgili tahvil sahipleri genel kurulu kararının alınmasına toplantıya katılma yetkisi bulunmayan kişilerin katılmış olması durumunda ise, toplantıya katılınsın katılmasın bütün tahvil sahipleri iptal davası açmaya yetkilidir.

Anonim ortaklık pay sahibine iptal davası açma hakkı tanındığı hallerde, tahvil sahibine de aynı davayı açma hakkı tanımak gerekmektedir. Tahvil sahipleri genel kurulu kararlarının da, kanun, anasözleşme ve iyiniyet kurallarına aykırı olması durumunda, iptal edilebilmeleri mümkündür. Hemen belirtelim ki, bu durumda iptal davası açma hakkı tahvil sahiplerine aittir. Çünkü tahvil sahipleri genel kurulu kararları sadece tahvil sahiplerini bağlamaktadır. Borçlu ortaklık, tahvil sahipleri genel kurul kararları açısından üçüncü kişi durumunda olduğundan, ortaklık organlarının iptal davası açma hakları bulunmamaktadır.

Gerçi, TTK. m. 381 hükmü, MK. m. 2 hükmünde yer alan hakkın kötüye kullanılması yasağının bir tekrarıdan başka bir şey değildir. Bu nedenle, kanımca da TTK. m. 381 hükmünde böyle bir düzenleme mevcut olmasaydı dahi, TTK. m. 1/f.1 hükmünün yollamasıyla MK. m. 2 hükmü uygulanabilecektir.

Tasarının 506. maddesinin ikinci fıkrasında Sermaye Piyasası hükümlerini saklı tutan hüküm ile Kanunkoyucu, tahvili bir sermaye piyasası aracı olarak değerlendirdiğinden tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hükümleri Ticaret Kanununda düzenlememiştir. Ancak, mevcut Sermaye Piyasası mevzuatında tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hiçbir düzenleme olmadığından, Tasarı ile eşzamanlı olarak bu konuda düzenleme yapılmasının önemi daha iyi anlaşılacaktır. Bu değişiklikler yapılırken çalışmamızda eleştirdiğimiz hususlar göz önünde bulundurulmalıdır.

Tahvil sahipleri genel kurulu kanuni bir organ olarak kabul edilmeli, görev ve yetkileri açıkça belirtilmelidir. Ancak bu görev ve yetkiler hala yürürlükte olan Türk Ticaret Kanunu'ndaki gibi sadece ortaklığın menfaatlerini koruyacak şekilde tek taraflı değil, ortaklık ile tahvil sahiplerinin menfaatlerini dengeleyecek bir şekilde her iki tarafın da menfaatlerini gözetmelidir. Çünkü tahvil ortaklık ile tahvil sahipleri arasında kurulan bir karz sözleşmesi niteliğinde olduğundan tahvil sahipleri genel kurulu bu sözleşmenin koşullarını münhasıran değiştirme yetkisine sahip yegâne organdır.

Tahvil sahiplerinin haklarını koruyan bir başka önemli dava çeşidi de, anonim ortaklık yönetim kurulu üyeleri (TTK. m. 336 vd.) ve denetçileri (TTK. m. 359) aleyhine açılacak olan sorumluluk davasıdır. Gerçekten, tahvil sahibi, anonim ortaklığın ihraç ettiği tahvili satın almakla ortaklık alacaklısı sıfatını kazanır ve ortaklık ile bir menfaat birliği içine girer. Bu nedenle, ortaklığa verilen zarar dolayısıyla ortakların ve tahvil sahiplerinin dava açmakta menfaatleri bulunduğu şüphesizdir. Çünkü ortaklık malvarlığı ortakların tasfiye payının karşılığını ve alacakların da müşterek garantisini meydana getirmektedir. Gerçi, bu hüküm olmasa dahi, tahvil sahibinin bir ortaklık alacaklısı olması sebebiyle, hem yönetim kurulu üyeleri (TTK. m. 336), hem de denetçiler (TTK. m. 359) aleyhine sorumluluk davası açılması kanımızca mümkündür. Tahvil sahibi, ortaklıkla girdiği ödünç ilişkisi sonucunda ortaklık alacaklısı sıfatını kazandığına göre, tahvil sahibinin de ortaklık yönetim kurulu hakkında sorumluluk davası açma hakkı bulunmaktadır.

