

PAY SENETLERİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER

H. Ercüment ERDEM

LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Les obligations convertibles donnent à son titulaire le droit de convertir ses obligations en actions à la date d'amortissement ou à une autre date précise. En d'autres termes la société anonyme peut convertir les obligations en actions au lieu de payer leur montant. Les obligataires de ce genre peuvent demander à la société de leur rembourser le montant des obligations ou de les convertir en actions de la société emettrice ou celle d'une autre société.

Quand l'obligataire fait valoir son droit, perd son titre et gagne le nome d'un titulaire d'action. Mais il faut ajouter tout de suite que le droit de conversion n'est en effet pas une condition mais une option dont seul l'obligataire peut faire usage.

On peut reunir sous deux groupes les raisons d'emettre des obligations convertibles : Avant tout, les obligations convertibles peuvent etre utilisées comme une source financière. Quand la société veut faire une jointe à ses sources, elle peut procéder à l'emission d'obligations convertibles. De meme, les obligations convertibles peuvent etre utilisées colme un moyen d'investissement. C'est une raison de préférence pour les investiseurs de s'assurer un certain revenu en achetant des obligations et de s'associer ainsi au moyen de leurs prêts, en fonction de la bonne marche de la société.

En droit européen et americian les obligations convertibles ont une domaine d'application ancienne. Quant au droit turc, il n'y avait pas un article particulier ni dans ETK et ni dans TTK. Malgré cela on admet le pouvoir d'émettre des obligations convertibles de l'assemblée générale des obligataires. Pour la première fois les obligations convertibles ont ete introduites dans la législation turc par l'art. 14 de SPK (Loi sur le marché de capital no : 2499)

L'article susmentionné stipule que les conditions et la procedure d'emettre et de convertir les obligations convertibles ont été établies et annoncées par Ser. P.K. (Comission de marche de capital) dans une circulaire, série II, no : 3.

Cette même loi introduit le système de capital autorisé qui facilite l'émission d'obligations convertibles. Le capital autorisé montre les limites maximales des actions que le conseil d'administration peut émettre. Le conseil d'administration n'est pas obligé de respecter la procédure d'augmentation de capital, quand il veut émettre des actions dans le cadre du capital autorisé, car ce pouvoir lui est confié par le statut.

Avant le système de capital autorisé, l'émission des obligations provoquait des difficultés mais grâce à ce système le conseil d'administration peut émettre des actions quand il en a besoin.

Selon la circulaire série II no : 3 art. 1, les sociétés anonymes peuvent émettre des obligations convertibles dans le cadre de leurs statuts. La quantité des obligations ne doivent pas dépasser les limites établies par TTK et SPK. En plus pour que les sociétés anonymes puissent émettre des nouvelles obligations convertibles, il faut que toutes les obligations émises soient vendues.

C'est l'assemblée générale que décide de l'émission des obligations convertibles. Mais par le statut, ce pouvoir peut être transféré au conseil d'administration. Si ce pouvoir est exercé par le conseil d'administration l'art. 423-424 de TTK ne sont pas applicables.

Selon la circulaire série II no : 4 art. 8, on doit obtenir l'autorisation de commission du marché de capital à propos de l'émission des obligations, dans le mois qui suit la décision relative à l'émission d'obligations prise par l'assemblée générale ou du conseil d'administration. On a encore besoin d'une homologation du tribunal de commerce si la décision est prise par l'assemblée générale. Après cette homologation ou l'autorisation de Ser. P.K. on procède à l'enregistrement au registre de commerce en vue de la publication d'une notice.

Les renseignements que celle-ci doit contenir sont cités dans l'art. 9 de la circulaire série II no : 3. Un prospectus aussi doit être publié pour d'offre public. Il contiendra les indications prévues par l'appendice 2 de la circulaire série II no : 4.

Les titulaires des obligations convertibles ainsi émises peuvent avoir des actions équivalentes à la valeur nominal de leurs obligations à la date d'échéance (circulaire série II no : 3 art. 2). Selon l'art. 1 de la circulaire série II no 8, l'échéances des obligations convertibles ne doit pas être moins de 2 ans et plus de 7 ans.

La conversion s'opère soit à la date d'échange, soit selon le plan d'amortissement. Si la conversion se fait selon le plan d'amortissement, la société doit émettre des actions en quantité des obligations qui pourront être converties et mi-

ses à la disposition des titulaires. Pour la conversion s'operant à la daté d'echange, la société doit proceder à une publication avant l'assemblée générale pour que les titulaires puissent convertir leurs obligations. Ensuite la societe doit parfaire la procédure afin d'émettre des actions en quantité des obligations qui seront converties.

Les obligataires qui demandent la conversion déposent leurs obligations auprès d'une banque et donnent leur souscription et la carte de blocage à la société. Une fois l'augmentation de capital déterminée, la société donnent les actions aux titulaires le plus vite possible. Les actions delivrees leur conferent un droit de priorite et d'exclusivite y compris l'art. 394 de TTK (le droit d'acheter des actions nouvelles).

Malgré la nouvelle SPK, les déposantshésitent encore à acheter des obligations convertibles parce que le taux d'interet apporte par des obligations demeure modeste.

Pourtant dans la loi et dans les circulaires il y a des points obscures et difficiles à comprendre. Il faut que ces points soient révisés et expliqués sans plus tarder.

Comme la plupart des sociétés anonymes sont des sociétés familiales, elles ne veulent pas émettre d'obligations convertibles de peur d'avoir de nouveaux associés.

ABRÉVIATION

ETK	: code de commerce ancien
SPK	: loi sur le marché de capital
Ser. P.K.	: comission de marché de capital
TTK	: code de commerce turc

GİRİŞ

Son yıllarda sermaye piyasalarında görülen hareketlenme, değişik türde menkul kıymetlerin uygulama alanına çıkmasına neden olmuştur. Anonim şirketlerin borç para bulmak için çıkardıkları tahvillerin değişik bir türü olan değiştirilebilir tahviller de bu menkul kıymetlerin arasındadır.

Doktrinde genellikle kabul edildiğine göre, TTK'nun tahvil sahipleri genel kurulunun yetkilerini düzenleyen 430. maddesinin IV.

bendi bu tür tahvillerin çıkarılmasına cevaz vermektedir. Bununla birlikte bu tür tahviller hakkındaki düzenlemelerin yetersizliği de eleştirilmiştir.

1982 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulunca hazırlanan tebliğler değiştirilebilir tahvilleri doktrindeki eleştirilerin ışığı altında yeniden düzenlemiştir.

Avrupa ve A.B.D.'de uzun yıllardır yaygın bir şekilde kullanılan bu tür tahvillerin yeni getirilen düzenlemeler karşısındaki durumu bu incelemenin konusunu oluşturacaktır.

Ancak bu tahvil türünü daha yakından inceleyebilmek için öncelikle-ana hatları ile- pay sahibi ve tahvil kavramları incelenmiş ve "Değiştirilebilir Tahviller" hakkında bazı ön bilgiler verilmiştir. Daha sonra bu tür tahvillerin çıkarılma nedenleri üzerinde durulmuş ve değiştirilebilir tahvillerin tarihi gelişimi, hem mukayeseli hukuk açısından, hem Türk Hukuku açısından ele alınmıştır.

Konu TTK'nun çerçevesi içinde de incelenmiş ve gerektiği ölçüde doktrindeki tartışmalara yer verilmiştir.

Nihayet Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanuna uygun olarak çıkarılan tebliğlerin ışığı altında, uygulamada çıkabilecek bazı sorunlara çözümler de önerilecek, konunun incelenmesi tamamlanmıştır.

I- GENEL OLARAK PAY SENEDİ KAVRAMI

Anonim şirkette esas sermaye 500 TL. den aşağı olmamak üzere parçalara ayrılmıştır. Esas sermayenin her bölümü bir payı gösterir. Bu anlamda her pay şirkette sahibinden bağımsız, soyut bir "ortaklık mevkiini" ifade eder (1). İşte bu soyut ortaklık mevkiini temsil etmek amacı ile Anonim Şirket tarafından pay senetleri çıkarılabilir (TTK m. 409).

Çıkarılan bu pay senetleri ile payın sağladığı haklar birbirine bağlanmış olur ve pay senedi bir kıymetli evrak niteliği kazanır (TTK. m. 557) (2). Bir defa pay senedi çıkarıldıktan sonra bu senet pay sahipliğinin ileri sürülmesinde ve devredilmesinde asli unsur olur (3).

(1) **Ünal Tekinalp (Reha Poroy/ Ersin Çamoğlu)**, Ortaklıklar Hukuku I. Cilt, 2. bası, İstanbul 1957, s. 402.

(2) **Tuğrul Ansay**, Anonim Şirketler Hukuku, 5. Bası, Ankara 1975, s. 243 **Orhan Çevik**, Anonim Şirketler Birinci Kitap, Genel Bilgiler Kuruluş İşlemleri-Esas Mukavele Değişiklikleri, Ankara 1975.

(3) **Halil Arslanlı**, Anonim Şirketler I, Umumi Hükümler, İstanbul 1959, s. 15.

Kıymetli evrak niteliğinden ötürü pay senedi devredildiğinde pay sahipliği de devredilmiş, senet devralındığında pay sahipliği de devralınmış olur. Bu nedenle pay senedi sahibi Kanun ve ana sözleşme ile pay sahiplerine sağlanan haklardan yararlanır (4).

II- GENEL OLARAK TAHVİL KAVRAMI

Anonim şirketler işletme konularını elde etmek için çeşitli mali kaynaklardan faydalanırlar. Bu mali kaynaklardan birisi de ödünç olarak aldıkları paralardır.

Gerçekten TTK m. 420 de tahvil “anonim şirketlerin borç para bulmak için itibari kıymeti eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkarıldıkları borç senetleri” şeklinde tanımlanmıştır.

Tanımdan da anlaşılacağı gibi tahvilin temeli bir borç ilişkisi, daha doğrusu, bir ödünç sözleşmesidir. Ödücün borçlusu anonim şirket, alacaklıları ise tahvil sahipleridir (5). Bu borçlanma ile her tahvil sahibi bir bütünlük gösteren anonim şirket borcunun tahvilin itibari değeri oranında alacaklısı olmakta ve bu alacağı da kıymetli evrak niteliğindeki tahvile bağlanmaktadır.

Anonim şirket tahvilde yazılı değeri ve faizleri ödemek borcu altına girmiştir. Anonim şirketin kâr edememesi veya işlerinin iyi gitmemesi halinde dahi, tahvil sahipleri faizlerini ve vadede de ana paralarını alacaklardır. Keza şirketin tasfiyesi halinde de pay sahiplerinden önce alacaklarını elde edeceklerdir.

Bu açıdan bakıldığında pay sahiplerine göre daha iyi durumda gibi görünüyorsa da, bunlar pay senedi sahiplerinin sahip olduğu yönetime ilişkin haklardan yoksundurlar. Sadece anonim şirketle olan borç ilişkisinden dolayı, kâra iştirak veya faiz talep etmek gibi bazı mâli hakları kullanabilirler (6).

Bununla birlikte belirtmek gerekir ki, bazı durumlarda, sayıları oldukça fazla olan tahvil sahiplerinin bir araya gelmeleri zorunlu olmaktadır. İşte bu nedenle TTK'nunda tahvil sahipleri genel kurulunun da düzenlenmesi gereği duyulmuştur (m. 429-432). TTK'nun

(4) **Çevik**, age, s. 90.

(5) **Ünal Tekinalp (Reha Poroy/ Ersin Çamoğlu)**, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Gözden Geçirilmiş 2. Bası, İstanbul 1982, s. 612-613.

(6) **Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar C. 1, s. 578.

430. maddesinde genel kurulun hangi konularda yetkili olduğu belirtilmiş ve tahvil sahiplerine kendilerini ilgilendiren konularda bağlayıcı kararlar alabilme yetkisi tanınmıştır (7).

III- Genel Olarak Değiştirilebilir Tahviller

A) *Kavram*

Yukarıda belirttiğimiz gibi tahvil sahibi vade geldiğinde ana parayı alacaktır. Ancak anonim şirket vade tarihinde borcu ödemek yerine, tahvil sahibine tahvilini pay senetleri ile değiştirmek hakkı veren tahviller de çıkarabilir. Şu halde pay senedi ile değiştirilebilir tahvil, sahibine itfa tarihinde veya belirlenen başka bir tarihte tahvilini pay senedi ile değiştirme hakkı verir (8).

