

BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN HUKUKEN
KORUNMASI

Doktora Tezi

ABDULLAH ALTINTAŞ

Hukuk Bölümü
İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ankara
Eylül 2024

ABDULLAH ALTINTAŞ

BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN
HUKUKEN KORUNMASI

Bilkent Üniversitesi 2024

Aileme



BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN HUKUKEN
KORUNMASI

İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi
Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü

ABDULLAH ALTINTAŞ

Özel Hukuk Disiplininde Doktora Derecesi Kazanma Yükümlülüklerinin
Bir Parçasıdır

HUKUK BÖLÜMÜ
İHSAN DOĞRAMACI BİLKENT ÜNİVERSİTESİ
ANKARA

Eylül 2024

BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN HUKUKEN KORUNMASI
Abdullah Altıntaş

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Çağlar Manavgat
Tez Danışmanı

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Mehmet Emin Bilge
Tez Jürisi Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Cafer Eminoğlu
Tez Jürisi Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Aslı Elif Gürbüz Usluel
Tez Jürisi Üyesi

Bu tezi okuduğumu, kapsam ve nitelik bakımından Özel Hukuk Doktora derecesi için yeterli bulduğumu beyan ederim.

Hamdi Pınar
Tez Jürisi Üyesi

Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü'nün Onayı

Refet S. Gürkaynak
Enstitü Müdürü

ABSTRACT

THE LEGAL PROTECTION OF DEBT INSTRUMENT HOLDERS

Altıntaş, Abdullah

Ph.D., Department of Law

Advisor: Prof. Dr. Çağlar Manavgat

September 2024

This study examines the legal mechanisms which are significant for the protection of debt instrument holders under Turkish law. In this thesis, the terminology problem regarding debt instruments, and the legal and economic nature of debt instruments is revealed. The fundamental basis of the debt relationship that arises between the issuer and the holders of debt instruments is an abstract acknowledgement of debt. Joint-stock company is the primary issuer of debt instruments, and the issuance process is completed with the necessary procedures being carried out within the issue limit and the issue ceiling based on the decision to be taken by the competent body.

The mechanisms serving to protect debt instrument holders are essentially the tools for bringing the risk-return balance to the desired level by adjusting the risk. Approached in this way, the legal institutions protecting debt instrument holders can

be examined in two groups: contractual and non-contractual. BASK, which serves as the collective decision-making mechanism of debt instrument holders on certain matters, and BAST, which serves as their collective representative, are non-contractual protection mechanisms that have been examined in detail in the study.

Article 31/B of the Capital Market Law foresees a unique collateral system to ensure the full and timely fulfillment of obligations arising from debt instruments. The real collateral structure that emerges through providing the subjects of collateral to the collateral manager within the scope of the Collateral Management Contract, which is a contract for the benefit of third party, can be considered as a trust. In addition, covenants and other contractual protections that allow for the differentiation of risks have also been scrutinized.

Keywords: Debt Instrument Holders' Meeting, Debt Instruments, Bond, Collateral Management Contract, Investor Protection

ÖZET

BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN HUKUKEN KORUNMASI

Altıntaş, Abdullah

Doktora, Hukuk Bölümü

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Çağlar Manavgat

Eylül 2024

Bu çalışma, Türk hukukunda borçlanma aracı sahiplerini korumaya özgülünen veya borçlanma aracı sahiplerinin korunması bakımından önem arz eden hukuki mekanizmaları incelemiştir. Tezde, borçlanma araçlarına ilişkin terim sorununa dikkat çekilerek kavramın kapsamı belirlenmekte ve borçlanma araçlarının hukuki ve ekonomik niteliği ortaya konulmaktadır. Borçlanma araçları bağlamında ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasında meydana gelen borç ilişkisinin temelinde TBK m. 18 kapsamında bir soyut borç tanınması bulunmaktadır. Borçlanma araçlarının en temel ihraççısı anonim şirket olup yetkili organın alacağı karar üzere ihraç limiti ve ihraç tavanı kapsamında gerekli işlemlerin yapılmasıyla ihraç süreci tamamlanmaktadır.

Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet eden mekanizmalar, esasen riskin ayarlanması suretiyle risk getiri dengesinin istenen düzeye getirilmesinin

araçlarıdır. Bu şekliyle yaklaşıldığında borçlanma aracı sahiplerini koruyan hukuki kurumları sözleşmesel olan ve olmayan şeklinde iki grup altında incelemek mümkündür. Borçlanma aracı sahiplerinin belirli konularda kolektif karar almasına hizmet eden BASK ve kolektif temsiline hizmet eden BAST sözleşmesel olmayan koruma mekanizmalarından olup çalışmada ayrıntılı olarak incelenmiştir.

SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği, borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirilmesini temin etmek amacıyla özgün bir teminat sistemi öngörmektedir. Üçüncü kişi yararına sözleşme niteliğinde olan TYS kapsamında teminata konu unsurların teminat yöneticisine sağlanması ile ortaya çıkan reel teminat yapısı trust olarak değerlendirilebilmektedir. Bunun yanı sıra borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştığı risklerin farklılaştırılmasına ve kurumsal yönetime katılmasına olanak sağlayan taahhütler ve diğer sözleşmesel nitelikteki koruma mekanizmaları da mercek altına alınmıştır.

Anahtar Kelimeler: Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu, Borçlanma Araçları, Tahvil, Teminat Yönetim Sözleşmesi, Yatırımcının Korunması

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışması, Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Doktora programı kapsamında, Prof. Dr. Mehmet Emin Bilge, Prof. Dr. Çağlar Manavgat, Prof. Dr. Cafer Eminoğlu, Prof. Dr. Aslı Elif Gürbüz Usluel ve Doç. Dr. Hamdi Pınar’dan oluşan tez jürisi önünde 05.09.2024 tarihinde savunulmuş ve oy birliği ile başarılı bulunmuştur. Bu süreçteki her türlü desteği, yol göstericiliği ve örnekliği için tez danışmanım Prof. Dr. Çağlar Manavgat’a müteşekkirim. Tez izleme komitemde yıllarca bulunmuş olan kıymetli hocalarım Prof. Dr. Zühtü Aytaç, Prof. Dr. Mehmet Emin Bilge ve Doç. Dr. Hamdi Pınar’a da ayrıca teşekkür ederim.

Doktora eğitimim boyunca 2211-A Genel Yurt İçi Doktora Burs Programı kapsamında beni destekleyen TÜBİTAK’a teşekkür ederim. Doktora tez araştırmamın bir kısmını 04.01.2023 - 06.12.2023 tarihleri arasında Hamburg Üniversitesi’nde (Almanya) gerçekleştirdim. Bu araştırma sırasındaki 2214-A Yurt Dışı Doktora Sırası Araştırma Burs Programı kapsamındaki desteği için TÜBİTAK’a teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ABSTRACT	I
ÖZET.....	III
TEŞEKKÜR.....	V
İÇİNDEKİLER	VI
KISALTMALAR CETVELİ.....	XIV
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARAÇLARI

Ş1. BORÇLANMA ARAÇLARININ KAVRAM OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ VE NİTELİĞİ	4
I. BORÇLANMA ARAÇLARININ ORTAYA ÇIKIŞI	4
A. İlk Örneklerin Tespitinin Önemi	4
B. Yabancı Hukuk Sistemlerinde	5
1. Borçlanma Araçlarının İlk Örnekleri	5
2. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunmasına Yönelik İlk Hukuki Düzenleme.....	9
3. İlk Özel Sektör Borçlanma Aracı.....	9
C. Türkiye’de	10
II. KAVRAM SORUNU	12
A. Terim Seçimi	12
B. Kavramın İçeriğinin Tespiti	15
1. Kavramın İçeriğinin Tespitinde Kullanılacak Kaynaklar	15
2. Mevzuattaki Kapsam.....	16
a. Genel Olarak	16
b. BA Tebliği m. 34 Kapsamında Niteliği İtibari ile Borçlanma Aracı Olduğu SPK Tarafından Kabul Edilecek Sermaye Piyasası Araçları.....	18
c. Kitle Fonlaması Borçlanma Aracı.....	21
3. Uygulama ve Öğretinin Yaklaşımı.....	22
4. Tercih Edilen Terimler ve Anlamları.....	24
III. BORÇLANMA ARAÇLARININ EKONOMİK NİTELİĞİ	26
A. İhraççı Bakımından	26
B. Yatırımcı Bakımından	30
IV. BORÇLANMA ARAÇLARININ HUKUKİ NİTELİĞİ	32
A. Menkul Kıymet Niteliği	32
1. Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları.....	32

2. Kaydi Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları	34
a. Kayden İhraç Zorunluluğu	34
b. Kaydi Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliği.....	34
c. Kaydi Sistemde Bir Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçlarının Özellikleri.....	41
i. Kaydi Sisteme Duyulan İhtiyaç	41
ii. Kaydi Menkul Kıymetlerin Durumu.....	43
iii. Güncel Gelişmeler ve Mümkün Kıldığı Olasılıklar.....	46
B. Sermaye Piyasası Aracı Niteliği.....	49
1. Genel Olarak	49
2. Türev Araçların Durumu.....	50
C. Borçlanma Araçlarından Doğan Hukuki İlişkinin Niteliği	52
§2. BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACI	55
I. İHRAÇ EDEBİLECEKLER.....	55
A. Borçlanma Aracı İhraç Ehliyeti.....	55
1. Genel Olarak	55
2. Diğer Sermaye Şirketleri Açısından.....	59
B. Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymetleri İhraç Edebilecek Özel İhraççı Türleri.....	67
1. Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymet Çeşidine Göre Özel İhraççı Türleri.....	67
2. Özel Mevzuatları Dolayısıyla Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymet İhraç Edebilecek Özel İhraççı Türleri	70
II. İHRAÇ AŞAMALARI	72
A. Yetkili Organ Kararı.....	72
1. Kararı Verecek Organın Belirlenmesi.....	72
2. Genel Kurulun Yetkili Olması	73
3. Yönetim Kurulunun Yetkili Olması.....	80
a. Genel Olarak	80
b. Yönetim Kurulunun Genel Kurul Kararıyla Yetkilendirilmesi	80
c. Yönetim Kurulunun Esas Sözleşmeye Konulacak Hükümle Yetkilendirilmesi.....	83
4. Yetkili Organın Aldığı Kararın İçeriği.....	88
5. SPKn m. 31 Kapsamı	91
B. İhraç Limiti ve İhraç Tavanı.....	93
1. İhraç Limiti.....	93
a. Uygulanacak İhraç Limitinin Belirlenmesi	93
b. İhraç Limitinin Hesaplanması.....	94
i. Hesaplama Yöntemi	94
ii. İndirim Kalemleri.....	95
iii. Hesaplama Kullanılacak Finansal Tablolar	96
c. İhraç Limiti Uygulanmayacak İhraççılar	97
d. Uygulanmayacak İhraç Limitleri	99
2. İhraç Tavanı	100
3. SPK İncelemesi	102
4. İhraç Limiti ve İhraç Tavanının Borçlanma Aracı Sahiplerini Koruyucu İşlevi.....	103

C. İzahname veya İhraç Belgesinin SPK Tarafından Onaylanması.....	107
D. Kurul Ücretinin Ödenmesi	113
E. MKS’de Yapılacak İşlemler	114
F. Satış.....	116

İKİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN KORUNMASINI GEREKLİ KILAN NEDENLER VE SÖZLEŞMESEL OLMAYAN KORUMA MEKANİZMALARI

§3. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN KORUNMASINI GEREKLİ KILAN NEDENLER 118

I. GENEL OLARAK BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN KORUNMASI.....	118
A. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunmasının Her Durumda Gerekli Olup Olmadığı.....	118
B. İncelenecek Koruma Mekanizmalarının Belirlenmesi	119
II. VEKÂLET PROBLEMİ (AGENCY PROBLEM)	120
III. BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN GÜNDEME GELEN RİSKLER	126
A. Risklerin Tespit Edilmesi	126
B. Başlıca Risk Türleri	127
1. Genel Olarak	127
2. Piyasa Riski.....	129
3. Likidite Riski.....	130
4. Ödememe Riski.....	132
5. Borçlanma Araçlarının Likiditesinin Yatırımcının Elinde Bulunan Tutara Bağlı Olarak Kısıtlanması Riski.....	133
6. Kredi Riski	134
7. Diğer Riskler	135
a. Operasyonel Risk	135
b. Spesifik Risk ve Sistemik Risk	136

§4. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU..... 136

I. GENEL OLARAK BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU.....	136
A. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Karar Almasına İlişkin İncelemenin Temelleri	136
B. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulunun Hukuki Niteliği.....	140
C. Kapsam	147
D. BASK’ın Oluşumu	149
II. TERTİP BASK.....	152
A. Tertip BASK’ın Karar Alabileceği Konular	152
1. Genel Olarak	152
2. BASK Tebliği’nde Öngörülen Hâller	152
3. İzahname veya İhraç Belgesinde Öngörülen Hâller.....	155
a. Karar Alınacak Konuların Belirlemesinin Yapılması	155
b. Uygulamadaki Örnekler	157
B. Toplantı Süreci	158

1. Toplantı Çağrısı, Gündem, Toplantı Sekreteryası ve Giderleri	158
a. Uygulanacak Kuralların Tespiti	158
b. Toplantı Çağrısı	159
i. Çağrının İhraççının Yönetim Kurulu Tarafından Yapılması	159
ii. Çağrının Borçlanma Aracı Sahiplerince Yapılması.....	162
(1) Çağrının Yöntemi	162
(2) Çağrıda Bulunabilmek İçin Gerekli Oran.....	164
iii. Çağrının BAST Tarafından Yapılması	165
c. Gündem	165
d. Toplantı Sekreteryası ve Giderleri	167
2. Toplantıya Katılabilecekler	169
a. Genel Olarak	169
b. İntifa Hakkı Sahiplerinin Durumu	172
3. Toplantının İdaresi, İşleyişi ve Nisaplar	178
a. Toplantının İdaresi ve İşleyişi	178
b. Toplantının Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesi.....	182
c. Elden Dolaştırma veya Elektronik Ortamda Dolaştırma Yöntemiyle Karar Alınması	184
d. Nisaplar	188
i. Uygulanacak Nisaplar	188
ii. Nisaplarda Değişiklik.....	190
iii. Nisapların Hesaplanması	192
C. Tertip BASK Kararlarının Yürürlüğe Girmesi ve Kararlara İtiraz	196
1. Genel Olarak	196
2. Tertip Bask Kararlarının Yürürlüğe Girmesi	196
a. İhraççının Yönetim Kurulunun Onayı	196
b. Genel BASK Kararı ile Reddedilmemiş Olması	200
3. Tertip BASK Kararlarının Bağlayıcılığı ve Kararlara İtiraz.....	201
4. Takip Hukukuna İlişkin Sonuçlar	202
III. GENEL BASK.....	204
A. Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.....	204
B. Toplantı Süreci	207
1. Toplantı Çağrısı, Gündem, Toplantı Sekreteryası ve Giderleri	207
2. Toplantıya Kimlerin Katılabileceği.....	211
3. Toplantının İdaresi, İşleyişi ve Nisaplar	211
a. Toplantının İdaresi ve İşleyişi	211
b. Nisaplar	213
C. Genel BASK'ın Koşulu Olarak Hakların Olumsuz Etkilenmesi	215
D. Genel BASK'ın Etkinliğinin Değerlendirilmesi	219
IV. BASK KARARLARININ HUKUKİ İŞLEM NİTELİĞİ VE HÜKÜMSÜZLÜĞÜ	223
A. Bir Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları	223
1. Çok Taraflı Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları	223
2. BASK Kararlarının Hukuki İşlemin Unsurları Bakımından Değerlendirilmesi	226
B. BASK Kararlarının Hükümsüzlüğü	232
1. Hükümsüzlüğün Değerlendirildiği Kapsam.....	232
2. BASK Kararları Bakımından Hükümsüzlük Hâlleri.....	233
a. Yokluk.....	233

b. Kesin Hükümsüzlük.....	236
c. İptal Edilebilirlik	240
d. Noksanlık	246
V. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ TEMSİLCİSİ.....	248
A. Genel Olarak Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi.....	248
B. Terim	249
C. BAST'ın Hukuki Niteliği	251
D. BAST'ın Seçilmesine ve Görevden Alınmasına İlişkin Esaslar	256
E. BAST'ta Aranacak Nitelikler, BAST'ın İşlevleri ve Alacağı Ücret	260
1. BAST'ta Aranacak Nitelikler.....	260
2. BAST'ın İşlevleri ve Alacağı Ücret.....	261

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SÖZLEŞMESEL KORUMA MEKANİZMALARI

§5. BORÇLANMA ARAÇLARININ TEMİNATLI İHRACI.....	263
I. BORÇLANMA ARAÇLARI VE TEMİNAT KAVRAMI	263
A. Kurumsal Finansmanda Teminata Duyulan İhtiyaç.....	263
B. Borçlanma Araçları Açısından Önem Arz Eden Teminat Sınıflandırmaları	266
1. Reel – Kişisel Teminat Ayrımı	266
2. Fer'i (Bağımlı, Bağlı) – Asli (Bağımsız, Soyut) Teminat Ayrımı	270
II. SPKN M. 31/B VE TYS TEBLİĞİ UYARINCA TEMİNATLI İHRACA İLİŞKİN GENEL ESASLAR	271
A. Kapsam.....	271
1. Genel Olarak	271
2. Borçlanmayı Temsil Eden Diğer Menkul Kıymetler Açısından.....	273
B. Teminatlı İhracın Temel Sistematiği	275
C. Teminatlı İhraç Süreci	277
D. Teminata Konu Varlıklar	279
1. Teminata Konu Varlıkların Değeri	279
2. Teminata Konu Olabilecek Varlıklar	280
a. Varlık Türleri	280
i. Genel Olarak	280
ii. Sınırlı Ayni Hak Tesis Edilmesi	281
(1) Teminatın Sağlanmasında Genel Olarak Sınırlı Ayni Haklar	281
(2) İrtifak Hakları	283
(3) Taşınmaz Yüğü.....	289
(4) Rehin.....	292
b. Varlıkların Taşınması Gereken Diğer Nitelikler.....	293
c. Piyasa Değeri ve Değerleme	295
3. Teminata Konu Varlıklara İlişkin Genel Esaslar	296
a. Devrin veya Sınırlı Ayni Hak Tesisinin Amacı	296
b. Teminata Konu Varlıkların Teminat Yöneticisinin Malvarlığından Ayrılığı ve Ayrı İzlenmesi	297
c. Varlıklara İlişkin Giderler	298

d. Varlıkların Gerekli Nitelikleri Taşıdığıının Kontrolü.....	299
III. TEMİNAT YÖNETİM SÖZLEŞMESİ.....	300
A. Teminat Yönetim Sözleşmesinin Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme Niteliği.....	300
B. TYS'ye İlişkin Genel Esaslar	308
1. TYS'nin Şekli.....	308
2. Tertip İhraçlarında TYS	309
3. TYS'de Değişiklik Yapılması	310
C. Tarafları	312
1. Tarafların Belirlenmesi	312
2. İhraççı.....	312
a. Genel Olarak	312
b. İhraççının Hakları ve Yükümlülükleri	313
i. İhraççının Hakları	313
ii. İhraççının Yükümlülükleri.....	316
3. Teminat Yöneticisi	319
a. Genel Olarak	319
b. Teminat Yöneticisinin Hukuki Niteliği	320
c. Teminat Yöneticisinin Bağımsızlığı.....	322
d. Teminat Yöneticisinin Ücret Alma Hakkı	325
e. Teminat Yöneticisinin Yükümlülükleri.....	326
i. Teminata Konu Varlıkları İdare Yükümlülüğü.....	326
ii. Teminatların Paraya Çevrilmesi Yükümlülüğü	327
(1) Temerrüt Durumunun Tespiti.....	327
(2) Paraya Çevirme Usulü.....	329
(3) Borçlanma Aracı Sahiplerine Ödemenin Yapılması	330
iii. Özen ve Sadakat Yükümlülükleri	331
(1) Vekâlet Sözleşmesinden Hareketle Özen ve Sadakat	
Yükümlülüklerinin Belirlenmesi.....	331
(2) Borçlanma Aracı Sahiplerinin Menfaatlerinin Korunması	
Yükümlülüğü.....	334
(3) Bilgilerin Gizliliğinin Sağlanması Yükümlülüğü ve Bu Bilgilerden	
Menfaat Elde Etme Yasağı.....	336
iv. Teminat Raporunun Hazırlanması ve Kamuya Açıklanması	
Yükümlülüğü.....	339
v. Kayıtların Tutulması ve Belgelerin Saklanması	340
f. Teminat Yöneticisinin Yükümlülüklerle Aykırı Davranması ve	
Yükümlülüklerini Devretmesi.....	341
i. Yükümlülüklerle Aykırılık.....	341
ii. Yükümlülüklerin Devri	342
g. Teminat Yöneticisinin Sicillerdeki Yetkileri	343
h. Teminat Yöneticisinin Sorumluluğu.....	343
D. İçeriği	345
E. Sona Ermesi	346
1. Sona Erme Hâllerinin Sınıflandırılması	346
2. Olağan Sona Erme Hâlleri	346
3. Olağan Dışı Sona Erme Hâlleri.....	349
F. Bir Trust Örneği Olarak Teminat Yönetim Sözleşmesi.....	351
1. Trust Kavramı	351

2. TYS'nin Trust Kavramı Bakımından Değerlendirilmesi.....	354
a. Referans Alınacak Hukuk Sistemi ve Trust Türünün Belirlenmesi.....	354
b. TYS'nin Üç Belirlilik Kuralı Bakımından Değerlendirilmesi.....	356
i. Trust Kurma İradesinin Belirliliği.....	356
ii. Trusta Konu Malvarlığı Unsurlarının Belirliliği.....	358
iii. Trust Lehtarının Belirliliği.....	360
3. Trustın Türk Pozitif Hukukunda Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi.....	363
a. Trustın Tanımlanması Sorunu ve TYS'nin Değerlendirilmesi.....	363
i. Trustın Tanımlanmasına İlişkin İki Temel Yaklaşım.....	363
ii. TYS'nin İki Temel Yaklaşımına Göre Değerlendirilmesi.....	365
(1) Malvarlıksal Teori Bakımından.....	365
(2) Yükümlülüklerle İlişkin Teori Bakımından.....	367
b. Kıta Avrupası'nda Trust Girişimleri.....	370
4. Borçlanma Araçları Bağlamında Trusta Duyulan İhtiyacın Temeli: Trustın Teminat İşlevi.....	373
§6. TAAHHÜTLER (COVENANTS) VE DİĞER SÖZLEŞMESEL KORUMA MEKANİZMALARI.....	376
I. GENEL OLARAK SÖZLEŞMESEL TAAHHÜTLER.....	376
II. BORÇLANMA ARAÇLARI BAKIMINDAN TAAHHÜTLER.....	378
A. Borçlanma Araçlarına İlişkin Taahhütlerin Amaçları.....	378
B. Borçlanma Araçlarına İlişkin Taahhütlerin Türk Hukukunda Uygulanabilirliği.....	379
C. Başvurulan Taahhüt Türleri.....	380
1. Genel Olarak.....	380
2. Üçüncü Kişilere Teminat Vermeme Taahhüdü (Negative Pledge).....	383
3. Eşit Tutma Taahhüdü (Status, Pari Passu Clause).....	386
4. Finansal Taahhütler (Financial Covenants).....	388
5. Diğer Taahhütler.....	390
D. Taahhütlere Aykırılığın Sonuçları.....	391
1. Genel Olarak Borçlanma Araçlarında Temerrüt Hâllerinin Belirlenmesi.....	391
2. Taahhütlere Aykırılık Bağlamında Temerrüt ve Diğer Sonuçlar.....	392
E. Taahhütlerin Türkiye'de Uygulanması.....	393
III. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM.....	394
IV. RİSK TRANSFERİNİ SAĞLAYAN DİĞER SÖZLEŞMESEL OLANAKLAR.....	397
A. Genel Olarak.....	397
B. Sigorta Sözleşmesi.....	397
C. Türev Araçlar.....	399
SONUÇ.....	401
KAYNAKÇA.....	408
EKLER.....	435
I. EK-A: BORÇLANMA ARAÇLARINDAN DOĞAN RİSKLERE İLİŞKİN İNCELENEN İZAHNAMELER LİSTESİ.....	435
II. EK-B: BASK'A İLİŞKİN İNCELENEN İZAHNAMELER VE İHRAÇ BELGELERİ LİSTESİ.....	442



KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
AktG	: Aktiengesetz
Art.	: Artikel (madde)
AYM	: Türkiye Cumhuriyeti Anayasa Mahkemesi
BA Tebliği	: VII-128.8 numaralı Borçlanma Araçları Tebliği
Bank	: 5411 sayılı Bankacılık Kanunu
BASK	: Borçlanma aracı sahipleri kurulu
BASK Tebliği	: II-31/A.1 numaralı Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu Tebliği
BAST	: Borçlanma aracı sahipleri temsilcisi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch
bkz.	: Bakınız
c.	: Cümle
CSD Tüzüğü	: Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014
DeFi	: Merkeziyetsiz finans (decentralised finance)
DLT	: Distributed ledger technology
DLTR	: Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, and amending Regulations (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU

dn.	: Dipnot
ed.	: Editör
eTMK	: 743 sayılı Türk Kanunu Medenisi
eSPKn	: 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
eTBK	: 818 sayılı Borçlar Kanunu
eTTK	: 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu
GS Tebliği	: VII-128.2 numaralı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği
HD	: Hukuk Dairesi (Yargıtay)
HGK	: Hukuk Genel Kurulu (Yargıtay)
HMK	: 6100 sayılı Hukuk Muhakemeleri Kanunu
IFRS	: International Financial Reporting Standards (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları)
ISIN	: International Securities Identification Number – Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Kodu
İBD	: İhraççı bilgi dokümanı
İDMK	: İpoteğe dayalı menkul kıymet
İFF	: İpotek finansmanı fonu
İFK	: İpotek finansmanı kuruluşu
İFK Tebliği	: III-60.1 numaralı İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
İİK	: 2004 sayılı İcra ve İflâs Kanunu
İsvBK	: İsviçre Borçlar Kanunu
İTemMK	: İpotek teminatlı menkul kıymet

İzahname Tebliği	: II-5.1. sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
karş.	: Karşılaştırınız
Kaydileştirme Tebliği	: II-13.1 sayılı Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ
KGK	: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
KS Tebliği	: III-61.1 numaralı Kira Sertifikaları Tebliği
KY Tebliği	: Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) (RG 3.1.2014/28871)
m.	: Madde
MiCAR	: Regulation of The European Parliament and of The Council on Markets in Crypto-Assets, and Amending Directive (EU) 2019/1937
MiFID II	: Directive 2014/65/EU of The European Parliament and of The Council of 15 May 2014
TMK	: 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi
MKS	: Merkezi Kaydi Sistem
par.	: Paragraf
PDMK	: Projeye dayalı menkul kıymet
PDMK Tebliği	: III-61/B.1 numaralı Projeye Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği
RG	: Resmî Gazete
s.	: Sayfa

SchVG	: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen
SPAN	: Sermaye piyasası aracı notu
SPAS Tebliği	: II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Takasbank	: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCK	: 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TK1926	: 865 sayılı Ticaret Kanunu
TemMK	: Teminatlı menkul kıymet (varlık veya ipotek teminatlı menkul kıymet)
TemMK Tebliği	: III-59.1 numaralı Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TYS	: Teminat yönetim sözleşmesi
TYS Tebliği	: II-31/B.1 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ
VAP	: Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu
vd.	: Ve devamı

VDMK	: Varlığa dayalı menkul kıymet
VFF	: Varlık finansmanı fonu
VİDMK	: Varlığa veya ipoteye dayalı menkul kıymet
VİDMK Tebliği	: III-58.1 numaralı Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği
VKŞ	: Varlık Kiralama Şirketi
VTemMK	: Varlık teminatlı menkul kıymet
YBA Rehberi	: Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi (i-SPK 128.18 (24/02/2022 tarih ve 10/296 s.k.) sayılı İlke Kararı, SPK Bülten No: 2022/10, 24.02.2022)

GİRİŞ

Özel sektör borçlanma aracı sahiplerinin hukuken korunması, borçlanma araçlarından doğan risklerin azaltılmasının veya bertaraf edilmesinin önemli bir aracıdır. Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet eden hukuki kurumlar ile risk getiri dengesinin istenen düzeye getirilmesi sağlanabilecektir.

Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasının incelenmesi, borçlanma araçlarına ilişkin çeşitli belirlemelerin yapılmasını gerekli kılmaktadır. Gerek dünyada gerekse Türkiye’de sermaye piyasalarının oluşumu ilk olarak borçlanma araçları etrafında şekillenmiştir. Her ne kadar uzunca bir geçmişi olsa da borçlanma araçlarını ifade etmek için hem yürürlükteki mevzuatta ve uygulamada terim birliği bulunmamakta hem de kullanılan terimlerin kapsamı hususunda uzlaşmamaktadır. Bu nedenle çalışmada ilk olarak kavram sorunu giderilmeye çalışılmıştır.

Borçlanma araçlarının ekonomik ve hukuki niteliğinin ortaya konması, borçlanma araçlarının ne olduğu sorusunun cevaplanabilmesi bakımından zorunludur. İhraççı ve borçlanma aracı sahipleri açısından farklı ekonomik fonksiyonları bulunan borçlanma araçları, menkul kıymet ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı niteliği taşımaktadır. Borçlanma araçlarının özellikleri, kaydi menkul kıymetlere ilişkin durumun irdelenmesi ile ortaya konulabilecektir. Sermaye piyasası araçlarının bir türü olan borçlanma araçlarının diğer bir sermaye piyasası aracı türü olan türev araçlardan ayrıştırılması gereklidir. Borçlanma araçları, sıklıkla bir sözleşme olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın borçlanma araçlarının hukuken bir sözleşme niteliğinde olup olmadığı ve değilse temelindeki hukuki ilişkinin ne olduğunun belirlenmesi son derece önemlidir.

Borçlanma araçlarına ilişkin “ne” sorusu cevaplandıktan sonra “nasıl” sorusuna cevap bulabilmek adına borçlanma araçlarının ihraç süreci ele alınmaktadır. İhraç sürecinde ilk olarak kimlerin borçlanma aracı ihraç edebileceği belirlenmelidir. Kurumsal finansmanın bir yöntemi olan borçlanma aracı ihracını, ticaret şirketlerinden hangilerinin gerçekleştirebileceği özellikle de anonim şirket dışındaki sermaye şirketlerinin borçlanma aracı ihraç edip edemeyeceği cevap bekleyen sorulardır. İhraca ilişkin yetkili organ kararından satışa kadarki ihraç aşamaları çalışmada ele alınmaktadır.

Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasının gerekliliği, sorgulanması gerekli bir konudur. Ne tür risklere karşı koruma sağlanacağı ortaya konulurken, korumanın esasen nasıl bir işlev yerine getirdiği de çalışmada değerlendirilmektedir. Bu bağlamda detaylı olarak incelenecek koruma mekanizmaları ve neden bunların tercih edildiği belirtildikten sonra bu mekanizmaların ayrıntıları ele alınmaktadır. Borçlanma aracı sahiplerini şu veya bu şekilde koruyan hukuki kurumlar son derece çeşitlidir. Buna karşın, bu çalışmada mercek altına alınan koruma mekanizmaları ya borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına özgülenmiş ya da borçlanma aracı sahiplerinin korunması anlamında hususiyet taşımakta olanlardır.

İncelenen koruma mekanizmalarından ilki SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği ile yasal dayanağına kavuşmuş olan ve borçlanma aracı sahiplerinin kolektif karar almasına hizmet eden borçlanma aracı sahipleri kuruludur. BASK’ın iki türü ortaya konulduktan sonra her iki tür için ayrı ayrı değerlendirmelerin yanı sıra başta BASK kararlarının hükümsüzlük hâlleri olmak üzere her iki BASK türü için ortak olan belirli konular birlikte ele alınmaktadır. Borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsiline özgülenmiş BAST kurumunun da ayrıca üzerinde durulmaktadır.

Borçlanma araçlarının SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği hükümleri kapsamında teminatlı ihracı birçok açıdan yenilikler getirmektedir. Bu kapsamda ilk olarak bu teminat sisteminin genel işleyişi ve teminata konu olabilecek varlıklar üzerinde durularak isimli bir sözleşme olan teminat yönetim sözleşmesine ilişkin detaylar değerlendirilmektedir. TYS bağlamında kanun koyucunun SPKn m. 31/B hükmünün ihdas edilmesine ilişkin gerekçede belirttiği, trust kurumunun Türk sermaye piyasası hukukuna kazandırılması amacının gerçekleşip gerçekleşmediği test edilmiştir.

Özellikle kredi sözleşmeleri bağlamında başvurulmuş taahhütler, yurt içinde ihraç edilen borçlanma araçları bağlamında pek tercih edilmeseler de borçlanma aracı sahiplerini koruma potansiyeli oldukça yüksek hukuki araçlardır. Bunlara aykırılığın sonuçlarıyla birlikte borçlanma aracı sahiplerinin ihraççı şirketin yönetimine ilişkin alınacak kararlara etki edebilme imkânı ve bir menfaat sahibi grubu olarak borçlanma aracı sahiplerinin kurumsal yönetimdeki konumu tetkik edilmektedir. Ayrıca, borçlanma araçlarının barındırdığı riskin üçüncü kişilere devredilmesine yarayan, sözleşmesel nitelikte başkaca olanaklar da bulunmaktadır.

Açıklananlar kapsamında bu çalışmanın amacı, Türk hukukunda borçlanma aracı sahiplerinin hukuken korunmasına hizmet eden belirli mekanizmaları değerlendirmektir. Bunun yapılabilmesi için bizatihi borçlanma araçlarına ilişkin belirlemelerin yapılması gerekmektedir. Sonrasında ise borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet eden hukuki kurumlar irdelenerek cevap bekleyen hususlar netleştirilecektir. Bu netleştirme yapılırken Türk hukukundaki ve yabancı hukuk düzenlerindeki benzer nitelikteki çeşitli hukuki müesseselerden istifade edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARAÇLARI

§1. BORÇLANMA ARAÇLARININ KAVRAM OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ VE NİTELİĞİ

I. BORÇLANMA ARAÇLARININ ORTAYA ÇIKIŞI

A. İlk Örneklerin Tespitinin Önemi

Sermaye piyasalarının temelleri, ilk sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkması ile Orta Çağ'da İtalya'da atılmıştır.¹ Kullanılan ilk sermaye piyasası araçları, Venedik şehir devleti tarafından çıkarılan borçlanma araçlarıdır.² Gerek dünyadaki gerekse ülkemizdeki ilk kullanımlarından beri borçlanma araçları oldukça gelişmiş ve çeşitlenmiştir. Ancak bugün dünyada ve ülkemizde kullanılan borçlanma araçlarının temel mantığı özünde aynıdır. Borçlanma araçları, başlangıçta esasen kamunun borçlanmasının bir yöntemi olarak kullanılmış olsa da günümüze kadar uzanan süreçte özel sektör tarafından da önemli bir finansman kaynağı hâline gelmiştir.³ Borçlanma araçlarının mantığının daha iyi anlaşılabilmesi için, ilk borçlanma araçlarının ortaya

¹ Bu yönde bkz. Goetzmann, W.N.: Money Changes Everything: How Finance Made Civilization Possible, Princeton 2017, s. 225-232; Michie, R.C.: The Global Securities Market: A History, 1. Baskı, New York 2006, s. 17. Ayrıca bkz. Memiş, T. ve Turan, G.: Sermaye Piyasası Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2020, s. 19.

² Michie, s. 17.

³ 2023 sonu itibarıyla mevcut toplam borçlanma aracı stoğu en yüksek olan beş ülke ile Türkiye'nin toplam borçlanma aracı stokları ve bu stoklar içerisinde özel sektör borçlanma araçlarının oranları şu şekildedir (milyar ABD Doları): Amerika Birleşik Devletleri – 55.299 (%46,3), Çin – 22.914 (%55,2), Japonya 11.496 (%25,6), Fransa – 6.154 (%49,0), Birleşik Krallık – 5.841 (%48,1), Türkiye – 252 (%19,4). İlgili istatistikler için bkz. Bank for International Settlements: *Summary of debt securities outstanding*, BIS Data Portal, erişim 06 Ağustos 2024, https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards/BIS,SEC_C1,1.0.

ıkmasında etkili olan faktörlerin ve söz konusu araçların etkilerinin kısaca açıklanması yerinde olacaktır.

B. Yabancı Hukuk Sistemlerinde

1. Borçlanma Araçlarının İlk Örnekleri

Venedik, kuruluşundan itibaren Bizans İmparatorluğu ile yakın ilişkiler kuran bir şehir devleti olmuştur. Birçok *doge*⁴, Venedik'teki görevine başlamadan, Bizans İmparatorluğu'nun başkenti olan, o zamanlar Konstantinopolis olarak adlandırılan İstanbul'u ziyaret ederek müstakbel makamlarına ilişkin Bizans İmparatorluğu'nun tasdikiyle ve çeşitli soyluluk unvanları almıştır. Bazı *dogeler*, erkek çocuklarını eğitim almaları için Bizans'a göndermişlerdir. Bizans İmparatorluğu ile sahip olduğu bu yakın ilişkiler dolayısıyla Venedik, ticari alanda birçok avantaj elde etmiştir. Örneğin, Bizans'ın Venediklilere uyguladığı gümrük vergileri önemli ölçüde azaltılmış ve bir noktadan sonra sıfırlanmıştır.⁵ 1082'de, Bizans İmparatoru Alexios Komnenos, Normanlar'ın Arnavutluk'a saldırısı sırasında sağladığı destek nedeniyle Venedik'e, Bizans İmparatorluğu'nun çoğunluğunda ticaret özgürlüğü ve tüm ticari vergilerden muafiyet gibi ayrıcalıklar bahsetmiştir. Ayrıca, Konstantinopolis'te bir semt de kilisesi, binaları ve iskeleleriyle beraber Venedikliler'e verilmiştir.⁶

⁴ Ölene kadar görev yapan ve halk tarafından seçilen Venedik hükümdarlarına *doge* denmektedir. Venedik'te ilk *doge* 697 yılında seçilmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Thorndike, L.: The History Of Medieval Europe, 1917, s. 342, <http://archive.org/details/historyofmedieva013995mbp>.

⁵ Thorndike, s. 343.

⁶ Ducellier, A.: *The death throes of Byzantium: 1080-1261*, içinde The Cambridge Illustrated History of the Middle Ages 950-1250, ed. Robert Fossier, çev. Stuart Airlie ve Robyn Marsack, The Cambridge Illustrated History of the Middle Ages, Cambridge, UK 1993, s. 505.

Ceneviz ve Pisa gibi diğer İtalyan şehir devletleri, Bizans ile sahip olduğu yakın ilişkiler dolayısıyla Venedik'in daha kolay erişebildiği, İtalya'nın doğusundaki pazarlara erişim için Venedik'le yarışa girmiştir. Bu rekabet, 1100 yılında Venedik'in Rodos yakınlarında Ceneviz filosuna saldırmasıyla doruğa ulaşmış ve yüzyıllar sürececek bir denizcilik mücadelesi başlamıştır.⁷ Her ne kadar Venedik'e birçok ayrıcalık verilmiş olsa da Venedik'in tekeli bir nebze kırmak için rakiplerine de Bizans tarafından bazı ayrıcalıklar tanınmıştır. Örneğin, Pisalılar için 1111'de gümrük vergisinde indirim yapılmıştır.⁸ Hâlihazırdaki görece avantajlı konumunu kaybetmek istemeyen Venedik, Bizans İmparatorluğu üzerinde baskı kurmak ve rakiplerinin Bizans topraklarındaki gücünü kırmak amacıyla Bizans'a ait Ege'deki adalara 12. yüzyılda sefer düzenlemiş ve rakiplerine ait Konstantinopolis'teki semtleri yağmalamıştır.⁹

Venedik 1171'de, Bizans'ın otoritesine meydan okuyarak Konstantinopolis'te Cenevizlilere ait semti yağmalamıştır.¹⁰ Bunun üzerine, Bizans İmparatoru Manuel, imparatorluktaki tüm Venedikli tacirlerin tutuklanmasını emretmiş ve bu tacirlerin doğu ile olan ticaretlerinde kullanmak maksadıyla yoğunluklu olarak Konstantinopolis'te bulundurdıkları malvarlıklarının tamamına el koymuştur.¹¹ Bu olay, Venedik açısından siyasi olduğu kadar mali de olan bir krize neden olmuştur. Venedikli tacirleri ve mallarını Bizans'tan kurtararak bu krizi çözmek maksadıyla Venedik, 120 gemiden oluşan bir donanma meydana getirmiştir. Venediklilerin oldukça önemli miktarda malvarlığının Bizans'ta yer alması ve

⁷ Goetzmann, s. 226.

⁸ Ducellier, s. 505.

⁹ Ducellier, s. 506-507.

¹⁰ Söz konusu nedenin uydurma olduğu hakkında bkz. Goetzmann, s. 229.

¹¹ Ducellier, s. 507.

Bizans'ın el koyması neticesinde söz konusu varlıklara erişilememesi nedeniyle bu donanmanın finansmanı, vatandaşlardan varlıklarına oranlanmış şekilde zorla borç alınması suretiyle 1172'de¹² sağlanmıştır. Her ne kadar zorla alınmış olsa da bu yöntemi özgün kılan ve ona vergi değil borç niteliği kazandıran özelliği ise alınan borçlar karşılığında vatandaşlara yıllık %5¹³ faiz getirisi olan ve belirli bir vadesi olmayan *prestiti* adı verilen devredilebilir nitelikteki tahvillerin verilmiş olmasıdır.¹⁴ Gerekli kaynağın, alınan vergi miktarının artırılması şeklinde o çağlarda birçok ülkede alışlagelmiş yöntemle değil de halktan borçlanmak suretiyle toplanmasının temel nedeni olarak ise devlet otoritesinin görece güçsüz bir yapıda olması gösterilmektedir.¹⁵

Venedik, 1262'de farklı şartlar ve özellikler taşıyan mevcut borçlarının tamamını bir fon altında konsolide etmek suretiyle yapılandırmıştır.¹⁶ *Monte Vecchio* olarak bilinen bu fon, alacaklılarına yine *prestiti* olarak adlandırılan ve itibari değeri üzerinden yıllık %5 faiz getirisi olan tahviller vermiştir.¹⁷ Bu tahvilleri elinde

¹² 1171'de olduğu yönünde bkz. Thorndike, s. 343; Pezzolo, L.: *Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250-1650*, içinde *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, ed. William N. Goetzmann ve K. Geert Rouwenhorst, Oxford ; New York 2005, s. 147; Dematos, D.: *Venice's Fiscal Restructurings*, The Tontine Coffee-House: A History of Finance, <https://tontinecoffeehouse.com/2020/05/04/venices-fiscal-restructurings/>. 11. yüzyılda olduğu yönünde bkz. Siems, M.M.: *The Foundations of Securities Law*, SSRN Electronic Journal, 2008, s. 4, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1089747>.

¹³ Faiz oranının yıllık %4 olduğu yönünde bkz. Thorndike, s. 343.