Ortaklık yönetim kurulu üyelerinin ortaklık malvarlığını azaltan davranışları, tahvil sahiplerinin dolayısıyla zarar görmelerine yol açar. Gerçekten, ortaklık malvarlığını azaltan her fiil, hisseleri oranında ortakları etkiler. Ancak, bu eylemler neticesinde ortaklık borçlarını artık tam olarak karşılamaya yetmiyorsa, bundan birinci derecede etkilenecek olan ortaklığın alacaklısı konumundaki tahvil sahipleridir. Bu nedenle, ortaklığın uğradığı bir doğrudan doğruya bir zarar, tahvil sahipleri açısından dolayısıyla zarar teşkil etmektedir. Dolayısıyla, ortaklığın malvarlığındaki azalmanın giderilmesi tahvil sahiplerinin uğramış olduğu dolayısıyla zararı da telafi edecektir.

Tahvil sahibinin dolayısıyla zarar gören kişi sıfatıyla dava hakkı konusunda üzerinde durulması gereken bir sorun da, tahvil sahibinin dava hakkını kazanabilmesi için ortaklığın iflas etmiş olmasının gerekip gerekmeyeceği konusunda kendini göstermektedir. Kanımca ortaklık malvarlığında meydana gelen azalma oranında tahvil sahibinin alacağını tahsil etme ihtimalinde bir azalma meydana gelmektedir. Bu nedenle, tahvil sahibinin sorumluluk davası açabilmesi için ortaklığın iflas etmesinin gerektiği şeklindeki yorum tarzı, pratikte tahvil sahibinin bu hakkını ortadan kaldıracaktır. Şöyle ki, TTK. m. 309/f.2'ye göre, ortaklığın iflası halinde, ortaklık alacaklılarının sahip olduğu haklar iflas masasına geçer. Başka bir ifadeyle, ortaklığın iflasından sonra tahvil sahibinin münferiden dava açması mümkün değildir.

Sonuç olarak, tahvil sahiplerinin yönetim kurulu aleyhine açacakları dolayısıyla zararlara dayanan sorumluluk davası pratikteki engeller yüzünden çekici olmasa da tahvil sahiplerinin haklarının korunması açısından önemli ve kullanılmaya değer bir imkândır. Tazminatın ortaklığa verilmek üzere davanın açılması zorunluluğu, bu davanın tahvil sahipleri için taşıdığı önemi ortadan kaldırmamaktadır. Çünkü tahvil sahibi bu dava ile alacağının teminatı olan ortaklık malvarlığındaki eksilmenin telafi edilmesini sağlamaktadır.

Öğretide, doğrudan zararlar nedeniyle açılacak davaların hukuki dayanağının haksız fiil mi akdi nitelikte mi olduğu konusunda görüş birliği yoktur. Bu tartışmanın pratik sonucu ispat yükü konusunda kendini göstermektedir. İlk görüşe göre, yönetim kurulu üyelerinin kusurunu ispat yükü de davacı ortak veya alacaklı tahvil sahibindedir. İkinci görüşe göre ise, ortaklık alacaklılarının davaları, üçüncü kişilerin akde aykırılığa dayanarak tazminat talep edemeyecekleri kuralına getirilmiş olan

istisnalar olarak yorumlanmaktadır. Kanımca, ikinci yorumu benimsemek menfaatler dengesi açısından daha uygun olacaktır. Çünkü tahvil ilişkisinde bir tarafta yükümlerini yerine getirmemiş olan güçlü bir ortaklık, diğer tarafta ise, çok sayıda, güçsüz ve bir birlik oluşturmayan tahvil sahibi söz konusudur. Kaldı ki, birinci görüşe göre, yönetim kurulu üyeleri ile ortaklar ve alacaklılar arasında bir sözleşme söz edilemeyeceğinden davanın sözleşmeye dayandığını söylemek mümkün değildir.