Bu tür tahvil sahibi yenilik doğuran bir hak kullanarak ya tahvil bedelinin kendisine ödenmesini ya da o anonim şirketin veya başka bir şirketin (9) pay senetlerinin kendisine verilmesini istemektedir. Bu şekilde hakkını kullanan tahvil sahibi artık bu sıfatını kaybederek pay sahipliği sıfatını kazanmaktadır (10). Bu nedenle değiştirilebilir tahvil sahibi, hem ana para ve faizin alacaklısı, hem de şirketin “pay senetlerini elde etmeye ilişkin beklentinin hamilidir” (11). Hemen belirtmek gerekir ki bu tür tahviller sahiplerine bir seçim hakkı sağlar yoksa değiştirme zorunluğu yeklemez. Ancak böyle bir zorunluğun yüklenebileceği görüşünde olan yazarlar da vardır (12).

(7) Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Ünal Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulu ve Toplantıya Çağırılması”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 5 (Ağustos 1970), s. 214-222; **Ünal Tekinalp**, “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 6 (Zeylül 1970), s. 254-258.

(8) **Ünal Tekinalp**, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 62.

(9) **Tekinalp**'e göre, değiştirme sırasında verilecek pay senetlerinin tahvilleri ihraç eden anonim şirkete ait olması şart değildir. Özellikle ana/ yavru şirketler, birbirlerinin pay senetlerini, tahvillerle değiştirme konusu yapabilirler. Yazar, Şirketlerin pay senetlerini, çıkaracakları tahvillerin değiştirme hakkına bağlayabilmeleri için aralarında bir hakimiyet ilişkisinin veya başka bir ilişkinin bulunmasının gerekli olmadığına işaret eder ve Sermaye Piyasası Kurulunun seri II No: 3 rumuzlu tebliğinin 1. maddesini eleştirir. **Tekinalp**, age, s. 63 ve dipnot 39.

(10) **Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar Ders Kitabı, s. 620; **Louis Dallevés**, L' obligation convertible en droit compare et specialement en droit Suisse, Sion 1963, s. 16.

(11) **Tekinalp**, age, s. 63.

(12) **Tekinalp (Poroy, Çamoğlu)**, Ortaklıklar Ders Kitabı, s. 620.

B) *Hukuki Niteliği*

Değiştirilebilir tahvillerin içerdikleri değiştirme hakkının hukuki niteliği üzerinde bugüne kadar doktrinde çeşitli görüşler ileri sürülmüş ve bunların hepsi de çeşitli açılardan eleştirilmiştir (13). Biz burada doktrinde oldukça rağbet bulan iki görüşü açıklamak istiyoruz.

1. **Seçimlik Borç Görüşü** (14)

Bir kısım yazarlar, burada bir seçimlik borç olduğunu ileri sürerler (15). Bu yazarlara göre, değiştirilebilir tahvil sahibi isterse elindeki tahvili pay senedi ile değiştirecek ve ortak olacak, isterse tahvil karşılığı verdiği ana parayı ve faizleri alacaktır. Ancak seçimlik bir borçtan söz edebilmek için iki edadan hangisinin yerine getirilmesi gerektiğinin alacaklının, borçlunun veya üçüncü bir kişinin iradesine bağlı olması gerekir (16). Bu fikri savunan yazarlara göre seçim hakkı alacaklıya, yani tahvil sahibine tanınmıştır. Tahvil sahibi değiştirme zamanı geldiğinde bu hakkını kullanmak istediğini şirkete bildirecek ve bu şekilde seçimini yapmış olacaktır. Eğer değiştirme zamanında bu hakkını kullanmaz ise tahvil sahibinin zımni bir seçim yaptığını ve pay senedi almak yerine ifada ana parayı ve faizleri almak istediğini kabul etmek mümkündür. Nitekim Sermaye Piyasası Kurulu tarafından "Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esasları" düzenleyen tebliğin 8. maddesine göre, "Tahvil borçlusu ortaklık, yükümlülüklerini tam olarak yerine getirdiği halde tahvilin vadesinde de değiştirme hakkını kullanmayan tahvil sahiplerinin değiştirme hakları ortadan kalkar, ifada yalnız ana para ve işlemiş faizlerini alabilirler. Görüldüğü üzere burada yorumlayıcı bir hüküm söz konusudur ve değiştirme zamanında bu hakkını kullanmayan tahvil sahibinin zımnen diğer edimi seçtiği hüküm altına alınmıştır.

(13) **Dalleves**, age, s. 169-170.

(14) **Gedow/Heinichen**, Komenter zum Aktiengesetz, Berlin 1939, S. 159 No: 1 (Anıldığı yer: **Tekinalp**, age, s. 64 dipnot 44).

(15) "Seçimlik borç" görüşüne yöneltilen eleştiriler için bkz. **Tekinalp**, age, s. 64-65.

(16) **Feyzi Necmeddin Feyzioğlu**, Borçlar Hukuku, Genel Hükümler Cilt II, İstanbul 1977, s. 21-22; **Selahettin Sulhi Tekinay**, Borçlar Hukuku, İstanbul 1979, s. 632; **Andreas Von Tuhr** (Çeviren **Cevat Edege**), Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı C. 1-2, Yargıtay Yayınları No: 15, Ankara 1983, s. 70; **Fikret Eren**, Borçlar Hukuku, Genel Hükümler Cilt 1, Ankara 1985, s. 125-126; **Kemal Oğuzman**, Borçlar Hukuku Dersleri, Borçların İfası, İfa Edilmemesi-Sona Ermesi, 3. Bası, İstanbul 1979, s. 30-31.

2- Yedek Edim Yetkisi Görüşü

Bu fikri savunan yazarlara (17) göre, değiştirme hakkının hukuki niteliği yedek edim yetkisine (muhayyerlik selahiyeti, facultas alterva) daha uygundur. "Seçimlik borçta iki şey borçlanıldığı ve sonraki bir karar, verilmesi lazım gelen şeyi tayin ettiği halde alternatif yetkide bir tek esas edim borçlanılmıştır; bununla beraber borçlu veya alacaklı bu esas eda yerine kaim olmak veya karşılık teşkil eylemek üzere diğer bir edayı teklif ve talep etmek selahiyetini haizdir" (18). Bu görüşte olan yazarlar tahvillerin pay senetleriyle değiştirilmesini esas edim olarak kabul ederler; tahvil sahibi bu hakkını kullanmak istemez ise, bu esas edim yerine geçmek üzere ana para ve faizleri talep edebilir.

Alman Hukukunun da değiştirme hakkının hukukî niteliği konusunda yedek edim yetkisi görüşü ağırlık kazanmaktadır (19). Schilling'e göre, değiştirilebilir tahvil ile alacaklıya yenilik doğuran bir hak tanınmıştır. Alacaklı bu hakka dayanarak tek taraflı, yöneltilmesi gerekli ve geri alınması mümkün olmayan beyanını tahvil borçlusu şirkete yönelterek pay sahibi olur (esas edim). Bu hakkı kullanmazsa şirketle arasındaki ilişki gereğince ana para ve faizleri alır (yedek edim) (20).

Bu görüşlerden birisinin tercih edilmesinin önemi kendisini imkânsızlık halinde gösterir. Gerçekten seçimlik borçta edimlerden birisi borcun doğumundan sonra, fakat seçim hakkının kullanılmamasından önce imkânsızlaşır ise ve tarafların kusuru yoksa borcun konusu diğer edim olur (21). Oysa yedek edim yetkisinde asıl edimin ifası, borçlunun kusuru dışında imkansız hale gelirse, onun yerine yedek edim geçmez, aksine borç ilişkisi sona erer, bu nedenle de alacaklı yedek edimin ifasını isteyemez (22).

(17) **Baumbach/Hueck**, Verbem S. 221 s 5; Hutter, Kölner Komm S 221 N 11 (Anıldığı yer: **Tekinalp**, age, s. 65 dipnot 45).

(18) **Von Tuhr**, age, s. 75.

(19) **Wolfgang Schilling**, Aktiengesetz, Grosskommentar, Dritte neu bearbeitete Auflage, Berlin, Newyork, 1973, s. 205 S 221, Anm. 1, 2.

(20) **Schilling**, age, s. 206, § 221 Anm. 1, 2; "Yedek edim yetkisi" görüşünün eleştirisi için bkz. **Tekinalp**, age, s. 65.

(21) **Eren**, age, s. 126; **Tekinay**, age, s. 636.

(22) **Eren**, age, s. 129; **Tekinay**, age, s. 638; **Feyzioğlu**, age, s. 26, **Oğuzman**, age, s. s. 50 dipnot 9.

Kanımızca, seçimlik borç nitelendirmesi değiştirme hakkının hukuki niteliğini daha iyi açıklamaktadır. Yukarıda da açıklandığı üzere değiştirme anında tahvil sahibi seçim hakkını kullanabilir. Bu anda pay senedi almak yönünde bir tercihte bulunursa şirkete ortak olacaktır. Eğer değiştirme zamanında değiştirme hakkını kullanmaz ise, zımnen seçim hakkını kullanmış olacak ve vadede ana parayı ve faizleri talep edebilecektir. Yedek edim yetkisi görüşü bu konuda özellikle imkansızlık halindeki sonuçları nedeni ile yetersiz kalmaktadır. Eğer bu görüş kabul edilecek olursa, değiştirme sonucu pay senedi vermenin imkansızlaşması halinde, yedek edim olan ana parayı ve faizleri talep hakkının da sona ermesi lazımdır ki hiç şüphesiz bu durum tahvillerin niteliğine aykırıdır.

IV- PAY SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİL ÇIKARMA NEDENLERİ

Değiştirilebilir tahvillerin çıkarılma nedenleri hakkında yazarlar çeşitli açılardan pek çok fikir yürütmüşlerdir. Bu nedenleri başlıca iki grup altında toplamak mümkündür.

A) *Değiştirilebilir Tahvillerin Mali Kaynak Olarak Kullanımı*

Şirket, mali kaynaklarına bir ekleme yapmak istediğinde bu yola başvuracaktır. Bu noktada artık klasikleşmiş bir örnek vermek istiyoruz.

1901 yılında Birleşik Pasifik Demiryolları Şirketi gelişmesini sürdürmek istiyor, fakat bunu kendi imkânları ile gerçekleştiremiyordu. Bu nedenle mali kaynak sağlamak gereği doğmuştu. Ancak, pay senedi çıkarmak pek iyi sonuç vermeyecekti. Çünkü, ortakların bu senetlerle alacağı kâr payı % 4'ü geçmiyordu ve üstelik şirket 1893-1898 yılları arasında birkaç defa iflas etmiş ve ancak yeniden organize edildikten sonra faaliyetine devam edebilmişti. Bu durum da pay senedi almak isteyenleri korkutabilirdi. Bu nedenlerle % 4'ün altında kazanç payı veren tahvil çıkarılması da düşünülemezdi.

Bunun üzerine şirket 1 Mayıs 1906'ya kadar değiştirilmek üzere 100 milyon dolarlık pay senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraç etti.

Geçen 4 yıl içinde şirketin işleri hızla gelişerek 1906 yılında bir pay senedinin borsadaki fiyatı 150 dolara yükseldi. 1905 yılında pay

sahiplerine verilen kâr payı % 5'e, 1906 da ise % 6'ya yükseldi. Bu durumda bütün yatırımcılar, Birleşik Pasifik Demiryolları şirketinin pay senetlerinin, hızla yükseleceği fikrinde birleştiler. Çıkarılan tahvillerin % 95,5'u pay senedine çevrildi. Bu şekilde şirket büyük bir atılımı gerçekleştirmiş oldu (23).

Mali kaynak olarak bu tür tahvil ihracı şirkete şu yararları sağlar (24).

- İleride pay senediyle değiştirilebilme imkânı olduğundan tahvilin faiz oranı düşük tutulabilir veya pay senedinin satış fiyatı yüksek belirlenebilir.
- Değiştirmeden sonra şirkete yabancı kaynak olarak gelen sermaye, şirketin öz kaynağına dönüşeceğinden, şirketin mali bünyesi güçlenir.
- Şirket baştan pay senedi çıkartmış olsa idi bunları belki gerçek değerine satamayabilirdi, fakat değiştirme anında pay senetlerinin gerçek değeri elde edilebilir.
- Değiştirme ile şirketin pay senetlerinin dağılım alanı genişler. Belirttiğimiz bu belli başlı avantajların yanında değiştirilebilir tahvillerin bazı sakıncaları olduğu da söylenebilir (25).
- Değiştirme sonunda şirketteki oy dengesi değişebilir.
- Değiştirme sonunda pay senetlerinin fiyatı düşebilir.
- Değiştirme ile yabancı kaynağın azalması, şirketin mali dengesini bozabilir.
- Değiştirme sonunda şirketin vergi yükü artabilir.

B) *Değiştirilebilir Tahvillerin Yatırım Aracı Olarak Kullanılması*

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-

(23) Daha geniş bilgi için bkz. **Dalleves**, age, s. 39-40.