¹⁴ Michie, s. 17; Goetzmann, s. 229-230.

¹⁵ Goetzmann, s. 141-142.

¹⁶ Mueller, R.C.: *The Venetian Money Market*, Open access edition, Baltimore 2019, s. 456-457, <https://doi.org/10.1353/book.68456>. *Monte Vecchio* böylesi bir borç konsolidasyonunun da bilinen ilk örneğidir. Bu konuda bkz. Fratianni, M.U. ve Spinelli, F.: *Did Genoa and Venice Kick a Financial Revolution in the Quattrocento?*, Oesterreichische Nationalbank Working Papers, 2006, S. 112, s. 17, <https://ssrn.com/abstract=956328>; Fratianni, M.U. ve Spinelli, F.: *Italian city-states and financial evolution*, *European Review of Economic History* 2006, C. 10, S. 3, s. 263.

¹⁷ Lane, F.C.: *Venice and History: The Collected Papers of Frederic C. Lane*, Open access edition, Hopkins Open Publishing Encore Editions, Baltimore 2019, s. 87, <https://muse.jhu.edu/book/71823/pdf>.

bulunduranlar, itibari değeri üzerinden yıllık %5¹⁸ faizi iki eşit taksitte alma hakkına sahip olmuştur.¹⁹ Her ne kadar *prestiti* ihracında vatandaşların rızası aranmamışsa da Monte Vecchio ile tüm alacakların belirli bir standarttaki senede bağlanması sonucunda bu tahvillerin alınıp satıldığı Rialto Pazarı olarak bilinen ikincil bir piyasa oluşmuştur.²⁰ Rialto Pazarı, ilk borçlanma aracı pazarı ve ilk finansal merkez olma özelliğini taşımıştır.²¹ Dolayısıyla, finansal piyasaların temellerinin borçlanma araçları ile atıldığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Bugün Irak sınırları içerisinde yer alan Nippur bölgesindeki arkeolojik çalışmalarda ortaya çıkarılan, M.Ö. 2400 dolaylarında çivi yazısıyla yazılmış, tahıl teslimini konu alan taş yazıtın tarihteki ilk borçlanma aracı örneği olduğu da iddia edilmiştir.²² Ancak söz konusu bulgunun ilk borçlanma aracı olduğunu söylemek güçtür. Söz konusu tablet, eski çağlarda faizli olarak tahıl ödücüne ilişkin bir sözleşme örneği olsa da borçlanma aracı özelliği kazandıracak nitelikleri haiz değildir. Bu nedenledir ki kaynakların ekseriyetinde ilk borçlanma aracının 12. yüzyılda Venedik'te ortaya çıktığı belirtilmektedir. Nitekim, söz konusu tablete ilişkin kayıtlar sözleşme olarak tasnif edilerek yayımlanmıştır.²³

¹⁸ %5 faiz oranının yıllık değil Mart ve Eylül aylarında olmak üzere 6 aylık iki dönem için olduğuna ilişkin bkz. Dematos.

¹⁹ Mueller, s. 459.

²⁰ Goetzmann, s. 230-231.

²¹ Goetzmann, s. 222.

²² Cummans, J.: *A Brief History of Bond Investing*, BondFunds.com, <http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/bondfunds.com>; Hilton, S.: *Corporate Bonds: A History of Beneficial Investment*, AG Chemi Group Blog, <https://blog.agchemigroup.eu/corporate-bonds-a-history-of-beneficial-investment/#:~:text=Modern%20corporate%20bonds%20began%20to,public%20for%20sale%20and%20trading.>; Hayes, A.: *The Bond Market (aka Debt Market): Everything You Need to Know*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/b/bondmarket.asp>; Shetty, S.K.: *Liquidity Credit Puzzle, Defect of Risky of corporate Bonds in India*, International Journal of Scientific Development and Research 2022, C. 7, S. 9, s. 622.

²³ Bu tasnife ilişkin bkz. Stone, E.C.: *Old Babylonian Contracts from Nippur I*, Microfiche archives - Oriental Institute of the University of Chicago ; v. 1, Chicago 1976, s. 3.

2. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunmasına Yönelik İlk Hukuki

Düzenleme

Borçlanma aracı sahiplerinin korunması açısından ortaya konulan ilk mekanizma da Venedik'te ortaya çıkmıştır. 1262'de, Venedik Büyük Konseyi (*Consilium Sapientium*) fermanıyla vergi gelirlerinin ilk olarak aylık 3.000 Venedik lirası kadarlık kısmının Venedik devleti için ayrılacağı, bu miktarı aşan kısmın ise öncelikli olarak *Monte Vecchio* kapsamındaki *prestitiler*den doğan faiz ödemeleri için kullanılacağı ve ancak faiz ödemeleri tamamlandıktan sonra artan vergi gelirlerinin mevcut ve gelecekteki savaşları finanse etmek için kullanılabileceği hükme bağlanmıştır.²⁴ Söz konusu bu ferman ile borçlanma aracı sahiplerini koruyan bilinen en eski hukuki düzenleme de böylece varlık kazanmıştır.

3. İlk Özel Sektör Borçlanma Aracı

Şirketler tarafından çıkartılan borçlanma araçlarından bahsedilebilmesinin ön koşulu, pek tabii şirketlerin ortaya çıkmış olmasıdır. Özel sektör tarafından ihraç edilen, bilinen ilk borçlanma araçları ise menkul kıymetler anlamında birçok ilke imza atan Hollanda Doğu Hindistan Şirketi (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, VOC) tarafından çıkartılmıştır. İlk anonim şirketin ne zaman ve nerede ortaya çıktığı hususu tartışmalı²⁵ olsa da modern anonim şirketin en eski örneklerinden olan VOC; ilk pay senedi, pay sahipleri için şirket borçlarından sınırlı sorumluluk ve yönetim kurulu

²⁴ Pezzolo, s. 145; Dematos.

²⁵ Bu tartışmaya ilişkin bkz. Micklethwait, J. ve Wooldridge, A.: *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*, 2003 Modern library ed, Modern Library chronicles, New York 2003, s. 18; Malmendier, U.: *Roman Shares*, içinde *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, ed. William N. Goetzmann ve K. Geert Rouwenhorst, Oxford ; New York 2005, s. 32; Siems, s. 4; Dari-Mattiacci, G. vd.: *The Emergence of the Corporate Form*, SSRN Electronic Journal, 2013, s. i, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2223905>.

üyeleri için şirket borçlarından sınırlı sorumluluk gibi modern anonim şirketin yapı taşı sayılabilecek birçok ilki gerçekleştirmiştir.²⁶ 1602’de²⁷ kurulan VOC, kuruluşundan görece kısa süre sonra ilk özel sektör borçlanma aracını ihraç eden şirket olmuştur. Bilinen en eski borçlanma araçları olarak 1622 ve 1623’te ihraç edilen VOC tahvilleri gösterilmektedir.²⁸ Ancak şirket arşivlerindeki kayıtlardan anlaşıldığı üzere, şirketin bilinen ilk borçlanma aracı ihracı 1621’de gerçekleşmiştir.²⁹

C. Türkiye’de

Dünyada olduğu gibi Türkiye’de de sermaye piyasalarının ve sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkışı borçlanma araçları ile gerçekleşmiştir.³⁰ Venedik’tekine benzer şekilde ülkemizdeki ilk borçlanma aracı ihracı devletin borçlanması ile ortaya çıkmıştır. 1853-1856 yılları arasında Osmanlı İmparatorluğu’nun Rus İmparatorluğu’na karşı taraf olduğu Kırım Savaşı, Osmanlı üzerindeki mali yükü artırmıştır. Bu mali yükün altından kalkabilmek için borçlanma yoluna gidilmiştir. Söz konusu borçlanmalar farklı yöntemlerle ve farklı kaynaklardan sağlanmıştır. Bu kapsamda modern borçlanma araçlarının Osmanlı’daki ilk örneği olarak 1854’te “esham-ı mümtâze” ihraç edilmiştir.³¹ Çeşitli itibari değerlerde

²⁶ Braudel, F.: *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century, Volume II: The Wheels of Commerce* C. 2, Berkeley 1992, s. 100-101.

²⁷ Michie, s. 25; Siems, s. 5.

²⁸ Bunun nedeni, söz konusu ihraçtan günümüze ulaşan borçlanma araçlarının bulunmasıdır. Yale Üniversitesi Dijital Koleksiyonu’nda bulunan söz konusu borçlanma aracı için bkz. *Bond issued by the Dutch East India Company, printed form, completed in ms*, Yale University Library, erişim 23 Kasım 2022, <https://collections.library.yale.edu/catalog/2005119>. Hilton.

²⁹ Gelderblom, O., De Jong, A., ve Jonker, J.: *The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1623*, *The Journal of Economic History* 2013, C. 73, S. 4, s. 1063, 1071.

³⁰ Memiş ve Turan, s. 22. Ayrıca bkz. Kazgan, H.: *Tarih Boyunca İstanbul Borsası*, İstanbul 1995, s. 48-71; Kazgan, H.: *Galata Bankerleri*, İstanbul 1991, s. 25-26, 52-62; Kazgan, H.: *Osmanlı’dan Cumhuriyet’e Türk Bankacılık Tarihi*, İstanbul 1997, s. 116-117.

³¹ Memiş ve Turan, s. 22; Aydın, A.F., İzgöer, A.Z., ve Arıcan, T.: *Kağıttan Kayda Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Dijitalleşme Yolculuğu: Merkezi Kayıt Kuruluşu*, ed. Ekrem Arıcan ve Abdurrahim Fahimi Aydın, İstanbul 2021, s. 46, <https://www.mkk.com.tr/dijital-yolculuk>. 1840’ta tedavüle çıkartılan ve “kaime” olarak adlandırılan Osmanlı’daki ilk kâğıt paraların yıllık %8 faiz de

hamiline düzenlenen bu borçlanma araçları yıllık %10 faizle 3 yıl vadeli olarak çıkartılmıştır.³² Esham-ı mümtâze ihracını takip eden dönemlerde, farklı isimlerde ve farklı özelliklerde çeşitli borçlanma araçları da ihraç edilmiştir.³³ Esham-ı mümtâze ihracından kısa süre sonra yine 1854'te, ilk defa yurt dışı piyasalarda yabancı para cinsinden tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir.³⁴ Türkiye'deki ilk özel sektör borçlanma

getirmeleri dolayısıyla tahvil olarak kabul edilmesi gerektiği öne sürülmüştür. Bu konuda bkz. Pamuk, Ş.: 100 Soruda Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500-1914, 2. Baskı, İstanbul 1990, s. 186; Pamuk, Ş.: Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500-1914, 4. Baskı, İstanbul 2007, s. 229; Soydemir, S.: *Borç Yığının Kamçısı mıdır? Osmanlı Devleti'nin Borçlanması ve Borçlanma Araçları*, Ekonomi-tek 2019, C. 8, S. 3, s. 31. Aynı yönde bkz. Tanör, R.: Türk Sermaye Piyasası C. II, 1. Baskı, İstanbul 2000, s. 38. "Kaime-yi Muteberiyi" isimli kaimelerin 1839'da %6 faizle piyasaya sürüldüğü ve Osmanlı Devleti'nin "ilk iç borç tahvilleri" olduğu yönünde bkz. Kazgan, İstanbul Borsası, s. 50. 1839'da ihraç edilen "Kaimeyi Mutebereyi Nakdiye"nin, 8 sene vadesi olup %8 faiz getirdiği yönünde bkz. Kazgan, Galata, s. 25; Kazgan, H.: Osmanlı'da Avrupa Finans Kapitali, İstanbul 1995, s. 74-75. Kaimenin, eshamın daha gelişmiş şekli ve bir tür tahvil olduğu yönünde bkz. Yetiş Doğan, E.G.: *Osmanlı İç Borçlanma Sisteminde Modernleşme (1839-1881)*, (Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, 2021), s. 87-88, <http://nek.istanbul.edu.tr:4444/ekos/TEZ/ET002741.pdf>. "Esham" kelimesi "paylar, hisseler" anlamına gelmektedir. Nitekim ülkemizdeki ilk ticaret kanunu olan Kaanunnâme-i Ticâret m. 25'te de kavram buna uygun kullanılmıştır. Söz konusu kullanım için bkz. Gürzumar, F. ve Gürzumar, T.: Kanunnâme-i Ticâret ve Zeyilleri, Ankara 1962, s. 48. Bununla birlikte bir finans terimi olarak esham, 1768-1774 Osmanlı-Rus Savaşı ile daha da kötüleşen Osmanlı'nın finansal durumunu düzeltmek için 1775'de uygulanmaya başlanan uzun süreli iç borçlanma sistemini ifade etmektedir. Söz konusu sistem, borçlanma aracına benzer özellikler taşısa da eshamın borçlanma aracı olduğunu söylemek özellikle satışının kaydıhayat şartıyla yapılması ve devirlerinin engellenmesi nedeniyle güçtür. Esham hakkında detaylı bilgi için bkz. Cezar, Y.: Osmanlı Maliyesinde Bunalım ve Değişim Dönemi (XVIII. yy dan Tanzimat'a Mali Tarih), Ankara 1986, s. 79-88; Genç, M.: *Esham*, içinde TDV İslâm Ansiklopedisi, İstanbul, <https://islamansiklopedisi.org.tr/esham>; Pamuk, Ş.: A Monetary History of the Ottoman Empire, Cambridge Studies in Islamic Civilization, Cambridge 2000, s. 190-192; Akar, Ş.K.: *Osmanlı Devleti'nde Kısa ve Uzun Vadeli İç Borçlanmanın Gelişimi*, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası 2001, C. 51, S. 2, s. 101-102; Pamuk, Osmanlı-Türkiye, s. 169; Pamuk, Ş.: Osmanlı Ekonomisi ve Kurumları, çev. Gökhan Aksay, 4. Baskı, İstanbul 2013, s. 14-15. Özdemir, eshamı "hisse senedi" olarak açıklamıştır. Buna ilişkin bkz. Özdemir, B.: Osmanlı Devleti Dış Borçları, 2. Baskı, Ankara 2010, s. 10, <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/09/Osmanli%C4%B1-Devleti-D%C4%B1%C5%9F-Bor%C3%A7lar%C4%B1.pdf>. Eshamın 17. yüzyılda Hollanda kentleri tarafından çıkarılan *annuity* ve 1984'te Türk hukukuna getirilen gelir ortaklığı senedi ile benzerliğine ilişkin bkz. Soydemir, s. 30. 1810'da çıkartılan ve "cihadiyye eshamı" olarak adlandırılan esham türü kaydıhayat şartı taşımayıp tedavül imkânına sahiptir. Pamuk, söz konusu esham türünün savaş bonolarının Osmanlı'daki ilk örneği olduğunu öne sürmüştür. Bu nedenle, Osmanlı'daki ilk borçlanma aracı olarak bu esham türünün değerlendirilemeyeceği de tereddütsüz söylenemez. Bu konuda bkz. Cezar, s. 240-241; Pamuk, Monetary History, s. 195, 198; Pamuk, Kurumlar, s. 125-127; Özcan, A.: *İlâne*, içinde TDV İslâm Ansiklopedisi, İstanbul, s. 229; Pamuk, Osmanlı-Türkiye, s. 171.

³² Aydın, İzgöer, ve Arıcan, s. 46-47; Yetiş Doğan, s. 38, 97.

³³ "Tahvilat-ı mümtâze", "sergi", "esham-ı cedide", "esham-ı umumiyye" ve "dahili istikraz tahvilleri" gibi çeşitli şekillerde adlandırılan çeşitli borçlanma araçlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Aydın, İzgöer, ve Arıcan, s. 47-49; Akar, s. 103-105; Özdemir, Osmanlı Devleti Dış Borçları, s. 58; Ortağ, E.: Osmanlı İmparatorluğu'nda Bankacılığın Gelişimi ve Regülasyon, İstanbul 2018, s. 29; Yetiş Doğan, s. 87-128.

³⁴ Pamuk, 100 Soruda, s. 188; Pamuk, Osmanlı-Türkiye, s. 230; Pamuk, Kurumlar, s. 144-145; Aydın, İzgöer, ve Arıcan, s. 49. Söz konusu ihracın tahvilden ziyade "varlık karşılığında yapılmış bir menkul

aracı ihracının ne zaman ve hangi koşullar altında gerçekleştirildiği tam olarak belirli olmamakla birlikte, Dersaadet Tahvilat Borsası’nda işlem gören araçlar arasında “tiyatro ve sinema şirketlerinin, kasapların ve peynircilerin” çıkardıkları borçlanma araçlarının bulunduğu belirtilmektedir.³⁵ İlk örnekleri Osmanlı İmparatorluğu döneminde ortaya çıkan borçlanma araçlarının Türkiye Cumhuriyeti’nde kullanım yoğunluğu zaman içerisinde değişmekle birlikte günümüze kadar devam etmiştir.³⁶

II. KAVRAM SORUNU

A. Terim Seçimi

TTK’da anonim şirket kısmının menkul kıymetlere ilişkin yedinci bölümündeki üçüncü ayrımın başlığı “Borçlanma Senetleriyle Alma ve Değiştirme Hakkını İçeren Menkul Kıymetler”dir. TTK m. 504, “her çeşidi ile tahviller, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dâhil, diğer borçlanma senetleri” ifadesini kullanarak örnekleme yoluyla “borçlanma senetleri” kavramına nelerin girdiğini belirtmekte ve “diğer borçlanma senetleri”ni de anarak borçlanma senetlerinin yalnızca maddede sayılanlardan ibaret olmadığını vurgulamaktadır.³⁷ TTK m. 506’da türlerine değinmeksizin yine “borçlanma senetleri” terimine yer verilmektedir.

kıymetleştirmeye” benzediği yönünde bkz. Eğilmez, M.: *Osmanlı Dış Borçlanmasından Menkul Kıymetleştirmeye*, Mahfi Eğilmez, <https://www.mahfiegilmez.com/2017/06/osmanl-ds-borclanmasndan-menkul.html>. Nitekim, Mısır Eyaleti’nden alınan cizye gelirlerinin karşılık gösterilerek söz konusu borçlanma araçları yurt dışında ihraç edilmiştir. Buna ilişkin bkz. Özdemir, Osmanlı Devleti Dış Borçları, s. 49.

³⁵ Tanör, R.: *Türk Sermaye Piyasası C. I, 2. Baskı*, İstanbul 1999, s. 26.

³⁶ Türkiye’de sermaye piyasalarının, sermaye piyasası araçlarının ve borçlanma araçlarının günümüze kadar geçirdiği aşamalar ve gelişmeler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Tanör, *Sermaye Piyasası I*, I:s. 26 vd.; Tanör, *Sermaye Piyasası II*, II:s. 37 vd.; Karacan, A.İ.: *Sermaye Piyasası Hukuku - Yazılar - Cilt 1*, 2017, s. 1 vd.

³⁷ Nitekim madde gerekçesinde de “menkul değer niteliği taşıyan borçlanma senetleriyle, alma ve değiştirme hakkını haiz senetleri” denilerek madde metninde alma ve değiştirme hakkını haiz

SPKn m. 3/1/o hükmünde menkul kıymetler örnekleme yoluyla iki başlık hâlinde sayılırken, ikinci başlıkta “borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları” ifadesi kullanılmıştır. TTK m. 504’teki borçlanma senedi kavramı ile SPKn’daki anılan borçlanma aracı kavramının eş anlamlı kullanılmış olduğuna şüphe yoktur. Zira, TTK m. 504’te gerek madde metninden gerek madde gerekçesinden gerekse de maddenin kanundaki konumundan borçlanma senetlerinin menkul kıymet olduğu anlaşılmakta, SPKn m. 3/1/o’da ise menkul kıymetlerin temel türlerinden birisi olarak borçlanma araçları anılmaktadır.

Bunların yanı sıra, SPKn m. 31’in kenar başlığı ile birinci ve üçüncü fıkraları “borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçları” şeklindeki ibareyi barındırmaktaysa da söz konusu maddenin birinci ve dördüncü paragrafı “borçlanma aracı” terimine yer vermektedir. Görüldüğü üzere farklı kanunlarda ya da aynı kanunun farklı hükümlerinde değil, bir kanun maddesinin aynı fıkrasında bile farklı terimlerin kullanıldığı örnekler mevcuttur. Her ne kadar anılan iki kullanım *prima facie* aynı anlama geliyor gibi gözükse de durumun böyle olduğu tereddütsüz söylenememektedir.³⁸ İzleyen hüküm olan SPKn m. 31/A’da ise bu kavramlardan yalnızca “borçlanma aracı”na yer verilmektedir.³⁹ SPKn’nın SPK’ya ilişkin esasları konu alan yedinci kısmındaki “Yasaklar” kenar başlıklı m. 121/2’de ise “borçlanmaya

senetlerden önce sayılanların tamamının borçlanma senetleri içerisinde değerlendirildiği doğrulanmaktadır. Ayrıca, gerekçedeki söz konusu ifade borçlanma senetlerinin menkul kıymet niteliğinin de altını çizmektedir.

³⁸ Özellikle SPK düzenlemelerindeki çeşitli kullanımlar, borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ve borçlanma aracı kavramlarının ayrışmasına neden olur özelliktedir. Bu konuda bkz. §1.II.B.2 Mevzuattaki Kapsam.

³⁹ SPKn m. 31’de borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası aracı terimi de borçlanma aracı terimi de iki kere kullanılmaktadır. Buna karşın, SPKn m. 31/A hükmünde borçlanma aracı ifadesi çoğunlukla borçlanma aracı sahibi tamlamasında kullanılmakla birlikte toplamda yirmi iki kez kullanılmaktadır. Eğer borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası aracı ile borçlanma aracı terimleri eş anlamlıysa, borçlanma aracı kavramı yirmi iki defa tekrarlanırken borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası aracı ifadesinin bir kez bile kullanılmaması, bu iki kavramın eş anlamlı olmadığı yönündeki iddiayı güçlendirmektedir.

ilişkin araçlar” ifadesi geçmektedir.⁴⁰ Bunlara ek olarak yürürlükteki SPK düzenlemelerinde de farklı kavramlar bulunmaktadır. Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği⁴¹ m. 2’de, yatırım yapabilme derecesinin tanımı verilirken “borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası araçları” kavramı kullanılmaktadır. Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ⁴² m. 17-19 hükümleri ile bu maddelerin oluşturduğu bölümün başlığında “borçlanmayı ifade eden menkul kıymet” ifadesi bulunmaktadır. Veri Depolama Kuruluşuna Yapılacak Raporlamalara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (IV-87.1)⁴³ m. 15/A hükmünde “borçlanma aracı niteliğinde menkul kıymet” ifadesi yer almaktadır.

Görüldüğü üzere, yürürlükte olan ilgili mevzuatta geçen terimlerde yeknesaklık bulunmamaktadır. Ancak, bu çalışmanın da başlığında ifadesini bulan “borçlanma aracı” teriminin tercih edilmesi ve gelecekteki mevzuat değişikliklerinde bu kavram etrafında yeknesaklığın sağlanması isabetli olacaktır. Zira, “borçlanma senedi” şeklindeki kullanım, içerdiği senet ifadesi nedeniyle kavramı gerektiği gibi ifade edememektedir.⁴⁴ “Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçları”

⁴⁰ Burada belirtilen ifade “Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan borçlanmaya ilişkin olan araçlar” şeklinde kullanıldığından esasen kamu finansal araçlarına ilişkindir.

⁴¹ Seri: V, No: 34, RG 26.6.1998/23384.

⁴² Seri: V, No: 6, RG 31.1.1992/21128.

⁴³ RG 27.10.2018/30578.

⁴⁴ Borçlanma araçlarının kaydi olarak ihraç edilmeleri ve kıymetli evrak vasfı taşımayıp senet ile bağılılıkları olmaması nedeniyle söz konusu kullanım isabetli değildir. Detaylı bilgi için bkz. 0 SPKn m. 3/1/o hükmündeki menkul kıymet tanımında menkul kıymetler esasen iki grup şeklinde sayılmıştır. Bunlardan ilki pay ve pay benzeri menkul kıymetlerken diğeri ise borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerdir. TTK’da ise “Menkul Kıymetler” başlıklı bölüm altında pay ve borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler yanında m. 502-503 hükümlerinde intifa senetleri düzenlenmiştir. İntifa senetlerinin, SPKn m. 3/1/o hükmündeki iki tür menkul kıymet grubundan hangisinin kapsamında değerlendirileceği netleştirilmelidir. Her ne kadar intifa senetleri çeşitli açılardan borçlanma araçlarına benzerlik gösterebilseler de intifa senetlerini borçlanmayı temsil eden menkul kıymet türlerinden biri olarak değerlendirmek isabetli değildir. Çeşitli intifa senedi türleri arasından özellikle katılma intifa senetleri nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilmeleri dolayısıyla borçlanma araçlarına benzerlik göstermektedir. Ancak, Pay Tebliği m. 4/1/k hükmündeki katılma intifa senedi tanımında açıkça

ifadesi ise “borçlanma aracı” ifadesinden farksızdır. Nitekim, borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracının borçlanma aracı olmaması ya da borçlanma aracı niteliğinde olmayan sermaye piyasası aracının borçlanma aracı olması gibi bir durum söz konusu olamaz. Bu nedenle, kavramı daha az sözcükle ifade eden seçeneğin tercih edilmesi doğru olacaktır. Ayrıca, ihraççı şirketin sermaye piyasasından kaynak sağlamasının borçlanma yöntemiyle olması ve bu yöntemin aracını belirtmesi anlamında da “borçlanma aracı”, finansal açıdan da isabetli bir terimdir.⁴⁵ “Borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası aracı” ve “borçlanmayı ifade eden menkul kıymet” kavramları ise borçlanma aracının ne manaya geldiği belirlendikten sonra değerlendirilmesi gereken kavramlar olup borçlanma aracını da kapsayan daha geniş bir anlam taşımaları mümkündür.

B. Kavramın İçeriğinin Tespiti

1. Kavramın İçeriğinin Tespitinde Kullanılacak Kaynaklar

Temel terimin borçlanma aracı olduğu ve olması gerektiği sonucuna ulaşıldıktan sonra bu kavram ile ne ifade edildiğinin tespit edilmesi gerekmektedir. Ancak bu anlamda yapılacak değerlendirmenin sonucuna ulaşmak, terimin seçiminden daha zordur. Borçlanma aracı kavramının içine hangi unsurların girip hangi unsurların girmediğinin tespit edilmesi konusunda mevzuatın yanı sıra SPK’nın gerek

belirtildiği üzere, katılma intifa senetleri pay benzeri menkul kıymetlerdir. Bu nedenle menkul kıymet olsalar da intifa senetleri borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden birisi olarak değerlendirilemezler.

Kaydi Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları.

⁴⁵ Manavgat, Ç.: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s. 745.

düzenlemeleri gerekse de uygulama ve açıklamalarıyla birlikte öğreti ve uygulamadaki yaklaşımların değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

2. Mevzuattaki Kapsam

a. Genel Olarak

SPKn m. 3/1/o'daki menkul kıymet tanımından hareketle borçlanma aracı kavramı en geniş anlamıyla, paylar ve pay benzeri menkul kıymetler dışında kalan tüm menkul kıymetleri ifade etmektedir.⁴⁶ TTK m. 504'teki "borçlanma senedi" ifadesinin kullanımı da esasen bunu destekler nitelikte geniştir.

Borçlanma aracı, en dar anlamıyla ise BA Tebliği'nde ifadesini bulmaktadır. BA Tebliği m. 3/1/c'ye göre borçlanma aracı, ihraççıların BA Tebliği hükümlerine göre "borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını" ve BA Tebliği m. 34 kapsamında niteliği itibarıyla borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını ifade etmektedir. Buna göre, borçlanma araçları; tahviller, PDTler, DETler, finansman bonoları, kıymetli maden bonoları ve BA Tebliği m. 34 hükmüne göre bu kapsamda olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçlarından ibarettir.⁴⁷ Bu hüküm, SPKn'nun menkul kıymet kavramına yaklaşımına⁴⁸ benzer şekilde tüm unsurlarıyla

⁴⁶ Menkul kıymet kavramına ilişkin bkz. §1.IV.A Menkul Kıymet Niteliği. Bu noktada, depo sertifikalarının ayrı tutulması gerektiğinin altını çizmekte fayda vardır. Nitekim depo sertifikaları, SPKn m. 3/1/o hükmünden anlaşıldığı üzere bu sertifikalar haricindeki menkul kıymetlere ilişkin olan ve fonksiyonu diğer menkul kıymetleri temsil etmek olan menkul kıymetlerdir. Depo sertifikalarının fonksiyonlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Özkorkut, K.: Türk Hukukunda Depo Sertifikaları, Ankara 2003, s. 47-51.

⁴⁷ SPK'nın çeşitli düzenlemeleri de bu borçlanma aracı tanımını benimsemektedir. Bu kapsamda bkz. BASK Tebliği m. 3/1/c, TYS Tebliği m. 3/1/j, YBA Rehberi "B. Tanımlar" başlıklı kısım.

⁴⁸ Bu yaklaşıma ilişkin bkz. §1.IV.A.1 Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları.

borçlanma aracını açıklamak yerine esasen nelerin borçlanma aracı olduğunu belirtmektedir. Bu kapsamda; TemMK, VİDMK, kira sertifikası, PDMK, gayrimenkul sertifikası kavramları BA Tebliği’nde benimsenen borçlanma aracı kavramı dışında kalmaktadır.⁴⁹

Yukarıda anılan sermaye piyasası araçlarından TemMK bu noktada özellik arz etmektedir. Zira teminatlı menkul kıymetlerin durumu, BA Tebliği’nde borçlanma araçları arasında sayılmamakla birlikte VİDMK, PDMK, kira sertifikası ve gayrimenkul sertifikasından farklıdır. TemMK Tebliği m. 4/1’de TemMK’nın “borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası aracı” olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca, TemMK Tebliği m. 5/11’de söz konusu tebliğde düzenlenmeyen TemMK ihraçlarına ilişkin hususlarda niteliğine uygun düştüğü ölçüde SPK’nın borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemelerinin uygulanacağı belirtilmiştir. SPK tarafından hazırlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber⁵⁰ m. 3/1/e ve Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber⁵¹ m. 2/1/c’de varlık/ipotek teminatlı menkul kıymetlerin borçlanma aracı niteliğinde olduğu değerlendirileceği belirtilirken, YBA Rehberi’nin “Kapsam” başlıklı bölümünden anlaşıldığı üzere teminatlı menkul kıymetler borçlanma aracı türü

⁴⁹ Nitekim anılan sermaye piyasası aracı türleri, SPK’nın yürürlükteki çeşitli düzenlemelerinde borçlanma araçları kavramının içerisine girmeyen şekilde ayrıca belirtilmiştir. Buna ilişkin bkz. Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1) (RG 09.07.2013/28702) m. 27/2/e, m. 27/7/a; Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2) (RG 28.06.2013/28691) m. 5/6; Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) (RG 02.01.2014/28870) m. 18/3/b, h; Aracı Kurumlar Tarafından Yapılacak Repo ve Ters Repo İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-45.2) (RG 06.12.2015/29554) m. 6/1/ğ; Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1) (RG 11.07.2013/28704) m. 34/4; Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik (RG 13.03.2013) m. 5/3; Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber (i-SPK.4632 s.kn.17.3 (03.03.2016 tarih ve 7/223 s.k.) sayılı İlke Kararı, SPK Bülten No: 2016/7, 03.03.2016) m. 2, 3.2.7; Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber (i-SPK.52.4 (20.06.2014 tarih ve 19/614 s.k.) sayılı İlke Kararı, SPK Bülten No: 2014/18, 20.06.2014) m. 1.1, 3/2, 4.1.5, 4.2.9, 7.5, 12.4, EK/1.

⁵⁰ i-SPK.52.4 (20.06.2014 tarih ve 19/614 s.k.) sayılı İlke Kararı, SPK Bülten No: 2014/18, 20.06.2014.

⁵¹ i-SPK.4632 s.kn.17.3 (03.03.2016 tarih ve 7/223 s.k.) sayılı İlke Kararı, SPK Bülten No: 2016/8, 03.03.2016.

olarak değerdendirilmemektedir. BASK Tebliğı m. 7/1’de, TemMK’lar borçlanma araçlarından ayrı olarak değerdendirilmekle beraber; yine aynı hükümde TemMK sahiplerinin sahip olduğı borçlanma araçlarından bahsedilerek TemMK’ların sahiplerinin de Tertip BASK’ı oluşturacağı belirtilmiştir. Görüldüğü üzere, aynı hükümde bile TemMK’ların durumuna ilişkin iki farklı yaklaşımı da destekleyebilecek dayanak bulunmaktadır.

BA Tebliğı m. 9/13’te, İFK tarafından ihraç edilecek borçlanma araçları açısından ihraç limiti uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ⁵² m. 21’de İFK’nın aynı tebliğın 18. maddesinde belirtilen faaliyetler ve bunlara ilişkin iş ve işlemler haricinde faaliyette bulunamayacağı hüküm altına alınmıştır. Söz konusu tebliğ m. 18’e göre ise İFK’nın ihraç edebileceğı sermaye piyasası araçları esasen TemMK ve VIDMK’dır. Dolayısıyla, İFK’nın borçlanma aracı ihracından bahsedilmesi, TemMK ve VIDMK’nın borçlanma aracı olarak değerdendirildiğine işaret etmektedir. Ancak, BA Tebliğı m. 9/4/ç hükmünde borçlanma aracı kavramı, TemMK’ları dışlar şekilde kullanılmıştır.

**b. BA Tebliğı m. 34 Kapsamında Niteliğı İtibari ile Borçlanma Aracı
Olduğı SPK Tarafından Kabul Edilecek Sermaye Piyasası Araçları**

BA Tebliğı m. 3/1/c’deki borçlanma aracı tanımında borçlanma aracı türleri sayılmakla birlikte bu sayma sınırlandırıcı özellik göstermemektedir. Nitekim, BA Tebliğı m. 34 kapsamında SPK tarafından niteliğı itibari ile borçlanma aracı olduğı kabul edilen sermaye piyasası araçları da BA Tebliğı kapsamında borçlanma

⁵² (III-60.1), RG 17.7.2014/29063.

aracı olarak kabul edilecektir. Görüldüğü üzere sayılanlar dışında bir borçlanma aracından söz edebilmek için bir sermaye piyasası aracının belirli nitelikleri haiz olması aranmamış, BA Tebliği m. 34 kapsamında bu konudaki belirlemeyi yapmak SPK'nın değerlendirmesine bırakılmıştır.

SPK'nın bu doğrultuda yapacağı değerlendirmeye ilişkin kapsamı belirleyecek hüküm BA Tebliği m. 34'tür. Nitekim BA Tebliği m. 3/1/c hükmü, yalnızca bir sermaye piyasası aracının niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğunun SPK tarafından kabul edilmesini yeterli görmemiş, SPK'nın yapacağı değerlendirmenin BA Tebliği'nin 34. maddesi çerçevesinde olması gerektiğini vurgulamıştır. Bu kapsamda yapılacak değerlendirmeye esas teşkil edecek hüküm BA Tebliği m. 34/1'dir.⁵³ Bu hükümde, BA Tebliği'nde sayılmamakla beraber SPK'nın diğer düzenlemelerinin kapsamı içerisinde yer almayan ve niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçlarından bahsedilmektedir. Bu kapsamda, tahvil, PDT, DET, finansman bonusu ve kıymetli maden bonusu haricinde bir borçlanma aracından söz edebilmek için iki koşulun sağlanması gerekmektedir. Koşullardan ilki, söz konusu sermaye piyasası aracının SPK'nın diğer düzenlemelerinin kapsamı içerisinde yer almamasıdır. Bu nedenle, SPK tarafından tebliğlerle düzenlenmiş olan TemMK, VİDMK, kira sertifikası, PDMK ve gayrimenkul sertifikasının BA Tebliği m. 34 kapsamında borçlanma aracı olarak değerlendirilmesi mümkün gözükmemektedir. İkinci koşul ise SPK tarafından niteliği itibariyle borçlanma aracı olduğu kabul edilen bir sermaye piyasası aracı olmasıdır. Bu iki koşul çeşitli soru ve sorunları da beraberinde getirmektedir. En başta, SPK'nın söz konusu kabulünün hangi şekilde olacağı belirsizdir. SPK'nın diğer

⁵³ Aynı yönde bkz. Özer, Ş.: Kitle Fonlaması (Crowdfunding), Ankara 2022, s. 469.

düzenlemelerinin kapsamı içerisinde olamayacağına göre, SPK'nın bu kapsamdaki kabulünün bir kurul kararıyla mı olacağı, bu kapsamda örtülü bir kabulden bahsedilip bahsedilemeyeceği belirli değildir. Bu konularda hükümde herhangi bir açıklık bulunmamaktadır.

Yukarıda sayılan koşullardan ikincisini taşıyan, SPK tarafından borçlanma aracı niteliğinde olduğu açıkça ifade edilmiş olan sermaye piyasası araçları bulunmaktadır. TemMK Tebliği m. 4/1, Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber m. 3/1/e ve Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber m. 2/1/c'de TemMK'ların borçlanma aracı niteliğinde olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber m. 3/1/e ve Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber m. 2/1/c'de yapılandırılmış borçlanma araçlarının, borçlanma aracı niteliğinde olduğu vurgulanmıştır.

Bir diğer sorun ise, yukarıda sayılan koşullardan ikincisini taşıyıp ilkinin taşımayan sermaye piyasası araçlarına ilişkin ortaya çıkmaktadır. SPK'nın diğer düzenlemeleri kapsamında olmakla birlikte borçlanma aracı olarak da nitelenen sermaye piyasası araçları bulunmaktadır. Yapılandırılmış borçlanma araçları ayrıca bir düzenlemenin konusunu teşkil etmediğinden bunun mevcut durumdaki tek örneği TemMK'lardır. SPK tarafından borçlanma aracı niteliğinde olduğu belirtilen bu sermaye piyasası araçları, bu açık nitelendirme dolayısıyla borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirilecek midir yoksa SPK'nın diğer bir düzenlemesi olan TemMK Tebliği kapsamı içinde yer aldığından borçlanma aracı kavramı dışında mı kalacaktır? Nitekim SPK'nın düzenlemeleri ve uygulamaları her iki yaklaşımı da destekleyebilecek çeşitliliktedir. BA Tebliği m. 34/1'deki iki koşulun, hüküm lafzında kullanılan "ve" bağlacı dolayısıyla kümülatif olarak gerçekleşmesi gerektiğinden, ilk

koşulu sağlamayan TemMK’ların BA Tebliği kapsamında borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirilmesi mümkün değildir.⁵⁴

c. Kitle Fonlaması Borçlanma Aracı

Kitle Fonlaması Tebliği⁵⁵ m. 4/1/n’de “kitle fonlaması borçlanma aracı” kavramının “girişimci veya girişim şirketinin platformlar aracılığıyla sattığı, fonlanan şirketin borçlu sıfatını haiz olduğu ve nominal değerinin vade tarihine kadar taksitler hâlinde bilgi formunda açıklanan esaslar çerçevesinde yatırımcıya geri ödenmesi esasına dayanan menkul kıymeti” ifade ettiği belirtilmiştir. Kitle fonlaması borçlanma aracı, BA Tebliği’nde sayılan borçlanma araçlarından tahvil ve finansman bonosuna belirli anlamlarda benzerlik gösterir niteliktedir.⁵⁶ Belirtmek gerekir ki Kitle Fonlaması Tebliği m. 4/1/n’de kitle fonlaması borçlanma araçlarının menkul kıymet niteliği açıkça vurgulanmış olduğundan ve söz konusu menkul kıymetler sahiplerine alacak hakkı verdiğinden bunların da borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden olduğu açıktır ve ekonomik niteliği⁵⁷ itibarıyla de esasen borçlanma araçlarıyla aynı fonksiyonu yerine getirmektedirler. Ancak, gerek SPKn m. 3/1/h’de belirtildiği üzere kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanların ihraççı tanımı dışında bırakılması, gerek bu yöntem ile fon talep edenlerin niteliklerinin borçlanmayı temsil eden menkul kıymetleri⁵⁸ ihraç edenlerle örtüşmemesi gerekse de Kitle Fonlaması Tebliği’nde düzenlenen hususların BA Tebliği’ndekilerden oldukça farklı olması⁵⁹

⁵⁴ Bu durumda, TemMK Tebliği m. 4/1 hükmünde borçlanma aracı niteliğinde olduğunun belirtilmesinin ne tür bir fonksiyon yerine getirdiği ve ne gibi sonuçlar doğuracağı belirsizdir.

⁵⁵ (III-35/A.2), RG 27.10.2021/31641.

⁵⁶ Özer, Kitle Fonlaması, s. 471.

⁵⁷ Borçlanma araçlarının ekonomik niteliğine ilişkin bkz. §1.III Borçlanma Araçlarının Ekonomik Niteliği.

⁵⁸ Borçlanmayı temsil eden menkul kıymet kavramına ilişkin bkz. §1.II.B.4 Tercih Edilen Terimler ve Anlamları.

⁵⁹ Özer, Kitle Fonlaması, s. 472.

nedeniyle kitle fonlaması borçlanma araçları hem borçlanma aracı hem de borçlanmayı temsil eden menkul kıymet kavramlarının dışında tutularak çalışma kapsamında değerlendirilmeyecektir.

3. Uygulama ve Öğretinin Yaklaşımı

Borsa İstanbul A.Ş.’nin Borçlanma Araçları Piyasası’nda işlem görecektür ürünler belirtilirken, özel sektör borçlanma araçları ve kira sertifikaları birbirinden ayrı olarak değerlendirilmiştir. Ancak, özel sektör borçlanma araçları altında özel sektör tahvilleri, finansman bonoları, VTemMK ve İTemMK, VIDMK sayılmıştır.⁶⁰ Görüldüğü üzere anılanlar, Borsa İstanbul uygulamasında borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirilmektedir.

SPK tarafından hazırlanan aylık istatistik bültenlerinde borçlanma araçları, VIDMK’lar, TemMK’lar, kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları ayrı ayrı gösterilmektedir.⁶¹ Buna karşın, SPK tarafından yayımlanan SPK Bülteni’nde durum birebir aynı değildir. Bu bültenlerde “İzahname / İhraç Belgesi Onaylanan Sermaye Piyasası Araçları” başlığı altında “borçlanma araçları” ile “diğer sermaye piyasası araçları” ayrı alt başlıklar altında listelenmektedir. Bu kapsamda, borçlanma araçları altında belirtilen sermaye piyasası araçlarının türü olarak “tahvil / finansman bonusu”, “paya dönüştürülebilir tahvil”, “sermaye benzeri borçlanma aracı”, “yapılandırılmış borçlanma aracı”, “varlık teminatlı menkul kıymet (VTemMK)”, “ipotek teminatlı menkul kıymet (İTemMK)”, “sürdürülebilir/yeşil tahvil /finansman bonusu” gibi

⁶⁰ *Piyasalar / Borçlanma Aracı Piyasası / Ürünler*, Borsa İstanbul, erişim 28 Mart 2023, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/489/urunler>.