Yukarıda da açıkça belirtildiği üzere, özel sektörün ortaklıklar tarafından çıkarılan tahvilleri tercih etmemesinin nedenlerinin büyük çoğunluğu gerekli kanuni düzenlemelerin yapılması ile ortadan kaldırılacabilecek niteliktedir. Ancak, sadece hukuki düzenlemeler ile kamu tahvilleri ve özel sektör tahvilleri arasındaki rekabetin engellenmesi, enflasyonun son yıllarda büyük ölçüde kontrol altına alınmasına rağmen pek mümkün gözükmemektedir. Kamu sektörü tarafından çıkarılan tahvillerin yatırımcıya sağladığı kazanç ve sunduğu düşük risk faktörü göz önünde bulundurulursa yukarıdaki hukuki değişikliklerin gereği gibi yapılması halinde dahi özel sektör tarafından çıkarılan tahvillere ciddi bir ilginin olacağı kuşkuludur. Özel sektör tahvillerinin gelişmesi ancak devletin iç piyalar aracılığıyla hazine açıklarını kapatma politikasından vazgeçmesi ve dolayısıyla bu paranın yatırımların finansmanına yönlendirilmesi ile mümkün olabilecektir.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- AKBULAK, Sevinç/  
AKBULAK, Yavuz Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.
- AKİPEK, Jale G./  
AKINTÜRK, Turgut Eşya Hukuku, 1. Basım, İstanbul 2009.
- ANSAY, Tuğrul Anonim Şirketler Hukuku, 6. Bası, Ankara 1982.
- ARAR, Kemal Kara Ticareti, Şirketler Hukuku, Ankara 1952.
- ARSLANLI, Halil Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller II-III, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1960.
- AYOĞLU, Tolga Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul 2008.
- BAHTİYAR, Mehmet Ortaklıklar Hukuku, Dersler, Soru Örnekleri, Gözden Geçirilmiş 4. Bası, İstanbul 2008.
- BECKER, Herman İsviçre Borçlar Kanunu Şerhi, İkinci Bölüm, Çeşitli Sözleşme İlişkileri (Madde: 184-551), Çev. A. Suat Dura, Ankara 1993.
- BUSSY, Jack Droit des Affaires, Paris 1998.
- CORNAZ, Olivier La Conversion des Actes Juridiques, Lausanne 1937.
- ÇAMOĞLU, Ersin Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Güncelleştirilmiş ve Genişletilmiş İkinci Bası, İstanbul 2007.
- ÇEVİK, Orhan Nuri Anonim Şirketler, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, Ankara 2002.
- DEVELİOĞLU, Ferit Osmanlıca-Türkçe Ansiklopedik Lugat, Yeniden Düzenlenmiş ve Genişletilmiş 21. Baskı, Ankara 2004.
- DOĞANAY, İsmail Türk Ticaret Kanunu Şerhi, C.II, Genişletilmiş 4. Bası, Madde 420-815, İstanbul 2004.