(24) Bu konuda bkz. **Sadık Baklacioğlu**, "Kâra iştirakli tahviller ve hisse senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller" Türkiye'de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer-Tebliğleri-Tartışmaları-Panel, İstanbul 1984, s. 103.

(25) **Baklacioğlu**, agt, s. 103.

önünde bulundurularak 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, faizlerini almaya devam edecektir.

Ayrıca enflasyon zamanlarında yatırımcılar ödünç verdikleri paranın, getirdiği gelirin devaülasyonlarla eriyip gitmesi karşısında da değiştirilebilir tahvilleri tercih edeceklerdir. Çünkü pay senedindeki değer artışı senet sahibini enflasyona karşı tahvile oranla daha iyi korur (26).

Bununla birlikte doktrinde değiştirilebilir tahvillerin imrenilemeyecek bir yatırım aracı olmadıkları söylenmiş ve vaad edilenler ile gerçekleşen menfaatler arasındaki ahenksizliğe dikkat çekilerek eleştirilmiştir (27).

V- TARİHİ GELİŞİM

Bu bölümde değiştirilebilir tahvillerin önce mukayeseli hukuktaki, daha sonra Türk hukukundaki gelişimine ana hatları ile bakılacak ve hangi aşamalardan geçilerek bugünkü uygulamaya gelindiğine ışık tutmaya çalışılacaktır.

A) *Mukayeseli Hukukta*

Değiştirilebilir tahviller İngiliz ve Amerikan hukukunda oldukça eski bir uygulamaya sahiptirler. Bu tür tahvillerin ilk uygulamasının I. Charles zamanında İngiltere'de olduğu söylenir. Ancak o devirde değişimi yapılan şey tahvil değil, pay senedi olmuştur ve ilk değiştirme Londra Su Kumpanyasının pay senetlerinin tahvile çevrilmesi ile gerçekleştirilmiştir (28) (29).

Bugünkü anlamda bu tahvillerin kullanılması XIX. yüzyılın ikinci yarısında başlamış ve Amerikan Demiryolları Şirketleri bu mali

(26) **Tekinalp**, age, s. 66.

(27) **Graham, Benjamin and Badd, David L.** *Securitie Analysis, Principles and Technique*, Newyork and London, 1940, s. 285 (Anıldığı yer: Dalleves, age, s. 56).

(28) **Reha Poroy**, *Değiştirilebilir Tahviller*, **Ernest E. Hirsch**'e Armağan, Ankara 1964, s. 480.

(29) Zaten bugün İngiltere ve Amerika'da sadece değiştirilebilir tahvillerden (convertible bonds) değil, daha genel olarak değiştirilebilir menkul kıymetlerden (convertible securities) söz edilmektedir. Bikz. Poroy, agm, s. 480.

kaynaktan faydalanmışlardır. XX. yüzyılın başından itibaren bu kullanım diğer endüstri kollarına da geçmiş ve özellikle "American Telephone and Telegraph Co" tarafından geniş çapta kullanılmıştır (30). Daha sonraları kullanımı gittikçe yayılan değiştirilebilir tahviller, I. Dünya Savaşından sonra Avrupa'da da görülmüş ve sermaye piyasasının gelişiminde önemli rol oynamıştır.

Bu tahvil türünün özellikle Amerika Birleşik Devletlerindeki bu geniş uygulamasının nedenlerine çok kısa olarak ve ana hatlarıyla değinilmesinde yarar vardır.

Her ne kadar A.B.D. de her Federe Devletin ayrı bir ticaret hukuku varsa da, bütün Federe Devletler çeşitli kategorilere ayrılan pay senetlerinin birbirleri ile veya tahvillerle değiştirilmesine imkân vermişlerdir. Bu değişim sırasında verilecek pay senetleri için ana sözleşmenin değiştirilmesine ve esas sermayenin arttırılmasına gerek olmadığı gibi başkaca özel bir işleme de gerek yoktur. Çünkü Amerikan hukukunda anonim şirketler sermayelerinin tamamını taahhüt etmezler; her şirketin "authorised capital (müsaade edilen sermaye)" oranında yani şirketin ana sözleşmesinde gösterilen bir tavan sermaye oranında pay senedi çıkarmak yetkisi vardır. Bunun yanısıra şirket ihtiyacına göre piyasadan kendi pay senetlerini alabilir veya tekrar satabilir (treasury stock). Bu yetkilerin kullanımı için genel kurulun değil de yönetim kurulunun yetkili kılınması, pay senediyle değiştirilebilir tahvil ihracını son derece kolaylaştırmıştır (31).

Avrupa'da da konu çeşitli devletlerde değişik düzenlemelerle ele alınmıştır. Fransız Hukukuna göre, esas sermayenin tamamen ödenmiş olması şartıyla, anonim şirketler hamillerinin isteğine bağlı olarak pay senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarabilirler. Bu konuda karar vermek yetkisi genel kurulundur. Pay sahipleri genel kurul kararı ile tahvil sahipleri lehine pay alma hakkından feragat etmiş olurlar (32).

(30) **Poroy**, agm, s. 480-481; Dalleves, age, s. 71.

(31) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Halil Arslanlı**, Anonim Şirketler II-III, İstanbul 1960, s. 312-313; **Poroy**, agm, s. 483-484; **Turgut S. Erem**, Türk Ticaret Hukukunda Konvertibl Tahviller, II. Banka ve Ticaret Hukuku Haftası, Ankara 1962, s. 465 vd.; Dalleves, age, s. 75 vd.; **Oğuz İmregün**, Anonim Ortaklıklar, 3. bası, İstanbul 1974, s. 319; **Hüseyin Anaral**, Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Uygulama, Ankara 1982, s. 20-22.

(32) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Arslanlı**, Anonim şirketler II-III, s. 312; Belleves, age, s. 122 vd.; **Poroy**, agm, s. 490.

Alman hukukunda ise Alman Anonim Şirketler Kanunu genel kurul kararı ile sahibine yeni pay alma hakkı veya pay sanedi ile değiştirilebilen tahvil çıkarılmasına imkan vermiştir. Getirilen şartlı sermaye arttırımı sistemi ile hem uygulama engelleri kaldırılmış, h w de tahvil sahiplerinin hakları korunmuştur. Genel kurul, çıkarılan pay senetleri üzerinde tahvillere tanınan değiştirme veya yeni pay alma hakkı kullanıldığı  l de esas sermayeyi arttırabilir. Çıkarılan bu pay senetleri tahvil sahipleri haklarını kullanıncaya kadar onların kullanımına hazır bulundurulur ve genel kurul ikinci bir kararla tahvil sahiplerine tanınan hakların kullanılmasını yasaklayamaz. Getirilen şartlı sermaye arttırımı sistemi ile dolambaçlı yollara gidilmeksizin değiştirilebilir tahvil çıkarılması mümkün hale getirilmiŐ ve tahvil sahiplerinin hakları korunmuştur (33).

İsviçre Hukukunda bu konuda özel hüküm olmamakla birlikte, tahvil sahipleri genel kurulunun tahvillerin pay senetleri ile değiştirilmesine karar verebileceği İsviçre Borçlar Kanununda hükme bağlandığından doktrinde, bu hükümden hareketle değiştirilebilir tahvil çıkarmanın mümkün olduğu söylenmektedir (34).

B) *Türk Hukukundaki Durum*

1- **ETK ve TTK Açısından**

TTK'da bu husus açıkça hükme bađlanmamıŐtı. Ancak tahvil sahipleri genel kurulunu düzenleyen 431. maddenin IV. bendine göre tahvil sahipleri genel kurulu tahvil sahiplerinin nakdi alacaklarına karşılık Şirket pay senetlerini kabul edebileceklerine de karar verebilirdi. İŞte bu hükümden hareketle doktrinde ETK devrinde de pay senetleri ile değiştirilebilir tahvil çıkarılabileceği kabul edilmiŐti. Ancak bu tür tahvillerle değiştirilmek için gerek duyulan pay senetlerinin nereden ve nasıl verileceği sorun yaratıyordu. Bu zorluğu aŐmak için doktrinde çeşitli  z m yolları önerilmiŐti (35). 1956 tarihli TTK'da ETK'daki değiştirilebilir tahvillerle ilgili boŐluk doldurulmamıŐ, ETK'

(33) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Arslanlı**, Anonim Şirketler II-III, s. 312-313; **Erem**, agm, s. 469; **Poray**, agm, s. 486-488;

(34) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Arslanlı**, Anonim Şirketler II-III, s. 313 ve dipnot 150 de atf yapılan yazarlar; Belleves, age, s. 139 vd.; **Poroy**, agm, s. 489.

(35) ETK devrinde psy senetleriyle değiştirilebilir tahviller konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **Ernest Hirs**, Ticaret Hukuku Dersleri, 3. Bası, İstanbul 1948, s. 545-546.

nun 431. maddesinin 4. bendi TTK'nun 430. maddesinin 4. bendine aynen alınmıştır. Anılan bende göre, Tahvil sahipleri genel kurulu, tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık pay senetleri almalarına belirli bir çoğunlukla karar verebilir. Ancak ETK sisteminde olduğu gibi TTK sisteminde de değiştirme sırasında verilecek pay senetlerinin nereden ve nasıl verileceği yine sorun yaratmaktadır (36).

2- Özel Kanunlar Açısından

Yukarıda çok kısaca değindiğimiz, tahvil sahiplerinin haklarını kullandıkları zaman verilecek pay senedi sorunu iki şirketin kuruluş kanunlarındaki düzenlemeler dolayısı ile özellik gösterir.

a) Ereğli Demir Çelik Fabrikaları Türk A.Ş. kuruluşunu düzenleyen 7462 sayılı kanunun 2. maddesi gereğince şirket "müsaade edilen sermaye" sisteminden yararlanmakta, böylece ani veya tedrici kuruluş hükümlerine bağlanmamaktadır. Bu durumda da şirketin tahvillere karşılık pay senedi çıkararak bunları kendi elinde veya bir yeddiemin edilinde tutması mümkün olmaktadır.

Adı geçen kanunun 4. maddesinin 1. fıkrasına göre ise şirket çıkardığı tahvillere daha sonra pay senedi ile değiştirilmek hakkı verebilir.

Ayrıca kanunun 3. maddesi TTK m. 422'yi bu şirket açısından uygulama dışı bırakmıştır. Yani çıkarılacak tahvillerin miktarının şirket sermayesinin ödenmiş sermayesi ile sınırlı olması gerekmeyecektir. Zira yukarıda da belirttiğimiz gibi bu şirket açısından "müsaade edilen sermaye" sistemi getirildiğinden şirket bu sınır içinde tahvil ihraç edebilmektedir. Gerçekten şirket ana sözleşmesinin IV. maddesinin F bendine göre de "hisse senetleriyle kabili tebdil tahvilat" ve "şirket hisse senetlerini mübayaa hakkı bahseden ve birlikte ihraç edildiği tahvillerden müstakilen tedavil kabiliyetini haiz opsiyon senetleri" çıkarılabilir (37).

b) Yatırımcılar Holding Anonim Şirketine Bazı İstisna ve Muafıklar Verilmesine Dair 85 sayılı Kanununun 1. maddesi de, bu şirketi TTK'nun ani ve tedrici kuruluşa ait hükümleri dışında tutarak müsaade edilen sermaye sistemini getirmiş, ayrıca TTK'nun 422. mad-

(36) Bu sorun için önerilen çözüm yolları hakkında bkz. aşağıda § VI. C.

(37) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Poroy**, agm, s. 492-493.

desinin bu şirket açısından uygulanmayacağını belirtmiştir. Böylece bu şirket de 422. maddenin sınırlamasına bağlı olmadan tahvil ihraç edecek ve bunları müsaade edilen sermaye oranında çıkaracağı pay senetleri ile değiştirebilecektir.

86 sayılı kanun bu düzenlemeleri getirmekle birlikte, şirketi TTK'nun 423. maddesinin uygulama alanı dışında tutmamış-tahvil çıkarmada mevsuf nisap ve genel kurulun çoğunlukla alacağı kararı emreden madde- bu nedenle de şirketi değiştirilebilir tahvil çıkarmada ağırlaştırılmış nisaplara ve genel kurul kararına uymak zorunda bırakmıştır (38).

Bu iki kanundaki düzenleme ile değişim sırasında verilmesi gereken pay senetlerinin nereden ve nasıl verileceği problemine yukarıda ana hatları ile anlatıldığı şekilde sınırlı bir çözüm getirilmiştir.

3- Sermaye Piyasası Kanunu Açısından

Sermaye Piyasasını düzenlemek amacı ile hazırlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, konumuz açısından hukukumuza büyük yenilikler getirerek 14. maddesinde "hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvilleri" düzenlemiştir. Böylece değiştirilebilir tahviller de hukukumuzda ilk defa doğrudan bir yasal düzenlemeye kavuşmuşlardır.