⁶¹ Söz konusu aylık istatistik bültenlerine erişmek için bkz. *Aylık İstatistik Bültenleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, erişim 21 Şubat 2023, <https://www.spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2022-yili-istatistik-bultenleri>.

kategoriler belirtilmektedir.⁶² Diğer sermaye piyasası araçları başlığında “varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK)”, “alım satıma dayalı kira sertifikası”, “kira sertifikası”, “yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası”, “gayrimenkul sertifikası” gibi türler yer almaktadır.⁶³ Buradan anlaşıldığı üzere BA Tebliği’nde belirtilen türlerin yanında TemMK da borçlanma araçları arasında değerlendirilmektedir. Ancak, VİDMK, kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları borçlanma araçlarından hariç tutulmaktadır. SPK tarafından hazırlanan yatırımcı bilgilendirme kitapçıklarında da bu yaklaşım sergilenmektedir.⁶⁴

Ancak, 2013/1 sayılı SPK Bülteni’nde yayımlanan SPK Karar Organı’nın 04.01.2013 tarih ve 1/1 sayılı kararında “borçlanma araçları” kavramından ayrı olarak “menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları” kavramı kullanılmış ve bu kavrama TemMK’lar ile VİDMK’lar “vb. dahil” olduğu belirtilmiştir. Kira sertifikaları ise tüm bunlar haricinde ayrıca belirtilmiştir.

MKK, VAP üzerinden paylaştığı verilerde PDT, finansman bonusu, yapılandırılmış borçlanma araçları, özel sektör finansman bonusu, özel sektör tahvili ve sermaye benzeri borçlanma aracını “özel sektör borçlanma araçları” kapsamında değerlendirirken; sahipliğe dayalı kira sertifikası, yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası, VTemMK, ortaklığa dayalı kira sertifikası, diğer kira sertifikaları,

⁶² Elbette, gözlemlenen bu çeşitliliğin SPK Bülteni’nin bildirici işlevi dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

⁶³ SPK Bültenleri için bkz. *2021 yılı SPK Bültenleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, erişim 28 Mart 2023, <https://www.spk.gov.tr/spk-bultenleri/gecmis-yillara-ait-bultenler/2021-yili-spk-bultenleri>.

⁶⁴ Bkz. Sermaye Piyasası Kurulu: Sermaye Piyasası Araçları, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, 2022, <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/2-Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1.pdf>.

İTemMK, alım satıma dayalı kira sertifikası, gayrimenkul sertifikaları ve VDMK'ları “diğer menkul kıymetler” altında değerlendirmektedir.⁶⁵

On Birinci Kalkınma Planı kapsamında oluşturulan Özel İhtisas Komisyonu'nun hazırladığı raporda PDMK, “belirli bir alt yapı projesinin finansmanı amacıyla ihraç edilen borçlanma aracı” olarak tanımlanmıştır ve borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirilmiştir.⁶⁶

Öğretide de hangi sermaye piyasası araçlarının borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirileceği konusunda görüş birliği bulunmamaktadır. BA Tebliği'nde sayılan türlerin yanında TemMK, ViDMK, PDMK, kira sertifikası ve gayrimenkul sertifikasını borçlanma aracı olarak değerlendiren yaklaşım⁶⁷ olduğu gibi borçlanma araçlarını yalnızca BA Tebliği'ndekilerle sınırlı olarak değerlendiren yaklaşım⁶⁸ da bulunmaktadır.

4. Tercih Edilen Terimler ve Anlamları

Yukarıda açıklandığı üzere, gerek borçlanma araçlarını ifade etmek üzere kullanılacak terim gerekse de terimle ifade edilen kapsama hangi tür sermaye piyasası

⁶⁵ Uyruk Bazında Yatırımcı Sayıları, Veri Analiz Platformu, erişim 08 Mayıs 2023, <https://www.vap.org.tr/uyruk-bazinda-yatirimci-sayilari>.

⁶⁶ Bkz. T.C. Kalkınma Bakanlığı: *On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023) Finansal Hizmetlerin Geliştirilmesi Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, s. 37, <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/04/FinansalHizmetlerinGelistirilmesiOzelIhtisasKomisyonuRaporu.pdf>.

⁶⁷ Eserin yayımlandığı tarihte PDMK henüz kanuni düzenlemesine kavuşmuş olmadığı için PDMK haricinde sayılan sermaye piyasası araçlarını borçlanma aracı olarak ele alan görüş için bkz. Çatakoğlu, B.: *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*, 1. Baskı, Ankara 2016, s. 43-78; Aydoğan, G.: *Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2017, C. 33, S. 4, s. 249-250. Ayrıca bkz. Hacıömeroğlu, A.O. ve Meral, N.: *Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin Genel Bir Değerlendirme*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2021, C. 37, S. 3, s. 97.

⁶⁸ Adıgüzel, B.: *Sermaye Piyasası Hukuku*, 4. Baskı, Ankara 2022, s. 156-220. Ayrıca, “borçlanma aracı” ile “menkul kıymetleştirilmiş borçlanma aracı” ayrımı yaparak BA Tebliği kapsamında olmayanları ilk ayrımın içerisinde kabul etmeyen yaklaşıma ilişkin bkz. Karacan, A.İ. ve Erişir Karacan, E.: *Sermaye Piyasası Araçları*, 2021, s. 237-274, 292-362.

araçlarının gireceği konularında kanunlarda, düzenleyici işlemlerde, SPK ve Borsa İstanbul A.Ş. uygulaması ile öğretide bir yeknesaklık bulunmamaktadır. Kavram konusunda bu yeknesaklığın sağlanması için başta TTK ve SPKn'daki ifadelerin uyumluluğunun sağlanması, daha sonrasında ise SPK'nın düzenleme ve uygulamalarıyla bu konuda şüpheye mahal bırakmayacak netlikte, tutarlı bir sistem oluşturulması gerekmektedir.

Arzulanın bu yeknesaklık henüz mevcut olmadığından, bu çalışma içerisinde tutarlılığı sağlayabilmek adına peşinen bazı belirlemeleri yapmak kaçınılmazdır. Kavramın kapsamına ilişkin mevzuat, uygulama ve öğretideki çeşitlilik nedeniyle hangi belirleme yapılırsa yapılsın birtakım mevzuat hükümleri, SPK yaklaşımları ya da öğretideki görüşlerle uyum içerisinde olmayan durumların ortaya çıkması da doğaldır.

Açıklanan doğrultuda bu çalışmada, “borçlanma aracı” kavramı, BA Tebliği'ndeki anlamıyla “dar anlamda borçlanma aracı” olarak nitelendirilebilecek şekilde kullanılacaktır. Bu kapsamda, tahvil, PDT, DET, finansman bonusu ve kıymetli maden bonusu kavramları borçlanma aracı kapsamında değerlendirilirken TemMK, VIDMK, kira sertifikası, PDMK ve gayrimenkul sertifikası bu kapsamda değerlendirilmeyecektir. TTK m. 504'te ifadesini bulan her çeşidiyle borçlanma senetlerini, SPKn m. 3/1/o'da menkul kıymet olduğu belirtilen “borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları”nın tamamını karşılamak üzere ise “borçlanmayı temsil eden menkul kıymet”⁶⁹ ifadesi

⁶⁹ “Sermaye piyasası aracı olarak borçlanmayı temsil eden araçlar” şeklindeki benzer yaklaşımlı kullanıma ilişkin bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 231 vd. Ayrıca, Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği m. 2'deki “borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası araçları” kavramı ile Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ m. 17-19 hükümleri ile bu maddelerin oluşturduğu bölümün başlığındaki “borçlanmayı ifade eden menkul

kullanılacaktır. Bu kavram, BA Tebliği'ndeki borçlanma aracı kavramının yanı sıra TemMK, VIDMK, PDMK, kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası gibi türleri de kapsayan ve “geniş anlamda borçlanma aracı” olarak nitelendirilebilecek anlamı taşımaktadır.

Çalışmanın ilerleyen kısımlarında, aksi belirtilmedikçe “borçlanma aracı” ile anılan “dar anlamda borçlanma aracı” ifade edilmektedir ve bu çalışmanın odak noktasını söz konusu kapsamdaki sermaye piyasası araçları oluşturmaktadır. Bununla birlikte, kavrama ilişkin yeknesaklığın olmaması ve “geniş anlamda borçlanma aracı olarak değerlendirilebilecek” borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin gerek ekonomik işlevi gerekse de hukuki niteliği itibarıyla borçlanma araçlarına son derece benzer olması nedenleriyle önem arz eden noktalarda borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlere ilişkin de açıklamalar ve incelemeler yer almaktadır.

III. BORÇLANMA ARAÇLARININ EKONOMİK NİTELİĞİ

A. İhraççı Bakımından

Tüzel kişiliğin temel unsurlarından bir tanesi amaç unsurudur ve amaç, ortak bir menfaatin gerçekleştirilmesini (karşılanmasını) ifade etmektedir.⁷⁰ Amaç unsuru, ticaret şirketlerinde ideal olmayıp ekonomik (iktisadi) nitelik taşımaktadır.⁷¹

kıymet” ifadeleri oldukça benzer gözüken terimler olsalar da herhangi bir karışıklığa neden olmamak adına tercih edilmemişlerdir.

⁷⁰ Oral, T.: Tüzel Kişilerin Manevi Zararının Tazmini, İstanbul 2018, s. 9; Oğuzman, M.K., Seliçi, Ö., ve Oktay Özdemir, S.: Kişiler Hukuku (Gerçek ve Tüzel Kişiler), 19. Baskı, İstanbul 2020, par. 832; Akıntürk, T. ve Akipek, J.: Türk Medenî Hukuku: Başlangıç Hükümleri, Kişiler Hukuku, 6. Baskı, İstanbul 2007, s. 508; Öztan, B.: Tüzel Kişiler, 4. Baskı, Ankara 2001, s. 4. Özsunay, tüzel kişileri amaç birlikleri olarak tanımlamıştır. Buna ilişkin bkz. Özsunay, E.: Medenî Hukukumuzda Tüzel Kişiler, 5. Baskı, İstanbul 1982, s. 3.

⁷¹ “Bir şirketin ortaklarının lehine parasal değerde faydalanma olarak bir ekonomik menfaat sağlamayı amaç edinmesi” durumunda ekonomik amacın varlığından bahsedilebilecektir. Bu yönde bkz. Pulaşlı, H.: *Türk, İsviçre ve Alman Hukukuna Göre “İktisadi Amaç” Kavramının Şirket ve Dernekler Bakımından Değerlendirilmesi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 2, s. 23.

Ticaret şirketlerinin amacı kazanç paylaşmaktır.⁷² Bir şirketin kâr elde etme ve kazanç paylaşma amacını gerçekleştirebilmek için finansal anlamda iki temel soruya cevap vermesi gerekmektedir. Bunlardan ilki, şirketin hangi yatırımları yapacağı (yatırım kararı) diğeri ise bu yatırımların finansmanının nasıl sağlanacağıdır (finansman kararı).⁷³ Bu sorulardan özellikle ikincisi borçlanma araçlarının ekonomik fonksiyonunu anlamak açısından önem arz etmektedir.

Şirketin yapacağı harcamanın türü ne olursa olsun, bir şirket operasyonlarının finansmanını esasen üç farklı tür kaynaktan sağlayabilir.⁷⁴ Bu kaynaklar; pay ihracı, borçlanma ve dağıtılmamış kârdır.⁷⁵ Bu kaynakları, muhasebe ve finansal raporlama standartları çerçevesinde gruplandırarak olursak; borçlanma ile elde edilen kaynaklar şirket için bir yükümlülük niteliği taşıırken sermaye⁷⁶ ve dağıtılmamış kâr özkaynak içerisinde değerlendirilmektedir.⁷⁷ Çok az sayıda şirket

⁷² Özsunay, Tüzel Kişiler, s. 35. Ortak amacın kazanç elde edip bunu ortaklarına dağıtmak olduğu yönünde bkz. Bilgili, F. ve Demirkapı, E.: Şirketler Hukuku Dersleri, 8. Baskı, Bursa 2021, s. 7; Bahtiyar, M.: Ortaklıklar Hukuku, 12. Baskı, İstanbul t.y., s. 21. Ortak amaç unsurunun şirket türlerine göre farklı olduğu ve genel bir tanımının yapılamayacağı yönünde bkz. Poroy, R., Tekinalp, Ü., ve Çamoğlu, E.: Ortaklıklar Hukuku I, 14. Baskı, İstanbul 2019, par. 59.

⁷³ Brealey, R.A. vd.: Principles of Corporate Finance, 14. Baskı, New York, NY 2023, s. 4. Şirket açısından esasen değer yaratanın yatırım kararı olduğunun altı çizilirken doğru finansman kararının verilmemesinin şirketin geleceği üzerinde önemli etkileri olabilmektedir. Buna ilişkin bkz. Brealey vd., Corporate Finance 23, s. 4-5.

⁷⁴ En geniş finansman imkânlarına sahip olması açısından burada anonim şirket baz alınarak açıklamalar yapılmaktadır. Diğer ticaret şirketleri açısından da söylenenler belirli ölçüye kadar geçerli olmakla birlikte örneğin pay ihracından söz edilemeyecektir.

⁷⁵ Gullifer, L. ve Payne, J.: Corporate Finance Law: Principles and Policy, 3. Baskı, Oxford 2020, s. 9; Ferran, E. ve Ho, L.C.: Principles of Corporate Finance Law, Principles of Corporate Finance Law, 2. Baskı, Oxford 2014, s. 42, <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199671342.001.0001>. Pay ihracı ve borçlanma şirkete esasen yabancı olan kaynaklarken dağıtılmamış kâr şirkete yabancı değildir. Elbette bu sayılanlar haricinde kaynaklar da söz konusu olabilir. İdarenin yaptığı teşvikler ya da şirkete yapılan bağışlar diğer kaynaklara örnek olarak verilebilir.

⁷⁶ Burada “sermaye” terimi hukuki anlamda kullanılmaktadır.

⁷⁷ Yükümlülük ve özkaynak terimlerinin TFRS kapsamındaki tanımları için bkz. Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu: *Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve (2018 Sürümü)*, par. 4.26, 4.63,

[https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2022/Finansal%20Raporlamaya%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Kavramsal%20%C3%87er%C3%A7ve%20\(2018%20S%C3%BCr%C3%BCm%C3%BC\).pdf](https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2022/Finansal%20Raporlamaya%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Kavramsal%20%C3%87er%C3%A7ve%20(2018%20S%C3%BCr%C3%BCm%C3%BC).pdf). Yükümlülük yerine “dış kaynak” ve özkaynak yerine “iç kaynak” kullanımı için bkz. Türker, İ.: *Öz Kaynaklar: Kuramsal Yapı ve Türkiye Mevzuatında Uygulama Deneyimi*, Muhasebe ve Denetim Bakış 2016, C. 15, S. 47, s. 66.

borçlanma yoluna başvurmadan yalnızca özkaynaklarını kullanarak yapacağı harcamalardan doğan yükümlülüklerinin tamamını karşılayacak miktarda nakde sahiptir.⁷⁸ Şirket gerekli nakde sahip olsa bile hiç borçlanma yoluna gitmemek, şirket faaliyetlerini gereğinden fazla kısıtlayacak ve şirketin büyümesini olumsuz etkileyecektir.⁷⁹

Bir şirketin varlıklarının ve faaliyetlerinin finansmanı amacıyla borç ve özkaynak birleşiminden oluşan bütün, o şirketin sermaye yapısını⁸⁰ ifade eder.⁸¹ Sermaye yapısı, şirketin kaynaklarının (pasiflerinin) hangi oranda yükümlülükten (borçtan) ve hangi oranda özkaynaktan oluştuğuyla ilgili olduğu gibi ne tür borçlardan ve ne tür özkaynaklardan oluştuğuyla da ilgilidir.⁸² Bir şirketin değerini ençoklaştıracak ideal sermaye yapısını ortaya koymaya çalışan ekonomik teoriler⁸³

⁷⁸ Bu kapsamda borçlanmayı sadece nakit ödünç almak şeklinde dar olarak değerlendirmemek gerekir. Örneğin, vadeli olarak alınan bir mal sonucunda da şirket açısından yükümlülük doğacak ve şirket borçlanmış olacaktır.

⁷⁹ Gullifer ve Payne, s. 19.

⁸⁰ Bir finans terimi olarak “sermaye yapısı” hukuki anlamda sermayeden daha geniş anlamda şirketin kaynaklarını ifade eder.

⁸¹ Myers, S.C.: *Capital Structure: Some Legal and Policy Issues*, s. 2, <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857283.pdf>; CFI Team: *Capital Structure*, Corporate Finance Institute, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/capital-structure-overview/>.

⁸² Sermaye yapısına ilişkin gösterge niteliği taşıyan finansal kaldıraç kavramına ilişkin bkz. §2.II.B.4 İhraç Limiti ve İhraç Tavanının Borçlanma Aracı Sahiplerini Koruyucu İşlevi.

⁸³ Bu teorilerden en öne çıkanlarına değinmekte fayda bulunmaktadır. Modigliani-Miller teoremi (*irrelevance proposition, indifference theory*, alakasızlık savı), şirketin sermaye yapısının yani ne oranda borç ya da özkaynak kullandığının belirli varsayımlar altında (örneğin vergilerin olmadığı, piyasaların etkin olduğu) sermaye maliyetini (fon sağlayanların bekledikleri toplam geri dönüş miktarını) ve şirket değerini etkilemeyeceğini ortaya koymaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Brealey vd., *Corporate Finance* 23, s. 461 vd.; Modigliani, F. ve Miller, M.H.: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review* 1958, C. 48, S. 3, 261-297; Frank, M.Z. ve Goyal, V.K.: *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*, içinde *Handbook of Empirical Corporate Finance*, ed. B. Espen Eckbo, Hungary 2009, s. 140-141, <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>; Gullifer ve Payne, s. 55-56. Modigliani-Miller teoreminin günümüzde hukuk alanında da etkisini gösteren bilgi asimetrisi ve vekalet teorisi gibi gelişmelere öncülük ettiği yönünde bkz. Knoll, M.S.: *The Modigliani-Miller Theorem at 60: The Long-Overlooked Legal Applications of Finance's Foundational Theorem*, *Yale Journal on Regulation*, <https://www.yalejreg.com/bulletin/the-modigliani-miller-theorem-at-60-the-long-overlooked-legal-applications-of-finances-foundational-theorem-2/>. İkinci önemli teori ise Ödünleşme (*Trade-off*) teorisidir. Bu teoriye göre bir şirket çeşitli finansman kaynaklarının faydalarını ve maliyetlerini göz önünde bulundurarak ideal dengeyi kurmalıdır. Buna ilişkin bkz. Myers, S.C.: *The*

bulunmakla birlikte her şirkete ve zamana uygun genel geçer bir yaklaşıma ulaşmak kolay değildir. Gerek üç temel finansman yönteminden hangisinden ne ölçüde istifade edileceği belirlenirken gerekse de borçlanma yoluyla finansman tercih edildiğinde çeşitli borçlanma metotlarına ilişkin değerlendirme yapılırken göz önünde bulundurulabilecek birçok unsur bulunmaktadır. Bu faktörlerden başlıcaları vergi, söz konusu finansman kaynağının arz durumu, risk, kontrol ve esneklik olarak sayılabilir.

Borçlanarak finansman sağlamaya karar veren bir şirketin başvurabileceği çeşitli borçlanma yöntemleri bulunmaktadır.⁸⁴ Bu yöntemler farklı şekillerde gruplandırılabilir.⁸⁵ Bunlardan birisi borç veren sayısına dayalı sınıflandırmadır. Borç veren tek olabileceği gibi birden çok da olabilir.⁸⁶ Bunlardan ilkinin en olağan uygulaması bir bankadan borç almak iken çeşitli nedenlerle aynı anda birden çok borç

Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance 1984, C. 39, S. 3, s. 577 vd., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>; Frank ve Goyal, s. 141 vd.; Frydenberg, S.: *Theory of Capital Structure - a Review*, SSRN Scholarly Paper, Rochester, NY, s. 8, <https://papers.ssrn.com/abstract=556631>; Brealey vd., Corporate Finance 23, s. 503-505; Gullifer ve Payne, s. 57. Bu alandaki üçüncü teori ise şirket yöneticilerinin şirket hakkında yatırımcılardan fazla bilgiye sahip olmasından hareketle şirketlerin önce dağıtılmamış kârlarına (kendilerine yabancı olmayan kaynaklara), sonra borçlanmaya, en son ise pay ihracına başvurmalarını öngören Finansal Hiyerarşi (*Pecking-Order*) teorisidir. Bu teoriye göre yeni pay ihracı en son başvurulması gereken yoldur. Bu konuda bkz. Myers, *Puzzle*, s. 581 vd.; Frank ve Goyal, s. 150-151; Frydenberg, s. 23; Brealey vd., Corporate Finance 23, s. 505-509; Gullifer ve Payne, s. 57.

⁸⁴ Bu yöntemler için bkz. Brealey vd., Corporate Finance 23, s. 710 vd.

⁸⁵ Örneğin, teminatlarına ya da vadelerine göre bu yöntemleri gruplandırmak mümkündür. Bununla beraber borç finansmanının, kredi sözleşmesi ile bir bankadan (ya da sendikasyon kredisi söz konusu olursa bankalardan) borç almak ya da sermaye piyasalarında borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihraç etmek şeklinde esasen iki ana kategori altında incelenebileceği yönünde bkz. Fuller, G.: *Corporate Borrowing Law and Practice*, 5. Baskı, London 2016, par. 1.22. Benzer şekilde bkz. Gullifer ve Payne, s. 21, 29, 33.

⁸⁶ Burada altı çizilmesi gereken husus, şirketin çok sayıda birbirinden bağımsız nitelikte borçlanması durumunda borç veren sayısının birden çok olduğu bir borçlanmadan bahsedilemeyecek olmasıdır. Önemli olan aynı borçlanma işlemi kapsamındaki borç verenlerin birden çok olmasıdır.

verenden borç alınması durumunda başvurulacak temel yollar ise sendikasyon kredisi⁸⁷ ve borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihracıdır.⁸⁸

B. Yatırımcı Bakımından

Yatırım, farklı şekillerde açıklanabilen bir kavramdır.⁸⁹ Basit ve geniş bir anlatımla bir faaliyet olarak yatırım, kazanmak için harcamak olarak değerlendirilebilir.⁹⁰ Harcanan, ortaya konan şey; para, emek, zaman başta olmak üzere çok çeşitli olabilir. Bunun karşılığında elde edilmesi hedeflenen kazanç; faiz getirisi, değer artışı, gelir gibi farklı formlarda olabilir. Daha dar bir anlatımla ise yatırım, fon fazlası olanların ellerindeki artık miktardaki fonları kazanç getirmek üzere değerlendirmeleri, bunu hedefledikleri kazancı elde etmeye elverişli gördükleri mallara yatırımlarıdır. Bu çerçevede, dar anlamdaki yatırım faaliyetini gerçekleştiren kişi yatırımcı olarak değerlendirilmektedir.⁹¹

⁸⁷ Sendikasyon kredisi, kredi veren tarafında birden çok kuruluşun olduğu ve bu kuruluşların kredi talebini aynı hüküm ve koşullarda karşılayarak her birinin kredinin belirli kısmını temin etmeyi, kredi alan tarafından yapılacak geri ödemeler üzerinde aynı oranda hak sahibi olmak karşılığında taahhüt ettiği bir kredi çeşididir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Zakrzewski, R. ve Fuller, G.: McKnight and Zakrzewski on The Law of Loan Agreements and Syndicated Lending, Oxford 2019, par. 3.03-3.04; Wood, P.R.: International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions, 3. Baskı, London 2019, par. 2-002; Aksoy, H.C.: Sendikasyon Kredisi Alacaklarının Fer'i Teminatlarla Güvence Altına Alınması, 2. Baskı, İstanbul 2021, s. 9. Büyük meblağlarda kredinin tek banka tarafından; risk değerlendirmesi, tek borçluya veya bulunduğu topluluğa fazlaca maruz kalmak, sermaye yeterliliği, bankanın sınırlı kaynakları gibi nedenlerle sağlanamadığı ya da sağlanmasından çekinildiği durumlarda başvurulacak bir yoldur. Bu konuda bkz. Zakrzewski ve Fuller, par. 3.01.

⁸⁸ Gullifer ve Payne, s. 5, 371.

⁸⁹ *Investment*, Cambridge Dictionary, erişim 22 Ocak 2023, <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/investment>; *Investment*, Dictionary, erişim 22 Ocak 2023, <https://www.dictionary.com/browse/investment>.

⁹⁰ Benzer şekilde Yılmaz, kazançlı bir işe para bağlamak olarak tanımlamıştır. Bu konuda bkz. Yılmaz, E.: Hukuk Sözlüğü, 6. Baskı, Ankara 2016, s. 823.

⁹¹ Benzer yönde bkz. Lin, T.C.W.: *Reasonable Investor(s)*, Boston University Law Review 2015, C. 95, S. 2, s. 466; Orçun, Ç.: Bireysel Yatırımcı Ne İster?: Finansal Risk Algısı Üzerine Bir Araştırma, Ankara 2016, s. 6.

Bir yatırımcının yatırım yapmasına elverişli vasıtalar ise yatırım aracı olarak isimlendirilir.⁹² Örneğin, bir gayrimenkul satın almak suretiyle yatırım yapılması durumunda söz konusu gayrimenkul yatırım aracı olarak değerlendirilecektir. Yatırım araçları içerisinde finansal araçların önemli bir yeri vardır. Finansal araç, bir teşebbüsün finansal varlığında ve başka bir teşebbüsün finansal yükümlülüğünde ya da özkaynağa dayalı finansal aracında artışa neden olan sözleşme olarak tanımlanmaktadır.⁹³ Çok çeşitli şekillerde ortaya çıkan finansal araçlara sahip olanlar yatırımcı olarak değerlendirilmektedir.⁹⁴ Finansal araçlar, sahiplerine sağladıkları talep olanağına göre sınıflandırılabilir. Yatırımcıya belirli bir miktar⁹⁵ parayı talep hakkı veren finansal araçlar borç araçlarıdır (*debt instruments*).⁹⁶ Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler ve dolayısıyla borçlanma araçları anılan finansal araç ayrımının içerisinde değerlendirilmektedir. Bu nedenle, borçlanma araçları ve borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetler yatırımcı perspektifinden yatırım aracı niteliğindedir.

İhraççının finansman tercihlerinde göz önünde bulundurması gereken başlıca faktörler olan vergi, ilgili yatırım aracının arz durumu, risk, kontrol ve

⁹² Chen, J.: *Investment Vehicles: Explanation and Types*, Investopedia, erişim 20 Mayıs 2023, <https://www.investopedia.com/terms/i/investmentvehicle.asp>.

⁹³ International Accounting Standards Board: *IAS 32 Financial Instruments: Presentation*, par. 11, <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-32-financial-instruments-presentation/#standard>. Finansal araç kavramının TMS’de yer alan ve IAS 32’deki tanımın farklı bir çevirisi niteliğindeki TMS 32’de tanım için bkz. Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu: *TMS 32: Finansal Araçlar: Sunum*, par. 11, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/TMS_2020/TMS%2032.pdf.

⁹⁴ Fabozzi, F.J.: *Overview of Financial Instruments*, içinde *The Handbook of Financial Instruments*, ed. Frank J. Fabozzi, Hoboken, New Jersey 2002, s. 1.

⁹⁵ Önceden tespit edilmiş sabit bir miktar olabileceği gibi hesaplanabilir bir miktar da olabilir.

⁹⁶ Fabozzi, s. 2. Söz konusu kavram Türkçe’ye zaman zaman “borçlanma araçları” şeklinde çevrilmekte olsa da kavram karmaşasına mahal vermemek için “borç araçları” tabiri kullanılmıştır.

esneklik; yatırımcının da yatırım tercihlerini şekillendirmede göz önünde bulundurulması gereken faktörlerdir.

IV. BORÇLANMA ARAÇLARININ HUKUKİ NİTELİĞİ

A. Menkul Kıymet Niteliği

1. Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları

Borçlanma araçlarının menkul kıymet olduğu SPKn m. 3/1/o'da hükme bağlanmıştır. Anılan açık kanun hükmü nedeniyle borçlanma araçlarının ve borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetlerin menkul kıymet özelliğine ilişkin bir belirsizlik bulunmamaktadır. Borçlanma araçlarının tamamı menkul kıymet niteliğinde olduğu gibi, menkul kıymet niteliği taşımayan bir finansal aracın⁹⁷ da borçlanma aracı olarak nitelendirilebilmesi mümkün değildir. Borçlanma araçlarının menkul kıymet niteliğine ilişkin mevcut olan açıklığın, menkul kıymet kavramının kendisi için de geçerli olduğunu söylemek güçtür. SPKn m. 3/1/o hükmünde nelerin menkul kıymet olduğu, nelerin olmadığı açıklanmışsa da menkul kıymet kavramı tanımlanmamış ve unsurları ortaya koyulmamıştır. Buna karşın, SPKn yürürlüğe girmeden önce mevzuatta menkul kıymet tanımı bulunmaktaydı. 3794 sayılı Kanunla değişik eSPKn m. 3/b'de menkul kıymetler; “ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri hâlinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları” SPK tarafından belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır.⁹⁸

⁹⁷ Finansal araç kavramına ilişkin ayrıca bkz. §1.III.B Yatırımcı Bakımından.

⁹⁸ Günümüzde bu tanımın bir bağlayıcılığı bulunmasa da anılan tanım, menkul kıymetin ne olduğuna ilişkin fikir verebilecek niteliktedir. SPKn yürürlüğe girmeden önceki ve yürürlüğe girdikten sonraki dönemdeki menkul kıymet kavramına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Ünal, O.K.: Menkul Kıymetler,

SPKn m. 3/1/o hükmündeki menkul kıymet tanımında menkul kıymetler esasen iki grup şeklinde sayılmıştır. Bunlardan ilki pay ve pay benzeri menkul kıymetlerken diğeri ise borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerdir. TTK’da ise “Menkul Kıymetler” başlıklı bölüm altında pay ve borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler yanında m. 502-503 hükümlerinde intifa senetleri düzenlenmiştir. İntifa senetlerinin, SPKn m. 3/1/o hükmündeki iki tür menkul kıymet grubundan hangisinin kapsamında değerlendirileceği netleştirilmelidir. Her ne kadar intifa senetleri çeşitli açılardan borçlanma araçlarına benzerlik⁹⁹ gösterebilseler de intifa senetlerini borçlanmayı temsil eden menkul kıymet türlerinden biri olarak değerlendirmek isabetli değildir. Çeşitli intifa senedi türleri¹⁰⁰ arasından özellikle katılma intifa senetleri¹⁰¹ nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilmeleri dolayısıyla borçlanma araçlarına benzerlik göstermektedir. Ancak, Pay Tebliği¹⁰² m. 4/1/k hükmündeki katılma intifa senedi tanımında açıkça belirtildiği üzere, katılma intifa senetleri pay benzeri menkul kıymetlerdir. Bu nedenle menkul kıymet olsalar da intifa senetleri borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden birisi olarak değerlendirilemezler.

Ankara 1988, s. 14-29, 52-56; Aytaç, Z.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 39-57; Öztan, F.: Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1997, s. 184-196; Turanboy, A.: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s. 71-75; Özkorkut, s. 54-57; Akbulak, S. ve Akbulak, Y.: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 20-29; Paslı, A.: *Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı*, içinde Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, ed. Ömer Teoman, Arslan Kaya, ve Cenker Değirmenci, İstanbul 2007, s. 1525-1560; Ünal, M.: Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara 2011, s. 9-17; Songur, D.G.: *“Sermaye Piyasası Aracı” Kavramı*, içinde Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan, ed. Süleyman Başterzi, İstanbul 2011, s. 2916-2933; Turanboy, A.: *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları*, içinde Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan, ed. İsmail Kırca vd., 1. Baskı, İstanbul 2019, s. 1286-1290; Poroy, R. ve Tekinalp, Ü.: Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 24. Baskı, İstanbul 2021, s. 38-39; Karacan ve Erişir Karacan, s. 53-62; Bozer, A. ve Göle, C.: Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Baskı, Ankara 2021, s. 519-526; Adıgüzel, s. 128-133.

⁹⁹ İntifa senetleri ile borçlanma araçlarının karşılaştırılmasına ilişkin bkz. Yalçın Sırakaya, E.: *Sermaye Şirketlerinde İntifa Senetleri*, (Doktora Tezi, Ankara, Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi, 2024), s. 51-54.

¹⁰⁰ Bu türler için bkz. Yalçın Sırakaya, s. 10-26.

¹⁰¹ Katılma intifa senedine ilişkin detaylı açıklamalar için bkz. Ünal, O.K.: *Katılma İntifa Senetleri (KİS)*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1998, C. 19, S. 3, s. 79, 82-84; Yalçın Sırakaya, s. 18-23.

¹⁰² (VII-128.1), RG 22.06.2013/28685.

2. Kaydi Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları

a. Kayden İhraç Zorunluluğu

SPKn m. 13/1’de ve Kaydileştirme Tebliği m. 14/1’de belirtildiği üzere “sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır”. Bu maddeden anlaşılabacağı üzere kural, her tür sermaye piyasası aracının kayden ihraç edilmesidir. Menkul kıymetler ve menkul kıymetlerin bir türü olarak borçlanma araçlarının bu kapsamda kayden ihraç edileceği açıktır.

Her ne kadar esas olan tüm menkul kıymetlerin kayden ihraç edilmesi olsa da SPKn’nun getirdiği sınırlamalar dolayısıyla kayden ihraç tüm menkul kıymetler açısından söz konusu olmamaktadır. SPKn m. 13/1’de kayden ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarını belirleme yetkisi ve görevi de SPK’ya verilmiştir. Bu hükümden çıkartılacak sonuç SPK tarafından kayden ihraç edileceği belirlenmeyen sermaye piyasası araçlarının kayden ihraç edilmeyeceğidir. Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlere ilişkin SPK’nın yaptığı belirleme açısından SPK tarafından hazırlanan ikincil düzenlemeler yol gösterici niteliktedir. Bu kapsamda, BA Tebliği m. 8/1, VİDMK Tebliği m. 32, TemMK Tebliği m. 7, PDMK Tebliği m. 31/1, KS Tebliği m. 17/1, GS Tebliği m. 19/1 hükümleri göz önüne alındığında mevcut durumda, borçlanmayı temsil eden menkul kıymet türlerinin tamamı için ihracın kayden yapılması gerektiği şüphesizdir.

b. Kaydi Menkul Kıymetlerin Hukuki Niteliği

Kaydileştirme sonucunda senetle bağı tamamen kopan menkul kıymetler artık kıymetli evrak olarak değerlendirilemeyecektir. Kıymet hakkı şeklinde ortaya çıkan kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliğine ve sahiplerinin bunlar üzerindeki

hakkının niteliğine ilişkin açık bir kanuni düzenleme olmaması¹⁰³ nedeniyle nitelendirmenin mevcut hukuki düzen çerçevesinde yapılması gerekmektedir. Kaydi menkul kıymetlerin sahiplerinin söz konusu menkul kıymetler üzerindeki hakkının hukuki niteliğine ilişkin yaklaşımlar esasen iki grupta incelenebilir.

İlk grupta, kaydi menkul kıymet sahiplerinin söz konusu menkul kıymetler üzerinde sahip oldukları hakkın nisbi hak niteliğinde olduğu ileri sürülmektedir. Bu gruptaki bir görüşe göre kaydi menkul kıymetler, içerdikleri ortaklık veya alacak haklarının çıplak olarak kendisini ifade etmektedir.¹⁰⁴ Bu görüşe göre, menkul kıymetler açısından kıymetli evrakın senet unsurunun bertaraf edilmesiyle kıymetli evrakın unsurlarından yalnızca devredilebilir nitelikte bir özel hukuk hakkı olması gereken hak unsuru kalmıştır.¹⁰⁵ Kaydi menkul kıymetlerin nisbi hak niteliğinde olduğunu savunan bir başka görüşe göreyse kaydi menkul kıymetler, “kısmen aynı etkiler tanınmış gayri maddi malvarlığı değerleridir”.¹⁰⁶ Bu görüşte, vurgulanan kısmen tanınan aynı etkilerin neler olduğu belirli değildir. Ayrıca, kaydi menkul kıymetlerin hem nisbi hak niteliğinin hem de aynı nitelikte yönlerinin bulunduğu kabulü mümkün değildir.

İkinci gruptaki yaklaşımlar ise kaydi menkul kıymetlerin mutlak hakka konu olduğunu kabul etmektedir. Bu gruptaki görüşlerden ilki, kaydi menkul kıymetlerin kıymetli evrak olmasından hareketle eşya vasfını taşıdığını ileri

¹⁰³ Bu konuda birçok ülkede açık kanuni düzenlemelere yer verilmektedir. Örneğin, Almanya’da eWpG § 2 (3) hükmüyle fiziksel varlığı olmayan söz konusu kanun kapsamındaki kaydi menkul kıymetlerin, hukuken eşya niteliğinde olduğu hükme bağlanmıştır.

¹⁰⁴ Akkuş, B.: Kaydi Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Edinen Aynî Teminatlar, İstanbul 2020, s. 60.

¹⁰⁵ Akkuş, s. 58.

¹⁰⁶ Ulusu, A.E.: Milletlerarası Özel Hukukta Kaydi Menkul Kıymet Ticaretinde Hak Sahipliği İhtilaflarına Uygulanacak Hukuk, İstanbul 2022, s. 116. Kaydi menkul kıymetlerin devrinin alacağın temliki, rehni ise hak rehni kapsamında gerçekleştirileceği vurgulanmıştır. Ancak tanınan “kısmi aynı etkilerin” neler olduğu açık değildir.

sürmektedir. Bu görüşün temelinde, kaydi menkul kıymetlere ilişkin kayıtların tutulduğu elektronik sistemin kıymetli evrak anlamında senet olarak değerlendirilebileceği düşüncesi bulunmaktadır.¹⁰⁷ Kaydi menkul kıymetler, mevcut durumda kıymetli evrak olarak değerlendirilemeyeceklerinden, kıymetli evrak olmaları dolayısıyla eşya olarak değerlendirilmeleri de mümkün değildir. Kaydi menkul kıymetlerin eşya olarak değerlendirilebileceğini belirten bir başka görüş ise bunların mülkiyet hakkına konu olabilmelerinden hareketle kaydi menkul kıymetlerin eşya niteliğinde olabileceğini belirtmektedir.¹⁰⁸ Söz konusu yaklaşım, hakların da istisnai olarak mülkiyet hakkına konu olabileceklerinden yola çıkarak yaşanan gelişmeler neticesinde ortaya çıkan kanun boşluğunun doldurulması suretiyle kıymet hakkının da mülkiyet hakkına konu olabileceği sonucuna varmaktadır.¹⁰⁹ Ayrıca, Anayasa m. 35'teki mülkiyet hakkının kapsamına kaydi menkul kıymetlerin de girmesi bu görüşü desteklemek için kullanılmaktadır.¹¹⁰ Bir hak türü olarak kaydi

¹⁰⁷ Buna ilişkin bkz. Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, s. 336; Çatakoğlu, s. 42-43; Turanboy, Varakasız, s. 51-52; Ünal, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 348-350. Bu yaklaşımın temelinde iki neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki, eSPKn'daki kanuni tanımda menkul kıymetlerin kıymetli evrak olarak tanımlanmasıdır. Bu konuda bkz. Akkuş, s. 58-59; Uluşu, s. 110, 113. İkinci neden ise kaydi menkul kıymet sahiplerine aynı hak tanınması ihtiyacıdır. Buna ilişkin bkz. Uluşu, s. 110.

¹⁰⁸ Bu yönde bkz. Töremiş, H.E.: Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması, Ankara 2022, s. 44-47.

¹⁰⁹ Bu yaklaşım için bkz. Töremiş, s. 44-45.

¹¹⁰ AYM norm denetimi kapsamında yaptığı değerlendirmede, kaydi sermaye piyasası aracı olarak menkul kıymetlerin “alacak hakkı niteliğinde olup mülkiyet hakkı kapsamında” olduğunu vurgulamıştır. Anılan karar için bkz. AYM, E.2015/29, K.2015/95, 22.10.2015, §19. Burada yapılan nitelendirme, borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler açısından yapılacak hukuki değerlendirmenin temelini oluşturamaz. Zira, Anayasa m. 35'te güvence altına alınan “anayasal mülkiyet hakkı” (Bu ifade yerine çoğu zaman Anayasa'daki şekliyle “mülkiyet hakkı” ifadesi kullanılmakla beraber kavram karışıklığına yer vermemek için “anayasal mülkiyet hakkı” terimi tercih edilmiştir. Benzer şekilde bkz. Gemalmaz, B.: Mülkiyet Hakkı, Anayasa Mahkemesine Bireysel Başvuru El Kitapları Serisi 6, Ankara 2018, s. 33-34.) terim olarak özel hukuktaki mülkiyet hakkına benzer şekilde kullanılıyor olsa da kapsam itibarıyla çok daha geniştir. Nitekim, Anayasa m. 35'teki mülkiyet hakkının kapsamına her türlü ekonomik değer girmektedir. Bu yönde bkz. Gemalmaz, s. 33-35; Serozan, R.: Eşya Hukuku I, 3. Baskı, İstanbul 2014, par. 772. AYM, E.2015/39, K.2015/62, 1.7.2015, §20. Bu doğrultuda, anayasal mülkiyet hakkı, TMK'daki mülkiyet hakkının konusunu oluşturan taşınır ve taşınmaz eşyaların yanı sıra maddi varlığı olmayan hakları da içermektedir. Buna ilişkin bkz. AYM, E.2014/177, K.2015/49, 14.5.2015. Bu kapsamda TMK'daki mülkiyet hakkının kapsamına normalde girmeyen fikri mülkiyet hakları ve alacak hakları anayasal mülkiyet hakkı içerisinde değerlendirilmektedir. Bu yönde bkz. Gemalmaz, s. 36-41. *Mahmut Duran ve diğerleri*

menkul kıymetlerin mülkiyet hakkına konu olması ve eşya olarak değerlendirilebileceği hususunun daha ayrıntılı incelenmesi, kaydi menkul kıymetlerin mevcut durumdaki hukuki niteliğine ilişkin netliğin sağlanmasına yardımcı olacak mahiyettedir.

Bir hukuk kavramı olarak eşyanın ne olduğu ve bu kapsamda nelerin eşya olarak kabul edileceği, hukuk politikası doğrultusunda hukuk düzeni tarafından belirlenmektedir.¹¹¹ Bu nedenle eşya kavramı mutlak, durağan ve değişmez bir yapıda değildir.¹¹² Bu doğrultuda İsviçre ve Türk hukuk düzenlerinde açıkça bir eşya tanımlaması yapılmamakla birlikte mevzuattaki çeşitli hükümlerden hareket ederek doktrin bir eşya kavramı tanımlaması yapmaktadır. Bu bağlamda eşya, sınırları belirli olan ve üzerinde hâkimiyet kurmaya elverişli cismani varlık olarak tanımlanmaktadır.¹¹³ Öğretideki tanımlar belirli noktalarda farklılaşsa da cismani

Başvurusu, B. No: 2014/11441, 1.2.2017, §60; Şaban Kurt Başvurusu, B. No: 2018/25857, 14.9.2022, §48-49. Açıklanan nedenlerle, AYM tarafından kaydi sermaye piyasası aracı olarak menkul kıymetlerin mülkiyet hakkı kapsamında değerlendirilmesi, borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin özel hukuk çerçevesinde hukuki niteliğinin belirlenmesi bakımından yol gösterici değildir.