- DOMANIÇ, Hayri Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK. Şerhi II, İstanbul 1988.
- DOMANIÇ, Hayri Anonim Şirketler, İstanbul 1978.
- EREN, Fikret Borçlar Hukuku, Genel Hükümler, 11. Tıpkı Baskı, İstanbul 2007.
- ERİŞ, Gönen Ticari İşletme ve Şirketler, Açıklamalı-İçtihatlı En son Değişikliklerle Birlikte Türk Ticaret Kanunu, Ticaret Şirketleri Madde 223 – 556, C.II, 4. Baskı, İstanbul 2007.
- GÜNAL, Vural Sermaye Piyasası Hukuku Esasları, Galatasaray Üniversitesi, İstanbul 2007.
- GÜNEY, Necla Akdağ Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Genişletilip Güncelleştirilmiş 2. Baskı, İstanbul 2010.
- HELVACI, Mehmet Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Bası, İstanbul 2001.
- HİRŞCH, Ernest Ticaret Hukuku Dersleri, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş Üçüncü Bası, İstanbul 1948.
- İMREGÜN, Oğuz Anonim Ortaklıklar, Yenilenmiş 4. Bası, İstanbul 1989 (Anonim Ortaklıklar).
- İMREGÜN, Oğuz Kara Ticaret Hukuku Dersleri, Genel Hükümler-Ortaklıklar-Kıymetli Evrak, Onikinci Bası, İstanbul 2001 (Kara Ticareti Hukuku).
- İMREGÜN, Oğuz Kıymetli Evrak Hukuku, Genel Hükümler, Kambiyo Senetleri, Makbuz Senedi, Varant, İstanbul 2007.
- KANETİ, Selim Hukuki İşlemlerin Çevrilmesi (Tahvili), İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, İstanbul 1972.
- KOCAYUSUFPAŞAOĞLU, Necip Borçlar Hukuku, Giriş, Hukuki İşlem Sözleşme (Kocayusufpaşaoğlu/Hatemi/Serozan/Arpacı, Borçlar Hukuku, Genel Bölüm adlı eser kapsamında hazırlanmıştır), 4. Bası, İstanbul 2008.
- KUBİLAY, Huriye Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Ankara 1986.
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 1999.



- MERLE, Philippe Droit Commercial, Société Commerciales, 5e Edition, Dalloz, Paris, 1996.
- MINGUELA, Santiago C. Spanish Corporation Law and Limited Liability Company Law, Kluwer 1996.
- MİMAROĞLU, Sait Kemal Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mesuliyeti, Ankara 1967.
- MOROĞLU, Erdoğan Türk Ticaret Kanunu'na Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1993.
- MOROĞLU, Erdoğan Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler, Genişletilmiş 6. Baskı, İstanbul 2009.
- MORSE, Geoffrey/  
MARSHALL, Enid A./  
MORRIS Richard /  
CRAB Letitia Charlesworth&Morse Company Law, Sixteenth Edition, London 1999.
- OĞUZMAN, Kemal/  
BARLAS, Nami Medeni Hukuk, Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar, 15. Bası, İstanbul 2008.
- OĞUZMAN, Kemal/  
ÖZ, Turgut Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Gözden Geçirilmiş Altıncı Bası'dan Yedinci Tıpkı Bası, İstanbul 2009.
- OĞUZMAN, Kemal/  
SELİÇİ, Özer/  
ÖZDEMİR, Saibe Eşya Hukuku, 12. Bası, İstanbul 2009.
- ONSUN, Kemal Şükrü Ticaret Şirketleri, Ankara 1949.
- ÖZTAN, Fırat Kıymetli Evrak Hukuku, Güncelleştirilmiş 16. Bası, Ankara 2009.
- ÖZTAN, Fırat Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997.
- POROY, Reha/  
TEKİNALP, Ünal Kıymetli Evrak Hukuku, Gözden Geçirilmiş 19. Bası, İstanbul 2010.
- POROY, Reha/  
TEKİNALP, Ünal/  
ÇAMOĞLU, Ersin Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Güncelleştirilmiş 11. Bası, İstanbul 2009, (TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu)).
- PULAŞLI, Hasan Kıymetli Evrak Hukuku, Temel Esaslar, Güncelleştirilmiş 8. Bası, Adana 2009.
- PULAŞLI, Hasan Şirketler Hukuku, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, Adana 2003.