Kanunun 14. maddesi "hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usulleri kurul tarafından tespit ve ilan olur" demiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu da Seri II No: 3 rumuzlu "Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar" adlı tebliği ile bu şart ve usulleri saptamıştır (39).

VI- TÜRK TİCARET KANUNU AÇISINDAN DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER

Yukarıda da belirttiğimiz gibi bugün için S.P.K'nun getirdiği yeni düzenlemeyle bir karşılaştırma yapabilmek açısından TTK'nun da incelenmesi gerekmektedir.

(38) Ayrıntılı bilgi için bkz. Poroy, agm, s. 492-493, 502.

(39) Resmi Gazete 12.5. 1981, S. 17692.

Bilindiği üzere TTK'da değiştirilebilir tahvil çıkarılmasına ilişkin özel bir düzenleme yoktur. Doktrinde bu tahvil türünün yasal dayanağını TTK'nun 430. maddesinin 4. bendinde bulunduğu ilişkin bir görüş birliği vardır (40). Bu açıdan önce tahvil sahipleri genel kurulunun bu konudaki yetkisi incelenmelidir.

4- Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Yetkisi

TTK'nun tahvil sahipleri genel kurulunun yetkisini düzenleyen 430. maddesinin 4. bendine göre genel kurul tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık pay senedi almalarının kabulü yolunda karar verebilir. Aslında maddenin konuluş amacı farklıdır. Tahvil sahipleri genel kurulu, tahvil sahiplerinin ana para ve varsa birikmiş faizler yerine şirketin pay senetlerini almalarını kararlaştırabilir veya şirket tarafından bu yönde yapılan öneriyi kabul edebilir (41). Görüldüğü üzere kanun koyucu, değiştirilebilir tahvilleri menkul kıymetlerden biri olarak düzenlemekle birlikte bunları bir veri olarak kabul etmiş ve tahvil sahiplerinin alacaklarını güvence altına almada bir araç olarak ele almıştır.

TTK'nun 431. maddesinin I. fıkrasında göre ise tahvil sahipleri genel kurulunun bu yönde bütün tahvil sahiplerini bağlayıcı karar alabilmesi için tedavülde bulunan tahvillerin üçte ikisini temsil eden tahvil sahiplerinin oyu gerekir.

Poroy'a göre, değiştirilebilir tahvil kavramının içeriğinde belirli bir süre sonra tahvil sahibinin isteğine göre pay senedi ile değiştirme hakkı olduğuna göre, genel kurulun vereceği bir kararla bütün tahvil sahiplerini değiştirme hakkını kullanmak zorunda bırakmak doğru olmayacaktır. Yine aynı yazara göre, "TTK'nun m. 430/4 hükmünün adi tahvillerin çıkarılmış olması halinde sonradan alınacak bu kararı düzenliyor olarak anlaşılması gerekir" (42).

Tahvil sahipleri genel kurulu değiştirmeye karar verip de şirket de tüm tahviller için sermaye artırımına gitmiş ve tahvil sahiplerinden ancak bir kısmı haklarını kullanmışlarsa, geri kalan pay senetle-

(40) Bu görüşte olan yazarlar için bkz. **Arslanlı**, Anonim şirketler II-III, s. 314; **Poroy**, agm, s. 507; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)** Ortaklıklar C. 1, s. 598.

(41) **Tekinalp**'e göre birikmiş faiz borçları dahi bu şekilde ödenebilir. **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**. Ortaklıklar C. 1, s. 598.

(42) **Poroy**, agm, s. 506.

rinin ne olacağı konusunda Arslanlı şu şekilde bir çözüm önermiştir (43): Bu halde, taahhüt edilmeyen payların eski pay sahiplerine veya üçüncü şahıslara tahsisi mümkündür. Ancak bu şekilde bir tahsis, haklarını kullanan tahvil sahiplerinin aleyhine esas sermayenin oluşum tarzını bozabilecektir (44).

Görüldüğü gibi genel kurulun bu konudaki yetkisini kullanması ile ortaya başka sorunlar çıkmakta ve bu sorunlara önerilen çözüm yolları da çeşitli menfaatleri zedelemektedir.

B) Tahvil Çıkarmanın Genel Şartları Açısından

Doktrinde genellikle kabul edildiğine göre değiştirilebilir tahvil çıkarma konusunda kanunda özel hüküm bulunmadığından, bu tür tahvillerin çıkarılmasında da genel tahvil çıkartma şartlarını düzenleyen hükümlerin uygulanması gerekir.

Bu hükümlerin uygulanacağı kabul edilirse karşımıza aşağıdaki şartlar ve prosedür çıkmış olacaktır.

Tahvil çıkartmanın ön şartları olarak, daha önce çıkarılmış (eski tertip) tahvil bedellerinin alınmış olması (TTK m. 421) ve ihraç edilecek tahvillerin tavanının esas sermayenin ödenmiş ve onaylanmış son bilançoya göre varlığı anlaşılan miktarını aşmaması gerekir (TTK m. 422) (45).

Ana sözleşme tahvil çıkarılmasına izin verse dahi bu konuda genel kurul kararı gereklidir. Bu kararın geçerliliği için 388. maddenin ikinci fıkrasındaki müzakere nisabının ve son fıkrasındaki çoğunluğun varlığı şarttır. Genel Kurul tarafından bu şekilde verilen karar tescil ve ilan edilmedikçe uygulanamaz (TTK m. 423). Eğer tahviller halka arzedilmek üzere çıkarılıyorsa, genel kurulun yukarıda belirtilen şekilde vereceği karar 425. maddede yazılı izahnameye bağlanarak 299. maddede bahsedilen merasim için görevli mahkemeye verilir (TTK m. 424). Mahkeme tarafından da onaylanan kararda tescil ve ilandan sonra tahvillerin çıkarılması mümkündür.

Görüldüğü üzere yapılması gereken bu işlemler oldukça karmaşık ve zaman alıcı olduğundan doktrinde çok eleştirilmiştir (46).

(43) **Arslanlı**, Anonim Şirketler II-III, s. 321.

(44) **Poray**, agm, s. s. 507.

(45) Bu hükmeye getirilen istisna için bkz. Yukarıda § V B, 3.

(46) Tahvil çıkartma şartları açısından ayrıntılı bilgi için bkz. **İmregün**, age, s. 297 vd; **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar c. 1, s. 578 vd.

C) *Tahvil Sahiplerine Verilecek Pay Senedi Sorunu*

Hiç şüphesiz SPK. çıkmadan önce bu konuda görüş belirten yazarları ençok uğraştıran konu tahvil sahiplerine verilecek pay senetlerinin nereden ve nasıl verileceği sorunu idi.

Değiştirilebilir tahvil sahibi kararlaştırılmış şartlar altında değiştirme hakkını kullandığında, tahvil sahibine verilecek pay senetlerini şirketin nasıl elde edeceği konusunda çok çeşitli öneriler yapılmıştır:

a) “Değiştirme sırasında verilecek pay senetlerini şirket kendi bünyesinde bulundurarak zamanı gelince bunları tahvil sahiplerinin emrine sunabilir mi? sorusu akla gelebilir. Gerçekten Hırş, ETK zamanında yazdığı kitabında konuya ilk defa eğilerek “en basit ve tehlikesiz yol anonim şirketin temettülerden ayrılan ihtiyat sermayeleri ile kendi hisse senetlerini satın almasıdır” demiştir (47). Ancak TTK m. 329 da öngörülen açık yasaklama karşısında anonim şirket-yine aynı maddede belirtilen istisnai haller dışında-kendi pay senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Böylece Hırş’in önerdiği çözüm yolunun uygulanma imkânı kalmamaktadır. Çünkü hüküm amaç ve konuluş ilkeleri nedeni ile (48) mutlak bir anlam taşır ve senetlerin birikmiş kârlardan bile alınması mümkün değildir (49).

b) Hırş’in ikinci önerisine göre “anonim şirket üçüncü bir şahıs, hususile bir banka ile yaptığı bir mukavele ile bu mübadele işini şirket namına ve kendi hesabına yapmayı üçüncü şahsa veya bankaya bırakır”, (50) Hırş’in ileri sürdüğü bu çözüm tarzı da bankaların yatırım politikalarının, büyük miktarlara varan pay senetlerini almayı ve paralarını itfa süresince pek verimli olmayacak böyle bir alana yatırmaya müsait olmadığı belirtilerek eleştirilmiştir (51).

c) Hırş, nihayet üçüncü bir yol olarak da anonim şirketin tahvil-lerin ihracı ile birlikte bir sermaye arttırımı yaparak-pay sahiplerinin rüçhan haklarını bertaraf ederek-yeni pay senetlerinin şirket hesabına, fakat kendi adına taahhüt edilmesinin üçüncü bir kişiye bırakılmasını önerir. Bu durumda üçüncü kişi müteahhit durumunda olacağından kendisine düşen borçları yerine getirmek zorunda kalacak ve en önem-

(47) age, s. 546.

(48) Ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar C. 1, s. 450 vd.

(49) Bu konuda eleştiriler için bkz. Poroy, agm, s. 495-496; Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar C. 1, s. 607.

(50) age, s. 546.

(51) Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar C. 1, s. 608; Poray,

lisi pay senetlerinin ilk taksidini ve diğer taksitlerini ödemekten hukuken geçerli bir şekilde muaf tutulmayacaktır (52).

Ancak senetlerin taahhüt ettirilmesi ve hatta bir kısmının ödenmesinin işlemin finansman bakımından kendisinden beklenen faydayı sağlamayacağı (53) ve üstelik böyle bir üçüncü kişinin bulunmasının son derece güç olduğu ileri sürülerek bu öneri de eleştirilmiştir (54).

Bütün bu önerilerin sorunu çözümlenmekte yetersiz kalmaları üzerine doktrinde esas sermayenin arttırımı teklif edilmiştir.

d) Her ne kadar Hirş de yukarıda belirttiğimiz üçüncü önerisinde sermaye arttırımından söz etmek de ise de yazarın yaklaşımının biraz sonra yapılacak açıklamalar karşısında farklı olduğu görülecektir.

Doktrinde Arslanlı, Tekinalp, Domaniç, İmregün ve Moroğlu sermaye arttırımını teklif eden yazarlardır.

Arslanlı'ya göre, sermaye arttırımında tahvil sahibinin taahhüt edeceği sermaye, tahvil ile sınırlı olacaktır ve sermaye arttırımı esas olarak şirket borçlarının sermayeye katılması ile gerçekleştirilecektir. Tahvil sahiplerinin sermaye olarak koydukları edim hukuken nakitten ayrı bir şeydir ve tahvil sahipleri şirkete karşı olan alacak haklarını sermaye olarak tahhüt etmiş sayılırlar. Bu nedenle de aynı sermaye arttırımına ilişkin hükümler uygulanmalıdır (55).

Tekinalp, arttırımın tahvillerin çıkarıldığı anda yapılmasının daha güvenli olduğunu ekler. Yazara göre, genel kurul arttırma kararı vermeli ve işlem bu halde bırakılmalıdır. İşlem, değiştirme sırasında tahvil bedelleri ile mahsup yapılarak tamamlanmalıdır (56).

Domaniç, özellikle değiştirilebilir tahvillerde değiştirmenin nasıl garanti edileceği sorusu üzerinde durur ve çeşitli çözümler önerir (57).
(52) age, s. 546.

İmregün, sermaye arttırımı sırasında pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanmamaları ve başkaca rüçhan hakkı olan kimselerin de bulunmaması gerektiğini belirtir (58).

(53) **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C. 1, s. 608.

(54) **Poroy**, agm, s. 498.

(55) **Arslanlı**, Anonim Şirketler II-III, s. 315-321; **Arslanlı**'nın bu fikirlerinin eleştirisi için bkz. **Poroy**, agm, s. 499-500.

(56) **Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)**, Ortaklıklar C. I, s. 609.

(57) **Hayri Domaniç**, Anonim Şirketler, İstanbul 1978, s. 1031.

(58) **İmregün**, age, s. 320.

Moroğlu'ya göre, arttırılan miktar normal olarak rüçhan hakkı bulunan halihazır pay sahiplerince taahhüt edilir. Fakat arttırım kararını verecek olan genel kurulun haklı sebeplerle veya pay sahiplerinin rüçhan haklarından feragatlerine dayanarak aksini kararlaştırması şartıyla, arttırılan kısmın değiştirilebilir tahvil sahiplerince taahhüt edilmesi mümkündür (59).