¹¹¹ Bu yönde bkz. Akipek, J., Akıntürk, T., ve Ateş, D.: *Eşya Hukuku*, 2. Baskı, İstanbul 2018, s. 27; Oğuzman, M.K., Seliçi, Ö., ve Oktay Özdemir, S.: *Eşya Hukuku*, 23. Baskı, İstanbul 2021, par. 19; Ergüne, M.S.: *Taşınır Mülkiyeti*, İstanbul 2017, par. 4; Nomer, H.N. ve Ergüne, M.S.: *Eşya Hukuku*, 9. Baskı, İstanbul 2022, par. 26. Hukuki anlamda eşyanın işlevsel bir kavram olduğuna ilişkin bkz. Sirmen, A.L.: *Eşya Hukuku*, 6. Baskı, Ankara 2018, s. 4.

¹¹² Nomer ve Ergüne, par. 26; Ergüne, par. 4; Aksoy Dursun, S.: *Eşya Kavramı*, İstanbul 2012, s. 5-6, 36; Serozan, Eşya, par. 279-280. Hâl böyle olmakla birlikte bir hukuk dalı olarak eşya hukuku, Serozan'ın eşya hukukunun talihsiz özellikleri olarak belirttiği şekilde statik ve tutucu bir yapıdadır. Anılan yorum için bkz. Serozan, Eşya, par. 25.

¹¹³ Sirmen, Eşya, s. 4; Aksoy Dursun, s. 23. Doktrinde eşya kavramını tanımlarken başkaca unsurları vurgulayan yazarlar da bulunmaktadır. Bu unsurlardan bir tanesi kişilik dışı (gayrişahsi) olmaktır. Bu konuda bkz. Aksoy Dursun, s. 23, 29; Eren, F.: *Mülkiyet Hukuku*, 4. Baskı, Ankara 2016, s. 52; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 27; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 19; Ergüne, par. 10; Serozan, Eşya, par. 276-277; Ünal, M. ve Başpınar, V.: *Şekli Eşya Hukuku*, 7. Baskı, Ankara 2015, s. 17-20. Bir diğer unsur bağımsız varlığa sahip olmaktır. Buna ilişkin bkz. Eren, Mülkiyet, s. 52. Başka bir unsur, belirli bir ihtiyaca cevap vermektir. Bu konuda bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 27; Ergüne, par. 10; Nomer ve Ergüne, par. 30, 32; Aksoy Dursun, s. 25-26. Bir başka unsur, malvarlıksal (ekonomik) değer taşımaktır. Buna ilişkin bkz. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 19.

özellikte olmak bütün bu tanımlarda ortak olarak bulunan bir unsurdur. Nitekim, Alman hukukundaki eşya tanımı da bu unsur üzerine bina edilmiştir.¹¹⁴

Her ne kadar Türk ve İsviçre hukuklarında eşyanın ne olduğu açıkça kanunda tanımlanmamış ve öğretide eşya kavramının durağan bir kavram olmadığı ortaya konmuşsa da cismani niteliği olmayan kaydi menkul kıymetlerin eşya olduğunu söylemek güçtür. Zira, eşyaya ilişkin yapılan tanımlamalar, ele alınan varlığın içkin özellikleri temel alınarak yapılmaktadır ve cismani varlığa sahip olmak aranan temel bir unsurdur. Bununla birlikte kanun koyucu, cismani olmayan birtakım şeyleri eşya ile bir tutarak eşyaya ilişkin kuralların bunlara da uygulanmasını düzenlemiştir.¹¹⁵ Bu kapsamda, TMK m. 762’de belirtilen cismani olmayan ve edinmeye elverişli doğal güçler;¹¹⁶ TMK m. 704/2 ve 998/2’de sayılan, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar anılan durumun örnekleridir ve mülkiyete konu olabilirler.¹¹⁷ Eşya kavramının unsurlarını normalde barındırmayan şeylere eşyaya ilişkin kuralların uygulanması, o şeyleri eşya yapmamaktadır.¹¹⁸ Bu doğrultuda, cismani varlığı olmayan kaydi menkul kıymetler, mülkiyet hakkına konu olsalar bile eşya vasfı kazanamayacaklardır. Bu noktada, mülkiyete konu olmak suretiyle eşyaya ilişkin kuralların kaydi menkul kıymetlere uygulanıp uygulanmayacağının belirlenmesi gerekmektedir.

¹¹⁴ § 90 BGB hükmünde sadece cismani şeylerin hukuki anlamda eşya olduğu belirtilmiştir.

¹¹⁵ Sirmen, Eşya, s. 5; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 21; Serozan, Eşya, par. 275, 280.

¹¹⁶ Bunların cismani niteliklerine ilişkin tartışma için bkz. Aksoy Dursun, s. 111-116.

¹¹⁷ Ünal ve Başpınar, s. 25-27.

¹¹⁸ Ünal ve Başpınar, s. 26-27. Aksi yönde bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 28; Akipek, J.G.: Türk Eşya Hukuku (Aynî Haklar) C. 2, 2. Baskı, Ankara 1973, s. 18; Töremiş, s. 47.

Mülkiyetin konusu kural olarak eşyadır.¹¹⁹ Ancak TMK m. 704/2, 998/2 gibi çeşitli hükümlerle buna kanuni istisnalar getirilmiştir. Kanun koyucunun ne TMK’da ne de SPKn’da kaydi menkul kıymetlerin mülkiyet hakkına konu olabileceğini düzenlenmediğinden bahisle, kıyasa elverişli bir kanun boşluğu olduğu belirtilerek bu boşluğun doldurulması suretiyle kaydi menkul kıymetlerin de bir başka istisna teşkil ettiği ve mülkiyete konu olabilecekleri savunulmaktadır.¹²⁰ Bu yaklaşım iki yönden eleştiriye açıktır. İlk olarak, iddia edildiği şekliyle bir kanun boşluğunun olduğu ve böylesi bir boşluk varsa bile bunun kaydi menkul kıymetlerin mülkiyet konusu olabileceği biçimde doldurulabileceğini söylemek güçtür. İkinci olarak, iddia edilenin aksine SPKn’da kaydi menkul kıymetlerin mülkiyet hakkına konu olduğuna dayanak teşkil eden bir hüküm bulunmaktadır. SPKn m. 47/1’de MKK nezdinde kayden izlenen sermaye piyasası araçlarını konu alan teminat sözleşmelerinin konusunu oluşturan sermaye piyasası araçlarının mülkiyetinden bahsedilmektedir. Bu kullanım tesadüfi olmayıp anılan maddenin çeşitli fıkralarında da söz konusu sermaye piyasası araçlarının mülkiyetine ilişkin ifadeler bulunmaktadır. Bu hükümden hareketle, kaydi sermaye piyasası aracı olmaları dolayısıyla kaydi menkul kıymetlerin SPKn m. 47/1 hükmü uyarınca mülkiyete konu olacağının kanunen düzenlendiği söylenebilmektedir.¹²¹ Ayrıca, Kaydileştirme Tebliği m. 22’de de SPKn m. 47’ye uygun olarak kaydi sermaye piyasası araçları üzerindeki mülkiyet vurgulanmaktadır.

¹¹⁹ Eren, Mülkiyet, s. 52; Serozan, Eşya, par. 769; Ünal ve Başpınar, s. 14, 25; Sirmen, Eşya, s. 260.

¹²⁰ Töremiş, s. 44-45.

¹²¹ Aynı sonuca varan yaklaşım için bkz. Benli, E.: *Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri*, (Doktora Tezi, Ankara, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi, 2017), s. 89-90, 121-122, 181, https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/TezGoster?key=RrI-Krk3A-RkF4YfHofukyOe91RjrTjxGSmV2OV7w6qV9kaEO7Bhw1VQnd_mjIbk.

Sonuç itibariyle hak sahiplerinin, senetten ayrılmak suretiyle kıymetli evrak vasfını kaybeden kaydi menkul kıymetler üzerindeki hakları nisbi değil mutlak hak niteliğindedir.¹²² Kaydi menkul kıymetler, aynı hakkın konusunun bir başka hak olmasının örneği olarak mülkiyete konu olmaktadır.¹²³ Bu durum dayanağını SPKn m. 47 hükmünde bulmaktadır. Bu şekilde kaydi menkul kıymetler, eşya ile bir tutularak eşyaya ilişkin kurallara tabi kılınmıştır. Nitekim, kaydi menkul kıymetlerin, maddi varlığı olmasa da MKS üzerinde uluslararası standartlardaki kodlama sistemiyle tutulan kayıtlarda hakların ferdileştirilmesi ve üzerlerinde hakimiyet kurulabilmesi dolayısıyla eşyanın özelliklerinin yansıdığı, gayri maddi bir varlığa sahip oldukları söylenebilecektir.¹²⁴ TMK'nın "Eşya Hukuku" başlıklı dördüncü kitabı, taşınır ve taşınmaz mülkiyetine dayalı ayrımı benimsemektedir. Bu kapsamda kaydi menkul kıymetlere hiç şüphesiz taşınır mülkiyetine ilişkin hükümler uygulanacaktır.¹²⁵ Eşya kavramının cismani olmak unsuru etrafında şekillendiği ve kavramın kanunen tanımlanması suretiyle daha katı, statik ve muhafazakâr bir yaklaşım ortaya koyan Alman hukukunda da kaydi menkul kıymetlerin hukuki niteliği eşya olarak belirlenmiştir.¹²⁶ Bu belirlemenin yapılması ile Alman kanun koyucunun amacının

¹²² Bu yönde bkz. Benli, s. 89.

¹²³ Bu yönde bkz. Manavgat, Ç.: *Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2001, C. 50, S. 2, s. 161, 178, 182.

¹²⁴ Kaydi sistemdeki menkul kıymetler, uluslararası standartlardaki numaralandırma sistemiyle de ferdin somutlaştırılmaktadır. ISIN kodu olarak isimlendirilen bu numaralandırmaya ilişkin bkz. dn. 464.

¹²⁵ Ayrıca bkz. Benli, s. 89-90, 126, 143, 185. Alman kanun koyucunun yalnızca "eşya" olduğunu belirttiği kaydi menkul kıymetlere ilişkin uygulanacak hükümlerin taşınır eşyaya ilişkin hükümler olduğu yönünde bkz. Gleske, C. ve Bunting, N.: § 2 *eWpG*, içinde Hopt/Seibt, *Schuldverschreibungsrecht*, ed. Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, par. 17; Bartlitz, D.: *eWpG* § 2, içinde Conreder / Meier (Hrsg.), *eWpG*, ed. Christian Conreder ve Johannes Meier, Berliner Kommentare, 2022, par. 36, 39.

¹²⁶ Uygulama ve mevzuatın kâğıttan kıymetli evrak niteliğindeki menkul kıymetler etrafında gerçekleştiği Alman hukukunda 2021'de bu durum değişmiş ve Elektronik Kıymetli Evrak Kanunu (eWpG) yürürlüğe girmiştir. eWpG ile Türkiye'deki kaydi sermaye piyasası araçlarına benzer şekilde "elektronik kıymetli evrak" olarak tanımlanan kaydi nitelikteki borçlanma araçları hukuken düzenlenmiştir. Nitekim, § 2 (2) eWpG hükmünde elektronik kıymetli evrakın, fiziksel senet şeklinde ortaya çıkan kıymetli evrakla kural olarak aynı hukuki etkiyi doğuracağı belirtilmiştir. eWpG § 2

kaydi menkul kıymetleri eşya hukukuna ilişkin koruma mekanizmalarından ve devir kurallarından yararlandırmak olduğu belirtilmiştir.¹²⁷ Bu doğrultuda, ülkemizde kaydi menkul kıymetlerin mülkiyete konu olması ile amaçlananın da eşya hukukunda taşınırılar için öngörülen mekanizmaların uygulanmak istenmesi olduğu söylenmelidir.

c. Kaydi Sistemde Bir Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçlarının Özellikleri

i. Kaydi Sisteme Duyulan İhtiyaç

Gerek yabancı ülke uygulamalarında gerekse de Türkiye’de menkul kıymetlerin ortaya çıkışı kâğıttan senetler şeklindeki kıymetli evrak ile olmuştur. Bu senetlerin yangın, deprem gibi afetlere, hırsızlığa karşı korunması ve bunların önemini anlamayacak kişiler tarafından tahrif edilmelerinin veya kaybolmalarının ya da yitip gitmelerinin engellenmesi için “özenli bir tarzda saklanmaları” gerekmiştir.¹²⁸ Bu özenli tarzda saklanma ihtiyacı dolayısıyla menkul kıymetlerin kapalı ve açık saklanması gündeme gelmiştir.¹²⁹ Zamanla, kıymetli evrak, hakkın tedavülünü

(3)’te ise söz konusu kaydi menkul kıymetlerin § 90 BGB hükmündeki şekliyle eşya olarak değerlendirileceği hükme bağlanmıştır.

¹²⁷ Gleske ve Bunting, par. 13. Ayrıca bkz. Bartlitz, par. 40.

¹²⁸ Tekinalp, Ü.: *Evraksız Kıymetli Evrak veya Kıymet Haklarına Doğru*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1988, C. 14, S. 3, s. 3; Tekinalp, Ü.: *Banka Hukukunun Esasları*, İstanbul 1988, s. 345; Turanboy, Varakasız, s. 5.

¹²⁹ Bu saklama türlerinde her bir hesap sahibi adına ayrı olarak saklama yapıldığı için toplu saklamanın zıt anlamı olarak “bireysel saklama” şeklinde isimlendirmek de mümkündür. Bu yönde bkz. Meier-Hayoz, A. ve Crone, H.C. von der: *Wertpapierrecht*, 3. Baskı, Bern 2018, par. 1318. Kapalı ve açık saklamaya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 3-4; Turanboy, Varakasız, s. 2, 5-6; Şenocak, K.: *Menkul Kıymet Lombard Kredisi (Effect Lombard Loan)*, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2010, C. 1, S. 1, s. 3-4; Ünal, *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*, s. 69-73; Özer, Ş.: *Hukuki Yönden Kaydi Sistem*, (Yüksek Lisans Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi, 2011), s. 16-17; Üstünkaya, H.: *Aracıda Tutulan Menkul Kıymetlere Uygulanacak Hukuk*, (Doktora Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi, 2019), s. 9, <https://dspace.ankara.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/20.500.12575/69114/568840.pdf?sequence=1&isAllowed=y>; Akkuş, s. 37; Tekinalp, *Banka Hukuku*, s. 340-341. Bu saklama yöntemleri ile ortaya çıkan olumsuzluklara ilişkin bkz. Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 3; Turanboy, Varakasız, s. 2, 8; Öztan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, s. 310; Özer, *Kaydi Sistem*, s. 18.

kolaylaştıran bir araçtan ziyade hakkın tedavülünün önünde bir engel olarak değerlendirilmiştir.¹³⁰ Bu olumsuzlukları gidermek için zaman içerisinde çeşitli çözümler geliştirilmiş ve bu çözümler “rasyonalizasyon önlemleri” olarak isimlendirilmişlerdir.¹³¹

Rasyonalizasyon önlemleri ile birlikte saklama sözleşmesinden ayrıştırılması gereken bir alan olarak aracılı elde tutma sistemi (*intermediated holding system*)¹³² ve dolayısıyla aracılı menkul kıymetler (*intermediated securities*)¹³³ ortaya çıkmıştır.¹³⁴ Rasyonalizasyon önlemlerinin ve aracılı elde tutma sisteminin ilk

¹³⁰ Meier-Hayoz ve von der Crone, par. 1317.

¹³¹ Turanboy, Varakasız, s. 45; Ünal, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 2, 36, 43, 69. Söz konusu önlemler kapsamında kıymetli evrakin temel unsurları önemini yitirmeye başlamış ve bu durum “hakkı senede sıkı surette bağlayan unsurların geriye püskürtülmesi” şeklinde izahına ilişkin bkz. Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 4-5.

¹³² “Aracılı elde tutma sistemi”, menkul kıymetler üzerindeki işlemlerin araçlar vasıtasıyla tutulan kayıtlarda yapılan değişiklikler ile gerçekleştirilmesini ifade etmektedir. Bu sistemde senet var olabileceği gibi olmaması da mümkündür. Burada odaklanılan husus, fiziksel olarak senedin var olup olmaması değil, işlemlerin gerçekleştirilmesi için senedin dolaşımına ihtiyaç duyulmamasıdır. Ancak bu tanımlama, özellikle güncel teknolojik gelişmeler çerçevesinde yeniden değerlendirilmeye muhtaçtır. Bu sistemi ifade etmek için *book-entry system* (defter kaydı sistemi/ kayıt sistemi) ifadesi de kullanılmaktadır. Buna ilişkin bkz. CSD Tüzüğü m. 3; *Glossary: book-entry system*, Bank for International Settlements,

<https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=113&scope=CPMI&c=a&base=term>; Schwarz, S.: *Intermediated Securities*, içinde Max Planck Encyclopedia of European Private Law, ed. Jürgen Basedow vd., blm. 2/a, erişim 10 Mayıs 2023, https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Intermediated_Securities; Uluşu, s. 27; Goode, R.: *The Nature And Transfer Of Rights In Dematerialised And Immobilised Securities*, Journal of International Banking & Financial Law 1996, C. 11, S. 4, s. 167-168; Goode, R. ve Gullifer, L.: Goode and Gullifer on Legal Problems of Credit and Security, 7. Baskı, London 2023, s. 6-09. Ayrıca bkz. 2002/47/EC sayılı AB Direktifi m. 2/2/g. Aksi yönde bkz. Twemlow, C.: *Why are Securities Held in Intermediated Form?*, içinde Intermediation and Beyond, ed. Louise Gullifer ve Jennifer Payne, Oxford 2019, s. 85-86, <https://doi.org/10.5040/9781509919925>. Uluşu ve Akkuş bu kavramı “kaydi sistem” olarak çevirmiş olmasına karşın, Türk hukuk doktrininde yerleşmiş ifadesi ile “kaydi sistem”, aracılı elde tutma sisteminin bir tekniği olan “dar anlamda” kaydileştirmenin (*dematerialisation*) gerçekleştiği ve senedin bulunmadığı sistemi ifade etmektedir. Bu konuda bkz. Uluşu, s. 27; Akkuş, s. 27; Manavgat, *Kaydi Sistemin Esasları*, s. 160; Ünal, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 21-22, 95-96. Dolayısıyla, aracılı elde tutma sistemi, kaydi sistem ile eş anlamlı değildir. Aracılı elde tutma sistemi kavramına ilişkin bkz. Uluşu, s. 26 vd.; Akkuş, s. 22 vd.; Goode ve Gullifer, par. 6-09-6-17.

¹³³ Kavrama ilişkin bkz. Uluşu, s. 20-26. Bu kavrama ek olarak “aracıda tutulan menkul kıymet” kavramına ilişkin bkz. Üstünkaya. Kavrama ilişkin ayrıca bkz. Lahey Menkul Kıymetler Konvansiyonu m. 1/f, Cenevre Menkul Kıymetler Konvansiyonu m. 1/b, Twemlow, s. 86-87.

¹³⁴ Schwarz, blm. 1. Bu sistem, gelişmiş ekonomilerde fazlasıyla yaygın olduğu yönünde bkz. Goode ve Gullifer, par. 6-08.

basamağı, hareketsizleştirme (*immobilization*) olmuştur.¹³⁵ Toplu saklamadan sonraki aşamada ise uluslararası uygulamada *global note* ya da *global certificate* (*Globalurkunde*) gibi isimlerle adlandırılan toplu (global) senet uygulaması ortaya çıkmıştır.¹³⁶

ii. Kaydi Menkul Kıymetlerin Durumu

Rasyonalizasyon önlemleri, çeşitli aşamalardan geçerek son şeklini kaydileştirme (materyalsizleştirme, *dematerialization*) ile almıştır. Ülkemizde de hâlihazırda uygulanmakta olan kaydi sistem ile menkul kıymetin senet ile ilişkisi tamamen kesilmiş ve kaydileştirme sağlanmıştır. Bu kapsamda ortaya çıkan kıymet hakkı (değer hakkı, *Wertrecht*) kavramı; menkul kıymetlerin içerdikleri, senette tecessüm ettirilmeyip kayıt kuruluşu nezdinde tutulan kayıtlarda görünen hakları ifade eder.¹³⁷ Kıymet hakları, esasen kıymetli evrak şeklindeki menkul kıymetlerde de senede bağlanmış olan haklardır.¹³⁸ Dolayısıyla kıymet hakkı, senede bağlanmış olsun ya da olmasın menkul kıymetin özü ve kendisidir. Nitekim, kıymetli evrak açısından da görece değersiz bir evrakı kıymetli hâle getiren de ona bağlanan haktır.¹³⁹ Kıymetli

¹³⁵ Toplu saklama (*collective custody, Sammelverwahrung*) ile beraber aracılı elde tutma sisteminden bahsedilebilecektir. Aynı yönde bkz. Akkuş, s. 28. Toplu saklama, menkul kıymetlerin misli niteliklerinden istifade eden bir sistemdir. Bu yönde bkz. Turanboy, Varakasız, s. 2-3, 14; Manavgat, Ç.: *Menkul Kıymetlerin Merkezî Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1996, C. 18, S. 4, s. 137; Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, s. 312. Toplu saklama ve hareketsizleştirmeye ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 5-6, 9-10; Manavgat, *Kullanılan Yöntem*, s. 129; Goode, s. 170-172; Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, s. 314; Turanboy, Varakasız, s. 14, 17; Erişgin, N.: *Toplu Saklamada Saklatanlar Arasındaki İlişkiler ve Hukuksal Sonuçları*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2003, C. 22, S. 1, s. 157; Ünal, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 35, 77-79, 174; Özer, *Kaydi Sistem*, s. 19, 46; Salter, R.: *Enforcing Debt Securities*, içinde *Intermediation and Beyond*, ed. Louise Gullifer ve Jennifer Payne, Oxford 2019, s. 131-132; Akkuş, s. 26; Uluşu, s. 35.

¹³⁶ Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, s. 321; Ünal, Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, s. 85; Salter, s. 132; Gullifer ve Payne, s. 147, 396; Uluşu, s. 36; Özer, *Kaydi Sistem*, s. 26. Toplu senet uygulamasına ilişkin ayrıca bkz. Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 12; Turanboy, Varakasız, s. 34-35, 37; Meier-Hayoz ve von der Crone, par. 1324.

¹³⁷ Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 14; Turanboy, Varakasız, s. 43.

¹³⁸ Hueck, A. ve Canaris, C.-W.: *Recht der Wertpapiere*, 12. Baskı, München 1986, s. 18.

¹³⁹ Bu yönde bkz. Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, s. 75-76, 92; Poroy ve Tekinalp, par. 16.

evrakta aleniyet aracı senet iken kıymet hakkında aleniyet aracı kaydi sistemde tutulan kayıtlardır.¹⁴⁰ Menkul kıymetin kıymet hakkı şeklinde tutulan kayıtlar aracılığıyla aleniyet kazanması, menkul kıymetin ihraççısı ile sahibi arasındaki hukuki ilişki bakımından herhangi bir farklılık doğurmamaktadır.¹⁴¹

SPKn m. 13/3 hükmü uyarınca, kaydi sermaye piyasası araçlarına ilişkin haklar MKK tarafından izlenir. Bu kapsamda kayıtlar, MKK'nın oluşturduğu elektronik sistem (Merkezi Kaydi Sistem - MKS) üzerinde MKK üyelerince tutulmaktadır. SPKn m. 13/2'de belirtildiği üzere kaydi menkul kıymetler kural olarak isme açılmış hesaplarda izlenmektedir.

Kıymetli evrakın senet unsurunun, kâğıttan senetler şeklinde sağlanması gerekmeyip senet unsurunun elektronik ortamda sağlanabileceği¹⁴² kabul edilse bile; kaydi menkul kıymetler, senet unsurunun elektronik ortamda sağlanmasının bir örneğini teşkil etmemektedir. Nitekim, MKS üzerinde tutulan kayıtlar bir sicil faaliyeti kapsamında tutulan kayıtlardan öte değildir.¹⁴³ Yürürlükteki mevzuat hükümleri

¹⁴⁰ Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 10-11; Meier-Hayoz ve von der Crone, par. 1326.

¹⁴¹ Meier-Hayoz ve von der Crone, par. 1355.

¹⁴² Kıymetli evrakın unsurlarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Öztan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, s. 13, 32; Pashlı, *Menkul Kıymet*, s. 1551; Meier-Hayoz ve von der Crone, par. 6-11, 19-20; Omağ, M.K.: *Senetler Hukukunda Kıymetli Evrak Kavramı*, Fasikül Hukuk Dergisi 2019, C. 11, S. 111, s. 604-606; Pulaşlı, H.: *Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları*, 8. Baskı, Ankara 2020, par. §1 4; Poroy ve Tekinalp, par. 16; Kendigelen, A. ve Kırca, İ.: *Kıymetli Evrak Hukuku*, 5. Baskı, İstanbul 2021, s. 4; Ülgen, H. vd.: *Kıymetli Evrak Hukuku*, 14. Baskı, İstanbul 2021, s. 16; Bozer ve Göle, s. 13, 15. Senet unsurunun elektronik ortamda gerçekleşebileceği yönünde bkz. Meier-Hayoz ve von der Crone, par. 8; Ülgen vd., s. 18-19. Kıymetli evraktan söz edebilmek için her hâlükârda kağıdın varlığını arayan aksi yöndeki görüş için bkz. Pulaşlı, *Kıymetli Evrak*, par. §1 4; Keskin Şerbetçioğlu, D.: *Yediemin Sözleşmesi* Yoluya Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Kurulması, İstanbul 2019, s. 57-58. Ayrıca, TTK m. 1526/1 hükmünde “poliçe, bono, çek, makbuz senedi, varant ve kambiyo senetlerine benzeyen” senetlerin¹⁴² güvenli elektronik imza ile düzenlenemeyeceği hükme bağlanmıştır. Sayılanların tamamı kıymetli evrakın çeşitleri olduğuna göre, sayılanlar dışındaki kıymetli evrakın güvenli elektronik imza ile düzenlenebileceği bu hükmün mefhumu muhalifinden (*argumentum e contrario*) anlaşılmaktadır. Buradan hareketle, TTK m. 645'teki kıymetli evrak tanımındaki senedin elektronik olarak düzenlenmesinin mümkün olduğu sonucuna da ulaşılabilir.

¹⁴³ Bu sicil faaliyeti kapsamında MKS'deki kayıtlara kurucu değil açıklayıcı etki tanınmıştır. SPKn m. 13/5 ve Kaydileştirme Tebliği m. 27/1 hükümlerinde belirtildiği üzere kaydi menkul kıymetler üzerindeki hakların tesis edilmesi açısından değil yalnızca üçüncü kişilere karşı ileri sürülmeleri

değerlendirildiğinde, kaydi menkul kıymetler açısından kıymetli evrakın senet unsuru tamamen bertaraf edilmiştir.¹⁴⁴ Bu nedenle, kaydi menkul kıymetler ve dolayısıyla her çeşidiyle borçlanma araçları dâhil borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler, kıymetli evrak olarak değerlendirilemez.¹⁴⁵

Her ne kadar mevcut koşullar altında kaydi menkul kıymetler kıymetli evrak vasfını taşıyor olsa da teknolojik gelişmelerle rasyonalizasyon önlemleri alanında ortaya çıkan yeni olasılıklar da göz ardı edilmemelidir. Dağıtık defter teknolojisinin menkul kıymetler alanında mümkün kıldığı olanaklara ilişkin ülkemizde ve dünyada yaşanan gelişmeler göstermektedir ki senet ile ilişkisi kesilmek suretiyle kıymetli evrak vasfını kaybeden kaydi menkul kıymetlerin gelecekte tekrar kıymetli evrak özellikleri taşıması ihtimal dâhilindedir.¹⁴⁶ Geçmişte olduğu gibi menkul kıymetlerin kıymetli evrak niteliğinde olduğu ve aracılı elde tutma sistemine ihtiyaç duyulmayan koşulların oluşması şaşırtıcı olmayacaktır. Yaşanması muhtemel bu gelişmeler özünde menkul kıymetlerin sabit kalmayan yapısıyla uyumludur. Nitekim, SPKn'nun menkul kıymet kavramını unsurlarıyla tanımlamamış olması, açıklanan

açısından MKK'ya yapılan bildirim tarihi esas alınmaktadır. Dolayısıyla, MKS'deki kayıtların değişmesi hak sahibinin değişmesi açısından olmazsa olmaz değildir. MKK nezdindeki kayıtlara açıklayıcı etki tanındığına ilişkin bkz. Manavgat, *Kaydi Sistemin Esasları*, s. 181-182; Tekinalp, Ü.: *Nama Yazılı Kaydı Payların Devrinde Merkezî Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Niteliği*, içinde Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, İstanbul 2000, s. 543; Ünal, *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*, s. 357-360; Yıldız Destanoğlu, B.: *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*, Ankara 2004, s. 88; Göksoy, Y.C.: *Anonim Ortaklıkta Payın Rehni*, Ankara 2001, s. 207; Akkuş, s. 43; Ulusu, s. 105-107.

¹⁴⁴ Bu şekliyle hakkın “kâğıttan tamamen arındırıldığı” belirtilmiştir. Bu konuda bkz. *Biz Kimiz*, Merkezî Kayıt Kuruluşu, erişim 18 Mayıs 2023, <https://www.mkk.com.tr/hakkimizda/biz-kimiz>. Burada ele alınan “hak”, hiç şüphesiz menkul kıymetin özünü teşkil eden kıymet hakkıdır.

¹⁴⁵ Bu yönde bkz. Paslı, *Menkul Kıymet*, s. 1553, 1556; Akkuş, s. 58; Ulusu, s. 110-112. Aksi yönde bkz. Ünal, *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*, s. 32, 346-347; Ülgen vd., s. 47, 50; Çatakoğlu, s. 40-42, 148; Bozer ve Göle, s. 14, 522-523; Pulaşlı, *Kıymetli Evrak*, par. §3 6-9; Turanboy, *Varakasız*, s. 47-52; Öztan, *Kıymetli Evrak Hukuku*, s. 325-327.

¹⁴⁶ Bu konuda bkz. §1.IV.A.2.c.iii Güncel Gelişmeler ve Mümkün Kıldığı Olasılıklar.

şekildeki ve benzeri gelişmeler ile kavramın içeriğinin başkalaşması sonucu yaşanabilecek uyumsuzlukların önüne geçmeye elverişlidir.

Türkiye, AB'ye aday ülke olması kapsamında AB Müktesebatını iç hukukuna aktarmaktadır. Dolayısıyla, AB Hukukunda yaşanan gelişmeler ülkemizi de ilgilendirmektedir. Bu nedenle, rasyonalizasyon önlemleri kapsamında AB'deki son duruma değinmek gerekmektedir. CSD Tüzüğü m. 3/1 uyarınca, AB'de bulunan ihraççıların belirli yerlerde¹⁴⁷ işlem görecektüm menkul kıymetlerinin hareketsizleştirilmiş ya da kaydileştirilmiş şekilde aracılı menkul kıymet olması zorunludur. CSD Tüzüğü m. 76/2'de belirtildiği üzere bu zorunluluk, 1 Ocak 2023'ten itibaren ihraç edilecek menkul kıymetler, 1 Ocak 2025'ten itibaren ise ne zaman ihraç edildiğine bakılmaksızın tüm menkul kıymetler için geçerlidir. Türkiye'deki mevcut mevzuat ve uygulama ile bu konuda belirtilen AB standartları karşılanmış durumdadır.

iii. Güncel Gelişmeler ve Mümkün Kıldığı Olasılıklar

Son yıllarda, gelişen teknolojik imkânlarla birlikte Türkiye dâhil çeşitli ülkelerde güncel bazı gelişmeler de yaşanmaktadır. Bunlar arasında özellikle dağıtık

¹⁴⁷ Bu yerler, işlem mahali (*trading venue*) olarak belirtilmiştir. Bu kavramın tanımı için bkz. MiFID II m. 4/1/22-24.

defter teknolojisi¹⁴⁸ (*distributed ledger technology* – DLT) öne çıkmaktadır.¹⁴⁹ DLT sayesinde menkul kıymetlere ilişkin mümkün hâle gelen olanaklar bulunmaktadır. DLT baz alınarak oluşturulacak bir düzenin nasıl kurgulandığına bağlı olarak, menkul kıymetler açısından hukuki anlamda farklı sonuçların doğması mümkündür.¹⁵⁰ Oluşturulan hukuki ve teknolojik altyapıya bağlı olmakla birlikte DLT'nin rasyonalizasyon önlemleri kapsamında getirebileceği yeniliklerden iki tanesi dikkat çekicidir. Bunlardan ilki, kaydi menkul kıymetlere ilişkin kayıtların tutulması bakımından DLT'den istifade etmektir. Bir kuruluş nezdinde merkezi olarak tutulan sicilin, DLT ile mümkün olan çerçeve içerisinde merkeziyetsiz olarak tutulması gündeme gelmektedir.¹⁵¹ Aracılı elde tutma sisteminin bir parçası olarak bu uygulama, Türkiye'de hâlihazırda rasyonalizasyon önlemlerinin geldiği noktanın bir sonraki aşaması olarak değerlendirilebilir. Bu durumda, mevcut kaydi sisteme ilişkin

¹⁴⁸ Bu teknoloji, merkezi olmayan ve şeffaf şekilde bir ağda veri kaydetme ve paylaşma yöntemidir. DLT sistemi, bir bilgisayar ağı üzerindeki bilgisayarlar (düğümler, *nodes*) üzerinde paylaşılan (dağıtık, *distributed*) bir dijital veri tabanı (defter, *ledger*) barındırır. Bu sistemdeki her bir düğüm, ilgili defterin özdeş bir kopyasını içerir ve yeni veri eklendikçe defter derhal güncellenir. Düğümler, ilgili deftere yapılan eklemeleri konsensüs mekanizması (*consensus mechanism*) aracılığıyla onaylarlar. DLT'nin ayırt edici özelliği, defterin merkezi bir yönetici tarafından tutulmayıp kolektif olarak ağdaki düğümler tarafından tutulmasıdır. Buna ilişkin bkz. Law Commission: *Intermediated securities: who owns your shares?: A Scoping Paper*, Scoping Paper, s. viii, 176, 199, <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2020/11/Law-Commission-Intermediated-Securities-Scoping-Paper-1.pdf>; European Securities and Markets Authority: *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, s. 4; Green, S. ve Snagg, F.: *Intermediated Securities and Distributed Ledger Technology*, içinde *Intermediation and Beyond*, ed. Louise Gullifer ve Jennifer Payne, Oxford 2019, s. 337-339, <http://dx.doi.org/10.5040/9781509919925.ch-016>; World Bank Group: *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain*, s. 1-2, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf>.

¹⁴⁹ DLTR m. 18/1 ile MiFID II m. 4/1'deki finansal araç tanımı DLT olanakları kullanılarak ihraç edilen araçları da kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Taslak hâldeki MiCAR m. 2/a'da, MiFID II m. 4/1'de tanımlandığı şekliyle finansal araç niteliğindeki kripto varlıkların kapsamda olmadığı vurgulanmıştır.

¹⁵⁰ Bu kapsamda sistem kurgulanırken tercih edilebilecek seçeneklere ilişkin bkz. Law Commission, *Intermediated Securities*, s. 201; Bayly, S.: *Distributed Ledger Technology in the Capital Markets*, HSBC, <https://www.gbm.hsbc.com/insights/securities-services/distributed-ledger-technology>; Güçlütürk, O.G.: *Blokzincir ve Regüle Edilebilirlik*, içinde *Gelişen Teknolojiler ve Hukuk I: Blokzincir*, İstanbul 2020, s. 27-28; World Bank Group, s. 13.

¹⁵¹ Wood, *International Bonds*, par. 46-048, 46-049.

değişecek temel nokta, sicilin MKK gibi bir merkezde tutulması değil merkeziyetsiz olarak tutulmasıdır. DLT ile gerçekleştirilecek bir diğer olanak ise kıymetli evrakta hakkın senede bağlanmasında olduğu gibi kıymet hakkının “kripto-token”a bağlanmasıdır.¹⁵² Böylesi bir uygulamada, TTK m. 645’teki anlamıyla bir senedin varlığından bahsedilebilecek ve hakkın sıkı surette bu senede bağlanması suretiyle belki de menkul kıymetlerin tekrar kıymetli evrak olarak değerlendirilmeleri gündeme gelebilecektir.

7518 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun¹⁵³ ile SPKn’da kayda değer değişiklikler yapılmış ve teknolojinin getirdiği pek çok olasılık için yasal temeller atılmıştır. SPKn m. 13/1’e eklenen cümle ile SPK’nın, sermaye piyasası araçlarının kayden ihraç edilmesi ve MKK nezdinde izlenmesi yerine “kripto varlık¹⁵⁴ olarak ihracına ve bunların oluşturulup saklandıkları kripto varlık hizmet sağlayıcıları¹⁵⁵ tarafından sunulan elektronik ortam nezdinde kayden izlenmesine ilişkin esaslar” belirleyebileceği düzenlenmiştir.¹⁵⁶ Anılan kanunla ihdas edilen SPKn m. 35/B/6 hükmünde ise “sermaye piyasası araçlarına özgü haklar sağlayan kripto varlıklara ilişkin” düzenleme, karar alma ve yaptırım uygulama yetkisinin SPK’da olduğu vurgulanmıştır.¹⁵⁷ Bu gelişmeler doğrultusunda, SPK’nın

¹⁵² Menkul kıymetler ve kripto-token bağlantısına ilişkin bkz. Law Commission: *Digital Assets: Consultation paper*, s. 282-283, 296-297, <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2022/07/Digital-Assets-Consultation-Paper-Law-Commission-1.pdf>; Financial Conduct Authority: *Guidance on Cryptoassets: Feedback and Final Guidance to CP 19/3*, s. 40-45, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>; Liu, H.: *Digital assets: the mystery of the “link”*, Journal of International Banking and Financial Law 2022, C. 37, S. 3, s. 163-164; De Filippi, P. ve Wright, A.: *Blockchain and the Law*, Cambridge, MA; London 2018, s. 93.

¹⁵³ RG 02.07.2024/32590.

¹⁵⁴ “Kripto varlık” tanımı için bkz. SPKn m. 3/1/bb.

¹⁵⁵ “Kripto varlık hizmet sağlayıcı” ve “kripto varlık saklama hizmeti” tanımları için bkz. SPKn m. 3/1/cc-çç.

¹⁵⁶ 19.07.2024 itibarıyla SPK henüz böyle bir belirleme yapmamıştır.

¹⁵⁷ 19.07.2024 itibarıyla SPK henüz bu yetkilerini kullanmamıştır.

DLT ile menkul kıymetlere ilişkin benimsenebilecek yukarıda anılan iki yöntemden birine uygun şekilde düzenleme yapması mümkün kılınmıştır.

B. Sermaye Piyasası Aracı Niteliği

1. Genel Olarak

SPKn m. 3/1/ş'de sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve SPK tarafından bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmıştır. Bu şekilde, sermaye piyasası aracı kavramı, menkul kıymetleri de kapsayan bir üst kavram şeklinde konumlandırılmıştır.¹⁵⁸ Bu şekliyle, borçlanma araçları ve borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetler, menkul kıymet vasfı taşımaları dolayısıyla anılan hüküm kapsamında sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası araçlarına ilişkin ortaya çıkan bütün hukuki sonuçlar borçlanma araçları dâhil tüm menkul kıymetler için gündeme gelecektir.

SPKn m. 2/1, sermaye piyasası araçları ile bu araçların ihracının SPKn hükümlerine tabi olduğunu ancak halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen paylarının kanun kapsamı dışında tutulduğunu belirtmiştir. Bu hükmün sonucu olarak, halka açık olmayan anonim şirketlerin payları haricinde Türk hukukundaki tüm sermaye piyasası araçları, halka açık olmayan şirketler tarafından ihraç edilenler, halka arz edilmeyenler dâhil, SPKn hükümlerine tabi olacaktır.¹⁵⁹ Borçlanma araçlarının sermaye piyasası aracı niteliği göz önünde tutulduğunda, tüm borçlanma araçlarının SPKn kapsamında olduğu şüphesizdir. Bu anlamda, borçlanma

¹⁵⁸ Turanboy, *SPA Kavramı*, s. 1286, 1288, 1290.

¹⁵⁹ Turanboy, *SPA Kavramı*, s. 1287.

aracı ihraç eden anonim şirketin halka kapalı olması, borçlanma araçlarının halka arz edilmemesi gibi hususlar SPKn kapsamında olmak bakımından bir fark yaratmayacaktır.

2. Türev Araçların Durumu

Türev araçlar, SPKn m. 3/1/ş hükmünde sermaye piyasası aracı olarak sayılmakla birlikte anılan hükümden de anlaşıldığı üzere menkul kıymetlerden farklı hukuki statüye sahiptir. Borçlanma araçları ve borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin tamamının menkul kıymet olmalarının doğal sonucu, menkul kıymet olarak değerlendirilmeyen bir finansal aracın ne borçlanma aracı ne de borçlanmayı temsil eden menkul kıymet olamayacağıdır. Bu nedenle türev araçları hukuken borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirmek mümkün değildir. Nitekim bu durum türev araçların mantığı ve işlevlerinin farklılığı ile de desteklenmektedir.

SPKn m. 3/1/u hükmünde türev araçların tanımına yer verilmiştir.¹⁶⁰ Türev araçları, borçlanma aracı ve borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden ayırt edebilmek için kanuni tanımla sınırlı kalmamak gerekmektedir. Türev araç, kısaca değeri başka bir finansal üründen türetilen bir finansal ürün şeklinde tanımlanabilir.¹⁶¹

¹⁶⁰ Bu tanım şu şekildedir: “Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,
2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri” ifade eder.

¹⁶¹ Hudson, A.: The Law on Financial Derivatives, 6. Baskı, London 2018, par. 5-06. Ayrıca bkz. Paterson, S. ve Zakrzewski, R., ed.: McKnight, Paterson, & Zakrzewski on the Law of International Finance, 2. Baskı, Oxford 2017, par. 11.1.2-11.1.3; Wood, P.R.: Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, 3. Baskı, The Law and Practice of International Finance Series 6, London 2019, par. 11-003.