- SUMER, Ayşe Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002.
- TANDOĞAN, Haluk Özel Borç İlişkileri, C. I/2, Tümü Yeniden İşlenmiş ve Genişletilmiş Üçün Bası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1985.
- TANDOĞAN, Haluk Türk Mesuliyet Hukuku, Ankara 1961.
- TANDOĞAN, Haluk Üçüncü Şahsın Zararının Tazmini, Ankara 1963.
- TANÖR, Reha Türk Sermaye Piyasası, C.I, Taraflar, İstanbul 1999.
- TANÖR, Reha Türk Sermaye Piyasası, C.II, Halka Arz, İstanbul 1999.
- TAŞDELEN, Servet Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2006.
- TECER, Meral Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü, Ankara 1989.
- TEKİL, Fahiman Anonim Şirketler Hukuku, İkinci Bası, İstanbul 1998 (Anonim Şirketler).
- TEKİL, Fahiman Kıymetli Evrak Hukuku, İkinci Bası, İstanbul 1994.
- TEKİNALP, Ünal Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. Bası, İstanbul 1979.
- TEKİNALP, Ünal Banka Hukuku'nun Esasları, Yeniden Yazılmış 2. Bası, İstanbul 2009.
- TEKİNALP, Ünal Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982 (Sermaye Piyasası).
- TUNÇOMAĞ, Kenan Borçlar Hukuku Dersleri, C. II, Özel Borç İlişkileri, İstanbul 1967.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005.
- VAN HORNE, C. James traduit par Philippe de LA VERGNE, Principes de Gestion Financieres, Paris 1991.
- VON TUHR, Andreas Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı, C. 1-2, Çev. Cevat EDEGE, Ankara 1983.
- WIELAND, C. Kanunu Medenide Aynî Haklar, Çev. İ. Hakkı Karafakı, Ankara 1949.
- YANLI, Veliye Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005.

- YASAMAN, Hamdi Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1992.
- YILMAZ, Ejder Hukuk Sözlüğü, Genişletilmiş Yedinci Baskı, Ankara 2002.

### MAKALELER

- ACAR, Serdar “Türkiye’de Anonim Şirket Tahvilleri Üzerine Bazı Düşünceler, Legal Hukuk Dergisi”, Kasım 2008, S.71, s. 3695-3712.
- ADAYILMAZ, Şevket “Tahvillerin Para Piyasasındaki Dengeyi Temin Rolü ve İktisadi Kalkınmadaki Önemi”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XVII, S.3, Haziran 1970, s. 121-125.
- AKEV, Sahir Talât “Tahvillerle Banka Mevduatında İkramiyeler”, Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, 1959, s. 321-339.
- ANSAY, Tuğrul “Anonim Şirket İdare Meclisi Kararlarının İptali Meselesi”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C.II, 1964, S.4, s. 380.
- ARIKAN, A. Naci “Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Tahvillerle İlgili Olarak Yaşanan Sorunlar ve Gerçek Şahıslar Açısından 2004 Yılı Vergilendirilmesi”, Vergi Dünyası, S.282, Şubat 2005, s. 64-72.
- ATABEK, Reşat “Altın Kızlı ve Endeksli Tahvilat”, İstanbul Barosu Dergisi, Yıl: 1972, Sayı: 11-12, s. 1083-1089.
- ATUK, Bülent “Türkiye’de Tahvil Piyasası (1967-1974)”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Temmuz 1974, C. 11, S. 7, s. 33-39.
- BAKLACIOĞLU, Sadık “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar)”, İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul 1984, s. 97-109.
- BAYRAK, Serbülen “Özel Sektör Tahvilleri Üzerine”, Vergi Sorunları Dergisi, Kasım 2007, S.230, s. 133-140.
- CANSEL, Erol “Rehinli Tahvilat”, III. Ticaret ve Banka Huku Haftası, Ankara 1963, s. 291-318.
- ÇAMOĞLU, Ersin “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin İbrasının Sorumluluk Davalarına Etkisi”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, C. XXXVI, İstanbul 1971, s. 323-349.