Sermaye arttırımının -çeşitli türlerine göre- safhalarını incelemek konumuzun dışında kalmaktadır (60) Ancak belirtmek gerekir ki aynı sermaye arttırımı ile ilgili işlemler oldukça zaman almaktadır ve masraflıdır. Üstelik şirket tahvillerin bir kısmını nama, bir kısmını hamile yazılı çıkarmışsa durum ne olacaktır? Ani yol ile arttırmada ortakların yeni pay alma hakkı, yeni rüçhan hakları, esas sermayenin arttırılması kararı ile birlikte kaldırılabilirse de şirketçe intifa senetleri çıkarılmış ise bunların rüçhan hakları nasıl önlenecektir? Bunların yanısıra sermaye arttırımı için kanunun öngördüğü ağır nisapların temini çoğu kez güç olmaktadır. Sermaye arttırılmasının sonuçlandırılması uzun işlemler yüzünden bir hayli zaman alır ve yüklü bir masraf gerektirir. İşte bu bir kaç sorun dahi sermaye arttırımının, şirket açısından kolay olmadığını, birçok masrafları ve pürüzleri de beraberinde getirdiğini göstermeye yeter. Bunun böyle olunca, çeşitli sorunlara çözüm getireceği düşüncesi ile teorik açıdan oldukça rağbet gören sermaye arttırımı fikrinin pratik açıdan kendisinde bekleneni veremeyeceği anlaşılmış ve şirketler hiçbir zaman bu yola gitmeyi düşünmemişlerdir. Böylece Türk uygulamasında TTK çerçevesi içinde değiştirilebilir tahvillerin uygulanmasında rastlanamamıştır.

VII- SERMAYE PİYASASI MEVZUATI AÇISINDAN DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER

A) *Bu Mevzuat İle Getirilen Yenilik*

28 Temmuz 1981 tarih 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, ticaret hukuku alanındaki önemli bir ihtiyacı karşılayarak menkul kıymetlerin halka arzı ve bu yolla satışını, bunları çıkaran anonim

(59) **Erdoğan Moroğlu**, Anonim Ortaklıkta Esas Sermaye Arttırımı, İstanbul 1972, s. 37 dipnot 55.

(60) Sermaye arttırımı konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **İmregün**, a.g.e., s. 332 vd. **Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar Ders Kitabı, s. 625 vd. **Ansay**, a.g.e., s. 200 vd. **Arslanlı**, Anonim Şirketler I, s. 104 vd.; **Moroğlu**, a.g.e., s. 27 vd.

ortaklıkları ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren yardımcı kuruluşları düzenlemiştir. Kanunda ilk defa değiştirilebilir tahviller de yasal bir düzenlemeye kavuşturulmuş (m. 14) ve bu düzenleme çıkarılan tebliğlerle pekiştirilerek tamamlanmıştır. TTK sistemi içinde değiştirilebilir tahvil çıkarmanın zorluğundan bahisle çeşitli yazarların önerdiği “kayıtlı sermaye” sistemi de, bu kanun aracılığı ile düzenlenmiştir. Hukukumuzda yeni giren bu sistemi kanumuzun gerektirdiği ölçüde incelemekte fayda vardır.

Kayıtlı Sermaye Sistemi

TTK muz 269 maddesi ile “esas sermaye” sistemini getirmiştir. Madde anonim şirket sermayesinin muayyen ve paylara bölünmüş olmasını arar. Muayyenlik “esas sermaye” sisteminin bir niteliğidir ve bu nitelik ifadesini İsv. B.K. m. 620 de bulmuştur. Bu maddeye göre sermaye “evvelden tespit edilmiş” olmalıdır (61).

Esas sermaye sistemi, esas sermayenin tamamının taahhüt edilmesi, belirli bir kısmın peşin ödenmesi ve sermayenin sabit olması ile karakterize edilmiştir. Esas sermayenin tamamının taahhüt edilip belirli bir kısmının ödenmesinden maksat, pay bedellerinin tamamının taahhüt edilip bir kısmının ödenmesidir. Sermayenin sabit olması ise, bunun ancak kanunda öngörülen şartlar altında değiştirilebilmesi demektir. Bu değişiklik de ancak genel kurulun alacağı bir kararla sermayenin artırılması veya eksiltilmesi ile mümkün olur. Genel kurulun yetkisine bağlı bu değiştirme ise, birçok açıdan ihtiyaçlara cevap vermediğinden Kara Avrupa’sında şarta bağlı sermaye sistemi, Amerikan ve İngiliz Hukuklarında ise kayıtlı sermaye sistemi getirilmiştir.

Kayıtlı sermaye sisteminde, esas sözleşmede gösterilen kayıtlı sermaye, yönetim kurulunun istediği zamanlarda ve istediği oranlarda pay senedi çıkarabileceği azami meblağı gösterir. Yönetim kurulu bu azami meblağ içinde kalarak pay senedi çıkartmak istediğinde TTK’nun sermaye artırımına ilişkin hükümlerine uymak zorunda değildir. Çünkü esas sözleşme ile bu konuda kendisine yetki verilmiştir. Bu söylenenler S P K m. 3 de şu şekilde özetlenmiştir: “Kayıtlı sermaye anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanununun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Siciline tescil edilmiş sermaye-

(61) Poroy (Çamoğlu/Tekinalp) Ortaklıklar Ders Kitabı s. 216.

lerdir". Tanımdan da açıkça anlaşıldığı gibi kayıtlı sermaye, taahhüt edilen bir sermaye değildir, sadece yönetim kurulunun sermaye artırımını şartlarına bağlı olmadan pay senedi çıkarabileceği azami sınırı gösteren bir kavramdır. Kurulda kurucular işletme konusunun ve şirketin amaçlarının gerektirdiği önemde bir sermayeyi tespit ederek bu azami sınırı belirleyebilirler ki bu, şirketin tavan sermayesini oluşturur ve Ticaret Siciline tescil edildikten sonra da kayıtlı sermaye adını alır (SPK m. 3/d) (62). Kayıtlı sermaye sisteminin önemli özelliklerinden biri olan bu tavan sermayenin karşılığı olarak bir de taban sermaye vardır. Kayıtlı sermayeli anonim şirketin taban (başlangıç) sermayesi şirketin faaliyete geçebilmesi için zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayedir (SPK. m. 3/e) (63).

Anonim şirket bu tavan sermayenin bir bölümünün yeni paylar ihraç ettiğinde, satışı yapılan bu pay senetlerini tahsil eden sermayeye çıkarılmış sermaye (issued capital) denmektedir (SPK m. 3/f). Yönetim Kurulu yetkisi haricinde, pay senedi çıkararak tespit edilen kayıtlı sermayeye ulaşırsa, kayıtlı sermaye artık yetki sınırı gösteren bir rakam olmaktan çıkarak, "gerçek anlamda sermaye'ye" dönüşür (64). Kayıtlı sermayeye ulaşılmca esas sözleşme değiştirilerek yeni bir kayıtlı sermaye saptanır ve yönetim kurulunun bu sınır içinde pay senedi çıkarmak yetkisi devam eder.

Kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilecek olan anonim şirketler SPK'nun 12. maddesinde sınırlı bir şekilde belirtilmiştir: "Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye arttırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Kuruldan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler."

Görüldüğü gibi madde, iki ayrı durumu düzenlemiştir. İlk durumda anonim şirket daha başlangıçtan itibaren pay senetlerini halka arz etmek amacı ile kurulmuştur. İkinci durumda ise kurulmuş olan bir anonim şirket kayıtlı sermaye sistemine geçmek isterse, sermayesini arttırmak ve çıkaracağı pay senetlerini halka arz etmek zorundadır.

Yukarıda değiştirilebilir tahvilleri ETK ve TTK açısından incelenirken bu tür tahvillerin çıkarılmasında en büyük sorunun verilecek pay senetlerinin nereden ve nasıl verileceği olduğunu görmüştük.

(62) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Anaral**, age, s. 20-24, 67.

(63) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Anaral**, age, s. 18-19, 62-66.

Getirilen kayıtlı sermaye sistemi ile bu sorun çözülmüştür. Çünkü biraz önce de değindiğimiz gibi yönetim kurulu kendisine tanınan yetkiyi kullanarak TTK'nun esas sermaye arttırımına ilişkin hükümlerine bağlanmaksızın, gerek duyduğu anda ve gerek duyduğu oranda pay senedi çıkararak değiştirilebilir tahvil sahiplerinin emrine sunabilir.

Ne varki bugün için kayıtlı sermaye sistemi yeteri kadar oturmamış ve benimsenmemiştir. Bu nedenle kayıtlı sermaye sisteminin değiştirilebilir tahvillerin uygulanmasını ne ölçüde yaygınlaştıracığı henüz belli değildir.

B) *Pay Senetleri ile Değiştirilebilir Tahvil Çıkarma*

Yetkisi, Satışı ve Bunlara İlişkin Esaslar

Sermaye Piyasası Kanunu 14. maddesi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılmasına cevaz vermiş ise de "hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin şekil, çıkarılma ve değiştirme şart ve usulleri Kurul tarafından tespit ve ilan olunur" "diyerek konuyu ayrıntıları ile düzenlememiştir. Kanunun tanıdığı yetkiye dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu Seri II. no: 3 rumuzlu tebliği ile konuyu ayrıntılı bir şekilde düzenlemiştir.

1- **Değiştirilebilir Tahvil Çıkarma Yetkisi ve Bu Tür Tahvillerin İhracında İncelenecek Yol**

Tebliğin 1. maddesinin 11. fıkrasına göre anonim şirketler, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartı ile değiştirilebilir tahvil çıkarabilirler. III. fıkarda "kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde..." denildiğine göre, bu tür tahvillerin kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim şirketler yanında diğer anonim şirketler tarafından da çıkarılabileceği kabul edilmelidir. Ancak belirtmek gerekir ki kayıtlı sermaye sistemini kabul etmeyen anonim şirketlerin değiştirilebilir tahvil çıkarması bir takım zorluklar arzedecektir (65).

Pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin ihracına ilişkin esaslar hakkında seri II no: 3 rumuzlu tebliğde hüküm yoktur. Ancak Teb-

(64) **Tekinalp**, age, s. 46.

(65) Bununla birlikte bu tür şirketlerin, yedek hisse senetleri sistemini işleterek değiştirilebilir tahvil çıkarabilecekleri de ileri sürülmektedir. **Tekinalp**, age, s. 66.

liğin 12. maddesine göre bu Tebliğde düzenlenmeyen hususlar için Kurulun "tahvillere ilişkin" Tebliği (II seri No: 2) hükümleri uygulanacaktır. Ancak seri II No: 2 rumuzlu Tebliğ daha sonra seri II No: 4 rumuzlu Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmış yerine adı geçen Tebliğ yürürlüğe konulmuştur. Bu nedenle 12. maddenin atfının artık seri II No: 4 rumuzlu Tebliğe kaydığı belirtilmelidir. "Anonim Ortaklıkların Tahvil İhraçlarına İlişkin Esasları" düzenleyen seri II No: 4 rumuzlu Tebliğ (66), hem halka arz edilen, hem de halka arz edilmeyen tahviller için hükümler getirmiştir. Ancak incelememizin dar hacmi içinde değiştirilebilir tahvil ihracının amaçlarına daha iyi hizmet edeceğinden, bundan sonraki kısımlarda Tebliğin halka arz edilecek tahviller hakkında getirdiği esaslar göz önüne alınmış, büyük bir özellik göstermeyen, halka arzedilmeyen tahviller ayrıca incelenmiştir.

a) *Yetkinin Sınırı ve İhracın Ön Şartı*

aa) *Yetkinin Sınırı*

Anonim Şirketlerin çıkaracakları değiştirilebilir tahvil miktarı, Seri II No: 3 rumuzlu tebliğin, 1. maddesinde belirtilmiştir. Bu maddeye göre anonim şirketler, ancak "Kanunda ve TTK'nunda miktar yönünden belirlenen sınırlar içinde "değiştirilebilir tahvil çıkarabilirler. Kanundaki sınır 13. maddenin ilk fıkrasında gösterilmiştir. Buna göre "hisse senetleri halka satılan anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri toplam tahvil tutarı genel kurulca onaylanan son bilançodaki çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile bilançoda görülen yedek akçelerin toplamından varsa, zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez. "Bu madde TTK'nundaki genel tahvil çıkarma sınırını genişletmiştir. TTK'nun 422. maddesine göre "anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller esas sermayenin ödenen ve tasdik olunan son bilançooya göre mevcudiyeti anlaşılan miktarını aşamaz". 422. maddede yedek akçelerden hiç söz edilmezken, SPK'nun 13. maddesi yetkinin sınırını tespit ederken yedek akçeleri de göz önüne almıştır.