Daha detaylı bir anlatımla; türev araç, taraflardan biri veya daha fazlasının gelecekteki yükümlülüklerinin belirli bir şekilde başka bir varlığa ya da endekse bağlandığı; söz konusu varlığın teslimini ya da varlığın veya endeksin değerine göre hesaplanan bir meblağın ödenmesini içeren bir işlemdir. Bu nedenle, bu işlem dayanak varlığın ya da endeksin değerinden ayrı (ancak ondan türetilmiş) bir değere sahip şekilde değerlendirilir. Dolayısıyla, tarafların işlem kapsamındaki hakları ve yükümlülükleri ayrı bir varlıkmiş gibi değerlendirilir ve genellikle bu şekilde işlem görür.¹⁶²

Türev araçlar çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilseler de esas olarak opsiyon,¹⁶³ forward¹⁶⁴ ve swap¹⁶⁵ olarak üç ana tür altında incelebilirler.¹⁶⁶ Hangi tür altında değerlendirilirse değerlendirilsin, türev araçlar özünde iki temel fonksiyonu yerine getirmektedir. Bu fonksiyonlardan ilki risk yönetimi (finansal riskten koruma, *hedging*)¹⁶⁷ diğeri ise spekülasyondur.¹⁶⁸ Türev araçlar, finansman sağlamak fonksiyonunu yerine getirmemektedir.¹⁶⁹ Bu nedenle türev araçlar sadece SPKn'daki sınıflandırma açısından değil, ekonomik işlev açısından da temel işlevi şirketin

¹⁶² Firth, S.: Firth on Derivatives Law and Practice, London 2023, par. 1.004. Bu tanım, İngiltere ve Galler Temyiz Mahkemesi (Hukuk Bölümü) tarafından türev araçlara ilişkin önde gelen kararlardan birinde aynen kullanılmıştır. Söz konusu karar için bkz. Lomas v JFB Firth Rixson, Inc [2012] 2 All E.R. (Comm.) 1076, [2].

¹⁶³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, par. 5-55-5-91; Firth, par. 1.017-1.024.

¹⁶⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, par. 5-92-5-95; Firth, s. 1.027-1.030.

¹⁶⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, par. 5-96-5-134; Firth, par. 1.006-1.009.

¹⁶⁶ Hudson, Derivatives, par. 5-22; Paterson ve Zakrzewski, par. 11.1.1; Henderson, S.K.: Henderson on Derivatives, 2. Baskı, London 2010, par. 1.3. Henderson, en temel türev araç biçiminin opsiyon olduğunu da vurgulamaktadır. Bu yönde bkz. Paterson ve Zakrzewski, par. 11.1.6. Firth, üç ana tür türev araç olduğunu belirtip içerik olarak aynı ayrımı benimsemekle birlikte bu türleri daha farklı şekilde ifade etmektedir. Firth'e göre üç ana tür şu şekildedir: i) swaplar ve ilgili ürünler, ii) opsiyonlar ve swopsiyonlar (swap opsiyon), iii) futures ve forwards. Bu sınıflandırma için bkz. Firth, par. 1.005.

¹⁶⁷ Bu kapsamda, 2010'ların sonlarında dünyadaki türev araçların kabaca %75'ten fazlasının faiz oranından doğan risklere, yaklaşık %15'inin ise kur riskine ilişkin olduğu belirtilmiştir. Bu konuda bkz. Wood, Derivatives, par. 11-005.

¹⁶⁸ Hudson, par. 5-23. Finansal riskten koruma, yatırım ve al-sat şeklinde üçlü ayrım için bkz. Firth, par. 1.044-1.055. Yazarın açıkladığı şekliyle yatırım ve al-sat fonksiyonları esasında ikili ayırmadaki spekülasyon kavramının içinde değerlendirilmektedir. Ayrıca bkz. Wood, Derivatives, par. 11-043.

¹⁶⁹ Paterson ve Zakrzewski, par. 11.1.1.

finansman ihtiyacını karşılamak olan borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden ayrılmaktadırlar.¹⁷⁰

C. Borçlanma Araçlarından Doğan Hukuki İlişkinin Niteliği

Borçlanma aracı sahibinin belirli bir meblağı belirli süreliğine ihraççının kullanımına sunması ve sürenin bitiminde bu meblağın ihraççı tarafından genellikle faiziyle¹⁷¹ geri ödenmesi zorunluluğu dolayısıyla borçlanma araçları, ekonomik bir bakış açısından herhangi bir kredi gibi değerlendirilebilir.¹⁷² Bu ekonomik denklik dolayısıyla borçlanma araçlarının temelinde kredilerde olduğu gibi ödünç sözleşmesi olduğu düşünülebilir. Ancak borçlanma araçlarının ekonomik anlamda kredi gibi değerlendirilmesi, hukuki anlamda da aynı şekilde değerlendirileceği sonucuna götürmemektedir. Bir borçlanma aracı söz konusu olduğunda ihraççı ile borçlanma aracı sahibi arasında kredi sözleşmesinin aksine *sinallagmatik*¹⁷³ bir ilişki söz konusu olmaz.¹⁷⁴ Bir borçlanma aracının temelindeki hukuki ilişki, ihraççının borçlanma aracı sahibine karşı bağımsız ve soyut bir edimi içeren ve tek tarafa (ihraççıya) borç

¹⁷⁰ Bu doğrultuda, İzahname Tebliği m. 2/2’de söz konusu tebliğin kural olarak türev araçların ihracında veya borsada işlem görmesinde uygulanmayacağı belirtilmiştir.

¹⁷¹ Bu noktada, BA Tebliği m. 16 uyarınca borçlanma aracı sahiplerine kârdan pay verilebileceğini de göz önünde bulundurmak gerekir.

¹⁷² Artzinger-Bolten, J. ve Wöckener, K.: § 1 *SchVG*, içinde Hopt/Seibt, *Schuldverschreibungsrecht*, ed. Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, par. 7.

¹⁷³ *Sinallagmatik* sözleşmeye ilişkin bkz. Öz, M.T.: *Sözleşme (Hukuk)*, içinde Sosyal Bilimler Ansiklopedisi, erişim 10 Eylül 2024, [https://ansiklopedi.tubitak.gov.tr/ansiklopedi/sozlesme_hukuk#:~:text=%C4%B0ki%20tarafa%20bor%C3%A7%20y%C3%BCkleyen%20s%C3%B6zle%C5%9Fmelerin,\(sinallagmatik\)%20s%C3%B6zle%C5%9Fmeler%E2%80%9D%20denir.](https://ansiklopedi.tubitak.gov.tr/ansiklopedi/sozlesme_hukuk#:~:text=%C4%B0ki%20tarafa%20bor%C3%A7%20y%C3%BCkleyen%20s%C3%B6zle%C5%9Fmelerin,(sinallagmatik)%20s%C3%B6zle%C5%9Fmeler%E2%80%9D%20denir.)

¹⁷⁴ Artzinger-Bolten ve Wöckener, par. 7; Bliesener, D.H. ve Schneider, H.: *SchVG - Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz)*, içinde Bankrechts-Kommentar, ed. Katja Langenbucher, Dirk H. Bliesener, ve Gerald Spindler, 3. Baskı, München 2020, par. § 5 SchVG 110. Borçlanma aracı ihraççısı ile sahibi arasında sözleşme ilişkisi olduğunu ifade ederek borçlanma aracı türüne göre bu sözleşmeyi çeşitli tipik ve atipik sözleşme türlerinden biri olarak niteleyen yaklaşım için bkz. Çatakoğlu, s. 167-178. Ayrıca bkz. Hacıömeroğlu ve Meral, s. 97; Yalçın Sırakaya, s. 51.

yükleyen bir borç ilişkisidir.¹⁷⁵ Bu borç ilişkisi özünde TBK m. 18 anlamında bir soyut borç tanınması sonucu kurulmaktadır.¹⁷⁶ Borçlanma aracı kapsamında ortaya çıkan borç ilişkisi sürekli borç ilişkisi değildir ve bu yönüyle de kredi sözleşmesinden farklıdır.¹⁷⁷

Borçlanma araçlarının herhangi bir kredi (ödünç) sözleşmesinden diğer bir farkı devir konusunda gündeme gelmektedir. Kredi sözleşmesinde; sözleşmenin devri (TBK m. 205) ya da sözleşmeye katılma (TBK m. 206) gündeme gelebilirken borçlanma araçları sözleşme olmadıkları için bunlar söz konusu olmayacaktır.¹⁷⁸ Alacağın devrinin borçluya bildirilmesi külfeti (TBK m. 186) gündeme gelirken; sözleşmenin devri ve sözleşmeye katılmada borçlunun rızası (işbirliği) gerekmektedir. Ancak borçlanma araçlarının tedavülünde bu gereklilikler söz konusu olmamaktadır. Açıklanan nedenlerle kredi (ödünç) sözleşmesi hükümleri ile sürekli borç ilişkisine ilişkin hükümler borçlanma araçları için uygulama alanı bulmayacaktır.¹⁷⁹

TBK, TTK ve SPKn arasındaki ilişkiyi ortaya koymak, borçlanma araçlarından doğan hukuki ilişkiye uygulanacak hükümlerin tespit edilebilmesi bakımından faydalı olacaktır. SPKn m. 2/2 hükmüne göre; SPKn’da ve SPKn’na “dayanılarak yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve diğer kanunlarda” SPKn’nun “uygulanmayacağının belirtildiği hâllerde genel hükümler”

¹⁷⁵ Artzinger-Bolten ve Wöckener, par. 7, 9. Aynı yönde bkz. Bliesener ve Schneider, par. § 5 SchVG 110.

¹⁷⁶ Benzer şekilde § 780 BGB’ye atıf yapan Alman hukukundaki yaklaşım için bkz. Artzinger-Bolten ve Wöckener, par. 1; Maier-Reimer, G.: *Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners*, içinde Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, ed. Theodor Baums ve Andreas Cahn, Institute for Law and Finance Series, Berlin 2004, s. 135.

¹⁷⁷ Artzinger-Bolten ve Wöckener, par. 9; Bliesener ve Schneider, par. § 5 SchVG 111. Sürekli borç ilişkisi olmamasının nedeninin soyut borç tanınması olmasından kaynaklandığı yönünde bkz. Maier-Reimer, s. 135.

¹⁷⁸ Bliesener ve Schneider, par. § 5 SchVG 111.

¹⁷⁹ Aynı yönde bkz. Artzinger-Bolten ve Wöckener, par. 9.

uygulanacaktır. Anılan kapsamdaki genel hükümlerden en önde geleni TTK'dır.¹⁸⁰ Ayrıca, TBK da bu kapsamda uygulanacak genel hükümlerdendir.¹⁸¹ Bir hükmün, özel hüküm veya genel hüküm niteliği nisbi olup, ancak belirli bir başka hüküm ile karşılaştırıldığında ortaya konulabilmektedir.¹⁸² Anılan üç kanundan; SPKn, TTK'ya göre özel nitelikteyken TTK da TBK'ya göre özel niteliktedir. Ayrıca, bu üç kanundan en sonraki tarihli olan SPKn olup en önceki tarihli olan ise TBK'dır. Açıklananlar doğrultusunda, SPKn'da uygulanabilir nitelikte bir hüküm bulunamadığında TTK'ya bakılacak, TTK'da da uygulanabilir bir hüküm bulunamazsa TBK hükümleri uygulama alanı bulacaktır şeklinde bir genelleme yapmak mümkündür. Bu doğrultuda, temelinde soyut borç tanınması olan borçlanma araçlarından doğan borç ilişkine önce SPKn ve daha sonra TTK hükümlerine aykırı düşmediği müddetçe TBK hükümleri uygulanacaktır.

¹⁸⁰ Paslı, A.: *Türk Ticaret Kanunundaki Sermaye Piyasası Hukukuna İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi*, içinde Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), ed. Mehmet Helvacı vd., İstanbul 2019, s. 33. Yazar, anılan hüküm dolayısıyla sermaye piyasası hukukundaki ikincil mevzuatın da TTK'ya göre öncelikli olarak uygulanacağını vurgulamaktadır. SPKn ve TTK hükümlerinin uygulanmasına ilişkin ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 25-39; Manavgat, Ç.: *Türk Ticaret Kanunu Hükümleri Çerçevesinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun Uygulanması*, içinde Yeni Türk Borçlar Kanunu ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, ed. Çiğdem Kırca, İstanbul 2013, 309-320.

¹⁸¹ TMK m. 1/1'de kanunun, "sözüyle ve özüyle değindiği bütün konularda" uygulanacağı belirtilmiş, TMK m. 5'te ise TMK ve TBK'nın genel nitelikli hükümlerinin "uygun düştüğü ölçüde tüm özel hukuk ilişkilerine" uygulanacağı düzenlenmiştir. TBK m. 646 hükmünde ise TBK'nın, TMK'nın Beşinci Kitabı ve tamamlayıcısı olduğu vurgulanmıştır. TTK m. 1/1'de ise TTK'nın, TMK'nın ayrılmaz bir parçası olduğu belirtilmiştir.

¹⁸² Çağa, T.: *Özel Hüküm Genel Hüküm Daima Bertaraf Eder Mi?*, Türkiye Barolar Birliği Dergisi 1991, C. 3, S. 3, s. 370.

§2. BORÇLANMA ARAÇLARININ İHRACI

I. İHRAÇ EDEBİLECEKLER

A. Borçlanma Aracı İhraç Ehliyeti

1. Genel Olarak

Borçlanma aracı ihraç edebilme yetkisini belirtmek üzere “borçlanma aracı ihraç edebilme ehliyeti”, “borçlanma aracı çıkarma ehliyeti”, “borçlanma aracı ihraç ehliyeti” terimleri kullanılmaktadır.¹⁸³ Ehliyet, “hukuk öznesinin haklara sahip olması, haklarını kullanması, ödev, yükümlülük ve sorumluluklar yüklenebilmesi (yeterlik) durumu” olarak tanımlanmıştır.¹⁸⁴ Ehliyet kelimesi, Türk özel hukukunda hak ehliyeti ve fiil ehliyeti başta olmak üzere taraf ehliyeti, evlenme ehliyeti, ticari ehliyet, hukuki işlem ehliyeti gibi birçok farklı bağlamda kullanılmaktadır. Örneğin, evlenme ehliyeti kavramı, TMK’ya göre evlenebilecek hukuk öznelerinin sahip olduğu yeterlik durumunu ifade etmektedir. Dolayısıyla, verilen örnekler kadar yaygın kullanıma sahip olmasa da “borçlanma aracı ihraç ehliyeti” tabirinin borçlanma aracı ihraç edebilecek hukuk öznelerini ifade etmek için kullanılması isabetli olacaktır.¹⁸⁵

¹⁸³ Karacan ve Erişir Karacan, s. 240, 244; Karacan, A.İ.: *Sermaye Piyasası Hukuku’nda Şirketlerin Borçlanma Aracı İhracı: İhraç Yetkisi ve Borçlanma Aracı İhraç Sınırları*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi 2016, C. 5, S. 18, s. 478.

¹⁸⁴ Türk Hukuk Kurumu: Türk Hukuk Lûgatı C. 1, Ankara 2021, s. 331.

¹⁸⁵ Zira diğer ehliyet türlerini ifade etmek için kullanılan tabirler yeterlik fiiliyle oluşan birleşik fiillerin isimleşmesi şeklinde değil bizatihi fiilin kendisinin yeterlik fiili olmaksızın isimleşmesi ya da sadece ismin kullanılması şeklindedir. Örneğin, “evlenebilme ehliyeti” ya da “hukuki işlem yapabilme ehliyeti” değil “evlenme ehliyeti” ve “hukuki işlem ehliyeti” tabirleri kullanılmaktadır. Dolayısıyla, “borçlanma aracı ihraç edebilme ehliyeti” yerine “borçlanma aracı ihraç ehliyeti” tabirini kullanmak daha isabetli olacaktır. Ayrıca, borçlanma aracı ihracını ifade ederken TTK’da ve sıklıkla öğreti ve uygulamada “çıkarma” ifadesi kullanılmaktaysa da SPKn’da ve ilgili tebliğlerdeki kanuni ifadenin “ihraç” olması ve ihracın çıkarma ile birlikte satışı da kapsamı nedeniyle “borçlanma aracı çıkarma ehliyeti” tabiri tercih edilmemiştir. İhraç kavramının çıkarmayı da kapsadığı yönünde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 547-548.

Belirtmek gerekir ki, bir ehliyeteye sahip olmak dolayısıyla hukuk düzenince tanınan yeterlik durumu bizatihi bir hak teşkil etmez. Borçlanma aracı ihraç ehliyetine sahip olmak, Karacan'ın iddia ettiği gibi “borçlanma aracı ihraç edebilme hakkına” sahip olunduğu sonucunu doğurmamaktadır.¹⁸⁶ Aksinin kabulü, hak ehliyetinin haklara sahip olabilmek hakkına sahip olmak sonucunu da beraberinde getirmesi gibi kabul edilmesi mümkün olmayan anlamlara gelecektir. Kişi, hak sahibi olabilen ve borç altına girebilen varlık olarak tanımlanmıştır.¹⁸⁷ Kişi olmayan hak sahibi olamayacağı gibi hak sahibi olamayan kişi de olamaz.¹⁸⁸ Dolayısıyla, borçlanma aracı ihraç edebilme hakkından bahsedildiğinde bu, ihraççının hak sahibi olabildiği ve dolayısıyla kişi olduğu ön kabulünü de barındırmaktadır. Benzer şekilde, borçlanma aracı ihraç edilmesinin borç doğurması dolayısıyla herhangi bir borçlanma aracı ihraççısının da borç altına girebiliyorsa hak ehliyetine sahip olduğu belirtilmiştir.¹⁸⁹ Hâlbuki, kişi niteliğini haiz olmayan borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihraççıları da bulunmaktadır.¹⁹⁰ Açıklanan nedenlerle, borçlanma aracı ya da borçlanmayı temsil eden bir başka menkul kıymeti ihraç edebilmeyi bir hak olarak nitelendirmek isabetli değildir.

eTTK'nın ikinci kitabının “Anonim Şirket” başlıklı dördüncü faslı kapsamında m. 420'de tahvil, “anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri” olarak

¹⁸⁶ Söz konusu kullanım için bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 240.

¹⁸⁷ Akıntürk ve Akipek, s. 229. Kişiyi hak sahibi varlık olarak tanımlayan yaklaşım için bkz. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Kişiler, par. 4; Velidedeoğlu, H.V.: Türk Medenî Hukuku: Şahsın Hukuku, 5. Baskı, İstanbul t.y., s. 1.

¹⁸⁸ Honsell/Vogt/Geiser, Basler Kommentar Art. 11, N. 1. Hak ehliyeti ile kişiliğin eş anlamlı olduğuna ilişkin bkz. Serozan, R.: Medeni Hukuk Genel Bölüm / Kişiler Hukuku, 5. Baskı, İstanbul 2013, par. 2.1 §1, 1.

¹⁸⁹ Karacan ve Erişir Karacan, s. 240.

¹⁹⁰ Bkz. §2.I.B Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymetleri İhraç Edebilecek Özel İhraççı Türleri.

tanımlanmıştır. 1926 tarihli Ticaret Kanunu’nun ikinci bâbında ticaret şirketleri düzenlenmiştir. Bu bâbtaki Anonim şirketler” başlıklı dördüncü fasılda, “Tahvilât” başlıklı altıncı kısım “Dört Yüz Yirminci” maddede “anonim şirketlerinin aktedecekleri istikrazat [borçlanmalar] için ihraç ettikleri kıymetleri müsavi [eşit] ve ibareleri müttehid [aynı, birleşmiş] deyn [borç] senedatına [senetlerine] tahvilât [tahviller] ıtlak olunur [adı verilir]” denilmiştir. Anılan iki kanuna benzer şekilde TTK’nın “Ticaret Şirketleri” başlıklı ikinci kitabının “Anonim Şirket” başlıklı dördüncü kısmının “Menkul Kıymetler” başlıklı yedinci bölümünde borçlanma senetleriyle alma ve değiştirme hakkını içeren menkul kıymetler düzenlenmiştir.

Her ne kadar borçlanma araçları hem 1926 tarihli Ticaret Kanunu’nda hem eTTK’da hem de TTK’da anonim şirketler altında düzenlenmiş olsa da anonim şirket dışındaki diğer şirket türlerinin de borçlanma aracı ihraç edip edemeyeceği hususunda doktrinde görüş birliği sağlanamamıştır. Nitekim ne eSPKn’da ne SPKn’da ne de bunlara dayanılarak SPK tarafından çıkartılan tebliğlerde anonim şirketler dışındaki şirketlerin borçlanma aracı ihraç edebileceğine ya da edemeyeceğine ilişkin açıkça bir ifade yer almadığı için eTTK döneminde başlayan tartışma, günümüzde de geçerliliğini korur görünmektedir.

eTTK döneminde Tekinalp, özel hukuk tüzel kişilerinden yalnızca anonim şirketlerin borçlanma aracı (tahvil) ihraç edebileceğini savunmuştur.¹⁹¹ Çevik de tahvili anonim şirketlerin ödünç para bulmak için çıkardıkları borç senetleri olarak tanımlayarak Tekinalp’e benzer bir görüş benimsemiştir.¹⁹² Buna karşın, Erem,

¹⁹¹ Poroy, R., Tekinalp, Ü., ve Çamoğlu, E.: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 11. Baskı, İstanbul 2009, par. 1258.

¹⁹² Çevik, O.N.: Anonim Şirketler, 2. Baskı, Ankara 1979, s. 1027; Çevik, O.N.: Uygulamada Şirketler Hukuku, 3. Baskı, Ankara 2002, s. 561.

“hisseli” şirketlerin uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak için çıkarttığı borç senetlerinin tahvil olduğunu belirtmiştir. Buna göre “hisseli” şirket, anonim şirketin yanı sıra sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketi de kapsamaktadır ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin de tahvil (borçlanma aracı) ihraç edebileceği kabul edilmiştir.¹⁹³ Ünal da Erem’e benzer bir görüş benimsemekle birlikte tahvil yatırımcısının korunması bakımından tahvil (borçlanma aracı) ihraç yetkisinin yalnızca anonim şirketlere tanınması gerektiğinin altını çizmekle beraber sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin de borçlanma aracı ihraç etmesini engelleyen kanun hükmü olmaması nedeniyle borçlanma aracı ihraççısı olabileceğini ifade etmiştir.¹⁹⁴ Domaniç de anonim şirket dışındaki şirket türlerinin de tahvil ihraç edebileceğini öne sürmüştür. Hatta, özellikle rehinli tahvil ihracını anonim şirket dışındaki şirketlerin yanı sıra gerçek kişilerin de yapabileceklerini savunmuştur.¹⁹⁵

TTK ve SPKn’nın yürürlükte olduğu dönemde de konuya ilişkin fikir birliği sağlanamamıştır. TTK m. 504-506 hükümlerinden hareketle borçlanma aracı ihraç edebilecek özel hukuk tüzel kişisinin anonim şirket olduğu görüşü geçerliliğini korumaktadır.¹⁹⁶ Buna karşın, anonim şirket dışındaki şirket türlerinin borçlanma aracı ihraç edebileceğine ilişkin görüşler de varlıklarını sürdürmektedir. Bir görüş, tüzel kişiliğe sahip tüm kuruluşların borçlanma aracı ihraç edebileceğini savunarak

¹⁹³ Erem, T.S.: Ticaret Hukuku Prensipleri C. 2, 3. Baskı, İstanbul 1969, s. 317. Hisseli şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin sermaye piyasasının esas gerekçesi olduğuna ilişkin bkz. Poroy, R. ve Erem, T.S.: *Hukukî Araştırma*, içinde Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler, Ankara 1964, s. 115.

¹⁹⁴ Ünal, O.K.: *SPK. ve TK. ’nda Tahviller* 2003, C. 7, S. 1, s. 6.

¹⁹⁵ Domaniç, H.: Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Baskı, İstanbul 1975, s. 644; Domaniç, H.: Anonim Şirketler, 1. Baskı, İstanbul 1978, s. 992-993; Domaniç, H.: *Tahvil Senetleri*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1973, C. 7, S. 2, s. 313. Domaniç bu görüşünü esasen TMK m. 930, 940-972 hükümlerine dayandırmaktadır. Ünal, anılan hükümlerde geçen “tahvil” veya “tahvilat” ifadelerinin eTTK’dakinden farklı borç senetlerini ve dolayısıyla farklı hukuki kurumları ifade ettiğini belirtmiştir. Domaniç’in bu farklılığı ayırt etmeksizin isim benzerliğinden hareketle bu iki farklı hukuki kurumu birlikte değerlendirdiğinin de altını çizmiştir. Bu konuda bkz. Ünal, *Tahviller*, s. 5-6.

¹⁹⁶ Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku Şerhi C. 3, 3. Baskı, Ankara 2018, par. §53, 40.

borçlanma aracı ihraç ehliyetine tüm özel hukuk tüzel kişilerinin sahip olduğunu söylemektedir.¹⁹⁷ Karacan ise anonim şirket dışındaki ticaret şirketlerinin, özellikle de diğer sermaye şirketi türleri olan limited şirketin ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin borçlanma aracı ihraç edebileceğinin kabul edilmesi gerektiğini öne sürmektedir.¹⁹⁸ Bu anlamda, anonim şirket dışındaki özel hukuk tüzel kişilerinin de borçlanma aracı ihraç edebileceğini en detaylı gerekçelendiren Karacan olmuştur. Anılan gerekçelerin detaylı irdelenmesi, anonim şirket dışındaki şirket türlerinin borçlanma aracı ihraç edip edemeyeceğinin tespiti açısından önem arz etmektedir.

2. Diğer Sermaye Şirketleri Açısından

1926 tarihli Ticaret Kanunu'nda ve eTTK'da olduğu gibi, TTK'da da borçlanma aracı ihracına ilişkin hükümler anonim şirketler kısmında düzenlenmişse de 1926 tarihli Ticaret Kanunu ve eTTK'daki tanımlardan farklı olarak, TTK'da tahvillerin (ve diğer borçlanma araçlarının) anonim şirketlerce çıkartılan senetler olduğu gibi bir tanımlama yapılmamıştır. Bunun yerine borçlanma aracı çıkarılması kararını vermeye hangi organın yetkili olduğu TTK m. 504-505'te belirtilmiştir. Bu yaklaşım, borçlanma aracı ihracının yalnızca bir şirket türüne özgülenmek istenmemesi yönünde bilinçli bir tercih olarak değerlendirilmiştir.¹⁹⁹ İlk bakışta, kanun maddesinin kaleme alınmasında benimsenen bu yaklaşım farklılığı, yorum kuralları ile değerlendirildiğinde *prima facie* öne sürülen manaya gelebilecek niteliktedir.²⁰⁰

¹⁹⁷ Çatakoğlu, s. 90-91. Söz konusu görüşün hareket noktası SPKn m. 3/1/h ve BA Tebliği m. 3/1/g'deki "ihraççı" tanımlarıdır. Söz konusu tanımlardaki "tüzel kişi" ifadesinden hareketle yazar, "anonim ortaklıklar, bankalar, kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler gibi tüzel kişiliğe sahip tüm kuruluşlar" tarafından borçlanma aracı ihraç edilebileceğini savunmuştur.

¹⁹⁸ Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 478; Karacan ve Erişir Karacan, s. 241.

¹⁹⁹ Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 477.

²⁰⁰ *Expressio unius est exclusio alterius* (bir şeyi zikretmek, diğerini dışlamaktır; *negative-implication cannon*) olarak bilinen yorum ilkesi kapsamında, 1926 tarihli Ticaret Kanunu'ndaki ve eTTK'daki anonim şirketin çıkarttığı borç senedi niteliğindeki tahvil tanımından hareketle, diğer şirketlerin

Ancak söz konusu hükümler, 1926 tarihli Ticaret Kanunu ve eTTK hükümleri ile dikkatlice karşılaştırıldığında, TTK ile borçlanma araçlarına ilişkin benimsenen yeni düzenleme yaklaşımı, anonim şirketler dışındaki şirket türleri için borçlanma aracı ihracına imkân verir nitelikte değildir.

Belirtilen hükümlerin kaleme alınma yaklaşımı değişmesine karşın, söz konusu hükümlerin TTK’da anonim şirketler kısmında düzenlenmesine devam edilmiştir. Önceki kanunlardaki belirli özellikleri TTK’da değiştirmek bir bilinçli tercih ise belirli özellikleri aynen korumak da aynı şekilde kanun koyucunun bilinçli tercihidir. Ancak, belirtilen hükümlerin anonim şirketler kısmında düzenlenmesinin ticaret şirketlerinden yalnızca anonim şirketin borçlanma aracı ihraç ehliyetine sahip olduğu anlamına gelemeyeceği iddia edilmiştir.²⁰¹ Bir hukuk kuralının anlamının ne olduğunu belirlemek, yorum faaliyetinin en temel amacıdır.²⁰² Bu nedenle, anılan

çıkarttıkları borç senetlerinin tahvil olarak nitelendirilemeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, tahvil (borçlanma aracı) tanımlaması yapılırken anonim şirketin çıkartması temelinin artık benimsenmemesi, Karacan’ın ileri sürdüğü yönde bir değişiklik olarak nitelendirilebilecektir. Halbuki, kanun koyucunun “anonim şirket” ifadesini TTK’da ilgili maddelerde zikretmemesinin nedeni; tahvil tanımı yaparken anonim şirket merkezli hareket etmemesi değil, borçlanma araçlarına ilişkin hükümlerde herhangi bir tanım yapmamayı tercih etmesinin sonucudur. Dolayısıyla, ilgili maddelerde “anonim şirket” ifadesinin artık bulunmaması, anonim şirket dışındaki şirket türleri için borçlanma aracı çıkarılmasının mümkün kılınmasına yönelik bir tutum değişikliği olarak değerlendirilemez. Anılan yorum ilkesi için bkz. Gözler, K.: *Yorum İlkeleri*, içinde Anayasa Hukukunda Yorum ve Norm Somutlaşması, ed. Ozan Ergül, Ankara 2013, s. 67-71; Scalia, A. ve Garner, B.A.: *Reading Law: The Interpretation of Legal Texts*, St. Paul, MN 2012, s. 107-111; Williams, C.: *Expressio Unius Est Exclusio Alterius*, Marquette Law Review 1931, C. 15, S. 4, 191-196.

²⁰¹ Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 478.

²⁰² Bu yönde bkz. Atay, E.E.: *Hukuk Başlangıcı*, 9. Baskı, Ankara 2021, s. 279-283; Antalya, O.G. ve Topuz, M.: *Marmara Hukuk Yorumu - Medeni Hukuk Cilt: I (Giriş – Temel Kavramlar – Başlangıç Hükümleri)* C. 1, 4. Baskı, Marmara Hukuk Yorumu, Ankara 2021, par. 1411; Antalya, O.G.: *Hukuk Metodolojisi* C. 2, Hukuk Bilimine Katkı, Ankara 2021, par. 2459, 2463; Zeytin, Z. ve Ergün, Ö.: *Türk Medeni Hukuku*, 5. Baskı, Ankara 2020, s. 55; Yılmaz, S. ve Yıldırım, A.: *Medeni Hukuk – I*, 2. Baskı, 2021, s. 63; Demir, A.: *Hukuk Metodolojisi*, Ankara 2016, s. 169-170; Berki, A.H.: *Hukuk Mantığı ve Tefsir*, Ankara 1948, s. 9-10; Öztan, B.: *Medeni Hukukun Temel Kavramları*, 42. Baskı, Ankara 2017, s. 133; Oğuzman, M.K. ve Barlas, N.: *Medeni Hukuk*, 27. Baskı, İstanbul 2021, par. 232; Özsunay, E.: *Medeni Hukuka Giriş*, 5. Baskı, İstanbul 1986, s. 189; Veldet, H.: *Medeni Hukukun Umumi Esasları*, 3. Baskı, İstanbul 1948, s. 219-220; Zevkliler, A., Acabey, M.B., ve Gökyayla, K.E.: *Zevkliler Medeni Hukuk*, 6. Baskı, Ankara 1999, s. 94-95; Helvacı, S. ve Erlüle, F.: *Medeni Hukuk*, 5. Baskı, İstanbul 2018, s. 15-16; Kılıçoğlu, A.M.: *Medeni Hukuk*, Ankara 2016, s. 77-79; Şen, E. ve Eryıldız, H.S.: *Hukuka Giriş*, 3. Baskı, Ankara 2021, s. 82; Anayurt, Ö.: *Hukuka Giriş Ve Hukukun*

hükümlerin yorumlanması gerekmektedir. Yorum faaliyeti, çeşitli yorum yöntemleri kullanılarak gerçekleştirilir. Bu anlamda, yazarın iddiasının yerindeliği değerlendirilirken başvurulması gereken yorum yöntemlerinin başında sistematik yorum gelmektedir. Sistematik yorum, bir hükmün anlamı tespit edilirken o hükmün hangi kanunda düzenlendiği, kanun içerisinde hangi bölüm altında, hangi hükümlerden önce ve hangilerinden sonra ele alındığı gibi kanunun ve hukuk düzeninin sistematik yapısı göz önünde bulundurularak yapılan yorum faaliyetidir.²⁰³

Borçlanma aracı ihracına ilişkin TTK'daki hükümler sistematik yorum yöntemiyle değerlendirildiğinde, bu hükümlerin ticaret şirketlerine ilişkin birinci kısımdaki genel hükümler altında düzenlenmeyip, anonim şirket kısmında düzenlenmesi; borçlanma aracı ihraç ehliyetinin hukuk düzenince tüm ticaret şirketlerine tanınmadığına, yalnızca anonim şirketler için tanındığına işaret etmektedir. Borçlanma araçlarının TTK'daki düzenleniş biçiminin 1926 tarihli Ticaret Kanunu'na ve eTTK'ya göre farklı olmasına rağmen, bu konudaki hükümlerin anonim şirket kısmında konumlandırılmaya devam edilmesi, bu hükümlerin yalnızca anonim şirkete uygulanacağını göstergesidir. Dolayısıyla, sistematik yorum faaliyeti sonucunda

Temel Kavramları, 21. Baskı, Ankara 2021, s. 323; Erdoğan, İ.: Hukuka Giriş, 3. Baskı, Ankara 2021, s. 170-171; Serozan, Medeni 13, par. 1.1 §5, 15. TMK m. 1/1, kanunun “sözüyle ve özüyle değindiği bütün konularda” uygulanacağını emreden temel bir hükmüdür. Bir hükmün sözü ve özüyle uygulanabilmesi yorum faaliyetiyle mümkün olmaktadır zira hükmün özünün ve sözünün ne olduğunun tespiti yorum sonucunda ortaya çıkmaktadır.

²⁰³ Yorum faaliyetinin temel ve vazgeçilemez dört unsurundan biri olarak sistematik yorum ilk kez Savigny tarafından ortaya konulmuştur. Sistematik yoruma ilişkin bkz. Savigny, F.C. von: System des heutigen römischen Rechts C. 1, 1. Baskı, Berlin 1840, s. 214; Zeytin ve Ergün, s. 57; Yılmaz ve Yıldırım, s. 67; Demir, s. 173, 176, 206; Atay, Başlangıç, s. 305; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 1517; Antalya, Metodoloji, c. 2, par. 2225-2226, 2595; Öztan, Temel Kavramlar, s. 136; Oğuzman ve Barlas, Medeni 21, par. 250; Özsunay, Medeni Giriş, s. 193; Şen ve Eryıldız, s. 85; Anayurt, s. 330; Erdoğan, s. 175; Aktaş, S.: *Hukukta Yorum Çabaları*, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2011, C. XV, S. 3-4, s. 22-24; Brugger, W.: *Legal Interpretation, Schools of Jurisprudence, and Anthropology: Some Remarks from a German Point of View*, The American Journal of Comparative Law 1994, C. 42, S. 2, s. 396-397, <https://doi.org/10.2307/840752>; Serozan, Medeni 13, par. 1.1. §5, 21.

TTK m. 504-506 hükümleri, borçlanma aracı ihraç etmeye yalnızca anonim şirketin ehil olduğunu göstermektedir.

TTK m. 125/2, ticaret şirketlerinin TMK m. 48 çerçevesinde bütün haklardan yararlanabileceği ve borçları üstlenebileceğini belirtmiş ve kanuni istisnaları saklı tutmuştur. TMK m. 48 ise tüzel kişilerin hısımlık, yaş, cins gibi yaratılışı gereği insana özgü niteliklere bağlı olanlar haricindeki tüm haklara ve borçlara ehil olduğunu düzenlemiştir. Bu hükümlerden ve dolayısıyla hak ehliyetinden hareketle, ticaret şirketlerinin, özellikle de anonim şirket dışındaki sermaye şirketlerinin borçlanma aracı ihraç ehliyeti olmadığı konusunda bir çıkarsama yapılamayacağı savunulmuştur.²⁰⁴ Örnek olarak ise şirket varlıklarını teminat göstererek kredi kurumundan kredi alabilen limited şirketin neden borçlanma aracı ihraç edemeyeceği sorgulanmıştır. Halbuki, söz konusu gerekçelendirme anonim şirket dışındaki ticaret şirketleri için borçlanma aracı ihraç ehliyetinin varlığını ortaya koymak için yeterli değildir. Kanunun bir şirket türü için öngördüğü borçlanma aracı ihraç edebilme olanağının, o şirket türünde olduğu gibi hak ehliyetine sahip olabilen ve kredi alabilen diğer şirket türleri için de tanındığı söylenemez. Nitekim; tüzel kişiliğe sahip olmak, hak ehliyetine sahip olmak, varlıklarını teminat göstererek kredi alabilmek özelliklerine ticaret şirketi olmayan özel hukuk tüzel kişileri de sahiptir. Bu yaklaşımla, dernek ve vakıfların da borçlanma aracı ihraç edebilmesinin mümkün olduğu gibi mevcut hukuki düzende kabul edilemeyecek sonuçlara da varılabilmektedir.²⁰⁵

²⁰⁴ Bu yönde bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 478.

²⁰⁵ Nitekim bunların borçlanma aracı ihraççısı olamayacağını Karacan da belirtmektedir. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 481.

Ayrıca, TTK m. 126/1²⁰⁶ hükmünden hareketle diğer sermaye şirketlerinin borçlanma aracı ihraç edebileceğinin kabul edilmesi gerektiği, çünkü borçlanma aracı ihracının diğer ticaret şirketlerinin niteliğine uygun düşmediğini söyleyebilmek için bir neden bulunmadığı savunulmuştur.²⁰⁷ Ancak, ihraççı açısından borçlanma araçlarının ekonomik niteliği göz önünde bulundurulduğunda en geniş finansman imkânlarına anonim şirketin sahip olduğu açıktır.²⁰⁸ Gerek sermaye yapısının belirlenmesinde gerekse de belirlenen sermaye yapısı içerisindeki dağılımın ayarlanmasında diğer ticaret şirketlerinin hiçbirisi anonim şirketin sahip olduğu olanaklara sahip değildir. Bu imkânların başında pay ihracı ve halka açıklık statüsünde olmak gelmektedir. Bu nedenledir ki neredeyse tüm büyük ölçekli işletmeler anonim şirket olarak örgütlenmektedir.²⁰⁹ Dolayısıyla, yalnızca her çeşidiyle tüm sofistike finansman olanaklarını kullanabilen anonim şirket tarafından borçlanma aracı ihraç edilebilmesi doğaldır. Bu nedenle, borçlanma aracı ihracının diğer ticaret şirketlerinin niteliğine uygun düşmediği söylenebilecektir.²¹⁰

Anonim şirketler dışındaki şirketlerin borçlanma aracı ihraç edebileceğinin bir dayanağı olarak da hukuk sistemindeki genel bir yaklaşım gerekçe gösterilmiştir. Buna göre, birbirine taban tabana zıt iki yaklaşım bulunmaktadır.

²⁰⁶ TTK m. 126/1 metni şu şekildedir: “Her şirket türüne özgü hükümler saklı kalmak şartıyla, Türk Medenî Kanununun tüzel kişilere ilişkin genel hükümleri ile bu Kısımda hüküm bulunmayan hususlarda Türk Borçlar Kanununun adı şirkete dair hükümleri her şirket türünün niteliğine uygun olduğu oranda, ticaret şirketleri hakkında da uygulanır.”

²⁰⁷ Buna ilişkin bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 478.

²⁰⁸ Bu konuda bkz. §1.III.A İhraççı Bakımından. Söz konusu sonuca, hukuken başvurulabilecek olanakların şirket türü bazında çeşitliliği temel alınarak ulaşılmıştır. Pratikte, karşılaştırılan şirketlerin içinde bulundukları somut şartlara göre sahip oldukları finansman imkânları bu ifadenin aksine olabilir.

²⁰⁹ Brealey vd., *Corporate Finance* 23, s. 6.

²¹⁰ Hangi tür ticaret şirketlerinin borçlanma aracı ihraç edebileceğine karar vermek elbette bir hukuk politikası tercihidir. Şahıs şirketleri için olmasa bile bir diğer sermaye şirketi türü olan limited şirketin borçlanma aracı ihraç etmesi imkânının tanınması, anonim şirkete kıyasla daha kısıtlı kapsamda olsa da düşünülebilirdi. Ancak, Türk pozitif hukukunun mevcut hâlinde buna imkân tanıyacak bir dayanak bulunmamaktadır.

Bunlardan ilki, yapılmasına açıkça izin verilmeyen bir şeyin hukuk düzenince yasaklandığı görüşüken; diğeri ise hukuk düzenince açıkça yasaklanmayan bir hususun serbest olduğu yaklaşımıdır. İkinci yaklaşım hukukumuzda egemen olursa anonim şirket dışındaki şirketlerin borçlanma aracı ihraç edemeyeceğine dair herhangi bir hüküm bulunmamasından bahisle borçlanma aracı ihraç edebilme imkânının kabul edilebileceği savunulmuştur.²¹¹ Bahsi geçen yasaklama yaklaşımlardan hangisinin Türk hukuk düzeninde benimsendiğinden bağımsız olarak söz konusu argümanın geçerli olmaması, yukarıda bahsi geçen *expressio unius est exclusio alterius* (bir şeyi zikretmek, diğerini dışlamaktır) yorum ilkesinden kaynaklanmaktadır.²¹² Buna göre, borçlanma aracını anonim şirketin çıkartabileceği belirtilmiş ve diğer şirket türlerine ya da özel hukuk tüzel kişilerine dair herhangi bir şey söylenmemişse; bu, zikredilmeyen diğer ticaret şirketi ve tüzel kişi türlerinin borçlanma aracı ihraç edemeyeceği anlamına gelmektedir. Ticaret şirketlerinin borçlanma aracı ihraç ehliyeti olup olmadığı hiç düzenlenmemiş değildir. Konu, anonim şirketin anılan ehliyeteye sahip olduğu şeklinde düzenlenmiştir. Dolayısıyla, bu düzenleme diğer ticaret şirketi türlerinin borçlanma aracı ihraç ehliyetini hukuk düzeninin dışladığını göstermektedir.

Her ne kadar anonim şirket dışındaki şirket türlerinin borçlanma aracı ihraç edebilmesi yukarıda açıklanan gerekçelerle mümkün olmasa da anonim şirket haricindeki şirket türlerine ilişkin hükümlerde, anonim şirketin hangi hükümlerinin ilgili şirket türlerine de uygulanacağı belirtilmiştir. TTK m. 565'te sermayesi paylara bölünmüş komandit şirkete uygulanacak hükümler düzenlenmiştir. Buna göre, m. 565/1'de "komanditelerin birbirleriyle, komanditerlerin tümüyle ve üçüncü kişilerle

²¹¹ Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 479.