- ÇAYCIK, Bülent “Özel Sektör Kuruluş Tahvillerinde Uygulanacak Yeni Esaslar Hakkında Düşünceler”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXI, S. 10, Ocak 1975, s. 400-403.
- DOĞANAY, İsmail “Anonim Şirketlerin Tahvil Çıkarma Nedenleri ve Tahvil Çıkarılması Halinde, Çıkarılacak Tahvil Miktarına Esas Alınması Gereken Bilanço Acaba “Ara Bilanço” mu, Yoksa “Yıl Sonu” Bilançosu mudur?”, Yargıtay Dergisi, C. II, S.4, s. 99-113.
- DOMANIÇ, Hayri “Tahvil Senetleri”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 1974, S.7, s. 311-356 (Tahvil Senetleri).
- ERÇOKLU, Y. Ziya “Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar)”, İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul 1984, s. 79-93.
- ERDEM, Halil  
Ercüment “Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahviller”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.III, S.1, Kudret Ayiter Armağanı, Ankara 1988, s. 701-739.
- EREM, Turgut “Türk Ticaret Hukukunda Konvertibl Tahviller”, II. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1961, s. 463-476.
- ERTETİK, Efdal “Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları Yönünden Menkul Kıymetlerin İhracı (II)”, Vergi Dünyası, S. 76, Aralık 1987, s. 64-85.
- FRANKO, Nisim “Gayrimenkul Rehni Karşılığı Tahvilat İhracı (MK. 844)”, Ankara Barosu Dergisi, Yıl 1985, S.5-6, s. 694-708.
- GÖNENLİ, Atilla “Tahvil İhracı Yolu ile Finanslama İmkânları”, Sevk ve İdare Dergisi, Ağustos 1972, S.38, s. 9-14.
- GÖNENLİ, Atilla “Tahvil veya Hisse Senedi İhracı Kararının Verilişi”, Sevk ve İdare Dergisi, 1971, S. 31, s. 9-14.
- GÜLDİKEN, Tufan “Özel Sektör Tahvilleri”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Şubat 2007, S.38, s. 197-199.
- GÜRBÜZ,  
Diğdem Göç “Anonim Ortaklıkta Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, Mart 2008, S.51, s. 192-201.
- İMREGÜN, Oğuz “Sermaye Piyasasının Tekevvününde Tahviller, Çeşitleri ve Oynadıkları Rol”, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara 1963.
- İMREGÜN, Oğuz “Kıymetli Evrakın Ziyatı ve İptali”, Reha Poray’a Armağan, İstanbul, 1995, s. 200-210.

- İPEKÇİ, Ahmet “Enflasyonun Tahvil Getirilerine ve Maliyetlerine Etkisi”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran 1975, C.XII, S.6, s. 43-46.
- JAEGGİ, Peter “Anonim Ortaklıklar Hukukunun Çözülenememiş Sorunları”, Çev. TEOMAN, Ömer, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXII, S.1, s. 19-33.
- KARA, Ganimet Gönül “Anonim Ortaklıkta Tahviller”, Yargıtay Dergisi, C.VII, S. 3, Temmuz 1981, s. 349-358.
- KARAKOYUNLU, Erdoğan “Tahvil İhracı”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XVII, S.5, 1970-71, s. 208-213.
- KAZGAN, Haydar “Müşterek Pazarda ve Türkiye’de Özel Sektörün Finansmanında Tahvillerin Oynadığı Rol”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ekim 1971, C. 8, S. 10, s. 43-52.
- KÜÇÜK, Sema “Hisse Senetleri ve Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillerin Değerlemesi”, Ocak 2008, S.181, s. 75-78.
- MOROĞLU, Erdoğan “Nama Yazılı Pay Senetlerinin Devri ve Yargıtay Kararları XIII Sempozyumu”, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1996, s. 40-63.
- MOROĞLU, Erdoğan “Bankalar Kanununun “Ödenmiş Sermaye” Tanımının Kredi Hadleri ve Diğer Kanuni Hadler Yönünden Anlam ve Kapsamı”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C.IX, S.3, s. 735-740.
- NERAD, Hasan “Tahvil Piyasasının Düzenlenmesi”, Fikret Arık’a Armağan, 1973, s. 283-327.
- ÖÇAL, Akar “Belçika Hukukunda Tahvil Sahipleri Genel Kurulu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXIX, S.1, Nisan 1982, s. 13-17.
- ÖÇAL, Akar “Belçika Hukukunda Nama Yazılı Tahviller Defteri”, Haluk Tandoğan’ın Hatırasına Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1990, s. 399-403.
- ÖÇAL, Akar “Anonim Şirketin Tahvil İhraç Edebilmesi İçin Muayyen Bir Süre Faaliyette Bulunması Şart mıdır?”, İktisat ve Maliye Dergisi, 1989, S.8, s. 313-318.
- POROY, Reha “Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XVII, S.7, s. 302-306.
- POROY, Reha “Değiştirilebilir Tahviller”, Hirsch Armağanı Ayrı Baskı, Ankara 1964, s. 475-508.