Çıkarılmış sermayeden ne anlaşılması gerektiği yukarıda kayıtlı sermaye sistemi anlatılırken açıklanmıştı. İşte bu sermaye ve bilanço-

da görülen yedek akçeler eklenecek ve varsa zarar bu miktardan indirilerek çıkarılabilecek tahvillerin miktarı belirlenecektir. Ödenmiş sermaye durumunda ise yukarıda açıklandığı gibi pay bedellerinin tümü taahhüt edilip bir kısmı ödenmektedir. Eğer çıkarılmış sermaye değil de ödenmiş sermaye söz konusu ise, yedek akçelerle bu sermaye toplanacak ve varsa zarar indirilecektir. Maddede bahsi geçen yedek akçeler bilançoda görülebilen, yani kanun (TTK m. 466) ve esas sözleşme gereğince (TTK m. 467, 469/ II) ayrılması gereken yedek akçelerle, genel kurul kararı ile ayrılan olağanüstü yedek akçelerdir. Maddenin bilançoda görülen yedek akçeleri aramasının nedeni gizli yedek akçelerin hesaba katılmasını önlemektir (67).

Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim şirketlerin çıkaracakları tahvillerin sınırı da 14. maddenin III. fıkrasında belirtilmiştir: Bu tür şirketler tarafından değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde, değiştirme sonucunda verilecek pay senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz.

bb) İhracın Ön Şartı

Anonim Şirketlerin tahvil çıkarmasının ön şartı SPK'nun 13. maddesinin II. fıkrasında "çıkarılan tahviller tamamen satılmadıkça yeni tahvil çıkarılamaz" şeklinde ifade edilmiştir. Getirilen bu düzenleme, TTK'nun 421. maddesindeki düzenlemeye paraleldir. Ancak 421. maddede "çıkarılan tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça ikramiyeli veya ikramiyesiz yenileri çıkarılamaz" denilerek 13. maddeden farklı olarak bedellerin alınması aranmıştır. Her iki maddeden de anlaşılacağı gibi bu ön şartın varlığının aranması ancak ikinci ve daha sonraki çıkarmalar halinde söz konusudur. Yoksa ilk çıkarmada daha önce çıkarılmış tahviller bulunmadığından-bu şart aranmaz.

SPK'nun lafzi yorumundan bir tertipteki tahvillerin tamamı satılmadan başka bir tertip çıkarılamaz şeklinde bir anlam çıkmaktadır. Ancak seri II No: 4 rumuzlu Tebliğin 11. maddesine göre, süresi içinde satılmayan ve aracı kurumlar tarafından da satın alınmayan tahviller iptal olunacağından, bir tertipteki tahvillerin hepsinin satılmasını beklemek gerekmeyecek, elde kalan tahviller iptal edilerek yeni tertipler ihraç edilebilecektir (68).

(67) **Tekinalp**, age, s. 61.

(68) 13. maddenin değişik bir yorumu açısından bkz. **Tekinalp**, age, s. 62.

Hiç kuşkusuz diğer bir ön şart da yukarıda belirttiğimiz tahvil ihraç sınırlarıdır. Anonim şirket ancak bu sınırlar dahilinde tahvil çıkarabilecektir.

b) *Yetkili Organ ve Bu Organın Kararı*

TTK sistemine uygun olarak bu tür tahvilleri çıkarmaya karar vermek yetkisi genel kurulundur. Ancak SPK'nun 13. maddesinin II. fıkrasına göre bu yetkinin esas sözleşme ile yönetim kuruluna devri mümkündür. Aynı düzenleme Seri II No: 4 Tebliğinin 1. maddesinin son fıkrasında da tekrarlanmıştır. Yetkinin yönetim kuruluna devredilebilmesi imkanı yukarıda açıkladığımız kayıtlı sermaye sisteminin niteliklerine de uygun düşmektedir. Yönetim kurulunun yetkisi olmadan tahvil ihraç etmesi hali, ne kanunda, ne Tebliğlerde düzenlenmiştir. Tekinalp, bu durumda senetlerin geçerliğini koruyacağını, ancak organın tazminat ile yükümlü olacağını belirtiyorsa da (69); tahvillerin halka arzı, SPK'nun 4. maddesi gereğince kurulun iznine ve iznin verilmesi de sıkı şekil şartlarına bağlı olduğundan, uygulamada böyle bir durumun ortaya çıkmasının pek de imkân dahilinde olmadığını belirtmek gerekir.

SPK'nun tahvil çıkarılmasına ilişkin 13. maddesinin son fıkrasına göre, tahvil çıkarma yetkisi yönetim kuruluna verilmişse, TTK'nun 423, ve 424. maddeleri uygulanmaz; yani tahvil ihracı için genel kurulun karar vermesi ve bu kararın da tescil ve ilan edilmesi gerekmez. Buna karşılık yetki yönetim kuruluna devredilmemişse, bu halde genel kurulun 388. maddenin II, IV, V. ve sonuncu fıkralarındaki nisaplarla karar vermesi gerekecektir. Buna göre ilk toplantı için şirket esas sermayesinin en az $3/4$ 'ne, ikinci toplantı için şirket esas sermayesinin en az $1/2$ 'ne üçüncü toplantı için şirket esas sermayesinin en az $1/3$ 'ne malik olan pay sahiplerinin hazır bulunmaları gereklidir. Bu nisaplarla toplanan genel kurulun kararları mevcut oyların $2/3$ 'ü ile alınır.

c) *Sermaye Piyasası Kurulu'nun İzni*

"Anonim Ortaklıkların Tahvil İhraçlarına İlişkin Esasları" düzenleyen seri II No: 4 rumuzlu Tebliğin 2. maddesi, SPK'nun 4. maddesine paralel bir düzenleme getirmiştir. 4. maddenin ilk fıkrasına uygun olarak Tebliğin 2. maddesinin (a) bendi, anonim şirketlerin

(69) Tekinalp, age, s. 67.

her türlü tahvil ihracını Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine bağlamıştır. (b) bendi ise 4. maddenin IV. fıkrasına uygun olarak, genel ve katma bütçeli idareler ile mahalli idareler ve kamu iktisadi devlet teşebbüsleri tarafından çıkarılacak tahvillerin halka arzı için Kurul'dan izin alınması gerekmeyeceğini, ancak halka arzedilen bu tahviller hakkında Kurul'a bilgi verilmesi gerektiğini hüküm altına almıştır.

Tahvillerin çıkarılmasına ilişkin genel kurul kararı veya esas sözleşme ile tahvil çıkarma yetkisi verilmiş olan yönetim kurulu kararının alınmasından sonra en çok bir yıl içinde izin için ortaklıkça Kurul'a başvurulur (m. 8). İzin için başvuru yazısına eklenmesi gerekli olan belgeler de 14. maddede gösterilmiştir.

d) *Mahkeme Tasdiki*

Kurul izninin alınmasından sonra tahvil çıkarma yetkisi esas sözleşme ile yönetim kuruluna verilmişse TTK'nun 424. maddesi uygulanmayacağından mahkeme tasdikine gerek yoktur. Yetkinin yönetim kurulunda olmadığı hallerde ise mahkeme tasdikine gerek vardır (m. 15/a).

e) *İzahnamenin Yayınlanması*

Tahvil çıkarma yetkisinin yönetim kuruluna verildiği hallerde hemen izinden sonra, verilmemiş olduğu hallerde mahkemece tasdikinden sonra kurulun izin belgesi ile ticaret siciline başvurularak izahname ticaret siciline tescil ettirilir ve Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ilan olunur. İzahnamenin TTK'nun 425. maddesine göre tahvillerin satış süresinin başlamasından en az onbeş gün önce Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan ettirilmesi gereklidir. Bu izahnamede bulunması gereken bilgiler oldukça ayrıntılı bir biçimde Tebliğin 1 numaralı ekinde sayılmıştır. Pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin izahnamesinde bulunması gereken bir takım özel bilgiler de vardır. Seri II no: 3 rumuzlu tebliğin 9. maddesine göre pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin izahnamesi içinde, tahvil izahnamesinde bulunan bilgilere ilaveten pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillere ilişkin şu bilgiler de bulunur.

- Değiştirme fiyatı
- Değiştirme zamanı

- Değişirme karşılığı verilecek pay senetlerinin primli olup olmadığı
- Tahvil sahiplerinin hak ve yükümlülükleri
- Ortaklığın hakları ve yükümlülükleri
- Değişirmede izlenecek yol ve bunlara ilişkin işlemler

f) *Sirkülerin Yayınlanması*

Bu bilgilerle de donatılmış izahnamenin tescil ve ilanından sonra sirkülerin yayınlanması gerekir. Çünkü halkın tahvilleri satın almaya davet edilmesi sirküler ile yapılacaktır. Seri II no: 4 rumuzlu Tebliğin 2 numaralı ekinde tahvillerini halka arzeden ortaklıkların düzenleyecekleri sirkülerde bulunacak bilgiler gösterilmiştir. Ancak bu sirkülerin de pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillere özgü aşağıdaki bilgilerin bulunması zorunludur (Seri II no: 3 rumuzlu tebliğ s. 9).

- Değişirme fiyatı
- Değişirme zamanı
- Değişirme karşılığı verilecek pay senetlerinin primli olup olmadığı

Bu bilgilerin tamamına yer verilmesi gerekirken şimdi belirtilecek bilgilerin özetine yer verilmesi yeterlidir.

- Tahvil sahiplerinin hak ve yükümlülükleri
- Ortaklığın hak ve yükümlülükleri
- Değişirmede izlenecek yol ve bunlara ilişkin işlemler

Bu bilgileri içeren sirkülerin İstanbul ve Ankara'da yayınlanan yüksek tirajlı gazetelerde ilanı zorunludur. Sirküler ayrıca ortaklığın gerekli göreceği illerde de ilan olunur (m. 15/ c) Söz konusu gazeteler değişik şehirlerde basılmakta iseler, aynı tarihi taşıyan bütün baskıların da bu ilanların aynen yer alması zorunludur (m. 15/son).

2- Satış Süresi ve Satın Almaya Davet Edecek Olanlar

— Halka arzedilecek tahvillerin satış süresi Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenir. Halkı tahvilleri satın almaya davet, izahname- de gösterilen satış süresinin başlayacağı tarihten en az 6 iş günü önce yayınlanacak sirkülerde ortaklıkca veya bankalar dahil aracı kurumlarca yapılır (Seri II No: 4 rumuzlu Tebliğ m. 17).

Bu süre içinde satılamayan ve aracı kurumlar tarafından da satın alınmayan tahvillerin iptal edileceğine yukarıda değinmiştik.

3- Borsaya Başvuru

Tahvillerini halka arzeden anonim şirketler çıkardıkları tahvillerin kote edilmesini sağlamak üzere satış süresinin bitiminden itibaren 30 gün içinde menkul kıymetler ve kambiyo borsalarından birisine başvurmakla yükümlüdür (Seri II No: 4 rumuzlu Tebliğ m. 18).

4- Satış Sonuçlarının Kurula Bildirilmesi

Halka arzedilen tahviller şirket tarafından satılıyorsa, satış süresinin bitiş tarihinden itibaren 6 iş günü içinde şirket gerekli belgeleri (70) kurula göndermekle yükümlüdür.

Satışın bir aracı kurum veya banka tarafından yapılması halinde satış sonuçlarına ilişkin bilgi ve belgeler "aracılık faaliyetleri ve aracı kurumlara ilişkin esaslar" (Seri V No: 1 rumuzlu) Tebliğdeki (71) hükümlere göre aynı süre içinde kurula iletilmelidir (Seri II No: 4 rumuzlu Tebliğ m. 19).

5- Küçük Tasarruf Sahiplerinin Özendirilmesi

Seri II no: 4 rumuzlu tebliğin 21. maddesinde düzenlenen bu husus hiç kuşkusuz-daha önce açıklanan nedenlerle- değiştirilebilir tahviller hakkında da geçerlidir.

Anonim Şirketler halka arz ettikleri tahvillerin toplam tutarının en az % 20 sini 50.000 liralık veya daha küçük değerdeki küpürler halinde çıkarmak zorunda olup bunların küçük tasarruf sahiplerinin ellerine geçmesi için her türlü gayreti gösterirler.

Getirilen bu hükmün gerçekten küçük tasarruf sahiplerini özendirip onların yatırım yapmalarını sağlayacak nitelikte olduğu şüphe-

(70) Kurula sunulması gereken belgeler şunlardır,

- İzahnamenin yayımlandığı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi sirkülerinin ilan edildiği gazetenin bir nüshası,
- Satış sonuçlarını gösteren belge (Tebliğin III nolu ekine uygun olarak),
- Satış süresi sonunda satılamayan ve aracı kurumlarcada satın alınmayan tahvillerin noter önünde iptal edildiğini gösterir belge.