²¹² Bu ilkeye ilişkin bkz. dn. 200.

hukuki ilişkileri, özellikle şirketin yönetimine ve temsiline ilişkin görev ve yetkileri, şirketten ayrılımları” komandit şirket hükümlerine tabidir. Takip eden fıkrada ise, ilk fıkrada sayılanlar dışındaki hususlara, kanunda aksine hüküm olmamak kaydıyla anonim şirket hükümlerinin uygulanacağı belirtilmiştir. Bu kapsamda, TTK’da anonim şirketlere ilişkin “menkul kıymetler” başlıklı yedinci bölümün ve bu bölüm altındaki borçlanma araçlarına ilişkin m. 504-506 hükümlerinin, kanunda aksine hüküm de olmadığından bahisle, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlere de uygulanacağı konusunda şüphe bulunmamaktadır. Karacan’ın savunduğu, yukarıda irdelenen gerekçelerle olmasa da TTK m. 565/2’nin atfı sayesinde sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin borçlanma aracı ihraç edebilmesi hukuken mümkündür.²¹³ Ancak mevcut durumda bunun pratik bir karşılığı neredeyse yoktur. Nitekim, Türkiye’de hâlihazırdaki sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sayısı oldukça azdır.²¹⁴

²¹³ Bu atıf dolayısıyla pay senedi çıkarma ve halka açılma imkânlarının olduğu teorik olarak kabul edilmektedir. Bu yönde bkz. Kayıhan, Ş.: Şirketler Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2021, s. 155. TTK’da anonim şirkette pay senetlerine ilişkin düzenlemeler “menkul kıymetler” bölümünün altında borçlanma araçlarına ilişkin hükümlerle birlikte düzenlenmiştir. Dolayısıyla, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin TTK m.565/2 atfıyla pay senedi ihraç edebileceğinin kabulü, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin söz konusu atıf dolayısıyla borçlanma aracı ihraç edebileceği görüşünü desteklemektedir.

²¹⁴ Belirtmek gerekir ki konuya ilişkin veriler tutarlılık göstermemektedir. T.C. Ticaret Bakanlığı’nın üç ayda bir güncellenen istatistiklerinden, 30.06.2024 tarihli rapora göre Türkiye’deki toplam mevcut aktif komandit şirket sayısı 1.993’tür. Söz konusu rapor için bkz. T.C. Ticaret Bakanlığı: *MERSİS Verileri*, <https://ticaret.gov.tr/data/6214a18c13b876b4f0182f30/MERS%C4%B0S%20Verileri.pdf>. Ancak söz konusu istatistik adi komandit şirket ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket ayrımı yapmayarak toplam sayıyı ifade etmektedir. Bununla beraber, Merkezi Sicil Kayıt Sistemi (MERSİS) üzerinde 14.09.2024 tarihinde yapılan firma sorgulama sonuçlarına göre; ticaret unvanında “sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket” ibaresi olan 5 ve ticaret unvanında “paylı komandit” ibaresi olan 1 aktif şirket olup bu şirketlerin hepsinin türü sistemde “komandit şirket” olarak işaretlenmiştir. Söz konusu kayıtların güvenilirliği ve güncelliği var olan tutarsızlıklar nedeniyle sorgulanabilir nitelikte olsa da sermayesi paylara bölünmüş şirketlerin ne kadar nadir olduğuna dair bir gösterge niteliğindedir. Ayrıca, Kendigelen’in aktardığına göre 2011 yılı sonu itibarıyla Türkiye’deki sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sayısı 1’dir. Kaynak olarak belirtilen “Türleri itibarıyla mükellef sayıları” hakkında liste ise Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından artık yayımlanmamaktadır. Bu konuda bkz. Kendigelen, A.: *Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, 3. Baskı, İstanbul 2016, s. 475.

Atıf yoluyla anonim şirkete ilişkin hükümlerin bir kısmının uygulanacağı belirtilen diğer şirket türü de limited şirkettir. Bunun haricindeki ticaret şirketi türleri için böylesi bir atıf bulunmamaktadır. Her ne kadar limited şirkete ilişkin TTK m. 578, 609-610, 634-636, 643-644 hükümlerinde, anonim şirkete ilişkin belirtilen hükümlerin doğrudan; m. 584-585, 592, 617, 622, 629, 633 hükümlerinde ise anonim şirkete ilişkin belirtilen hükümlerin kıyas yoluyla uygulanacağı ifade edilmişse de TTK m. 504-506 doğrudan ya da kıyas yoluyla uygulanacak hükümler arasında bulunmamaktadır. Eğer sermayesi paylara bölünmüş komandit şirkette olduğu gibi açık bir kanuni atıf olsa idi bu durumda tüm açıklanan nedenlere rağmen limited şirketin de borçlanma aracı ihraç edebileceğini kabul etmek gerekirdi. Ancak, mevcut durumda böylesi bir hüküm bulunmadığı için limited şirket borçlanma aracı ihraç ehliyetine sahip değildir.

Netice itibariyle, limited şirketin borçlanma aracı ihraç etmesi pratik olarak ideal olmadığı gibi hukuken mümkün de değildir. Anonim şirkete ek olarak ticaret şirketlerinden yalnızca sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin borçlanma aracı ihraç edebilmesi hukuken mümkündür. Ancak, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin uygulamasının yok denecek kadar az olması²¹⁵ ve anonim şirketin borçlanma araçlarına ilişkin temel alınan şirket türü olması dolayısıyla; “borçlanma aracı ihraççısı” denildiğinde anonim şirketin anlaşılması makul olandır.

²¹⁵ Buna ilişkin bkz. dn. 214.

B. Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymetleri İhraç Edebilecek Özel İhraççı Türleri

1. Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymet Çeşidine Göre Özel İhraççı Türleri

Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin temel türü olarak borçlanma araçlarını esasen anonim şirketin ihraç edeceği belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, kıymetli maden bonosu ve borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetlerin ihraççılarının ya özel nitelikli bir anonim şirket olması ya da tüzel kişiliği olmayan malvarlığı niteliğindeki belirli özellikteki fonlar olması öngörülmüştür. Aşağıda, bu kapsamda kimlerin hangi tür borçlanmayı temsil eden menkul kıymetleri ihraç edebileceği açıklanmaktadır.

Kıymetli maden bonosunun, kıymetli madenin işlem gördüğü borsalara üye kıymetli maden aracı kurumları tarafından çıkartılacağı BA Tebliği m. 3/1/1'da düzenlenmiştir. Bir aracı kurum olan kıymetli maden aracı kurumunun SPKn m. 43/1/a hükmüne göre anonim şirket olması gerekmektedir.

SPKn m. 58/1'de VDMK'ların VFF tarafından, İDMK'ların ise İFF tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları olduğu hükme bağlanmıştır. SPKn m. 58/7'de ise İFK'ların VFF ya da İFF kurmaksızın VİDMK ihraç edebileceğini belirtilmiştir.²¹⁶ VFF ve İFF, inançlı mülkiyet esasına göre fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlıklarıdır.²¹⁷ "İpotek finansmanı kuruluşları" kenar başlığını taşıyan SPKn m. 60/1, İFK'nın anonim şirket olduğunu belirtmiştir.²¹⁸

²¹⁶ Ayrıca bkz. VİDMK Tebliği m. 3/1/g, 3/1/ü, 4/1; İFK Tebliği m. 18/1/ç.

²¹⁷ SPKn m. 58/1, VİDMK Tebliği m. 3/1/k, 3/1/u.

²¹⁸ Ayrıca bkz. İFK Tebliği m. 3/1/ç, VİDMK Tebliği m. 3/1/h.

Dolayısıyla, VİDMK'lar ya özel bir anonim şirket türü olan İFK tarafından ya da özel nitelikli, tüzel kişiliği olmayan, malvarlığı niteliğinde olan VFF veya İFF tarafından ihraç edilebilecektir.

SPKn m. 59/5, TemMK'ların ihraççılarının SPK tarafından belirleneceğini hükme bağlamıştır. Bu kapsamda hazırlanan TemMK Tebliği m. 5/2'de TemMK ihraççısı olabilecekler belirlenmiştir. Buna göre VTemMK; bankalar²¹⁹, İFK'lar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri²²⁰, gayrimenkul yatırım ortaklıkları²²¹, kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ile nitelikleri SPK tarafından belirlenecek diğer kuruluşlarca ihraç edilebilir. Yine aynı hükme göre İTemMK ise yalnızca konut finansmanı kuruluşu²²² ile İFK tarafından ihraç edilebilir.

SPKn m. 61/1'e göre, kira sertifikalarını varlık kiralama şirketleri ihraç eder ve m. 61/2'te VKŞ'lerin münhasıran kira sertifikası ihraç etmek için kurulan anonim şirketler olduğu belirtilmiştir.

²¹⁹ TemMK Tebliği m. 3/1/a'da, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 3'te tanımlanan bankaların ifade edildiği belirtilmiştir. BanK m. 3'te ise kanundaki "banka" teriminin mevduat bankaları, katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarını ifade ettiği düzenlenmiştir. BanK m. 7'ye göre Türkiye'de kurulacak bir bankanın ancak anonim şirket şeklinde kurulabileceği belirtilmiştir.

²²⁰ Finansal kiralama şirketleri, finansman şirketleri ve tasarruf finansman şirketlerinden; BDDK'nın konut finansmanı faaliyetinde bulunmasını uygun gördüklerinin konut finansmanı kuruluşu olduğu SPKn m. 57'de belirtilse de SPKn'da söz konusu şirketlere ilişkin herhangi bir tanım ya da atıf yapılmamıştır. TemMK Tebliği m. 3/1/d ve VİDMK Tebliği m. 3/1/d'de söz konusu şirketlerin 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansman Şirketleri Kanunu'nda aynı isimle düzenlenen şirketleri ifade ettiği belirtilmiştir. 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring, Finansman ve Tasarruf Finansman Şirketleri Kanunu m. 3/1/1, kanundaki "şirket" ibaresi ile finansal kiralama, finansman, tasarruf finansman ve faktoring şirketlerinin kastedildiğini ve m. 5/1/a'da söz konusu şirketlerin anonim şirket olarak kurulmasının zorunlu olduğunu hükme bağlamıştır.

²²¹ Gayrimenkul yatırım ortaklığı, SPKn m. 48/1'de belirtildiği üzere bir tür yatırım ortaklığıdır ve anonim şirket şeklinde örgütlenmek zorundadır.

²²² SPKn m.57/2'de konut finansmanı kuruluşlarının; yukarıda açıklanan finansal kiralama şirketleri, finansman şirketleri ve tasarruf finansman şirketleri ile konut finansmanı kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar olduğu belirtilmiştir. Daha önce açıklandığı üzere anılan şirketlerin tamamı anonim şirket şeklinde örgütlenmek zorundadır.

PDMK, SPKn m. 61/B’de düzenlenmiştir. Ancak, anılan maddede PDMK ihraççısının kim olduğuna değinilmemiştir. Maddenin 3. fıkrasında PDMK ihracına ilişkin usul ve esasların SPK tarafından belirleneceği belirtilmiştir. Bu kapsamda hazırlanan PDMK Tebliği de benzer şekilde söz konusu menkul kıymetlerin kim tarafından ihraç edileceğine dair açık bir ifade barındırmamaktadır. Yalnızca PDMK Tebliği m. 32/2’de, SPK düzenlemelerinin uygulanmasında “fon ihraççı addolunur ve ihraççının sorumlulukları fon tarafından yerine getirilir” denilmiştir. Bu ifadeden esasen anlaşılan, fonun ihraççı olmadığı ancak bu düzenleme nedeniyle ihraççı kabul edileceğidir. Her ne kadar SPK’nın konuyu ele alış biçimi tereddütlere neden olabilecek nitelikteyse de burada fonun ihraççı olduğu anlaşılmalıdır. PDMK Tebliği m. 3/1/n’de belirtildiği üzere “fon” ile tebliğde kastedilenin proje finansman fonu olduğu ve bu fonun tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığı olduğu hükme bağlanmıştır.

Gayrimenkul sertifikası ihracına ilişkin usul ve esasların SPK tarafından belirleneceği SPKn m. 61/A/1’de hükme bağlanmıştır. Bu kapsamda hazırlanan Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği m. 3/1/o’da ise gayrimenkul sertifikası ihraççısı tanımı yapılırken, anonim ortaklıklar ile kendi mevzuatlarına göre sermaye piyasası aracı ihraç edebilecek kamu kurum ve kuruluşlarının gayrimenkul sertifikası ihraç edebileceği hükme bağlanmıştır. Ayrıca, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği m. 12/1’de, kentsel dönüşüm amaçlı projeler kapsamında ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarının ihraççısının İller Bankası, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve m. 12/1’de açıklanan şekilde belirlenecek tüzel kişilerin olabileceği düzenlenmiştir.

2. Özel Mevzuatları Dolayısıyla Borçlanmayı Temsil Eden Menkul

Kıymet İhraç Edebilecek Özel İhraççı Türleri

5393 sayılı Belediye Kanunu m. 68’de belediyelerin, 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanunu m. 51’de ise il özel idarelerinin “görev ve hizmetlerinin gerektirdiği giderleri karşılamak amacıyla” “tahvil” ihraç edebileceği düzenlenmiştir. 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname m. 62’de düzenlendiği üzere kamu iktisadi teşebbüslerinin “tahvil” ihraç etmesi mümkündür. Bu kapsamda, anılan kanun hükmünde kararnameye ekli listede sayılan kamu iktisadi teşebbüslerinin birçoğu anonim şirket şeklinde örgütlenmiş olsalar da ticaret şirketi olmayan pek çok örnek de bulunmakta olup m. 62’de belirtilen koşulları sağlamaları hâlinde bunlar da borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihraç edebileceklerdir. 1581 sayılı Tarım Kredi Kooperatifleri ve Birlikleri Kanunu m. 3 uyarınca Türkiye Tarım Kredi Kooperatifleri Merkez Birliği, Tarım Kredi Kooperatifleri ve Tarım Kredi Kooperatifleri bölge birlikleri “finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere” “tahvil” ihraç edebilecektir.

2985 sayılı Toplu Konut Kanunu Ek Madde 1’de Toplu Konut İdaresi Başkanlığı’nın görevlerinden biri olarak “Devlet garantili veya garantisiz iç ve dış tahviller ile her türlü menkul kıymetler çıkarmak” sayılmıştır. 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun m. 3/2/f hükmünde Özelleştirme Yüksek Kurulu, “Özelleştirme Fonu’nun kullanım alanlarında yararlanmak üzere borç almaya ve bu amaçla” “tahviller ile gerekli görülen hâllerde her türlü menkul kıymet” ihracına karar vermeye yetkilendirilmiştir.²²³ 2018’de kanuna eklenen Geçici Madde 29 uyarınca

²²³ Söz konusu hükümde, karar verme yetkisinden bahsedilmiş ve ihraççının kim olacağı açıkça belirtilmemiştir. Bir sonraki fıkrada özelleştirme kapsamındaki kuruluşların menkul kıymetlerinden

Özelleştirme Yüksek Kurulu’na görülmekte olan işler, cumhurbaşkanı veya yetkilendireceği makam tarafından sonuçlandırılacaktır.

Anılan ihraççıların, “tahvil” ve “menkul kıymet” ihraç edebileceği özel mevzuatlarında belirtilmiştir. Söz konusu “tahvil” ifadesinin borçlanma aracı olarak anlaşılması isabetli olacaktır.²²⁴ Dolayısıyla, “tahvil” ihraç edebileceği düzenlenen özel ihraççılar, yukarıda sayılanlar²²⁵ haricindeki borçlanmayı temsil eden menkul kıymetleri ihraç edebileceklerdir. “Menkul kıymet” ihraç edebileceği belirtilenler ise ayrıca TemMK Tebliği m. 5/2 hükmü²²⁶ dolayısıyla da VTemMK ihraç edebileceklerdir. Özel mevzuatları dolayısıyla borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihraç edebilecek özel ihraççıların SPKn’nun yürürlüğe girdiği tarihten itibaren gerçekleştirdikleri ihraçlara ilişkin tespit edilebilen örnekler de bu sonuçlarla uyumludur.²²⁷

açıkça bahsedildiği ve tahvil ihracına ilişkin hükümde böylesi bir vurgu olmadığı için ihraççının özelleştirme kapsamındaki kuruluşlar olmayacağı söylenebilir. Anılan kanun m. 9’da “özelleştirme uygulamaları çerçevesinde ihraç edilecek her türlü menkul kıymet” satışından sağlanan gelirlerin Özelleştirme Fonu’nda toplanacağı düzenlenmiştir. Karar verme yetkisinin cumhurbaşkanı veya yetkilendireceği makamda olduğu göz önüne alındığında, ihraççının ya karar veren makam ya da Özelleştirme Fonu olacağı düşünülebilir.

²²⁴ Nitekim, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu m. 75’teki “tahvil” teriminin de borçlanma araçlarının tamamını ifade ettiği söylenebilir.

²²⁵ Bkz. §2.I.B.1 Borçlanmayı Temsil Eden Menkul Kıymet Çeşidine Göre Özel İhraççı Türleri.

²²⁶ Hükümde “kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları”nın VTemMK ihraç edebileceği düzenlenmiştir.

²²⁷ 2013/1 sayılıdan başlayarak 2024/29 sayılı olana kadar tüm SPK bültenlerinin taranması sonucu bu kapsamda az sayıda örneğe rastlanmıştır. Özel mevzuatları gereği borçlanma aracı veya VTemMK ihraç edebilecek ihraççı türlerinden yalnızca belediyelere ve Toplu Konut İdaresi’ne ilişkin örnek tespit edilebilmiştir. Belediyelerden yalnızca İstanbul Büyükşehir Belediyesi’nin ihraççı olduğu ihraç belgelerinin onaylandığı örnekler mevcuttur. Buna göre İstanbul Büyükşehir Belediyesi, 2020/65, 2021/49, 2023/74 sayılı SPK bültenlerinde belirtildiği üzere tamamı yurt dışında satılmak üzere, tahvil/finansman bonusu için döviz cinsinden üç farklı nominal ihraç tavanı almıştır. Toplu Konut İdaresi’nin VTemMK ihracı için almış olduğu ihraç belgesi onayı örneği ise 2019/65 sayılı SPK Bülteni’nde bulunmaktadır.

II. İHRAÇ AŞAMALARI

A. Yetkili Organ Kararı

1. Kararı Verecek Organın Belirlenmesi

Bir anonim şirketin borçlanma aracı ihraç edebilmesi için ilk olarak yetkili organın kararı gerekmektedir.²²⁸ Her ne kadar TTK m. 375’te anonim şirket yönetim kurulunun, m. 408’de ise anonim şirket genel kurulunun devredilemez yetki ve görevlerine ilişkin hükümler bulunsa da borçlanma aracı ihraç edilmesine ilişkin karar almak bunlar arasında bulunmamaktadır. Borçlanma aracı ihraç edilmesine ilişkin karar vermek, herhangi bir organın devredilemez yetki ve görevlerinden birisi olmadığı için belirli koşullarda genel kurul, belirli koşullarda ise yönetim kurulu bu konuda karar alabilecektir.²²⁹ Bu nedenle, ileride açıklandığı üzere gerekli kararı her zaman genel kurulun veya her zaman yönetim kurulunun alacağı söylenememektedir.

TTK m. 504’te belirtildiği üzere her çeşidiyle borçlanma araçlarının ihracı kural olarak ancak genel kurul kararı ile mümkündür.²³⁰ Bu nedenle, anonim şirkette

²²⁸ Özünde tüm menkul kıymetler için bu durum söz konusu olduğuna ilişkin bkz. Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 242. Yetkili organ kararının ihracın ön koşulu olarak da değerlendirilmesine ilişkin bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 247.

²²⁹ Nitekim TTK m. 374, kanun veya esas sözleşme ile genel kurulun yetkisine bırakılanlar dışındaki, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli her çeşit iş ve işleme ilişkin karar almaya yönetim kurulunun yetkili olduğunu hüküm altına almıştır.

²³⁰ TTK m. 504 vd. maddelerinde “borçlanma senedi” kavramı kullanılmaktadır. Buna karşın, SPKn m. 31’de ise “borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçları” terimi kanun koyucu tarafından tercih edilmiştir. Her iki kavram da aynı anlamı taşımakta olsa da borçlanma aracı kavramı “ihraççı ortaklığın borçlanma yoluyla sermaye piyasasından kaynak sağlamanın aracını vurgulaması bakımından finansal açıdan daha doğru bir kavramdır.” Bu doğrultuda bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 745. TTK m. 504-506 hükümlerinin halka kapalı anonim şirketlerin borçlanma aracı ihraçlarında uygulanmayacağına ifade edilmesi yanlıştır. Söz konusu ifade için bkz. Değirmencioğlu Aydın, N.: *Anonim Şirketlerin Borçlanma Araçları İhracı Süreci*, Legal Hukuk Dergisi 2022, C. 20, S. 236, s. 2989.

borçlanma aracı ihraç yetkisinin²³¹ esasen genel kurulda olduğu söylenebilecektir.²³²

Genel kurulun yanı sıra, usulüne uygun yetkilendirilen yönetim kurulu da bu kararı verebilecektir. Yönetim kurulunun bu kapsamda yetkilendirilmesi de ya bir genel kurul kararıyla ya da esas sözleşmeye konulacak bir hükümle sağlanmaktadır.²³³

2. Genel Kurulun Yetkili Olması

Borçlanma aracı ihraç yetkisi esasen genel kuruldadır. Genel kurul bu yetkisini alacağı bir genel kurul kararı ile kullanacaktır. Genel kurul toplantı ve karar nisapları, aksine kanunda veya esas sözleşmede daha ağır bir nisap öngörülmüş bulunan durumlar dışında TTK m. 418'e göre belirlenmektedir. Ancak, TTK m. 504'te

²³¹ Öğretide borçlanma aracı ihraç konusunda anonim şirkette karar alma yetkisini ifade etmek üzere “borçlanma aracı ihraç yetkisi” ya da “borçlanma aracı çıkarma yetkisi” terimi de kullanılmaktadır. Bu kullanımlara ilişkin bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 752; Karacan ve Erişir Karacan, s. 245. Benzer şekilde bkz. Ünal, O.K.: *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi*, içinde Prof. Dr. Ali Bozer’e Armağan, ed. Selçuk Veziroğlu ve Özlem Erişgin, Ankara 1998, s. 71. SPKn m. 31/3'teki ifade de bu kullanımlara oldukça benzemektedir. Ancak “borçlanma aracı ihraç yetkisi” ifadesinin kullanılması, söz konusu ifadenin kastedilen anlamdan daha geniş bir içerik barındırmasından ve yanlış anlaşılmalara mahal verebileceğinden sakıncalı olabilecek niteliktedir. Söz konusu ifade, anonim şirkette hangi organın bu konuda karar alabilme yetkisine sahip olduğunu ifade etmenin yanında kimlerin borçlanma aracı ihraç edebileceğine yani borçlanma aracı ihraç ehliyetine işaret eden bir anlama da gelebilmektedir. Nitekim Karacan, “borçlanma aracı ihraç yetkisi” terimini her iki anlamı da barındıran bir üst kavram olarak kullanmaktadır. Bu konuda bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 472, 474-475, 486 vd.

²³² Aynı yönde bkz. Pulaşlı, H.: *Şirketler Hukuku Şerhi C. III, 4. Baskı*, Ankara 2022, par. §50 47; Kendigelen, İlk Tespitler, s. 413-414; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 488; Çatakoğlu, s. 92. Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik m. 30/1/g hükmünde “aksi kanunlarda öngörülmedikçe; her türlü tahvil, finansman bonoları, varlığa dayalı senetler, iskonto esaslı üzerine düzenlenenler de dâhil, diğer borçlanma senetleri, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetlerin çıkarılması veya bu hususta yönetim kuruluna yetki verilmesi”nin genel kurulun devredilemez yetkileri arasında olduğu belirtilmiştir. Bu hüküm de borçlanma aracı ihraç yetkisinin esasen genel kurulda olduğunu gösterir niteliktedir. Her ne kadar bu hükmün TTK ve SPKn'a aykırı olduğu savunulmuşsa da aksinin kanunda öngörülmesi ve yönetim kuruluna yetki verilmesi durumları açıkça vurgulandığı için TTK ve SPKn'a aykırı olmadığı söylenebilir. Anılan hükmün kanunlara aykırı olduğuna dair görüş için bkz. Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 251. Bu hükme dayanarak borçlanma aracı ihraçına ilişkin karar alma yetkisinin genel kurulun devredilemez yetkilerinden biri olduğu söylenemez. Her ne kadar “devredilemez” ifadesi metinde kullanılsa da aynı hükümde yetkinin yönetim kuruluna verilebileceği de açıkça vurgulanmıştır. Bu nedenle, hüküm bizatihi kendi içinde bile çelişir gözükmemektedir. Benzer yönde bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 489. Aksi yönde bkz. Üçışık, G. ve Çelik, A.: *Anonim Ortaklıklar Hukuku*, Ankara 2013, s. 233. Kaldı ki ilgili TTK ve SPKn hükümleri bu denli açıkken bakanlık tarafından hazırlanan ikincil düzenlemenin söz konusu yetkiyi devredilemez olarak nitelendirmesi de hukuken bir etki doğurmayacaktır.

²³³ BA Tebliği m. 5/1 de bu durumu vurgulamaktadır.

belirtildiği üzere genel kurul, aksine kanun hükmü yoksa borçlanma aracı ihraç kararını m. 421/3-4 hükümlerine göre verir. Buna karşın, SPKn m. 29/3 uyarınca halka açık anonim şirketlerde iki konudaki esas sözleşme değişikliği hariç genel kurul kararlarında, SPKn veya esas sözleşmede daha ağır nisap öngörülmediği takdirde TTK m. 418'deki nisaplar uygulanacaktır. Bu nedenle, borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararı halka kapalı anonim şirketlerde TTK m. 421/3-4'teki nisaplarla, halka açık anonim şirketlerde ise TTK m. 418'deki nisaplarla alınacaktır.²³⁴ Bu şekliyle, halka açık şirketlerde borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararının alınması alelade bir genel kurul kararının alınmasından ibaret iken halka kapalı şirketlerde özellikli nisapların varlığı aranacaktır.

Halka kapalı anonim şirketlerin genel kurullarının alacağı borçlanma aracı ihraç kararlarındaki nisaplara ilişkin TTK m. 421 “esas sözleşme değişikliklerinde toplantı ve karar nisapları” başlığını taşısa ve m. 421/3'te de “esas sözleşme değişikliği kararları” ifadesi geçse de TTK m. 504 kapsamında alınacak bir genel kurul kararı esas sözleşme değişikliği olmayacaktır. TTK m. 504'ün yaptığı madde atfindan yalnızca TTK m. 421/3-4'teki nisapların, borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararının alınmasında uygulanacak olması anlaşılmaktadır.²³⁵ Bu kapsamda, borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararlarında sermayenin yüzde yetmiş beşini teşkil eden payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oyu gerekmektedir.²³⁶ Öngörülen

²³⁴ BA Tebliği m. 5/2 de bu yöndedir.

²³⁵ Aynı yönde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 754; Kendigelen, İlk Tespitler, s. 414.

²³⁶ Yalnızca karar nisabı belirtilen ve mantıken örtülü şekilde toplantı nisabının da bulunduğu bu gibi hâllerde belirtilen karar nisabı aynı zamanda toplantı nisabını da teşkil etmektedir. Böylesi nisaplar “karma nisap (yeter sayı)” olarak isimlendirilmektedir. Buna ilişkin bkz. Zengin, İ.Ç.: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Yeter Sayılar, İstanbul 2020, s. 57-58. Ayrıca bkz. Kendigelen, A.: *Anonim Şirketlere İlişkin Hükümlerde Benimsenen Bazı Ağırlaştırılmış Nisaplar Bilinçli Bir Tercihin Ürünü mü?*, içinde Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 100; Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 251-252.

nisaba ilk toplantıda ulaşılamazsa sonraki toplantılarda da aynı nisap aranacaktır. Halka açık şirketlerde borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararında ise TTK m. 418’de belirtilen nisaplar aranacaktır. TTK m. 418’e göre genel kurul kararı, sermayenin en az dörtte birine karşılık gelen payların temsil edildiği toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile alınır. İlk toplantıda belirtilen toplantı nisabına ulaşılamaz ise izleyen toplantıda toplantı nisabı aranmayacak ve yine mevcut oyların çoğunluğu ile karar alınacaktır.

TTK m. 504’e göre, esas sözleşme ile genel kurulun borçlanma aracı ihracına ilişkin kararında aranacak farklı bir nisap öngörülebilir. Belirtilen farklı nisabın daha ağır bir nisap şeklinde olabileceğine ilişkin bir tereddüt yoktur.²³⁷ Bu kapsamda netleştirilmesi gereken iki husus bulunmaktadır. Bunlardan ilki esas sözleşmede öngörülen nisabın TTK m. 504’tekinden daha hafif olup olamayacağıdır. Diğer husus ise borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararlarında aranacak nisabı farklılaştıran esas sözleşme değişikliklerine ilişkin alınacak genel kurul kararlarında hangi nisabın aranacağıdır.²³⁸

TTK m. 504’te esas sözleşme ile farklı bir nisap öngörülebileceği belirtilmiştir. Kanun koyucu, genel kurul kararlarında aranacak nisaba ilişkin TTK m. 418 hükmünde “daha ağır nisap” ifadesini kullanırken m. 504 hükmünü “farklı bir nisap” şeklinde kaleme almıştır. Bu ifade farklılığı, TTK m. 418’deki nisaplar azaltılamazken m. 504’teki nisapların azaltılabileceği farklılığını vurgulamaktadır.²³⁹

²³⁷ Nisabın ağırlaştırılması TTK’da çeşitli maddelerde (örneğin m. 418/1, 548/1) ortaya çıkan ve uygulanabilirliği konusunda şüphe olmayan bir hâldir.

²³⁸ Farklılaştırılmış nisap elbette bir esas sözleşme değişikliğiyle sağlanabileceği gibi anonim şirketin kuruluşu aşamasında esas sözleşmenin ilk halinde de bulunabilir.

²³⁹ Bu nedenle BA Tebliği m. 5/2 ile halka açık ortaklıklar için TTK m. 418’deki nisapların gündeme geleceği hükme bağlanmış olduğundan, halka açık ortaklıklar açısından nisapların esas sözleşmeyle ancak ağırlaştırılması mümkün olabilecektir.

Nitekim, aranan nisabı ağırlaştırmak kadar hafifletmek de farklı bir nisap öngörmenin kapsamındadır. Dolayısıyla, esas sözleşme ile TTK m. 504 kapsamında nisabın hafifletilmesi mümkündür.²⁴⁰ Borçlanma aracı ihracına ilişkin alınacak genel kurul kararında TTK'da varsayılan olarak aranan nisabın borçlanma aracı ihracını engelleyecek düzeyde ağır olduğu ifade edilmektedir.²⁴¹ Bu nedenledir ki TTK m. 504 hükmü, genel kurul toplantılarında aranan nisabın esas sözleşme ile hafifletilebileceği TTK'daki tek örnek olarak ortaya çıkmaktadır.²⁴² Bu kapsamda esas sözleşme ile hafifletilen nisap ne şekilde formüle edilirse edilsin, borçlanma aracı ihracına ilişkin alınacak genel kurul kararında aranacak nisabın alt sınırı m. 418'de²⁴³ belirtilen genel kurul kararlarına ilişkin toplantı ve karar nisaplarıdır.²⁴⁴ Dolayısıyla, esas sözleşmeye

²⁴⁰ Bu yönde bkz. Zengin, s. 407. Aksi yönde bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 249; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 487.

²⁴¹ Pulaşlı, Şerh III 22, c. III, par. §50 45. Kendigelen, böylesi ağırlaştırılmış nisapların aranmasını haklı gösterecek hiçbir gerekçe olmadığını ve kanun değişikliğine gidilerek nisap konusunda yapılan atfın 421/1'e olması gerektiğini belirtmiştir. Bu nisapların mevcut durumda aranıyor olmasının nedeni ise özünde içerik itibarıyla şu anki TTK m. 421/1'e yapılan yollamanın, TTK'nın hazırlık aşamasında kanun tasarısı üzerinde yapılan düzenlemeler esnasında fıkraların sırasının kayması sonucu TTK m. 421/4'e götürmesidir. Bu şekliyle kavraması güç olan yollamayla ilgili Adalet Komisyonu Raporu'nda belirtildiği üzere ilgili Alt Komisyonca "yapılan atıf yetersiz görülmüş ve atfa aynı maddenin üçüncü fıkrası da eklenmiştir." Bu değişiklik Adalet Komisyonu tarafından kabul edilmiştir. Söz konusu açıklamalara ilişkin bkz. Kendigelen, İlk Tespitler, s. 414; Türkiye Büyük Millet Meclisi: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324)*, s. 501, <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem23/yil01/ss96.pdf>; Aydoğan, G.: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul 2013, s. 71-72.

²⁴² Bu yönde bkz. Zengin, s. 406-408.

²⁴³ Bu hükme göre kararlar, sermayenin en az dörtte birine karşılık gelen payların sahiplerinin veya temsilcilerinin (toplantı nisabı) hazır olduğu genel kurul toplantısındaki oyların çoğunluğu ile verilir (karar nisabı). Eğer ilk toplantıda toplantı nisabı sağlanamaz ise ikinci toplantının yapılmasında toplantı nisabı aranmayacaktır.

²⁴⁴ TTK m. 504 uyarınca nisapların hafifletilmesinin sınırı olarak, anonim şirketlerdeki çoğunluk ilkesinden hareketle asgari olarak belirlenebilecek nisabın basit çoğunluğu öngören karar nisabı olduğu yönünde bkz. Zengin, s. 408-409. Yazarın belirttiği halde TTK m. 418/1'deki toplantı nisabı hiç aranmaksızın yalnızca basit çoğunluğu öngören karar nisabı esas sözleşme ile kararlaştırılabilecektir. Ancak, sırf TTK m. 504'te farklı bir nisap öngörülebileceğinin ifade edilmesi TTK m. 418/1'de öngörülen ve ilk toplantıda sağlanması gereken sermayenin en az dörtte birine karşılık gelen payların sahiplerinin veya temsilcilerinin hazır bulunması gerekliliğini ortadan kaldırmamaktadır. TTK m. 418/1'in ilk cümlesinden, kanun veya esas sözleşme ile m. 418/1'de belirtilen ve ilk toplantıda aranacak toplantı nisabından sapılmasının ancak ve ancak söz konusu nisaptan daha ağır bir nisap öngörülmesi ile mümkün olabileceği anlaşılmaktadır. Sonuç olarak, yazarın belirttiği şekilde m. 504 kapsamında nisabın hafifletilmesi suretiyle, herhangi bir toplantı nisabı olmaksızın sadece basit çoğunluğu öngören karar nisabının belirlenmesi, m. 418/1 hükmü dikkate alındığında mümkün değildir.

hüküm konulması suretiyle borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararının alınabilmesi için aranabilecek nisap, bir ucunda TTK m. 418'deki mutlak alt sınır, diğer ucunda ise doğal olarak sermayenin tamamını oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin oybirliğinin aranması olan spektrumdaki herhangi bir noktada olabilir.²⁴⁵ Halka açık anonim ortaklıklarda, SPKn m. 29/3 hükmü uyarınca genel kurul kararlarındaki nisaplara ilişkin uygulama alanı bulacak TTK m. 418'deki nisapların esas sözleşmeyle ağırlaştırılması mümkündür.²⁴⁶

Borçlanma aracı ihracı için alınacak genel kurul kararında aranacak nisabı esas sözleşme değişikliği ile farklılaştıran genel kurul kararındaki nisaplara ilişkin açıkça bir belirleme yapılmamıştır.²⁴⁷ Bu durumda TTK m. 421/1'in uygulama alanı bulacağı ve sermayenin yarısının temsil edildiği genel kurul toplantısındaki mevcut oyların çoğunluğu ile esas sözleşmenin değiştirilebileceği düşünülebilir. Eğer toplantı nisabı ilk seferde sağlanamazsa ikinci toplantı için toplantı nisabı sermayenin üçte birinin temsil edilmesidir. Ancak, m. 421/1'de esas sözleşme değişiklikleri için öngörülen genel nisap uygulama alanı bulursa halka kapalı anonim şirketlerde ortaya anlaşılması güç bir durum çıkacaktır. Şöyle ki, herhangi bir borçlanma aracının ihracı için genel kurulda sermayenin yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oyu gerekirken, bu türdeki ihraçların tamamı için genel kurul kararının alınmasında aranacak nisabı farklılaştıran esas sözleşme değişikliğine ilişkin genel kurul kararı bundan görece daha hafif bir nisapla alınabilecektir. Dolayısıyla halka kapalı şirketlerde TTK m. 504 dolayısıyla TTK m. 421/3-4'teki

²⁴⁵ Bu spektrumun iki ucundaki nisapların benimsenmesinin de mümkün olduğunu vurgulamakta fayda bulunmaktadır.

²⁴⁶ Manavgat, Halka Arz, s. 141; Karacan ve Erişir Karacan, s. 249.

²⁴⁷ Aynı yönde bkz. Zengin, s. 410, 416.

nisapları sağlamayan ancak m. 421/1'deki görece daha düşük nisabı sağlayan çoğunluk, esas sözleşmeyi değiştirerek aranan nisapları hafifletmek suretiyle borçlanma aracı ihraç edilmesi konusunda karar alabilecektir. Bu durum, kanun hükmünün dolanılmasının önünü açarak TTK m. 504'teki m. 421/3-4'e yapılan atfın anlamsız kalmasına neden olacak niteliktedir.

Bu anlamda nisapları farklılaştıran esas sözleşme değişikliklerinde aranacak nisaplara ilişkin ikili bir ayrım yaparak incelemek gerekmektedir. Bunlardan ilki, kanun veya esas sözleşme ile öngörülen nisapları ağırlaştıran esas sözleşme değişikliklerine ilişkin aranacak nisaplardır. Nisabı ağırlaştıran esas sözleşme değişikliklerinde TTK m. 421/1'de öngörülen esas sözleşmenin değiştirilmesi için gerekli kanuni nisapların sağlanmasının yanında söz konusu değişiklikte elde edilmeye çalışılan ağırlaştırılmış nisabın da sağlanması gerekmektedir.²⁴⁸ Ağırlaştırılmak istenen nisaba da ulaşılmasının aranmasının, söz konusu nisabın fiilen sağlanmasının olanaklı olup olmadığının test edilmesi anlamına geldiği belirtilmektedir.²⁴⁹

İncelenmesi gereken diğer konu ise kanun veya esas sözleşme ile belirlenen nisapları hafifleten nitelikteki esas sözleşme değişikliklerine ilişkin aranacak nisaplardır. TTK'da belirtilen nisaplar arasından yalnızca TTK m. 504

²⁴⁸ Anonim şirketlere ilişkin TTK'daki hükümlerde böylesi bir düzenleme bulunmamakla birlikte, limited şirkete ilişkin TTK m. 621/2'de bu yönde bir hüküm bulunmaktadır. TTK'nın limited şirketlere ilişkin kısmının gerekçesinde, İsviçre'deki limited şirketlere ilişkin hükümlerin TTK'daki limited şirketlere ilişkin düzenlemeler yapılırken dikkate alındığı açıkça belirtilmiştir. Bu anlamda İsviçre hukukunda, limited şirkete ilişkin TTK m. 621/2 ile aynı denebilecek şartı içeren hüküm İsvBK 808b/2'dir. İsvBK 808b/2 hükmünün birebir aynısı İsvBK 704/2'de anonim şirketler için bulunmaktadır. İsvBK'da aynı hükmün aynı ifadelerle hem anonim hem de limited şirketler için düzenlenmesinden hareketle bu durumun kanun koyucunun tercihi olarak değil "bir ilkenin kanun hükmü haline getirilmesi" olarak değerlendirilmesinin daha doğru olacağı belirtilmiştir. Bu nedenle, her ne kadar TTK'da anonim şirket için böylesi bir düzenlemeye ayrıca yer verilmemiş olsa da TTK m. 621/2'deki düzenlemenin anonim şirketler için de uygulanacağını kabulü gerekmektedir. Bu yönde bkz. Zengin, s. 417; Kırca, İ.: Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat: Anonim Şirketler Hukuku (Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü) C. 2, 2. Baskı, Ankara 2017, s. 33.

²⁴⁹ Zengin, s. 417.

kapsamındaki nisabın hafifletilmesi mümkündür. Bunun dışında, esas sözleşme ile kanunda öngörülen nisaba kıyasla ağırlaştırılmış veya hafifletilmiş olan bir nisabın da hafifletilmesi söz konusu olabilecektir. Her iki durumda da esas sözleşmenin değiştirilmesi için gerekli TTK m. 421/1'deki genel nisabın yanı sıra hafifletilmesi amaçlanan mevcut durumdaki nisabın da sağlanması şarttır.²⁵⁰ Bu durumda, TTK m. 504 kapsamında borçlanma aracı ihraç kararına ilişkin nisabın hafifletilmesi için gerekli esas sözleşme değişikliğinde TTK m. 421/3-4 uyarınca sermayenin yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oyu aranacaktır.²⁵¹ Örneğin bu oran, aynı şekilde esas sözleşmeyle sermayenin yüzde altmışının olumlu oyunu gerektirecek şekilde indirilmişse ve tekrar hafifletilmesi istenirse bu durumdaki esas sözleşme değişikliği için sermayenin yüzde altmışına karşılık gelen paylardan doğan olumlu oylara ihtiyaç duyulacaktır.

²⁵⁰ Bu yönde bkz. Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 707i; Zengin, s. 413; Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 33. Yargıtay'ın yerleşik uygulaması da nisabın hafifletilebilmesinin ancak yine o hükümde hâlihazırda gösterilen nisap ile olabileceği yönündedir. Bu konuda bkz. Yarg. 11. HD, T. 22.09.2020, E. 2020/533, K. 2020/3554 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 10.03.2023); Yarg. 11. HD, T. 19.12.2019, E. 2018/2539, K. 2019/8344 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 10.03.2023); Yarg. 11. HD, T. 08.04.2019, E. 2018/353, K. 2019/2685 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 10.03.2023); Yarg. 11. HD, T. 08.10.2015, E. 2014/13505, K. 2015/10256 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 10.03.2023); Yarg. 11. HD, T. 06.12.2013, E. 2012/7227, K. 2013/22324 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 10.03.2023). Anonim şirket genel kurul kararında aranacak nisapların azaltılması durumunda azınlık hakkından ya da müktesep haktan bahsedilebileceğine ilişkin yaklaşımlar için bkz. Zengin, s. 411-412. Yazarın da isabetli şekilde ifade ettiği üzere hafifletilmesi amaçlanan nisabın gerek kanunla gerekse de esas sözleşmeyle aranıyor olması, ne azınlık hakkı ne de müktesep hak teşkil edecektir.

²⁵¹ Aksi yönde bkz. Aydoğan, Dönüştürülebilir, s. 72-73; Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 253. Aydoğan'ın görüşünün benimsenmesi halinde TTK m. 504'teki m. 421/3-4'e yapılan yollamanın esasen bir manası kalmayacaktır. Bu görüş nisapların hafifletilmesine ilişkin öğretideki hâkim görüşle ve Yargıtay'ın yerleşik uygulamasıyla da uyumlu değildir.