- SESYILMAZ, Tarık B. “Tahvil Piyasasındaki Gelişmeler”, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Mart 1976, S.121, s. 29.
- TECER, Meral “Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mayıs 1983, S.5, s. 49-56.
- TEKİNALP, Ünal “Yargıtay’ın Tahvil Çıkarılmasına İlişkin Bir Kararı Üzerine Düşünceler”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXIII, S.11, s. 457-459.
- TEKİNALP, Ünal “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 5, Ağustos 1970, s. 254-258.
- TEKİNALP, Ünal “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVI, S. 6, Eylül 1970, s. 214-220.
- TEKİNALP, Ünal “Tahvillerin Çıkarılması Usulü ve Bazı Problemler”, Sevk ve İdare Dergisi, S.31, Mart 1971, s. 24-31.
- TEKİNALP, Ünal “Kâra İştirakli Tahvil”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ekim 1974, C. 11, S. 10, s. 2-11.
- TEKİNAY, Selâhattin Sulhi “Nama Yazılı Hisse Senetlerinin Devri”, Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara 1959, s. 134-144.
- TEOMAN, Ömer “Avrupa Anonim Ortaklığında Tahviller”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXVII, S.4, Temmuz 1980, s. 146-157.
- TEOMAN, Ömer “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Tahvil Çıkarmanın Önşartı”, (TTK. 421) Üstüne Değişik Bir Yorum Denemesi, 30 Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim, C.I, 1971-1982, Beta Yayınevi, İstanbul 2000, s. 30-36.
- TUĞLU, Ali “Şirketlerde Tahvil İhraç İşlemleri”, Yaklaşım Dergisi, Ağustos 2007, S.176, s. 109-113.
- TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ “Özel Sektör Bono ve Tahvil İhraçlarının Gelişmemesinin Nedenleri, Alınması Gereken Önlemler ve Düzenlemeler”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar, S.35, Aralık 2000, s. 42-48.
- ÜÇİŞİK, Güzin “Türk Hukukunda Anonim Ortaklıkların Tahvil Çıkarması”, Marmara Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimle Fakültesi Dergisi, C.VI, S.1-2, 1989, s. 263-284.
- ÜÇİŞİK, Güzin “Kâra İştirakli Tahviller”, Hukuk Araştırmaları, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayını, C.IV, S.1-3, Ocak-Aralık 1989, s. 53-61.

- ÜLGEN, Hüseyin “Anonim Ortaklıklarda Yeniden Değerleme Fonunun Sermayeye Eklenmesi Yolu ile Sermaye Artırımında Bedelsiz Paylar Kimlere Tahsis Olunmak Gerekir?”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXXI, S.9, s. 361-370.
- ÜLGEN, Hüseyin “Anonim Ortaklıklarda Nama Yazılı Pay Senetlerinin (“Ciro” Yerine) Ayrı Bir Temlikname ile Devri Caiz midir?”, İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXVII, S.1, 1980-1981, s. 18-25.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat “SPK. Ve TK.’nda Tahviller”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C.VII, S.1-2, Haziran-Aralık 2003, s.1-46.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat “Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi”, Ali Bozer’e Armağan, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1998, s. 71-85.
- ÜRGÜPLÜ, Mehmet “Ticaret Kanununun 429. Maddesinin Gereği Olarak Anonim Ortaklık Genel Kuruluna İlişkin Hükümlerin Tahvil Sahipleri Genel Kuruluna Uygulanması”, Halil Arslanlı Anısına Armağan, İstanbul 1978, s. 679-690.
- ÜRGÜPLÜ, Mehmet “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu Kararlarının İptali”, İktisat ve Maliye Dergisi, Yıl 1979, C. XXVI, S.1-12, s. 337-341.
- YILDIZ, Şükrü “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu”, Yargıtay Dergisi, C.XVI, Yıl 1990, S. 4, s. 543-559.