(71) Resmi Gazete 29.6.1982, S. 17739.

lidir. Bugünkü ekonomik koşullar altında küçük tasarruf sahiplerinin çoğu zaman 50.000 TL. nı dahi biriktirmeleri kolay değildir. Üstelik anonim şirketlerin bu veya buna yakın değerlerle ihraç edecekleri tahvillerden küçük tasarruf sahipleri yerine ancak daha geniş imkân-lara sahip tasarruf sahipleri yararlanabilir.

O nedenle küçük tasarruf sahiplerinin korunması ve özendirilmesi için daha farklı ve gerçekçi bir düzenlemeye ihtiyaç vardır.

C) Tahvillerin Pay Senetleri İle Değiştirilmesi

1- Değiştirme Fiyatı

Değiştirme fiyatından anlaşılması gereken tahvillerin değiştirilmesi sırasında tahvil sahibinin ne miktar itibari değerli tahvile karşılık ne miktar itibari değerli pay senedi alabileceğidir. Bu değiştirme fiyatı Seri II no: 3 rumuzlu tebliğin 2. maddesinde belirtilmiştir: Pay senetleriyle değiştirmede tahvil sahiplerine yeni çıkarılacak pay senedi verilmesi halinde fiyat pay senetlerinin itibari kıymetidir. Tahvil sahipleri bu fiyat üzerinden tahvillerinin itibari değerine eş değerde pay senedi alabilirler. Tebliğin bu hükmüne göre örneğin 1000 TL. itibari değerli bir tahvil için 1000 TL itibari değerli pay senedi verilecektir. Bununla beraber 5. maddenin II. fıkrası ile primli pay senetleri çıkarılmasına da cevaz vermiştir. Primli (agiolu) pay senetleri itibari değerlerinin üstünde bir bedelin çıkarılan pay senetleridir. Bu tür pay senetlerinde itibari değer ile pay senedinin bedeli arasındaki fark (agio'yu) oluşturur (72). TTK m. 286/ II bu konuda esas sözleşmede hüküm bulunmasını ve genel kurulun karar vermesini ararken SPK 12. maddesi esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla yönetim kurulunun imtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde pay senedi çıkarılabileceğini belirtmektedir. Yönetim kurulu kendisine tanınan bu yetkiyi kuruldandan izin almak, ayrıca izahnamede ve sirkülerde belirtmek koşulu ile kullanabilir. Bu durumda primli pay senedi fiyatı tahvilin çıkarıldığı tarih ile değiştirmenin yapılacağı tarih arasında, ekonomik koşullardaki ve ortaklık pay senetlerinin fiyatındaki gelişmeler gözönünde bulundurulur olarak belirlenir (Seri II no: 3) rumuzlu Tebliğ m. 5/ II). Primli pay senetleri çıkarılması amacının eski ortakları korumak olduğu söylenir. Zira şirketin pay senetlerinin pazar değeri yükselmesine

(72) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp (Poray/ Çamoğlu)**, Ortaklıklar C. 1, s. 411-412.

rağmen değiştirme hakkını kullanan tahvil sahibi pay senetlerini üzerinde yazılı olan değerden elde edecek ve böylece eski ortaklar kadar beklemeden pazar değeri yüksek pay senetlerine kavuşmuş olacaktır. İşte bu sakıncaları bertaraf ederek eski ortaklar ile yeni ortaklar arasındaki dengeyi sağlamak iddiası ile primli pay senetleri çıkarılması yoluna gidilir.

Fakat aslında aradaki denge bu şekilde de sağlanmış olmamaktadır. Tahvillerini değiştirerek şirkete katılan yeni pay sahiplerinin de haklarının korunması gerekmektedir. Zira bunlar, şirket ile uzun süre bir karz ilişkisi içinde bulunmuşlar ve sonunda şirkete ortak olmuşlardır. Eğer primli pay senedi ihracı yoluyla eski ortakların hakları korunmak istenirse, bu defa yeni ortakların kâra ve tasfiye bakiyesine katılmada önemli kayıpları olacaktır. Çünkü TTK'na göre prim, belli indirimlerin yapılmasından sonra yedek akçelere eklenir (m. 466/II. 1) Kâr ve tasfiye bakiyesine katılmada da prim hesaba katılmaksızın ortakların esas sermayeye mahsuben yaptıkları ödemeler dikkate alınır (73).

Aradaki dengeyi sağlamak amacı ile doktrinde itibari değeri yüksek pay senetleri çıkarılması önerilmiştir (74). Bu son durumda yeni ortaklar, eski ortakların uzun süre bekleyerek kavuştukları yüksek pazar değerine, yüksek bir itibari değer ödeyerek kavuşmaktadırlar; fakat hiç değilse kâra ve tasfiye bakiyesine katılmada eski ortaklarla eşit duruma gelmektedirler. Böylece primli pay senedi çıkarılmasıyla kurulması düşünülen dengeden daha gerçekçi bir denge kurulmaktadır.

2- Pay Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillerin Vadesi ve Değiştirmenin Başlangıcı

Vade ve değiştirmenin başlangıcı Tebliğin 3. maddesinde düzenlenmiş ve değiştirilebilir tahvillerin vadesinin 5 yıldan az ve 7 yıldan çok olamayacağı hükme bağlanmıştı. Ancak bu hüküm seri II no: 4 rumuzlu Tebliğin, tahvillerin vadesini düzenleyen 5. maddesiyle kabul edilen vadeden -2 yıldan az, 7 yıldan fazla olamaz- farklı bir düzenleme getirmişti. Bu durumu gözönüne alan Kurul seri II no: 8 rumuzlu tebliği ile (74a) seri no: 3 rumuzlu tebliğin 3. maddesini şu

(73) Hikmet Sarı Türk, "Anonim Ortaklık Pay Senetlerinde İtibari Değer Farkları", Prof. Dr. Mahmut Keloğlu'ya 70 nci Yaş Armağanı, Ankara 1975, s. 579.

(74) Ayrıntılı bilgi için bkz. Türk, agm, s. 578-580.

şekilde değiştirmiştir: "Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvillerin vadesi 2 yıldan az, 7 yıldan çok olamaz. Tahvillerin hisse senetleriyle değiştirilmesi, vade başlangıcı tarihinden itibaren en erken 2 yıl geçtikten sonra yapılabilir". Yapılan bu değişiklikle tahvil ihracına ilişkin seri II no: 4 rumuzlu tebliğ ile değiştirilebilir tahvillere ilişkin seri II no: 3 rumuzlu tebliğ arasındaki ahenksizlik de giderilmiştir.

Getirilen yeni düzenleme ile değiştirmenin en erken vade başlangıcı tarihinden itibaren 2 yıl geçtikten sonra yapılabileceği de belirtilmiştir. Halbuki değiştirilen maddede değiştirmenin en erken, tahvilin vadesinin başladığı tarihten itibaren vadesi 4 ve 5 yıl olan tahvillerde 2 yıl; 5, 6 ve 7 yıl olan tahvillerde ise 3 yıl geçtikten sonra yapılabileceği belirtilmişti. Böylece getirilen yeni düzenleme ile en erken değiştirmenin yapılabileceği tarih açısından da bir uyum sağlanmıştır.

3- Değiştirme Sırasında Verilecek Pay Senetleri Çıkarılması İşlemleri

Değiştirme sırasında verilecek pay senetlerinin çıkarılması ile ilgili işlemler 11. maddenin I. fıkrası uyarınca Seri I No: 1 rumuzlu tebliğ (75) hükümlerine göre yürütülür. Kayıtlı sermaye sistemine tabi şirketlerde sermaye arttırımında aynı Tebliğin 12. maddesinde düzenlenmiştir (76). Kayıtlı sermaye ile ilgili esas sözleşme değişikliği ticaret siciline tescil ve ilan edildikten sonra çıkarılmış sermaye ile kayıtlı sermaye arasındaki limit içinde sermaye arttırımı ve halka arz kararı ortaklık yönetim kurulunca alınır ve gerekli belgelerle kurula başvurulur. Kurul gerekli incelemeleri yaptıktan sonra izahname ve sirkülerin nihai şeklini onaylar ve şirkete halka arz izni verir (m. 12/4).

Anonim Şirket, Kurul'un izin belgesi ile bu belgenin veriliş tarihinden itibaren en geç onbeş gün içinde izahnamenin ticaret siciline tescili için başvurur. Tescil için Kurul'un izin belgesi esas alınır. İzahnamenin tescil ve ilanından sonra en geç bir hafta içinde şirket sirküleri yayınlar (s. 12/5).

Spesimoni (örneği) kurulca onaylanan pay senetleri sirkülerin ilanı ile satışa -konumuz açısından değişim söz konusudur- arz olunur (s. 12/6).

(75) Resmi Gazete 24.3.1982, s. 17643.

(76) Kayıtlı sermaye sistemine tabi olmayan ortaklıklarda sermaye arttırımı dolayısı ile halka arzı aynı tebliğin 13. maddesinde düzenlenmiştir.

4- İtfa Planına Bağlı Ödemelerde Değişirme

İtfa planına bağlı ödemeler deyimi ile belirtilmek istenen husus ana paranın belli dönemlerde ve belirli bir plan dahilinde ödenmesidir. Bu plan değiştirilebilir tahvillerin izahnamesinde gösterilecektir. Böylece tahvil sahibi, bu plana uygun olarak ana para ödeme zamanını bilebilecektir. Konu tebliğin 4. maddesinde düzenlenmiştir.

Tahvilleri çıkaran ortaklık bu plana göre ana para ödeme zamanlarında ödenecek tahvil tutarı kadar pay senedini değiştirmek üzere tahvil sahiplerine arz eder. İtfa edilecek tahvil sahipleri bir aylık süre içinde bu haklarını kullanmak zorundadırlar yani buradaki süre tahvil sahipleri açısından bir hak düşümü süresi olmaktadır. Tahvil sahipleri bu sürede haklarını kullanmadıkları takdirde artık değiştirme yapamayacaklar ve sadece ana para ile faizleri alabileceklerdir. Bu bir aylık süre değiştirme hakkı kullanılmadan geçirilirse artan pay senetleri en az bir aylık bir süre verilmek ve mutad yollarla ilan edilmek sureti ile diğer pay senetleriyle değiştirilebilir tahvil sahiplerine arz olunur. Maddenin metninden tahvil sahiplerine yapılan bu arzın amacını anlamak zordur. Kanaatımızca buradaki arz, diğer tahvil sahiplerinin pay senetlerini değiştirmesine yöneliktir. Her ne kadar maddenin son cümlesinde yer alan "bu yollarda satılamayan" ifadesi, ilk bakışta diğer değiştirilebilir tahvil sahiplerine yapılan bu arzın satın almaya yönelik olduğunu izlenimini uyandırıyor da bu yorum tarzı yanıltıcı olacaktır ve amaca da uygun olmayacaktır. Kanımızca burada diğer değiştirilebilir tahvil sahiplerinin değiştirme haklarının öne alınması söz konusu olmaktadır. Çünkü şirket bu tahvilleri belirli vadelerde değiştirmek amacı ile ihraç etmiştir. Şirketin elinde vadesi geldiği halde değiştirilmeyen pay senetleri varken bunları diğer tahvil sahiplerine arz etmesi olağandır (77).

Diğer tahvil sahiplerine arz olunmasına rağmen satılamayan pay senetleri, varsa rüçhan hakkı bulunan ortaklara yada halka satı için arzedilir. Tebliğ bu yolla da satılamayan pay senetlerinin akıbetini düzenlememiştir. Kanımızca bu halde SPK m. 7/ II deki taahhüdün alınması söz konusudur (78). Pay senetlerinin halka arz edilmesi söz konusu olduğunda arz için Kuruldan izin alınması ve bir taahhütte bulunulması gerekir. Kurul, halka arzedilen pay senetlerinin üç ayı

(77) Maddenin değişik yorumu için bkz. **Tekinalp**, age, s. 68 dipnot 57.

(78) Aksi görüş için bkz. **Tekinalp**, age, s. 68-69 dipnot 57.

geçmemek üzere tanınacak satış süresi sonunda tamamen satılacağı ve bedellerinin ödeneceğinin kurucular, pay sahipleri yada bir veya birkaç aracı kurum veya banka tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Bu taahhüt, süre sonunda satılmayan senetlerin kurucular, pay sahipleri veya aracılar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini kapsar (79).

5- Vade Sonuna Bağlı Ödemelerde Değişirme

Vade sonu ödemeli olarak çıkarılan değiştirilebilir tahvillerin pay senetleri ile değiştirilmesinde seri II no: 3 rumuzlu Tebliğin 5. maddesine göre aşağıdaki yol izlenir:

— Ortaklık, değiştirme süresinin başlamasından sonra (80) her yıl, yıllık olağan genel kurul toplantı tarihinden önce, değiştirme taleplerinin toplanması, bu tarihe yetiştirilecek şekilde yur düzeyinde yayım yapan günlük en az iki gazetede bir hafta ara ile en az iki defa yapılacak ilanlarla pay senetleriyle değiştirilebilir tahvil sahiplerinden isteyenlerin başvurması için davette bulunur (m. 5/ I) Böylece ortaklık değiştirme hakkını kullanmak isteyenlerin sayısını saptayarak bu oranda pay senedi ihraç edecektir.