3. Yönetim Kurulunun Yetkili Olması

a. Genel Olarak

Her ne kadar esas olan borçlanma aracı ihraç edilmesine ilişkin yetkinin genel kurulda olması olsa da belirli şartların varlığı hâlinde borçlanma aracı ihracına ilişkin kararı yönetim kurulunun da alması mümkündür. Yönetim kuruluna bu yetki ya bir genel kurul kararı ile ya da esas sözleşmedeki bir hüküm ile devredilebilir.²⁵²

b. Yönetim Kurulunun Genel Kurul Kararıyla Yetkilendirilmesi

TTK m. 505'te, aksi kanunda öngörülmemişse borçlanma aracı ihraç yetkisinin genel kurul tarafından en çok on beş ay için yönetim kuruluna bırakılabileceği belirtilmiştir. TTK m. 505 kapsamında yönetim kuruluna devredilecek yetki hem borçlanma aracının çıkartılıp çıkartılmaması hem de hüküm ve şartlarının belirlenmesi konusundaki yetkiyi kapsar.

Söz konusu yetkinin devrine ilişkin genel kurul kararının alınmasında da yine halka açık ve halka kapalı anonim şirketler bakımından farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Halka kapalı anonim şirketler için TTK m. 505 atfı dolayısıyla TTK m. 421/3-4'teki nisapların uygulanacağı belirtilmiştir.²⁵³ Halka açık anonim şirketlerde

²⁵² BA Tebliği m. 5/3-4 hükümlerinde, yönetim kuruluna ilgili yetkiyi devreden esas sözleşme maddesi ya da genel kurul kararında “yönetim kurulunun borçlanma aracı ihraç yetkisine sahip olduğunun” açıkça belirtilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Bu ifade her ne kadar malumun ilanı gibi gözüксе de muğlak ve geniş ifadelerle borçlanma aracı ihraç yetkisinin devredilemeyeceğinin altı çizilmiş olmaktadır. Örneğin, esas sözleşmede veya genel kurul kararında “yönetim kurulu finansman için gerekli gördüğü adımları atmaya yetkilidir” ya da “gerekli tüm tedbirleri almak yönetim kurulunun yetkisindedir” şeklindeki ifadelerin varlığı, yönetim kuruluna borçlanma aracı ihraç yetkisinin devredilmesi için yeterli değildir. Bizatihi borçlanma aracı ihraç etmek konusunda karar almaya yönetim kurulunun yetkilendirildiği belirtilmelidir.

²⁵³ Kanunun hazırlık aşamasında meydana gelen değişiklikler için bkz. dn. 241. Kendigelen, İlk Tespitler, s. 416; Türkiye Büyük Millet Meclisi, *TTK Tasarısı*, s. 501. Söz konusu nisapların borçlanma aracı çıkarılmasını engelleyecek derecede ağır olduğu yönünde bkz. Pulaşlı, Şerh III 22, c. III, par. §50 45. Benzer şekilde eleştiriler için ayrıca bkz. Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 253-254.

ise bu kararın alınmasında, SPKn m. 29/3 hükmü uyarınca TTK m. 418'deki nisaplar uygulanacaktır.

TTK m. 504'teki genel kurul kararının aksine, genel kurulun borçlanma aracı ihraç yetkisini yönetim kuruluna bırakmasına ilişkin aranacak nisabın esas sözleşme ile farklılaştırılması mümkün değildir. Nitekim m. 504'te açıkça esas sözleşme ile farklı bir nisap belirtilebileceği vurgulanmışsa da benzer bir durum takip eden madde olan m. 505 açısından geçerli değildir. TTK m. 340'ta ifadesini bulan emredici hükümler ilkesi nedeniyle m. 505'teki nisabın esas sözleşme ile değiştirilmesi mümkün değildir. Zira emredici hükümler ilkesi kapsamında, esas sözleşmede ifadesini bulacak ihtiyari düzenlemeler ancak kanunda buna açıkça izin verilmiş olması durumunda geçerli olacaktır.²⁵⁴ Bu nedenle, TTK m. 505 uyarınca aranan nisaplar yapılacak bir kanun değişikliğiyle doğrudan hafifletilmese bile, söz konusu nisapların esas sözleşme ile TTK m. 504'tekine benzer şekilde hafifletilebileceğinin yapılacak bir kanun değişikliğiyle sağlanması isabetli olacaktır.²⁵⁵ Halka açık anonim ortaklıklar bakımından ise SPKn m. 29/3 hükmünde belirtildiği üzere TTK m. 418'deki nisaplardan daha ağır nisapların belirlenmesi mümkündür.

TTK m. 505 kapsamında yönetim kuruluna yetki verilmesi durumunda genel kurul m. 504 uyarınca borçlanma aracı ihraç edilmesine ilişkin yetkisini kullanmaya devam edebilecek midir? Kanaatimizce bu sorunun olumsuz

²⁵⁴ Karasu, R.: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Güncelleştirilmiş 2. bası, Ankara 2015, s. 45. Emredici hükümler ilkesine aykırı olarak esas sözleşmeye hüküm koymak suretiyle yönetim kuruluna borçlanma aracı ihracı konusunda yetki verilmesinde aranacak nisapları farklılaştıran bir hüküm eklenirse bunun hukuki sonucunun ne olacağı hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. Karasu, s. 69 vd.

²⁵⁵ Benzer doğrultuda bkz. Aydoğan, Dönüştürülebilir, s. 74.

cevaplanması gerekmektedir. Nitekim TTK m. 505'teki "yönetim kuruluna bırakabilir" ifadesi nedeniyle yönetim kurulu, yetkilendirildiği süre boyunca borçlanma aracı ihracına ilişkin karar almaya yetkili tek organ olacaktır. Ayrıca, aynı anda hem genel kurulun hem de yönetim kurulunun bu yetkiyi kullanabiliyor olması ve kullanması anonim şirketin işleyişinde aksaklıklara neden olabilecek niteliktedir. Eğer genel kurul, en çok on beş aylığına devredilen yetkinin süresi dolmadan yönetim kuruluna bırakılan bu yetkiyi kullanmak isterse, genel kurulun yine bir genel kurul kararıyla yönetim kuruluna bıraktığı yetkiyi geri alabileceğinin kabulü gerekir.

TTK m. 505 kapsamında devredilecek yetki esasen iki kısımdan oluşmaktadır. Bunlardan ilki borçlanma aracının çıkarılıp çıkarılmamasına ilişkin karar verme yetkisiyken diğeri ise çıkarılacağı belirlenen borçlanma aracının hükümleriyle şartlarının saptanması yetkisidir. Anılan her iki yetkinin birlikte yönetim kuruluna bırakılabileceği hususunda herhangi bir şüphe bulunmamaktadır. Bu iki yetkiden yalnızca biri yönetim kuruluna devredilirken diğerrinin genel kurulda kalması mümkün müdür? Örneğin, genel kurul borçlanma aracı ihraç kararı aldıktan sonra hükümleriyle şartlarının belirlenmesini yönetim kuruluna bırakabilir mi ya da tüm hüküm ve şartlarını ortaya koyduğu borçlanma aracının ihraç edilip edilmemesine ilişkin kararı yönetim kuruluna devredebilir mi? Bu durum mümkün gözükmemektedir zira TTK m. 504'te borçlanma aracı ihracına ilişkin genel kurul kararının çıkarılacak menkul kıymete ilişkin bütün gerekli hüküm ve şartları içermesi gerektiği hükmüne bağlanmıştır. Bu hükümden anlaşıldığı üzere genel kurul tarafından bir bütün olarak kullanılması gereken bu yetkinin bir kısmının yönetim kuruluna bırakılması ve kalan kısmının genel kurul tarafından kullanılması da mümkün değildir. Nitekim, m. 505'in lafzından da borçlanma aracının çıkarılması ile hüküm ve şartlarının belirlenmesinin

kanun koyucu tarafından ayrı ayrı yetkiler değil yekpare bir yetki olarak değerlendirildiği anlaşılmaktadır.²⁵⁶

c. Yönetim Kurulunun Esas Sözleşmeye Konulacak Hükümle

Yetkilendirilmesi

SPKn m. 31/3'te esas sözleşme ile borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası aracı ihraç yetkisinin süreli ya da süresiz olarak yönetim kuruluna devredilebileceği hükme bağlanmıştır. Elbette bu devir anonim şirketin kuruluşunda esas sözleşmenin ilk hâlindeki bir hükümle sağlanabileceği gibi daha sonra esas sözleşmenin değiştirilmesi suretiyle de gerçekleştirilebilir. Böylesi bir yetki devrini öngören esas sözleşme değişikliğine ilişkin genel kurulun alacağı kararda hangi nisapların aranacağı önem arz etmektedir. Bu nisaplara ilişkin yine halka kapalı ve halka açık anonim şirketler arasında bir ayrıma gidilmesi gerekmektedir.

Halka kapalı anonim şirketlerde bu konuda kanunda ayrıca bir nisap öngörülmemiş olduğu için genel kurul, TTK m. 421/1'deki nisaplarla esas sözleşmeyi değiştirebilecektir.²⁵⁷ Buna göre, şirket sermayesinin an az yarısının temsil edildiği

²⁵⁶ Madde metnindeki “çıkarılmasını ve hükümleriyle şartlarını saptamak yetkisini” ifadesinde “yetki” kelimesi tekil olarak kullanılmış, “yetkilerini” şeklinde çoğul bir kullanım tercih edilmemiştir. TTK'da birçok maddede yetki ibaresinin çoğul kullanımına rastlanırken benzer çoğul kullanımın burada olmaması yekpare bir yetkinin varlığına işaret etmektedir. “Yetkiler” şeklindeki çoğul kullanıma örnek olarak TTK m. 371/6, 375/1, 391/1/d, 401/2, 408/2, 535/1 hükümleri gösterilebilir. Buradan anlaşılan, kanun koyucunun yetki sözcüğünü çoğul ekiyle kullanırken birden çok yetkiden söz ettiği ve çoğul eki kullanmadığı durumlarda tek bir yetkiden bahsettiğidir. Ayrıca, işlevsel açıdan da bu yetkilerin iç içe geçmiş olması doğal karşılanmalıdır. Ancak Kendigelen'in ifadeleri, bunları ayrı ayrı yetkiler şeklinde değerlendirir niteliktedir. Buna ilişkin bkz. Kendigelen, İlk Tespitler, s. 415.

²⁵⁷ Aynı yönde bkz. Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 254. Aksi yönde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 754. Manavgat, halka kapalı anonim şirketlerde borçlanma aracı ihraç yetkisinin genel kurul kararıyla yönetim kuruluna devrinde TTK m. 505 uyarınca TTK m. 421/3-4 hükümlerindeki nisaplar aranırken; SPKn m. 31/3 kapsamında esas sözleşme değişikliği suretiyle yetkinin devredilmesinde herhangi bir nisap belirtilmiş olmamasına rağmen TTK m. 421/1'deki görece hafif nisapların uygulanamayacağını belirtmektedir. Yazar, amaçsal yorumla, halka kapalı anonim şirketlerde SPKn m. 31/3 uyarınca esas sözleşme değişiklikleri açısından da TTK m. 505'te olduğu gibi TTK m. 421/3-4'teki nisapların uygulanması gerektiğini vurgulamaktadır. Ancak, kanun yapım sürecindeki karışıklıklardan ortaya çıktığı belirtilen, TTK m. 505'teki sağlanması zor nisapların borçlanma aracı ihraç yetkisinin devrinin

genel kurulda toplantıda mevcut oyların çoğunluğunun olumlu oylarıyla esas sözleşmeye hüküm eklenerek borçlanma aracı ihracı konusunda karar alma yetkisi yönetim kuruluna süreli ya da süresiz olarak devredilebilecektir. Eğer ilk toplantıda gerekli toplantı nisabı sağlanamaz ise bir ay içinde yapılacak ikinci toplantıda aranacak toplantı nisabı şirket sermayesinin en az üçte birinin temsil edilmesidir ve toplantıda mevcut oyların çoğunluğunun olumlu oyu ile karar alınır. Halka açık anonim şirketlerde ise SPKn veya esas sözleşme ile daha ağır bir nisap aranması öngörülmemişse, SPKn m. 29/3 hükmünün yollaması sebebiyle TTK m. 418'deki nisaplarla esas sözleşmeye hüküm eklenmesi mümkündür.

Halka kapalı şirketler açısından SPKn m. 31/3 ile tanınan olanak, borçlanma aracı ihracına ilişkin kararın alınmasını kolaylaştırmaktadır. Zira, nisaplara ilişkin kuruluştaki esas sözleşmede hafifletici bir düzenleme yoksa TTK m. 504 hükmü uyarınca genel kurulun borçlanma aracı ihracı kararı alması, bu kararın alınması için aranacak nisabı hafifletecek esas sözleşme değişikliği yapması veya borçlanma aracı ihracı konusunda karar alma yetkisini TTK m. 505 çerçevesinde en çok on beş aylığına yönetim kuruluna devretmesi hâllerinde aranacak nisaplar TTK m. 421/3-4'teki görece daha ağır nisaplardır.²⁵⁸ Dolayısıyla, nisaplar sağlanamadığı için TTK hükümlerinde

önünde bir engel olduğu söylenebilir. Manavgat'ın belirttiği gibi amaçsal yorumla SPKn m. 31/3 kapsamındaki esas sözleşme değişiklikleri için de TTK m. 421/3-4'teki ağırlaştırılmış nisapları uygulamak, böylesi bir uygulamayı gerektiren açık bir kanun hükmü olmaksızın doğru olmayacaktır. Ancak, lafzi yorum ile tarihi yorum farklı sonuca götürebilmektedir. Zira, TTK m. 421/1 hükmü, kanunda ya da esas sözleşmede aksine hüküm yok ise esas sözleşme değişikliklerinde söz konusu fıkranın uygulanacağını belirtmektedir.

²⁵⁸ Manavgat, genel kurulun borçlanma aracı ihraç yetkisini bir genel kurul kararıyla yönetim kuruluna devretmesinin SPKn m. 31/3 kapsamında esas sözleşme değişikliğiyle devretmesinden daha kolay işleyen bir sistem olduğunu vurgulamıştır. Bu yaklaşım halka açık şirketler için isabetli olsa da genel kurul kararıyla yetkinin devredilmesinde aranan nisap görece yüksek olduğu için halka kapalı şirketler bakımından geçerli değildir. Bu nedenle, yazarın belirttiği gibi genel kurul kararıyla yetki devrinin değişen şartlara göre değerlendirme yapılarak daha hızlı şekilde borçlanma aracı çıkarılmasını sağlaması yalnızca halka açık anonim ortaklıklar için geçerli olacaktır. İlgili görüş için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 753.

belirtildiği üzere borçlanma aracı ihracına ya da ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devredilmesine ilişkin genel kurul kararı alamayan bir halka kapalı anonim şirket genel kurulunun, SPKn m. 31/3 kapsamında sağlanması daha kolay olan nisaplarla yetkisini esas sözleşmeyi tadil ederek yönetim kuruluna devretmesi suretiyle borçlanma aracı ihracı konusunda yönetim kurulunun gerekli kararı almasını sağlaması mümkündür.

TTK m. 505 ve SPKn m. 31/3 hükümleri birbirini tamamlar niteliktedir.²⁵⁹

Her iki hüküm de genel kurulun borçlanma aracı ihracı konusunda karar alma yetkisinin yönetim kuruluna devrine ilişkin olsa da iki hükümde öngörülen devir yöntemlerinin farklı olması nedeniyle iki hükmün çakışması söz konusu olmamaktadır. Genel kurul dilerse TTK m. 505'teki imkândan yararlanmak suretiyle bir genel kurul kararıyla dilerse de SPKn m. 31/3'teki imkândan yararlanarak bir esas sözleşme değişikliğiyle yetkiyi yönetim kuruluna devredebilecektir.²⁶⁰ Sonuç olarak, bu iki hüküm birbirini dışlamamakta; bilakis aynı amaç için farklı yollar sağlamak suretiyle birbirlerini tamamlamaktadırlar.

Esas sözleşmeye konulacak bir hükümle borçlanma aracı ihracı konusunda karar alma yetkisinin yönetim kuruluna devredilmesinde, devredilen yetkinin muhteviyatının ne olduğu konusu üzerinde de durmak gerekmektedir. TTK m. 505'in aksine SPKn m. 31/3 hükmünde borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarını saptamak yetkisi zikredilmemiştir. Ancak, borçlanma aracı ihraç yetkisi, çıkarılacak borçlanma

²⁵⁹ Aynı yönde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 753. Ancak yazar söz konusu hükümlerin birbirini tamamlıyor olmasını farklı bir gerekçeyle açıklamaktadır. Yazara göre, on beş aya kadar olan süreli yetki devri TTK m. 505 kapsamında genel kurul kararıyla yapılabilecekken on beş ayı geçen belirli süreli ya da süresiz (kalıcı) yetki devri ise SPKn m. 31/3 kapsamında yapılabilecek olması nedeniyle bu iki hüküm birbirini tamamlamaktadır. Manavgat, bunu belirtirken on beş aydan kısa süreli yetki devrinin de SPKn m. 31/3 uyarınca yapılabileceğini de vurgulamıştır.

²⁶⁰ TTK m. 505 kapsamındaki yetki devrinin en fazla on beş ay süreyle verilebileceğinden hareketle daha sınırlı bir olanak olduğunu tekrar belirtmekte fayda bulunmaktadır.

aracının hüküm ve şartlarını belirlemek yetkisini de içermektedir.²⁶¹ Dolayısıyla, SPKn m. 31/3'te borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarını belirlemek yetkisinin açıkça belirtilmemiş olması bir eksiklik değildir.

SPKn m. 31/3 hükmü, TTK m. 340'ta düzenlemesini bulan emredici hükümler ilkesi çerçevesinde incelenmeye muhtaçtır. Nitekim, TTK m. 340'ta esas sözleşmenin, TTK'nın anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak TTK'da açıkça izin verildiği durumlarda sapabileceği, diğer kanunların “öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme” hükümlerinin “o kanuna özgülenmiş olarak hüküm” doğuracağı ifade edilmiştir. Bu durumda, TTK'ya göre “diğer kanun” olarak değerlendirilecek SPKn m. 31/3'ün öngörülmesine izin verdiği esas sözleşme hükmünün “tamamlayıcı” nitelikte olduğu gözlenmektedir.²⁶² Bu durumda bu hükmün SPKn'na özgülenmiş olarak sonuç doğurmasının nasıl anlaşılması gerektiği netleştirilmelidir.²⁶³ Söz konusu ifade, tamamlayıcı esas sözleşme hükmünün TTK

²⁶¹ Anılan yetkinin kanun koyucu tarafından yekpare bir yetki olarak değerlendirildiği konusunda bkz. §2.II.A.3.b Yönetim Kurulunun Genel Kurul Kararıyla Yetkilendirilmesi.

²⁶² Buradaki anlamıyla tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri, TTK'da az ya da çok düzenlenen bir konuda olabileceği gibi hiç ele alınmamış bir konuda da olabilir. Kanunda düzenlenmeyen konular kapsamına kanun boşluğu (bilinçli/bilinçsiz veya açık/örtülü olması fark etmeksizin) ve kanunda zikredilmekle birlikte “ana hatlarıyla düzenlenmeyen” noktalar girmektedir. Ancak, “gerçek olmayan boşluk” olarak nitelendirilebilecek konularda ise tamamlayıcı esas sözleşme hükmünden bahsedilemeyeceği belirtilmektedir. TTK'da bütün yönleriyle kesin olarak düzenlenmemiş olan hususlara ilişkin de tamamlayıcı esas sözleşme hükümlerinin olacağı belirtilmektedir. Bu konuda daha ayrıntılı bilgi için bkz. Veziroğlu, C.: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğünün Sınırları, İstanbul 2021, s. 396 vd. Tamamlayıcı hükümden ne anlaşılması gerektiği konusunda daha sınırlandırıcı olarak değerlendirilebilecek başka bir görüşe göre ise yalnızca kanun hükümlerini somutlaştıran veya kanun boşluklarını dolduran esas sözleşme hükümleri kastedilmektedir. Bu görüş görüş için bkz. Karasu, s. 60. Her iki yazar da tahdidi niteliği haiz olan kanun hükümlerinin düzenlediği konulara ilişkin tamamlayıcı bir esas sözleşme hükmüne yer verilemeyeceğini vurgulamaktadırlar. Buna ilişkin bkz. Karasu, s. 60-61; Veziroğlu, s. 399. Bu kapsamda, borçlanma aracı ihraç yetkisinin devri konusunda TTK m. 504-505 hükümlerinin tahdidi nitelik taşıdığı söylenemez. Açıklananlar çerçevesinde, SPKn m. 31/3 kapsamında esas sözleşmeye konulacak bir hükmün tamamlayıcı nitelikte olacağı sonucuna ulaşılmalıdır.

²⁶³ “O kanuna özgülenmiş olarak” hüküm doğurmak ifadesinden hukuken ne anlaşılması gerektiğinin belirlenmesi güç olduğuna ilişkin bkz. Kırca, İ., Şehirli Çelik, F.H., ve Manavgat, Ç.: Anonim Şirketler Hukuku C. 1, Ankara 2013, s. 170-171.

bakımından geçerli olmayacağı gibi bir anlam çıkartılmasına elverişlidir.²⁶⁴ Ancak SPKn m. 31/3 kapsamında esas sözleşmeye eklenen hükmün SPKn'na göre geçerli ancak TTK'ya göre geçersiz olması gibi bir durum anlaşılması güç ve hukuken kabul edilebilir olmaktan uzaktır.²⁶⁵ TTK m. 340 gerekçesinde söz konusu ikinci cümlelerin amacının, SPKn gibi “anonim şirketlere ilişkin çoğu kez yorum güçlüğü içeren kanunlara kendi konuları çerçevesinde serbesti” tanınması olduğu ve bu kanunların kendi alanlarına özgüleneceği, TTK'ya müdahalede bulunamayacağı belirtilmektedir. Buna karşın, TTK'ya göre sonraki tarihli, görece daha özel amaçlarla çıkartılan SPKn'nın öncelikli olarak uygulanması gerekmektedir.²⁶⁶ Dolayısıyla SPKn m. 31/3 hükmü, TTK m. 340/1 c. 2 olmasaydı hukuken nasıl sonuç doğuracaksa o kapsamda sonuç doğuracaktır. Bu nedenle, borçlanma aracı ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devrine ilişkin esas sözleşme hükümleri tüm anonim şirketler açısından hukuken uygulanabilir niteliktedir.

Genel kurulun, gerek TTK m. 505 gerekse de SPKn m. 31/3 kapsamında borçlanma aracı ihraç yetkisinin yönetim kuruluna devrinde bu yetkinin kullanımına ilişkin esas sözleşmeye hüküm koymak suretiyle bazı sınırlamalar getirilebileceği belirtilmiştir. Bu kapsamda örneğin, yönetim kurulunun uyması gerektiği kuralların belirlenmesi, yalnızca belirli borçlanma araçları için yetkinin devrine olanak

²⁶⁴ Moroğlu, E.: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu: Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, İstanbul 2016, s. 151.

²⁶⁵ Bu yönde bkz. Paslı, A.: *Yeni Türk Ticaret Kanunu Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması (II) YTK Kitap 2 - Kısım 4 - Bölüm 1 “Kuruluşa İlişkin Sisteme Yönelik Temel Değişiklikler ve Kuruluş İşlemleri”*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2012, C. 28, S. 2, s. 173; Veziroğlu, s. 417.

²⁶⁶ Bu kapsamda, TTK m. 340/1 hükmünün ikinci cümlesinin gereksiz olduğunu da belirten aynı yöndeki görüş için bkz. Karasu, s. 63. Benzer şekilde Manavgat da TTK m. 340/1 c. 2 yerine TTK m. 330'a paralel bir hükme yer verilmiş olsaydı isabetli olacağını belirtmiştir. Buna ilişkin bkz. Manavgat, Ç.: *Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasını Etkileyen Yönleri*, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2005, C. 2, S. 1, s. 531. Veziroğlu'nun yaklaşımı benimsenirse, SPKn m. 31/3 uyarınca esas sözleşmeye konulacak bir hükmün “TTK açısından da geçerli olduğu söylenebilir.” Bu konuda bkz. Veziroğlu, s. 419.

tanınması, belirli parasal limitler içerisinde yönetim kurulunun yetkilendirilmesi, genel kurulun yönetim kuruluna yetki devretmesinin yasaklanması gibi hususların esas sözleşmeye hüküm konulması suretiyle sağlanmasının mümkün olduğu ifade edilmiştir.²⁶⁷ Hatta, esas sözleşmedeki bir hüküm ile anonim şirketin herhangi bir şekilde borçlanma aracı ihracının kısıtlanabileceği hatta yasaklanabileceği savunulmuştur.²⁶⁸ Esas sözleşmeye hüküm konulması suretiyle böylesi durumlar sağlanabileceğinden hareketle SPKn m. 31/3 hükmünün gereksiz olduğu iddia edilmiştir.²⁶⁹ Söz konusu yaklaşım, TTK m. 340'ta ifadesini bulan ve anonim şirket esas sözleşmesi açısından sözleşme özgürlüğünün şirketler hukukuna ilişkin sınırı olan emredici hükümler ilkesini göz ardı eder niteliktedir. Yukarıda da açıklandığı üzere, TTK m. 340 uyarınca anonim şirket esas sözleşmesinin TTK hükümlerinden sapabilmesi ancak buna ilişkin kanun hükmü olması ile mümkündür. Borçlanma aracı ihraç yetkisinin ya da bu yetkinin devrinin esas sözleşmeye konulacak bir hükümle istenilen herhangi bir ölçüte göre istenilen herhangi bir şekilde sınırlandırılması bu kapsamda mümkün değildir.²⁷⁰

4. Yetkili Organın Aldığı Kararın İçeriği

Borçlanma aracı ihracına ilişkin ister TTK m. 504 kapsamında genel kurul kararı isterse de TTK m. 505 veya SPKn m. 31/3 uyarınca genel kurulun yetki devretmesi sonucundaki yönetim kurulu kararı olsun, yetkili organın alacağı kararda yer alması gereken hususlar aynıdır.²⁷¹ TTK m. 504 hükmünde, genel kurul kararının

²⁶⁷ Buna ilişkin bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 246; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 489, 491.

²⁶⁸ Buna ilişkin bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 248; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 486.

²⁶⁹ Buna ilişkin bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 490.

²⁷⁰ Böylesi hükümlerin esas sözleşmeye yerleştirilmesi durumunda ortaya çıkacak hukuki yaptırıma ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Karasu, s. 67 vd.; Veziroğlu, s. 420 vd.

²⁷¹ BA Tebliği'nin ilk halinde, yetkili organ kararının kanuni dayanağına göre farklılaşan asgari içerikler belirtilmiştir. Bu farklılık haklı olarak eleştirilmiştir. Eleştiriler için bkz. Manavgat, Halka

ihraca konu borçlanma aracının gerekli bütün hüküm ve şartlarını taşıması gerektiği belirtilmiştir. Buna karşın, SPKn m. 128/1/e hükmüne göre SPK, borçlanma araçları konusunda düzenleme yapmaya yetkilidir. Bu kapsamda SPK, yetkili organın ihraç kararında bulunması gereken asgari unsurları düzenleyebilir.²⁷² BA Tebliği m. 5/5’te, yetkili organ kararında asgari olarak bulunması gereken hususlar belirtilmiştir. Buna göre, iki hususun her şekilde bulunması zorunludur. Bunlardan ilki, ihracı planlanan borçlanma araçlarının azami tutarıyken; diğeri ise satışın hangi yöntemle²⁷³ yapılacağı hususudur. Buna ek olarak, eğer ihraç edilecek borçlanma aracı PDT, DET veya BA Tebliği m. 34 kapsamındaki bir borçlanma aracıysa, borçlanma aracı türünün de yetkili organ kararında açıkça belirtilmesi gerekir. Eğer yetkili organ kararında yalnızca “borçlanma aracı” ifadesi kullanılmışsa SPK, yapılan başvurunun tahvil ve finansman bonusu için yapıldığını kabul edecektir. Ayrıca, SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği hükümleri kapsamında teminatlı ihraç gerçekleştirilecekse yetkili organ kararında ihracın TYS Tebliği hükümleri kapsamında gerçekleştirileceğinin açıkça belirtilmesi gerektiği TYS Tebliği m. 4/6’da vurgulanmaktadır.

Yetkili organ genel kurul da olsa, yönetim kurulu da olsa borçlanma aracı ihraç yetkisinin borçlanma aracının hüküm ve şartlarının belirlenmesi yetkisini de içeren yekpare bir yetki olduğunu vurgulamıştık.²⁷⁴ Bu nedenle ihraç kararına ilişkin yetkinin kategorik olarak bir organda, koşulların belirlenmesine ilişkin yetkinin de kategorik olarak bir başka organda olması düşünülemez. Ancak, BA Tebliği m. 5/6

Arz, s. 755; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 494. Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (RG 18.2.2017/29983) ile bu farklılık giderilmiştir.

²⁷² Bu yönde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 755.

²⁷³ Bu yöntemler; yurt içinde halka arz edilerek ve/veya halka arz edilmeksizin veya yurt dışında satış yöntemleridir.

²⁷⁴ Bkz. §2.II.A.3.b Yönetim Kurulunun Genel Kurul Kararıyla Yetkilendirilmesi.

uyarınca; yetkili organ borçlanma aracı ihracına yönelik kararı aldığında, bu kararda belirlenenler dışındaki koşulları belirleme yetkisini devredebilir. Bu kapsamda yetkilendirilen ihraççının başka bir organı olabileceği gibi, organ vasfı taşımayan bir birimin²⁷⁵ yöneticisi ya da bir üçüncü kişi²⁷⁶ olabilir. Bu durumda yetkili organ kararında BA Tebliği m. 5/6'ya göre bulunması zorunlu olanlar dışındaki hususların tamamına ilişkin yetkilendirilme yapıp yapılamayacağı belirlenmelidir. Örneğin, esas sözleşme ile yetkilendirilmiş yönetim kurulunun, aldığı ihraç kararında vade başlangıç tarihini, vadesini, borçlanma aracı türünü, nominal değerini belirleyerek diğer koşulların belirlenmesini bu alanda uzmanlığa sahip bir üçüncü kişiye bırakmayı tercih edebilir mi? Bu durumda örneğin faiz oranının, belirtilen üçüncü kişi tarafından saptanması mümkün müdür? Bu soruların tamamının olumsuz cevaplanması gerekmektedir. Zira borçlanma aracı ihraç kararı, ihraççı anonim şirkete finansal anlamda katkı sunmanın yanında finansal yükler de yüklemektedir. Dolayısıyla, anonim şirketin mali durumuna doğrudan etki edecek ihraç koşulları (faiz oranı, borçlanma aracı itfa koşulları gibi), yetkili organ kararında yer almalıdır. Bunlar dışında kalan, anonim şirketin finansal durumuna doğrudan etki etmeyen, “uygulamaya dönük”; SPK’ya başvuru sürecinin takip edilmesi, satış zamanlarının belirlenmesi gibi konularda BA Tebliği m. 5/6 kapsamında yetkili organ kararı çerçevesinde işlemlerin yürütülmesine ilişkin yetkilendirme yapılabilecektir.²⁷⁷

²⁷⁵ Örneğin, YK üyelerinin oluşturduğu bir komite ya da şirketin finans departmanı bu kapsamda değerlendirilebilir.

²⁷⁶ BA Tebliği m. 5/6’da “ihraççının başka bir organı, birimi veya kişiler yetkilendirilebilir” ifadesi kullanılmıştır. Burada, “organi” ve “birimi” ifadeleri belirtili isim tamlamasının iyelik eki (-i) almış tamlananı oldukları halde “kişiler” ifadesi böylesi bir tamlamanın parçası değildir. Dolayısıyla, hükümde bahsi geçen kişilerin ihraççı ile bir bağı bulunması gerektiği belirtilmediği için geniş yorumlanarak üçüncü kişi olacağı anlaşılmaktadır.

²⁷⁷ Manavgat, Halka Arz, s. 755-756. Aksi yönde bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 494-495.

BA Tebliği m. 5/6 hükmüne göre yapılacak yetki devri, TTK m. 505 ve SPKn m. 31/3 hükümlerindeki yönetim kuruluna borçlanma aracı ihraç yetkisinin devrinden farklıdır. Nitekim, BA Tebliği m. 5/6'ya göre devredilebilecek yetkiler yukarıda açıklandığı üzere ancak ihraççının finansal durumuna doğrudan etki etmeyen hususlara ilişkin olabilmektedir. İlâveten, BA Tebliği m. 5/6 belirli bir süreyle ya da süresiz olarak değil belirli bir borçlanma aracının ihracı kapsamında yetkilendirilme yapılabilmesine müsaade etmektedir. Ayrıca, BA Tebliği m. 5/6'ya göre yapılacak yetki devrinin yetkili organın sorumluluğunu kaldırmayacağı da açıkça belirtilmiştir.

5. SPKn m. 31 Kapsamı

SPKn m. 31'in yalnızca halka açık anonim şirketin ihraç edeceği borçlanma araçları bakımından uygulanacağı, diğer ihraççılar açısından uygulama alanı bulmayacağı savunulmaktadır.²⁷⁸ “Borçlanma aracı niteliğindeki sermaye piyasası araçlarının ihraç limiti ve yetkisi” başlığını taşıyan SPKn m. 31, kanunun “Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı, Kamunun Aydınlatılması ve İhraççılara İlişkin Esaslar” başlıklı ikinci kısmının “Halka Açık Ortaklıklar” başlıklı üçüncü bölümü altında düzenlenmiştir. Bundan hareketle yapılan sistematik yorum kapsamında, SPKn m. 31 hükmünün yalnızca halka açık ortaklıklar için uygulama alanı bulacağı düşünülebilir. Madde gerekçesi de halka açık ortaklık ve diğer ihraççılar ayrımını vurgulayarak bunu destekler niteliktedir.²⁷⁹

²⁷⁸ Bu yönde bkz. Çatakoğlu, s. 93; Adıgüzel, s. 160. Benzer yönde bkz. Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 490.

²⁷⁹ SPKn m. 31 gerekçesi şu şekildedir: “Madde ile borçlanma aracı niteliğinde sermaye piyasası araçlarına ilişkin limit belirleme yetkisi, halka açık ortaklıklar için Kurul'a, halka açık ortaklıklar dışında kalan ihraççılar için ise ilgili Bakan'a verilmiştir.”

Ancak lafzi yorum, teleolojik yorum ve tarihi yorum yöntemleri aksi sonuca işaret etmektedir. Kanunda aynı bölümde düzenlenen ve yalnızca halka açık ortaklıklara uygulanacağına dair tereddüt olmayan diğer maddelerin metinlerinde sıkça “halka açık ortaklık” ibaresi kullanılmaktadır. Buna karşın SPKn m. 31’in lafzında “halka açık ortaklık” ifadesinin hiç kullanılmayarak “ihraççı” kavramının tercih edilmesi, maddenin halka açık olsun ya da olmasın tüm anonim ortaklıklar için uygulanacağına işaret etmektedir. Daha önce açıklandığı üzere ihraççısının halka açık ya da halka kapalı ortaklık olması fark etmeksizin tüm borçlanma araçları SPKn kapsamındadır.²⁸⁰ SPKn m. 2/1’de halka açık olmayan anonim şirketlerin halka arz edilmeyen paylarının kanun kapsamında olmadığı açıkça belirtilirken benzer bir hüküm borçlanma araçları için düzenlenmemiştir. Hâl böyleyken, açıkça herhangi bir ayırım yapmamış SPKn m. 31 hükmünün tüm ihraççılar açısından uygulanması, SPKn m. 2’de benimsenen amaçla uyumludur. Ayrıca, SPKn genel gerekçesi ile m. 31 gerekçesinde borçlanma aracı ihracına ilişkin limit belirleme yetkisinin halka açık ortaklıklar için SPK’da, diğer ihraççılar için ise “ilgili Bakanda” olduğunun düzenlendiği belirtilmiştir. Ancak, böyle bir düzenleme ne m. 31 metninde ne de SPKn’da başkaca bir hükümde yer almaktadır.²⁸¹ Söz konusu durum TBMM’de SPKn tasarısına ilişkin esas komisyon sıfatını taşıyan Plan ve Bütçe Komisyonu’nun kabul ettiği metinde de hükümet tarafından TBMM’ye sunulan kanun tasarısında da bu şekildedir.²⁸² Kuvvetle muhtemeldir ki kanun tasarısının hazırlık aşamasında halka açık anonim şirketler ile diğer ihraççıların ihraç edecekleri borçlanma araçlarının ihraç

²⁸⁰ Bkz. §1.IV.B.1 Genel Olarak.

²⁸¹ Buna rağmen yetkinin ilgili Bakanda olduğunu yanlış olarak vurgulayan görüş için bkz. Ege, Ö. ve Ege, İ.: *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması*, Ankara 2017, s. 76.

²⁸² Detayları için bkz. Türkiye Büyük Millet Meclisi: *Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638)*,

<https://www5.tbmm.gov.tr/tutanaklar/TUTANAK/TBMM/d24/c035/tbmm24035033ss0337.pdf>.

limitleri başta olmak üzere farklı rejimlere tabi tutulması öngörülmüştür. Nitekim, SPKn m. 31'in kanunda konumlandırıldığı yer ve gerekçedeki ifadeler de bunu doğrular niteliktedir. Ancak, tasarının son hâlinde bu yaklaşım terkedilmiş olmasına rağmen gerekçedeki açıklamalar ve maddenin kanundaki yeri değiştirilmemiştir. Dolayısıyla ne maddenin kanunda düzenlendiği yer ne de gerekçedeki ifadeler SPKn m. 31'in yalnızca halka açık anonim şirketler açısından uygulanacağına dayanak teşkil edemez. Açıklanan nedenlerle, SPKn m. 31'in uygulama alanı halka açık şirketlerle sınırlı değildir, tüm anonim şirketler hüküm kapsamındadır.²⁸³

B. İhraç Limiti ve İhraç Tavanı

1. İhraç Limiti

a. Uygulanacak İhraç Limitinin Belirlenmesi

Borçlanma araçları açısından ihraç limiti temel olarak iki farklı kanun maddesine konu olmuştur. İhraç edilecek borçlanma araçlarının toplam tutarının sermaye ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamayacağı TTK m. 506/1'de hükme bağlanmıştır. Bu hesaplamada, kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerlendirme fonlarının da sermaye ile yedek akçeler toplamına ekleneceği belirtilmiştir. TTK m. 506/1 c. 2, bu orana ve hesaplama ile ilişkin istisnaları saklı tutarken TTK m. 506/2 ise SPKn ve ilgili mevzuat hükümlerinin saklı olduğunu açıkça vurgulamıştır. SPKn m. 31/1'de, ihraç edilecek borçlanma araçlarının toplam

²⁸³ Aynı yönde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 747, 753; Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 250-251; Aydoğan, *Dönüştürülebilir*, s. 68-69; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 490, 517; Karacan ve Erişir Karacan, s. 248-250; Pashı, *Hükümlerin Değerlendirilmesi*, s. 41. SPKn m. 31'in halka açık olmayan anonim şirketlerin halka arz edilmeyen borçlanma aracı ihraçları açısından uygulanmayacağını savunan görüş için bkz. Sadıkhzade, A.: *Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Borçlanma Araçları (Senetleri) ile Borçlanmanın Sınırı*, içinde Anonim Ortaklıkta Mali Hükümler - Dersler'den Süzülenler, ed. Mehmet Helvacı vd., İstanbul 2021, s. 6-7.

tutarının SPK tarafından belirleneceği ve SPK'nın; borçlanma aracı, ihraç veya ihraççının niteliklerine bağlı olarak farklı limitler belirleyebileceği hüküm altına alınmıştır. İhraççısının niteliğinden bağımsız olarak tüm özel sektör borçlanma araçları için SPKn m. 31'in uygulanacağı göz önünde bulundurulduğunda, borçlanma araçlarına ilişkin ihraç limiti SPK tarafından belirlenmekte ve TTK m. 506/1'de belirtilen limitin herhangi bir uygulama alanı kalmamaktadır.²⁸⁴

b. İhraç Limitinin Hesaplanması

i. Hesaplama Yöntemi

SPKn m. 31/1 uyarınca SPK, borçlanma aracı ihraç limitine ilişkin belirlemeyi BA Tebliği m. 9'da yapmaktadır. İhraç limitinin hesaplanması bakımından esas alınacak tarihin, izahname veya ihraç belgesinin onaylanması için SPK'ya yapılacak başvuru tarihi olduğu BA Tebliği m. 9/1'de belirtilmiştir. Ancak, SPK'nın bu kapsamdaki incelemesi sonuçlanana kadar geçen zaman diliminde, ihraççıya verilen diğer ihraç tavanları ve itfa edilmiş tutarlar indirim kalemleri açısından yapılan hesaplamada dikkate alınacaktır.

Söz konusu maddede borçlanma aracı ihraç limiti, halka açık olan ve olmayan anonim şirketler için farklı olarak belirlenmiştir. İhraç limitinin hesaplanmasındaki hareket noktası şirketin özkaynak miktarıdır. KGK tarafından özkaynak (*equity*), “işletmenin tüm yükümlülükleri düşüldükten sonra varlıkları

²⁸⁴ Manavgat, Halka Arz, s. 747. Aynı yönde bkz. Paslı, *Hükümlerin Değerlendirilmesi*, s. 41; Karacan, *İhraç Yetkisi*, s. 517-518; Karacan ve Erişir Karacan, s. 250; Çatakoğlu, s. 94. Halka açık olmayan anonim şirketlerin halka arz edilmeyen borçlanma aracı ihraçları açısından TTK m. 506'nın uygulama alanı bulacağına ilişkin yaklaşım için bkz. Sadıkhzade, s. 7-8, 18.

üzerinde kalan hakları” olarak tanımlanmaktadır.²⁸⁵ BA Tebliği m. 9/4/a-b’ye göre halka açık şirketlerin ihraç limiti, özkaynak tutarının beş katını geçemezken; halka açık olmayan şirketlerde ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katını geçemez. Şirketin konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda ana ortaklığa ait özkaynak tutarı hesaplamada kullanılacaktır. Uzun vadeli derecelendirme notu, yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç basamağına karşılık gelen bankalar²⁸⁶ için belirtilen oran yüzde yüz oranında artırılacaktır.²⁸⁷ Dolayısıyla, anılan kıstası sağlayan bir banka halka açıksa özkaynak tutarının on katına, halka açık değilse özkaynak tutarının altı katına kadar ihraç limitine sahip olabilmektedir.

ii. İndirim Kalemleri

Yukarıda belirtilen esaslara göre hesaplanan miktardan belirli kalemlerin indirilmesi gerekmektedir. BA Tebliği m. 9/4/ç’ye göre, yurt dışında yapılmış ihraçlar dâhil olmak üzere i) ihraççının tedavüldeki ve ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçları ile TemMK’ların nominal tutarları ii) ihraççının fon kullanıcısı olduğu, alım satım veya yönetim sözleşmesine dayalı

²⁸⁵ Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, *Kavramsal Çerçeve*, par. 4.63. RG 27.10.2018/30578. Söz konusu Kavramsal Çerçeve esasen IFRS tarafından yayımlanan kavramsal çerçevenin Türkçe tercümesi niteliğindedir. Söz konusu kavramsal çerçeve için bkz. International Accounting Standards Board: *Conceptual Framework for Financial Reporting*, par. 4.63, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf>.