### TEZLER VE YAYINLANMAMIŞ ESERLER

- ACAR, Serdar Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2001.
- GÜRBÜZ, Diğdem Göç Anonim Ortaklıklarda Tahvil, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Özel Hukuk Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 2005.
- ÖZDEMİR, Özlem Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, Sermaye Piyasası Yeterlik Etüdü, Ankara 1999 (Yayınlanmamış).
- POROY, Reha/  
EREM, Turgut Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler, Bölüm II, Hukuki Araştırma, Sermaye Piyasası Etüdü, Türkiye Ticaret Odaları, Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara 1964.

## **ELEKTRONİK KAYNAKLAR**

[www.hukukturk.com](http://www.hukukturk.com)

[www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)

[www.kazanci.com.tr](http://www.kazanci.com.tr)

[www.mevbank.com.tr](http://www.mevbank.com.tr)

[www.rega.com.tr](http://www.rega.com.tr)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)



## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Tarihi : İstanbul, 12.03.1982  
 Medeni Hali : Bekâr  
 Yabancı Dil : İngilizce, Fransızca, İspanyolca  
 Askerlik Hizmeti : Tamamlandı (04/09-10/09).

### Eğitim

- 2007 – ... Galatasaray Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Özel Hukuk Yüksek Lisansı Programı
- 2001 – 2006 Galatasaray Üniversitesi – Hukuk Fakültesi
- 1993 – 2001 Galatasaray Lisesi

### Mesleki Deneyim

- 01/10 – GSI Meridian Hukuk Bürosu’nda Avukat / İstanbul
- 01/08 – 11/08 Eryürekli & Fidan Hukuk Bürosu’nda Avukat / İstanbul
- 10/06 – 12/07 Cerrahoğlu Hukuk Bürosu’nda Avukatlık Stajı / İstanbul
- 01/06 – 07/06 Cerrahoğlu Hukuk Bürosu’nda Yarı Zamanlı Staj / İstanbul
- 07/05 – 08/05 Somay Hukuk Bürosu’nda Yaz Stajı / İstanbul

### Ödül ve Yayınlar

- “Minority Shareholder Rights under Turkish Law”, Mondaq, 28 Haziran 2010.
- “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvilin Sermaye Piyasası Kurulu Seri II, No. 22 Tebliği Bakımından Değerlendirilmesi”, Lebib Yalık Mevzuat Dergisi, S. 77, İstanbul 2010, s. 299-311;
- “Türk Hukuku’nda Tahvil Çeşitlerinin Yatırımcılara Temin Ettikleri Haklar Bakımından İncelenmesi”, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Kazancı Hakemli Hukuk Dergisi, S. 65-66, İstanbul 2010, s. 190-213;
- ELSA Hıfzı Veldet VELİDEDEOĞLU Farazi Dava Yarışması, Galatasaray Üniversitesi Şampiyon Takım Üyesi, 2005.

**TEZ ONAY SAYFASI**

**Üniversite**  
**Enstitü**  
**Adı Soyadı**  
**Tez Başlığı**  
**Savunma Tarihi**  
**Danışmanı**

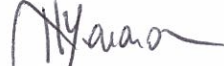
Galatasaray Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Erenalp RENKİBER  
Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklar Tarafından Çıkarılan Tahviller  
21.09.2010  
Prof. Dr. Hamdi YASAMAN

**JÜRİ ÜYELERİ**

**Ünvanı, Adı, Soyadı**

**İmza**

Prof. Dr. Hamdi YASAMAN



Yar. Doç. Ali DURAL



Prof. Dr. Mehmet HELVACI



**Enstitü Müdürü**

**Prof. Dr. V. Mehmet BOLAK**