Değişirme taleplerinin pay senetleriyle değiştirilebilir tahvillerin tutarının % 10'undan az olması durumunda ortaklık değiştirme yapılamaz (m. 5/ III). Böyle bir durumda değiştirme talebinde bulunmuş tahvil sahiplerinin bu taleplerini gelecek yıl yenileyerek değiştirmeyi gerçekleştirmeleri düşünülebilir.

Nihayet ortaklıkça değiştirme taleplerini karşılayacak miktarda pay senedi çıkarılması için sermaye arttırımıyla ilgili gerekli işlemler yapılır (m. 5/ III). Yapılacak bu sermaye arttırımı dolayısı ile pay senetlerini halka arzedecek şirketlerin kayıtlı sermayeyi kabul etmiş olsun olmasının uyacakları esaslar yine Seri I No: 1 rumuzlu "Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar" Tebliğinde düzenlenmiştir.

5- Maddenin son cümlesi de vade sonu ödemeli tahvillerin pay senetleri ile değiştirme süresini bir ay olarak belirtmiştir.

(79) Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, age, s. 25.

(80) Burada kastedilen süre yukarıda değiştirilebilir tahvillerin vadesini açıklarken belirttiğimiz en erken değiştirme süreleridir.

6- Değişirme Sırasında İzlenecek Yol ve Sonuçları

Değişirme talebinde bulunan tahvil sahipleri değiştirmek istedikleri tahvilleri bankaya tevdi ederler ve bankadan alacakları blokaj belgesini iştirak taahhütnamesiyle birlikte şirkete verirler. Şirket sermaye artırımının kesinleşmesini müteakip en kısa sürede tahvillerini bankaya tevdi eden ortaklara pay senetlerini verir. Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden şirketlerde blokaj söz konusu olmaz ve pay senetleri tahvillerle değişirme sırasında verilir (m. 11/ III). Tahvillerin ortaklığa iadesi sermaye artırımında payların nakden taahhüt edilen kısmının blokajının çözülmesi hükümlerine tabidir (m. 11/ IV).

Yukarıda açıkladığımız değişirme sürelerinin geçmesinden sonra Seri I no: 1 rumuzlu Tebliğin 12. maddesinin VI. fıkrasındaki süreler işlemeye başlar. Tahviller ile değiştirilmek üzere çıkarılan pay senetlerinden değiştirilmeyen kısım rüçhan hakkı sahiplerine veya halka arzedilecekse Kuruldan tekrar izin alınması gerekmez (m. 11 (II) ancak değişirme işlemlerinin tamamlanmasını izleyen altı iş günü içinde Kurula bilgi verilir. Bundan sonraki işlemler Seri I no: 1 rumuzlu tebliğin 12. maddesinin IX. fıkrasına göre yürütülür: Kurul sermaye artırımı işlemleri sonucunu Sanayi ve Ticaret Bakanlığına bildirir; şirkete ticaret siciline tescil işlemlerine mesnet olmak üzere arttırılan sermaye miktarı ve buna ilişkin işlemlerin tamamlandığı hakkında bir belge verir. Ortaklık bu belge ile on gün içinde tescil talebi ile ticaret siciline başvurur.

7- Pay Senedinin Tahsisinde Öncelik Hakkı

Seri II no: 3 tumuzlu tebliğin 6. maddesine göre pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillerle değiştirilmek üzere, arttırılan sermayeyi temsil eden pay senetleri TTK'nun 394. maddesiyle (81) ortaklara tanınan yeni pay alan hakkı da dahil olmak üzere her türlü önceliklerden öne alınarak bu tahvillerin sahiplerine arz olunur. Tebliğin bu tür bir öncelik hakkı getirmesindeki amaç değiştirilebilir tahvil sahiplerine değişirme haklarını kullanma fırsatı vermektir. Eğer böyle bir düzenleme yapılmıyaydı yeni pay senetleri çıkarıldığında bunlar TTK'nun 394. maddesinde anılan ortaklar veya diğer rüçhan sahipleri tarafından alınacak ve tahvilini değiştirmek isteyen tahvil sahibine verilecek pay senedi bulunamayabilecekti.

(81) TTK'nun 394. maddesine göre genel kurulun esas sermayenin arttırılmasına ilişkin kararında aksine şart olmadıkça pay sahiplerinden her bir yeni pay senetlerinden şirket sermayesindeki payı ile mütenasip miktarını alabilir.

8- İşlemiş Faizler ve Masraflar

Tebliğin 7. maddesine göre değiştirme gününe kadar işlemiş faizlerin tahvil sahiplerine ödenmesi lazımdır. Maddenin bu düzenlemesine göre tahvil sahibi değiştirme hakkını kullandığında, şirketten hem yeni pay senedi alacak hem de o güne kadar işlemiş faizlere hak kazanacaktır. Faizlere ilişkin bilgiler tahvil izahnamesinde yer alacak ve belirtilen şekilde hesaplanacaktır (82) Maddenin son cümlesine göre de değiştirme giderlerinin tamamı şirket tarafından karşılanır.

Sonuç ve Uygulama

Bu incelememizde de görüldüğü üzere ETK devrinde ve TTK ile bu tahvillere doktrin uygulama imkanları hazırlamışsa da, bu tür tahviller rağbet bulmamışlardır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun getirdiği yeni imkânlarla rağmen henüz bu tahillerin ihracı için Kurula başvurulmamış olması, değiştirilebilir tahvillerin niçin hala uygulama alanına çıkmadığı sorununu akla getirmektedir.

Getirilen kayıtlı sermaye sistemi, bu sistemin henüz şirketler tarafından yeterince benimsenmemesi ve uygulanmaması yüzünden değiştirilebilir tahvillerin işlerlik kazanması yetersiz kalmıştır. Bunun yanı sıra kayıtlı sermaye sistemin kabul etmeyen anonim şirketler için değindiğimiz sorunlar da halen devam etmektedir.

Son yıllarda ülkemizde uygulanan ekonomik politikaların gereği olarak küçük tasarruf sahipleri menkul kıymetlere ilgi göstermeye teşvik edilmiş ve gerekli kanuni düzenlemeler -Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Tebliğler- yapılmıştır. Ancak unutmamak gerekir ki hukuki düzenlemeleri yapmak her zaman yeterli koşul olmamakta, ekonomik şartların da elverişli olması gerekmektedir. Bugün için bankaların uyguladıkları mevduat faizlerinin yüksek olması, tahvil faizlerinin bu oranlara yetişememesi, küçük mevduat sahiplerini bu tür yatırımlara yönelmekte çekingen bırakmaktadır.

Geçen bir kaç senede görülen olumlu gelişmelere rağmen ülkemizde asla klasik anlamdaki tahvillere bile ilgi fazla değilken, henüz yeterince tanıtılmamış ve anlaşılammış değiştirilebilir tahvillerin rağbet görmemesi olağan karşılanmalıdır.

(82) Anonim ortaklıkların tahvil ihraçlarına ilişkin esasları düzenleyen seri II no: 4 rumuzlu tebliğin 1 no. lu ekine göre tahvil izahnamesinde yıllık ihraç ediliyorsa, her bir seri için faiz ödeme tarihi) belirtilecektir.

İncelememiz sırasında yeri geldikçe belirttiğimiz gibi gerek Sermaye Piyasası Kanununda, gerek tebliğlerde birçok karanlık ve anlaşılması güç noktalarla boşluklar vardır. Zaten yeterince tanınmamış ve anlaşılammış bu tür tahvillere ilişkin düzenlemelerin en kısa sürede gözden geçirilerek tamamlanmasının da faydalı olacağı inancındayız.

Ülkemizde faaliyet gösteren anonim şirketlerin bir çoğunu gerçek anlamda kapalı şirketler (aile şirketleri) olduğu gözönüne alındığında, şirket ortaklarının, bu tür tahviller sayesinde şirkete yabancıların hakim olabileceği konusunda yerleşmiş inançları vardır. Bu nedenle de bu anlamdaki anonim şirketler borç para bulmak istediklerinde ya kredi kullanmakta ya da klasik tahvillerden yararlanmaktadır.

Yukarıda açıkladığımız bu belli başlı nedenler yüzünden uygulama alanına çıkamayan değiştirilebilir tahvillerin yeterince tanıtılmadıkları sürece ve ekonomik koşulların da elverişli zemini hazırlaması karşısında bir süre daha atıl durumda kalacakları anlaşılmaktadır.

KISALTMALAR

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
age	: Adı Geçen Eser
agm	: Adı Geçen Makale
agt	: Adı Geçen Tebliğ
A.Ş.	: Anonim Şirket
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
Çev.	: Çeviren
ETK	: Eski Ticaret Kanunu
İsv. B.K.	: İsviçre Borçlar Kanunu
m.	: Madde
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
vd.	: ve devamı

BİBLİYOGRAFYA**I- GENEL ESERLER**

- Anaral, Hüseyin:** Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye, Sistem ve Uygulama, Ankara 1982.
- Ansay, Tuğrul:** Anonim Şirketler Hukuku, 5. Bası, Ankara 1975.
- Arslanlı, Halil:** Anonim Şirketler I, Umumi Hükümler, İstanbul 1959 (Anonim Şirketler I).
- Arslanlı, Halil:** Anonim Şirketler II-III, Anonim Şirketlerin Organizasyonu ve Tahviller, İstanbul 1960 (Anonim Şirketler II-III).
- Çevik, Orhan:** Anonim Şirketler Birinci Kitap, Genel Bilgiler -Kuruluş İşlemleri- Esas Mukavele Değişiklikleri, Ankara 1975.
- Dalleves, Louis:** L'obligation convertible eu droit compare et specialement en droit Suisse, Sion 1963.
- Domaniç, Hayri:** Anonim Şirketler, İstanbul 1978.
- Eren, Fikret:** Borçlar Hukuku, Genel Hükümler Cilt, I, Ankara 1985.
- Feyzioğlu, Feyzi Necmettin:** Borçlar Hukuku, Genel Hükümler Cilt II, İstanbul 1977.
- Hirş, Ernest:** Ticaret Hukuku Dersleri, 3. Bası İstanbul 1948.
- İmregün, Oğuz:** Anonim Ortaklıklar, 3. Bası, İstanbul 1974.
- Moroğlu, Erdoğan:** Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Arttırımı, İstanbul 1972.
- Oğuzman, Kemal:** Borçlar Hukuku Dersleri, Borçların İfası -İfa Edilmemesi- Sona Ermesi, 3. Bası, İstanbul 1979.
- Poroy, Reha / Tekinalp, Ünal:** Ortaklıklar Hukuku C. 1—2, 8. Bası, Çamoğlu, Ersin: İstanbul 1975—1976 (Ortaklıklar C. 1—C. 2).
- Poroy, Reha / Tekinalp, Ünal:** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Çamoğlu, Ersin: 2. Bası, İstanbul 1982 (Ortaklıklar Ders Kitabı)
- Schilling, Wolfgang:** Akticengesetz, Grosskommentar, neu bearbeitete Auflage, and II, SS 192—206, 221—257, Berlin-Newyork 1973.

Tekinalp, Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982

Tekinay, Selahattin Sulhi: Borçlar Hukuku, İstanbul 1979.

Von Tuhr, Andreas (Çev: Cevat Edege): Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı, Cilt 1—2, Yargıtay Yayınları No: 15, Ankara 1983.

II-MAKALELER

Baklacioğlu, Sadık: “Kâra İştirakli Tahviller ve Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller”, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar) Seminer Tebliğleri -Tartışmaları- Panel, İstanbul 1984, s. 102—109.

Eren, Turgut S. :“Türk Ticaret Hukukunda Konvertibl Tahviller”, II. Banka ve Ticaret Hukuku Haftası, Ankara 1962, s. 465—476.

Poroy, Reha: “Değiştirilebilir Tahviller”, Ernest E. Hırş’e Armağan, Ankara 1964, s. 475—508.

Tekinalp, Ünal: Tahvil Sahipleri Genel Kurul ve Toplantıya Çağrılması “İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 5 (Ağustos 1970) s. 214—222.

Tekinalp, Ünal: “Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Görev ve Yetkileri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVIII, S. 6 (Eylül 1970), s. 254—258.

Türk, Hikmet Sami: “Anonim Ortaklık Pay Senetlerinde İtibari Değer Farkları”, Prof. Dr. Mahmut Koloğlu’ya 70 nci Yaş Armağanı, Ankara 1975 s. 567—580.