²⁸⁶ BA Tebliği m. 3/1/a’da belirtildiği üzere, banka ifadesinden anlaşılması gereken 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nda tanımlanan bankalardır. Bu noktada On Birinci Kalkınma Planı kapsamında hazırlanan ilgili Özel İhtisas Komisyonu Raporu’na değinmekte yarar vardır. Anılan raporda, ihraç limiti açısından bankalar ile diğer finansal kurumlar arasında bir farklılaşmanın olmaması gerektiği belirtilerek, ihraç limitinin banka dışındaki finansal kurumlar için bankalarla eşit şekilde düzenlenmesi gerektiği vurgulanmıştır. Söz konusu rapor için bkz. T.C. Kalkınma Bakanlığı, s. 27. Ancak, sermaye yeterliliği başta olmak üzere bankaların uymakla yükümlü olduğu kurallar göz önünde bulundurulduğunda, anılan rapordaki eşitliğin sağlanmasına yönelik mevzuat değişikliğinin yapılmamış olması doğal karşılanmalıdır.

²⁸⁷ BA Tebliği m. 9/4/c. Daha sonradan derecelendirme notunun belirtilen basamakların altına inmesi söz konusu olursa, ihraç tavanının güncellenmesi amacıyla ihraççının SPK’ya bildirimde bulunması gerekmektedir.

tedavüldeki kira sertifikalarından ödemeleri garanti altına alınmamış olanların nominal tutarları indirim kalemi olarak değerlendirilecektir.²⁸⁸ Söz konusu indirim kalemlerinin öngörülmesinin nedeninin ihraç limiti ile yalnızca ihraç anında değil, herhangi bir anda ihraççı şirketin borçlanma aracı ihraç etmek suretiyle yüklenebileceği sorumluluğun sınırlandırılmak istenmesi olduğu belirtilmiştir.²⁸⁹

iii. Hesaplama Kullanılacak Finansal Tablolar

BA Tebliği m. 9/2/a hükmünde, hesaplama esas olacak finansal tabloların taşınması gereken nitelikler belirtilmiştir. Buna göre, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören şirketler için SPK'nın belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemelere uygun hazırlanmış finansal tablolar olması gerekmektedir.²⁹⁰ Bu finansal tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması gerektiğinin de hükmünde altı çizilmiştir.²⁹¹ İhraç limitinin hesaplanmasında kullanılacak finansal tabloların taşınması gereken bu nitelikler önemli güvenlik unsurlarıdır.²⁹²

²⁸⁸ Hüküm ayrıca, indirim kalemi olarak değerlendirilecek yurt dışında yabancı para cinsinden yapılmış ihraçlarda hangi döviz kurları üzerinden hesaplama yapılacağını da düzenlemektedir.

²⁸⁹ Manavgat, Halka Arz, s. 750. Yazar bu hususu vurgularken, yürürlükte olan BA Tebliği'nin değişikliğe uğramamış halinde indirim kalemleri daha dar düzenlenmiştir. Ancak, mevcut durumda da aynı nedenin geçerli olduğu söylenebilir. Buna ek olarak, ihraççıya ilişkin sınırlandırılmak istenen sorumluluğun borçlanma araçlarının yanında borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden doğan sorumluluk olduğunu söylemek de yanlış olmayacaktır.

²⁹⁰ Bu anlamda SPK'nın düzenlemelerinin başında Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1) (RG 13.06.2013/28676) gelmektedir. Anılan tebliğde, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören şirketlerin finansal tablolarına ilişkin de çeşitli düzenlemeler bulunmaktadır.

²⁹¹ BA Tebliği m. 9/2-3 hükümlerinde bağımsız denetimin yanı sıra “sınırlı incelemeden” veya “incelemeden” geçirilecek finansal tablolardan bahsedilmektedir. Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1) m. 11/2'den de anlaşıldığı üzere, “inceleme” ile kastedilen sınırlı bağımsız denetimdir. Buna ilişkin esaslar KGK tarafından hazırlanan Türkiye Denetim Standartları'nın parçası olan Sınırlı Bağımsız Denetim Standartları altında düzenlenmiştir.

²⁹² Manavgat, Halka Arz, s. 748.

BA Tebliği, söz konusu nitelikleri taşıyan finansal tablolardan hangilerinin esas alınacağını da belirlemiştir. Kural olarak, esas alınacak finansal tablo, ihraç limitinin hesaplanmasında esas alınan tarihe²⁹³ göre belirlenmektedir. Bu tarih, 1 Ocak – 15 Mart aralığındaysa son yıllık ya da bu mevcut değilse bir önceki yıla ait 6 aylık ara dönem finansal tablolar kullanılacaktır. 16 Mart – 15 Ağustos aralığındaysa son yıllık finansal tablolar, 16 Ağustos – 31 Aralık dönemindeyse ilgili yıla ait 6 aylık ara dönem finansal tablolar esas alınacaktır. Özel hesap dönemine sahip şirketler için belirtilen tarihlerin uyarlanacağı da BA Tebliği m. 9/2/a’da hüküm altına alınmıştır. Bunun yanı sıra, BA Tebliği m. 9/3, söz konusu finansal tablolar yerine sonraki dönemlere ait finansal tabloların esas alınmasına ilişkin iki durumu düzenlemektedir. Bunlardan ilkinde, ihraççının talebi üzerine bağımsız denetimden veya incelemeden geçmiş sonraki dönem finansal tabloların kullanılmasıdır. İkincisinde ise, ihraç limiti hesabında esas alınacak finansal tablolardaki özkaynak tutarının azalmış olduğunu gösteren sonraki finansal tabloların mevcut olması durumunda; SPK, bağımsız denetimden veya incelemeden geçmiş olmalarını aramaksızın söz konusu finansal tabloları ihraç limiti hesaplamasında resen esas almak zorundadır.

c. İhraç Limiti Uygulanmayacak İhraççılar

İhraç limitinin uygulanmayacağı bazı durumlar BA Tebliği m. 9 hükmünde belirtilmiştir. BA Tebliği m. 9/7’de Hazine garantisi ihtiva eden ihraçlarda mevzuatta öngörülen ihraç limitlerinin uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. Bunun nedeni anılan ihraçlarda nihai geri ödeme borcunun Hazine’ye ait olmasıdır.²⁹⁴ BA

²⁹³ Bu konuda bkz. §2.II.B.1.b.i Hesaplama Yöntemi.

²⁹⁴ Manavgat, Halka Arz, s. 750.

Tebliği m. 9/9'da ise belirli ihraçlar²⁹⁵ açısından BA Tebliği'nin ihraç limitine ilişkin hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilirken; m. 9/13'te ise İFK'lar tarafından ihraç edilecek borçlanma araçlarına ihraç limiti uygulanmayacağı²⁹⁶ kararlaştırılmıştır. Aynı maddenin değişik fıkralarında ihraç limitinin uygulanmayacağına ilişkin anılan hükümlerin lafızlarında dikkat çeken bir farklılık bulunmaktadır. Nitekim, uygulanmayacak ihraç limitleri belirtilirken m. 9/7'ye göre "mevzuatta öngörülen ihraç limitleri", m. 9/9'a göre "bu Tebliğin (BA Tebliği) ihraç limitine ilişkin hükümleri", m. 9/13'e göre ise "ihraç limiti" uygulanmayacaktır.

BA Tebliği m. 9/10 hükmüne göre m. 9'da yer almayan ve şirket statüsünde olmayan yurt içinde yerleşik ihraççılar ile yurt dışında yerleşik ihraççılara ilişkin limitler, SPK tarafından belirlenecek ve anılan ihraççılara BA Tebliği m. 9'daki limitler uygulanmayacaktır.²⁹⁷ BA Tebliği m. 9'daki ihraç limitleri finansal tablolar temel alınarak düzenlendiği için şirket niteliğinde olmayan ihraççılara uygulanabilir nitelikte değildir.²⁹⁸

²⁹⁵ Söz konusu ihraçlar, "8/6/1994 tarihli ve 3996 sayılı Bazı Yatırım ve Hizmetlerin Yap-İşlet-Devret Modeli Çerçevesinde Yaptırılması Hakkında Kanun ile 21/2/2013 tarihli ve 6428 sayılı Sağlık Bakanlığınca Kamu Özel İş Birliği Modeli ile Tesis Yaptırılması, Yenilenmesi ve Hizmet Alınması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun kapsamında gerçekleştirilecek proje veya işin finansmanını ya da yeniden finansmanını sağlamak amacıyla yurt dışında satılmak üzere ihraç edilecek borçlanma aracı" ihraçlarıdır.

²⁹⁶ İFK'ların borçlanma aracı ihracına ilişkin yaşanan kavram sorunu için bkz. §1.II.B.2.a Genel Olarak.

²⁹⁷ Burada şirket statüsünde olmayan ihraççılar ile kastedilenin ne olduğunu açıklığa kavuşturmak gerekir. Bu anlamda örneğin kamu kuruluşları tarafından yapılacak kamu borçlanma aracı ihraçları bu kapsamda değerlendirilecektir. Nitekim, 2021 ve 2022 yıllarında SPK'dan borçlanma aracı ihraç tavanı alan ihraççılardan yalnızca bir tanesi anonim şirket statüsünde değildir ve bu ihraççı İstanbul Büyükşehir Belediyesi'dir. Ancak BA Tebliği m. 9/13'te olduğu üzere "borçlanma aracı" ifadesiyle borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler kastedilmişse bu durumda ortaklık niteliğinde olmayan ihraççılar arasında VDMK ihraççısı VFF, İDMK ihraççısı İFF ve PDMK ihraççısı proje finansman fonu da sayılabilir. Tüzel kişiliği olmayan anılan ihraççılar evleviyetle şirket statüsünde de değildir.

²⁹⁸ Manavgat, Halka Arz, s. 750. Yazar, SPK'nın yapacağı ihraç limitine ilişkin belirlemede özkaynak hesaplamasında gözetilen unsurların dikkate alınması gerektiğinin altını çizmiştir.

d. Uygulanmayacak İhraç Limitleri

BA Tebliği m. 9/8 hükmünde, saklı tutulanlar²⁹⁹ hariç diğer mevzuatta belirlenen ihraç limitlerinin uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Buna karşın, SPKn m. 31 kapsamında SPK tarafından belirlenen ihraç limitleri, özel mevzuata tabi ihraççıların söz konusu mevzuatlarına göre genel hüküm niteliğindedir. Bu çerçevede, SPKn'dan sonraki tarihli özel nitelikteki mevzuat hükümleri ile belirlenen ihraç limitinin öncelikli olarak uygulanması gerekir.³⁰⁰ Aksi hâlde zaman bakımından uygulanma kurallarına aykırılık gündeme gelecektir.

BA Tebliği m. 9/6'da özel mevzuatlarına göre başka bir kamu kuruluşunun gözetim ve denetimine tabi olan ihraççılar için ihraç tavanı belirlenirken BA Tebliği m. 9 uyarınca hesaplanacak ihraç limitlerinin esas alınacağı vurgulanmış ve ilgili kamu kuruluşunca belirlenen limitlere uymanın ihraççının sorumluluğunda olduğu belirtilmiştir. Eğer ilgili kamu kuruluşunca daha yüksek limit belirlenmişse, ihraç tavanı açısından SPK yine BA Tebliği hükümlerini esas alacağından, belirlenen daha yüksek limitin uygulanması bu hükme göre mümkün olmayacak ve evleviyetle ilgili kamu kuruluşunun belirlediği limitin içinde kalınacaktır. İlgili kamu kuruluşunca belirlenen limit daha düşük ise SPK bu limiti de esas almayacağından, ihraç tavanının söz konusu limitin üzerinde belirlenmesi gündeme gelebilecektir. Bu durumda söz konusu limite uymanın ihraççının sorumluluğunda olduğu BA Tebliği m. 9/6 hükmünde vurgulanmıştır.³⁰¹ Dolayısıyla, ilgili kamu kuruluşu tarafından belirlenen

²⁹⁹ 8/6/1984 tarihli ve 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile 22/2/2005 tarihli ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanunu m. 51 ve 3/7/2005 tarihli ve 5393 sayılı Belediye Kanunu m. 68'de belirtilen limitler saklı tutulmuştur.

³⁰⁰ Manavgat, Halka Arz, s. 747.

³⁰¹ BA Tebliği m. 9/6 hükmüyle SPK'nın amaçladığı, ilgili kamu kuruluşlarının belirlediği özel ihraç limitlerine ilişkin denetlemeden kaçınmaksa hüküm lafzının değiştirilmesi gerekmektedir. Bunun ötesine geçerek, ihraç limitlerine ilişkin düzenleme yetkisinin mevzuattaki diğer tüm düzenlemelere

özel ihraç limitlerinin uygulanmasını engeller niteliktedir. Ancak, bu hüküm de yukarıda açıklandığı üzere zaman bakımından uygulanma kurallarına aykırılık teşkil eder niteliktedir.³⁰² Dolayısıyla, SPKn'dan sonraki tarihli özel mevzuat hükümleri kapsamında belirlenen limitin uygulanması kaçınılmazdır.

2. İhraç Tavanı

İhraç tavanı kavramının açık tanımı BA Tebliği'nde yer almamaktadır. Ancak, BA Tebliği m. 4/2 hükmünde ihraç limiti içerisinde kalmak koşuluyla SPK tarafından uygun görülen ihraç tavanı dâhilinde borçlanma araçlarının farklı koşullar üzerinden farklı tertipler hâlinde satılabileceği öngörülmüştür. Buradan hareketle ihraç tavanı kavramı; ihraç limiti içerisinde, ihraç bazında belirlenen bir sınırı ifade eder ve ihraç limitinden farklıdır.³⁰³ Her ne kadar aynı ihraç tavanı içerisinde farklı koşullara sahip farklı tertipteki borçlanma araçlarının satılabileceği belirtilmişse de yurt içinde ve yurt dışında yapılacak ihraçlar için farklı ihraç tavanları alınması gerektiği de hükümde vurgulanmıştır.³⁰⁴ Nitekim, yurt içinde yapılacak ihraçlarda ihraç tavanının Türk Lirası cinsinden belirlenmesi gerekirken yurt dışında yapılacak ihraçlarda ihraç tavanının Türk Lirası veya döviz cinsinden belirlenmesi gerekmektedir.³⁰⁵ Şayet ihraç tavanı döviz cinsinden belirlenmişse, bu tavanın ihraç limiti içerisinde olup olmadığı

rağmen münhasıran SPK'nın tekelinde toplanmaya çalışılması, mevcut durumda sonuçsuz kalmaya mahkûm bir çabadır.

³⁰² BA Tebliği m. 9 değişikliğe uğramadan önce bulunan benzer hüküm için benzer yöndeki yaklaşım için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 747.

³⁰³ Manavgat, Halka Arz, s. 750.

³⁰⁴ Bu duruma örnek olarak Aktif Yatırım Bankası A.Ş. tarafından alınan; 04.03.2021 tarihli, 2021/12 numaralı SPK Bülteni'nde yayımlandığı üzere yurt içinde yapılacak ihraçlar için ₺1.800.000.000, yurt dışında yapılacak ihraçlar için ₺1.200.000.000 ve 04.08.2022 tarihli 2022/38 numaralı SPK Bülteni'nde yayımlandığı üzere yurt içinde yapılacak ihraçlar için ₺5.000.000.000, yurt dışında yapılacak ihraçlar için ₺1.000.000.000 tutarlarında ayrı ayrı belirlenen ihraç tavanları gösterilebilir.

³⁰⁵ Yurt dışında yapılacak ihraçlarda, satış ihraç tavanının belirlendiği para biriminden farklı bir para birimi üzerinden gerçekleştirilmesi mümkündür. Bu durumda ihraç tavanı içerisinde kalınıp kalınmadığı BA Tebliği m. 4/2/b'de öngörülen para birimi dönüşüm esaslarına göre hesaplanacaktır.

BA Tebliği m. 4/2/c'deki para birimi dönüşüm esaslarına göre belirlenecektir. İlaveten, TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraç gerçekleştirilecekse bunun için özgülenmiş bir ihraç tavanı alınması gerektiği ve alınacak bu ihraç tavanının yalnızca teminatlı ihraçlar için kullanılabileceği TYS Tebliği m. 4/5'te belirtilmiştir.

İhraç tavanına ilişkin bir diğer durum ise BA Tebliği m. 4/8'de düzenlenmektedir. Buna göre, hâlihazırda SPK tarafından onaylanmış geçerli bir ihraç tavanı mevcutken yeni bir ihraç tavanı belirlenmesi talebiyle SPK'ya başvurulması imkânı bulunmaktadır. Nitekim, BA Tebliği m. 9/1'deki "ihraççıya verilmiş diğer ihraç tavanları" ifadesinden, ihraççının aynı anda birden çok ihraç tavanına sahip olabileceği anlaşılmaktadır.³⁰⁶ Dolayısıyla, SPK tarafından onaylanmış bir ihraç tavanı geçerliyken bir başka ihraç tavanı almak amacıyla SPK'ya başvuru yapılabilecektir. Bu durumda, BA Tebliği m. 4/8 c. 2'de belirtildiği üzere, önceki ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş olan kısmın tamamının veya bir bölümünün ihraççının talep etmesi ve SPK'nın uygun görmesi üzerine iptal edilmesi mümkündür.³⁰⁷ Buradan anlaşıldığı üzere, yeni ihraç tavanı alınması, önceki ihraç tavanı kapsamında satışı henüz gerçekleştirilmemiş borçlanma araçlarının kendiliğinden iptal olacağı ya da yeni alınan ihraç tavanının eskisinin yerine geçen, onu güncelleyen bir ihraç tavanı olduğu anlamına gelmemektedir.³⁰⁸ Nitekim, ihraç

³⁰⁶ Yurt içi ve yurt dışında yapılacak ihraçlar için farklı tavanların alınması gerekliliği de bunu doğrulamaktadır.

³⁰⁷ BA Tebliği m. 4/8 hükmünün değişikliğe uğramadan önceki halinde, satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçlarının bir bölümünün iptal edilmesi imkânı verilmemiştir. Buna göre, ihraççının talebi üzerine, satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçlarına ilişkin tavanın ancak tamamının iptal edilebileceği öngörülmüştür. Bu kapsamda hükümde değişikliğe gidilerek henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçlarına ilişkin tavanın bir kısmının iptaline de olanak verilmesi ihraççıların ihtiyaçlarına daha iyi hizmet etmesi bakımından olumlu bir gelişmedir.

³⁰⁸ Geçerli bir ihraç tavanı mevcutken talep edilecek yeni ihraç tavanının daha yüksek bir ihraç tavanı tutarı belirlenmesine ilişkin olmasının bekleneceğini belirten görüş için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 752. Bu yaklaşımdan, yeni talep edilecek ihraç tavanının eskisinin yerini alacağı ve bu nedenle daha fazla tutarda borçlanma aracı satmak isteyen ihraççının daha yüksek ihraç tavanı talep etmesinin doğal olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, aynı anda birden çok geçerli ihraç tavanının bulunabileceğinden

tavanının ihraç limiti içerisinde kalan bir tutar olduğu ve belirli bir anda ihraç limiti ile ihraç tavanı arasındaki farkın henüz ihraççı tarafından kullanılmasına karar verilmemiş bir olanak olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Bu nedenle, mevcut bir ihraç tavanı varken belirlenecek yeni ihraç tavanı, mevcut ihraç tavanından az ya da çok olabilir. İhraç tavanının ihraç bazında belirlendiği dikkate alındığında, SPK'ya izahname ya da ihraç belgesinin onaylanması talebiyle yapılan başvuru tarihi esas alınarak BA Tebliği m. 9'daki esaslar çerçevesinde ihraç limiti yeniden hesaplanacak ve önceki ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş ve iptal edilmemiş borçlanma araçları ihraç limitinin belirlenmesinde indirim kalemi olarak değerlendirilecektir.

3. SPK İncelemesi

İhraç limiti ve ihraç tavanı için belirlenen esaslar çerçevesinde SPK'nın incelemesi ve müdahalesi ihraç tavanının uygun görülmesi sürecinde gündeme gelecektir. BA Tebliği m. 4/2'de ihraç tavanının SPK tarafından uygun görülmesi gerektiği öngörülürken, SPK'nın yapacağı değerlendirmenin ölçütleri belirtilmemiştir. Şüphesiz, bu kapsamda yapılacak değerlendirmede SPK, her şeyden önce talep edilen ihraç tavanının BA Tebliği m. 9 kapsamında hesaplanan ihraç limitinin içerisinde kalıp kalmadığını inceleyecektir. Eğer talep edilen ihraç tavanı, ihraç limitini aşıyor ise SPK tarafından uygun görülmeyecektir. Ancak SPK, herhangi bir durumda ihraç tavanının artırılmasını isteyemeyeceği gibi ihraççı tarafından talep edilen ihraç tavanının

hareket edilirse, daha çok borçlanma aracı satmak isteyen bir ihraççının yeni bir ihraç tavanı talep etmesinin doğal karşılanması gerekirken, talep edilecek yeni ihraç tavanının öncekilerden daha yüksek olabileceği kadar daha düşük olabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.

azaltılması gereken durumda da azaltılmış tutarın ne olması gerektiğini de belirleyemeyecektir.³⁰⁹

4. İhraç Limiti ve İhraç Tavanının Borçlanma Aracı Sahiplerini

Koruyucu İşlevi

Borçlanma araçları ihracı açısından öngörülen ihraç limiti ve ihraç tavanı, borçlanma aracı sahiplerini koruyucu işleve sahiptir.³¹⁰ Her ne kadar iki kavram birbirleriyle yakından ilgili olsa da borçlanma aracı sahiplerinin korunmasında ihraç limiti ve ihraç tavanının fonksiyonları birbirinden farklıdır.

İhraç limiti, borçlanmanın ihraççının finansal durumu ile orantılı olmasını sağlayarak ihraççıyı³¹¹ ve dolayısıyla borçlanma aracı sahiplerini korumaktadır. Borçlanmanın, şirketin finansal durumu ile orantılı olması finansal kaldıraç³¹² (*financial leverage, gearing*) kavramı ile yakından ilişkilidir. Kaldıraç, esasen bir şirketin ne oranda borçlandığını ifade eden bir gösterge niteliğindedir. Özü bu olmakla birlikte, çeşitli verilerle değişik şekillerde hesaplanmak suretiyle aynı şirket için herhangi bir anda farklı kaldıraç oranlarına ulaşmak mümkündür. Bu oranların her biri ayrı ayrı şirketin borçlanma oranına ilişkin çeşitli çıkarımlar yapılmasına elverişlidir.

³⁰⁹ Manavgat, Halka Arz, s. 751. Yazar, SPK'nın ihraç tavanına müdahale yetkisinin kamuyu aydınlatmaya dayalı onay sistemiyle uyumlu olduğunu da altını çizmektedir. Ayrıca yazar, TTK m. 376/1 kapsamındaki bir anonim şirketin ihraç başvurusu üzerine, SPK'nın ihraç tavanına ilişkin yapacağı değerlendirmede, iyileştirici önlemler veya borçlanılacak tutarın kullanılma şekliyle uyumlu olmayan ihraç tavanının düşürülmesini talep edebileceğini belirtmektedir.

³¹⁰ Elbette borçlanma aracı sahiplerinin yanı sıra başta pay sahipleri olmak üzere diğer mevcut ve müstakbel yatırımcılar ile şirket çalışanları, şirket alacaklıları gibi çok çeşitli menfaat sahipleri de ihraç limiti ve ihraç tavanı sistemi ile korunmaktadır.

³¹¹ İhraç limitinin ihraççıyı korumasına ilişkin bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 750-751.

³¹² Finansal kaldıraç terimini ifade etmek üzere yalnızca “kaldıraç” teriminin kullanılması da son derece olağandır.

Bunlardan başlıcaları olarak uzun vadeli borç oranı³¹³ (*long-term debt ratio*), uzun vadeli borç-özkaynak oranı³¹⁴ (*long-term debt-equity ratio*), toplam borç oranı³¹⁵ (*total debt ratio*), faiz ödeme gücü oranı³¹⁶ (*times-interest-earned ratio*) sayılabilir.³¹⁷ Hukukun uluslararası uygulamasında ise kaldıraç oranı ile genellikle vadesine bir yıldan fazla olan borçlar toplamının özkaynaklara bölünmesi ile bulunan oran ifade edilmektedir.³¹⁸ Bu anlamda BA Tebliği m. 9'da öngörülen ihraç limiti ve her ne kadar uygulama alanı bulmasa da TTK m. 506'daki ihraç sınırı da birer kaldıraç oranıdır.³¹⁹ Kaldıraç oranının yüksek olması, şirketin birim zamanda daha fazla kazanç edebilmesine olanak verirken şirketin mali anlamda daha kırılgan ve savunmasız olmasına neden olarak şirket alacaklılarını daha büyük risk altına sokmaktadır.³²⁰ Bu çerçevede, ihraç limiti ile bir üst sınır belirlenerek şirketin üstleneceği risk miktarını sınırlandırmak suretiyle borçlanma aracı sahipleri korunmaktadır. Fark edileceği üzere, uluslararası uygulamada kaldıraç oranının sıklıkla kullanıldığı anlamdan farklı olarak ihraç limiti, yalnızca borçlanma araçları ile yapılan borçlanmalar açısından bir sınırlama getirmektedir. Dolayısıyla, bir şirketin borçlanma aracı ihraç etmek suretiyle borçlanabileceği miktar bakımından bir tavan belirlemesi yapılmış olsa da şirketin farklı kaynaklardan borçlanması suretiyle ortaya çıkabilecek yüksek kaldıraç oranı için

³¹³ Uzun vadeli borç miktarının (tahviller, diğer uzun vadeli borçlanmalar ve uzun süreli kiralamarlar dâhil) uzun vadeli borç miktarı ile özkaynak toplamına bölünmesiyle elde edilen oranı ifade etmektedir.

³¹⁴ Uzun vadeli borç miktarının özkaynak tutarına bölünmesiyle elde edilen oranı ifade etmektedir.

³¹⁵ Yükümlülükler toplamının varlıklar toplamına bölünmesiyle ulaşılan oranı ifade etmektedir.

³¹⁶ Faiz ve vergi öncesi kazançların (*earnings before interest and taxes, EBIT*) faiz ödemelerine bölünmesiyle hesaplanan oranı ifade etmektedir.

³¹⁷ Brealey vd., *Corporate Finance* 23, s. 842-843.

³¹⁸ Wood, *International Bonds*, par. 1-004; Fuller, G.: *The Law and Practice of International Capital Markets*, 3. Baskı, London 2012, par. 1.31; Fuller, *Corporate Borrowing*, par. 1.10. Bu oran özünde yukarıda değinilen uzun vadeli borç-özkaynak oranıdır. Fuller'ın da belirttiği gibi bir şirketin etkin finansal yönetimi, verimli bir kaldıraç oranının korunmasını da gerektirir. Bu konuda şirketteki ideal sermaye yapısına ilişkin bkz. §1.III.A İhraççı Bakımından.

³¹⁹ TTK m. 506'daki sınırın kaldıraç oranı olduğu yönünde bkz. Karacan ve Erişir Karacan, s. 233.

³²⁰ Fuller, *Capital Markets*, par. 1.31; Fuller, *Corporate Borrowing*, par. 1.10; Karacan ve Erişir Karacan, s. 233.

bir sınırlandırma belirlenmemiştir. Bu şekliyle ihraç limiti borçlanma aracı sahipleri ve diğer şirket alacaklıları açısından ancak kısmi bir koruma sağlamaktadır.³²¹

Açıklananlar kapsamında BA Tebliği m. 9'da farklı şirketler için farklı ihraç limitleri öngörülmesinin de değerlendirilmesi gerekir. Nitekim ihraç limiti, BA Tebliği m. 9/4'e göre özkaynak tutarının; halka açık olmayan şirketlerde üç katı, halka açık şirketlerde beş katı, halka açık olup olmamasına bakılmaksızın m. 9/4/c'deki şartları sağlayan bankalarda on katı olarak belirlenmiştir. Halka açık şirketler için öngörülen çeşitli hukuki mekanizmalar³²² ve bankalar açısından var olan başta sermaye yeterliliğine ilişkin kurallar ile BDDK'nın düzenleme ve denetleme faaliyetleri dolayısıyla farklılaştırılan ihraç limitleri öngörülmesi isabetlidir. Ayrıca, ihraç limitinin hesaplanmasında hareket noktası olarak özkaynak tutarının belirlenmesi de şirketin finansal gücüyle orantılı olarak borçlanma aracı ihraç etmesi bakımından akla yatkındır. Buna karşın; üç, beş ve on kat olarak belirlenen oranların hangi ölçütler doğrultusunda tespit edildiği açık değildir. İlâveten, uygulanacak oranların tespit edilmesinde bankalara ilişkin ayrık durum haricinde halka açık olmak veya olmamak statüsünün ihraç limitinin hesaplanmasında uygulanacak oranın tespitinde tek belirleyici kriter olması tekrar gözden geçirilmesi gereken bir

³²¹ Elbette, ihraççı hangi yöntemle borçlanmış olursa olsun ihraç limitinin hesaplandığı an itibarıyla şirketin bilançosunda yer alan her çeşit yükümlülük, şirketin aktiflerinden düşülmek suretiyle özkaynakların miktarını etkileyeceğinden ihraç limitinin hesaplanmasına da etki edecektir. Ancak ihraç limitinin tamamı miktarınca borçlanma aracı ihraç eden bir ihraççı, borçlanma aracı ihraç etmek suretiyle daha fazla borçlanamayacakken diğer başka yöntemlerle (örneğin kredi almak gibi) borçlanması hukukî olarak mümkündür. Dolayısıyla ihraç limiti ile mevcut ve müstakbel borçlanma aracı sahiplerinin korunması, borçlanma aracı ihraç etmek suretiyle kaldırılacak oranının belirli bir eşiğin üzerine geçmemesi ile sınırlı olup başkaca yöntemlerle ihraççının borçlanması ile kaldırılacak oranına ilişkin söz konusu eşiklerin aşılması mümkündür. Bu nedenle ihraç limitinin sağladığı koruma ancak kısmi niteliktedir. Zira, ihraççının finansal olarak kırılganlaşması tamamen engellenmemekte yalnızca belirli yöntemlerle belirli oranları geçkin kırılganlaşması önlenmektedir.

³²² Bağımsız yönetim kurulu üyeliği, yönetim kurulu için öngörülen komiteler, kurumsal yönetim, bağımsız denetim ve pay alım teklifi gibi mekanizmalar bu kapsamda örnek verilebilir.

hususur.³²³ Halka açık olmayan şirketlerden bir kısmının finansal anlamda birçok halka açık şirketten daha iyi bir durumda olabileceği göz ardı edilmemelidir. İhraç limitinin hesaplanmasında tüm halka açık şirketler için beş kat, tüm halka kapalı şirketler için ise üç kat şeklindeki düzenleme son derece genelleyici olup şirketler arasındaki diğer finansal ve yönetsel farklılıkları yok sayar niteliktedir. Bu çerçevede, BA Tebliği m. 9/4/c'deki derecelendirme notu koşulunu sağlayan bankalardakine benzer şekilde belirli ek koşulları sağlayan şirketlerin daha yüksek, belirli durumlardaki şirketlerin ise daha düşük katsayılarla borçlanma aracı ihraç limitlerinin hesaplanması yönünde SPK'nın düzenlemelerini güncellemesi yerinde olacaktır. Örneğin, isteğe bağlı derecelendirme notu yatırım yapılabilir seviyenin üst kademelerinde olan şirketlerde veya kurumsal yönetim ilkelerini uygulamak zorunda olmadığı hâlde kurumsal yönetim ilkelerini tavizsiz uygulayan halka açık olmayan anonim şirketlerde temel olarak öngörülenden daha yüksek katsayılarla ihraç limitinin hesaplanması öngörülebilir.

İhraç tavanı ise borçlanma aracı sahiplerini ve diğer yatırımcıları bilgilendirmek suretiyle korumaktadır. İhraç limiti şirketin borçlanması anlamında bir üst limit vazifesi görürken; ihraç tavanı, bu limitin sınırları içerisinde hangi noktada, nasıl olunduğunun ve borçlanma miktarının ne denli yoğunlaştığının anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Yatırımcının yatırım kararı vermesi bakımından, ihraççının yalnızca finansal yapısıyla ölçülü olarak borçlandığının bilinmesi yeterli olmayıp bu

³²³ Bu noktada açıklanabilir tek ölçüt, SPK denetimi dolayısıyla halka açık şirketlerin tabi olduğu kamu denetiminin yoğunluğu olabilir. Halka açık şirketlerin tabi olduğu kamu denetimine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 174-182.

borçlanmanın ne miktarda ve ne şekilde gerçekleştiğinin bilinmesi de gerekmektedir.³²⁴

C. İzahname veya İhraç Belgesinin SPK Tarafından Onaylanması

SPKn m. 4/1 ve İzahname Tebliği m. 5/1 uyarınca, her çeşidiyle sermaye piyasası aracı olan borçlanma araçları ve borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetlerin halka arz edilebilmesi veya borsada işlem görebilmesi³²⁵ için izahname³²⁶ hazırlanması ve hazırlanan bu izahnamenin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. SPKn m. 11/1 ve İzahname Tebliği m. 5/2, 12/1, 16/1'e göre borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin halka arz edilmeksizin ya da yurt dışında ihraç edilmesi durumlarında veya izahname hazırlanmaksızın gerçekleştirilecek her türlü sermaye piyasası aracı³²⁷ ihracında ihraç belgesi³²⁸ hazırlanması ve SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. Söz konusu zorunluluk, halka açık olsun ya da

³²⁴ Manavgat, Halka Arz, s. 751.

³²⁵ SPKn m. 3/1/f hükmünde halka arz, “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış” olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu çağrı, “yöntem kısıtlaması olmaksızın bir daveti” ifade ettiğinden sermaye piyasası araçlarının borsada işlem görmesi de halka arz tanımındaki “çağrı” kapsamında değerlendirilebilecektir. Bu konuda bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 589. Bu nedenle, SPKn m. 4/1 ve İzahname Tebliği m. 5/1 hükümlerindeki “veya” bağlacı eleştiriye açıktır.

³²⁶ SPKn m. 3/1/j'de ve İzahname Tebliği m. 4/1/i'de izahname, “ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi” şeklinde tanımlanmıştır. İzahnameye ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 694-719; Aydoğan, G.: Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, 1. Baskı, Ankara 2021, s. 139-172; Meral, N.: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, İstanbul 2021, s. 150-162.

³²⁷ İzahname Tebliği m. 5/2'ye göre, İzahname Tebliği kapsamında duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası araçları hariçtir. İzahname Tebliği m. 6'da izahname hazırlama yükümlülüğünden muaf olunan hâller ile izahname hazırlanmayacak durumlar düzenlenmiştir.

³²⁸ İzahname Tebliği m. 4/1/g'de ihraç belgesi, “sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ihraç edilmesi durumunda, yurt dışında gerçekleştirilecek ihraçlarda veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde duyuru metni hazırlanan sermaye piyasası aracı ihraçları hariç olmak üzere ihraççıların izahname hazırlanmaksızın gerçekleştireceği her türlü sermaye piyasası aracı ihracında, çıkarılacak sermaye piyasası araçlarının niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren belge” olarak tanımlanmıştır. İhraç belgesine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 549-550.

olmasın tüm ihraççılar için geçerlidir. Kamuyu aydınlatma sistemi³²⁹ kapsamında bu zorunluluk, yatırımcıların korunması anlamında da işleve sahiptir.³³⁰

Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin ihracı kapsamında izahname veya ihraç belgesinin hazırlanmasına ilişkin birçok hüküm çeşitli SPK tebliğlerinde bulunmaktadır. Bunlardan öne çıkan bazılarına değinilmesinde fayda vardır. Bunlardan biri SPKn m. 4/4'te belirtilen garantidir. Pay ihracından farklı olarak, borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler açısından ihraççının yükümlülüklerini yerine getireceğine ilişkin garanti verilmesi gündeme gelebilmektedir. Söz konusu garanti, teminat olarak anlaşılmalıdır.³³¹ SPKn m. 4/4 ve İzahname Tebliği m. 7/2'de, garantöre ve garantinin niteliğine ilişkin özet bölümü dâhil izahnamede yer verilmesi öngörülmektedir.

İzahname Tebliği m. 13/1 uyarınca izahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması kural olarak ihtiyari olup SPK, ihracın veya ihraç edilecek sermaye piyasası aracının niteliğine göre izahnamenin tek ya da birden fazla belgeden oluşmasını zorunlu kılabilir. Bu kapsamda BA Tebliği m. 4/9'da borçlanma aracı ihracı kapsamında hazırlanacak izahnamenin birden fazla belgeden oluşması zorunlu

³²⁹ 3794 sayılı Kanun ile ülkemizde izin sistemi terkedilerek kayda alma sistemine geçilmiştir. Kayda alma sistemi, SPKn tarafından benimsenen onay sisteminde olduğu gibi kamuyu aydınlatma esasına dayalıdır. Bu nedenle 3794 sayılı Kanun'un yürürlüğe girdiği 1992'den beri ülkemizde kamuyu aydınlatma sisteminin benimsendiği söylenebilecektir. Bu konuda bkz. Aytaç, Z.: *Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*, Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları Ankara 2001, s. 19, <https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/persembe-konferanslari-yayinlari/perskonfyyn41.pdf>; Manavgat, Halka Arz, s. 12, 696-697; Ata, Ö.: *Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satım Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması*, İstanbul 2020, s. 129; Aydoğan, Sorumluluk, s. 43-44.

³³⁰ Aydoğan, *İhraç Kararları*, s. 259. Nitekim bu kapsamda yatırımcıların karar vermesi için gerekli bilgilerin eksiksiz ve doğru bir şekilde kamuya açıklanması sağlanmakta, yatırım kararını yatırım tercihlerine göre yatırımcılar vermektedir. Buna ilişkin bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 696; Ata, s. 131; Adıgüzel, s. 28.

³³¹ Manavgat, Halka Arz, s. 756.

kılınmıştır. Borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymet türleri için ise böylesi bir zorunluluk öngörülmemiştir.

Borçlanma araçları ve borçlanma aracı sahiplerinin korunması anlamında önem arz eden, izahname veya ihraç belgesinin hazırlanması bağlamında önemli noktalar bulunmaktadır. Bu kapsamda, BASK'a ilişkin çeşitli hususlara izahname veya ihraç belgesinde yer verilmesi gerektiği SPKn m. 31/A/2 ve BASK Tebliği m. 6/5'te vurgulanmıştır.³³² Benzer şekilde, BAST'a ilişkin BASK Tebliği m. 5/3'te belirtilen hususlara da izahname veya ihraç belgesinde yer verilmesi zorunludur.³³³ Bunlarla beraber, BASK Tebliği m. 9/1'den anlaşıldığı üzere, borçlanma aracından doğan borçların niteliği ve kapsamıyla bu borçların ifa edilmesinde temerrüde düşülmesi olarak değerlendirilecek durumlar izahname veya ihraç belgesinde somut olarak belirtilerek temerrütlerin tanımının ve kapsamının yer alması gerekmektedir.³³⁴ BASK Tebliği m. 4/6 uyarınca, izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek suretiyle ihraççı tarafından borçlanma aracı sahiplerine taahhütte bulunulması da mümkündür.³³⁵

Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin görece kısa aralıklarla ihraç edilmesi ve finansman ihtiyacının kademeli olarak giderilmesi mümkündür.³³⁶ Bu kapsamda borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler açısından ilk olanak, aynı ihraç belgesi kapsamında çok sayıda ihraç yapılabilmesidir. Nitekim, İzahname Tebliği m.

³³² Bu hususlara ilişkin ayrıca bkz. §4 BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU.

³³³ Bu konuda bkz. §4.V Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi.

³³⁴ Bu durumlar için bkz. §6.II.D.2 Taahhütlere Aykırılık Bağlamında Temerrüt ve Diğer Sonuçlar.

³³⁵ Borçlanma araçları kapsamında verilecek taahhütlere ilişkin bkz. §6 TAAHHÜTLER (COVENANTS) VE DİĞER SÖZLEŞMESEL KORUMA MEKANİZMALARI.

³³⁶ Manavgat, Halka Arz, s. 561. Bu olanak PDMK'lar ve halka arz edilecek VİDMK'lar için bulunmamaktadır. Nitekim, PDMK Tebliği m. 6/5'te yurt içinde PDMK ihracının, VİDMK m. 7/10'da ise halka arz suretiyle yapılacak VİDMK ihraçlarının tek seferde yapılacağı düzenlenmiştir.

16/1 hükmü uyarınca, bir yıllık süre içerisinde satılması planlanan borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler³³⁷ için tek ihraç belgesi hazırlanacaktır. İhraç belgesinin SPK tarafından onaylanmasından sonra ihraç belgesinin yayımlanması ile münferit ihraçların fiilen yapılacağı ana kadar geçen sürede, ihraç belgesi kapsamındaki bilgilerin güncelliğini sağlayacak bir ara kamuyu aydınlatma belgesine ihtiyaç duyulacaktır.³³⁸ Bu ihtiyaç neticesinde tertip ihraç belgesi gündeme gelmektedir.³³⁹

İzahname Tebliği m. 16/2-3'te ihraç tavanını içeren ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanmasını takip eden her bir tertip borçlanmayı temsil eden menkul kıymet satışı için ayrı bir tertip ihraç belgesi hazırlanması ve SPK tarafından onaylanması öngörülmüştür. Ancak, İzahname Tebliği m. 16/2 hükmü uyarınca, SPK düzenlemeleriyle, yurt içinde halka arz edilmeksizin satılacak borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler için tertip ihraç belgesi düzenlenmesi zorunluluğu kaldırılabilir. Bu durumda, SPK tarafından onaylanan ihraç belgesi teslim alındıktan sonra SPK nezdinde başkaca bir işlem yapmaya gerek olmadan her tertibin satışından önce kurul ücreti ödenerek ve MKK'ya başvurularak süreç tamamlanabilmektedir. Bu kapsamda BA Tebliği m. 6/4'te borçlanma araçları, TemMK m. Tebliği m. 6/3'te TemMK'lar için bu imkân düzenlenmiştir ve ayrıca tertip ihraç belgesi düzenlenmesine gerek duyulmamaktadır. Buna karşın; kira sertifikaları açısından KS Tebliği m. 10/3'te, gayrimenkul sertifikaları açısından GS Tebliği m. 11/2'de her satıştan önce tertip ihraç belgesinin hazırlanması zorunluluğu açıkça

³³⁷ İhraç belgesinin, ihraç tavanı kapsamındakilerin tümü için hazırlanacağı belirtilmiştir. İhraç tavanına ilişkin bkz. §2.II.B.2 İhraç Tavanı.

³³⁸ Manavgat, Halka Arz, s. 561.

³³⁹ İzahname Tebliği m. 4/1/s'de tertip ihraç belgesi, SPK tarafından "onaylanmış ihraç belgesi kapsamında sermaye piyasası araçlarının farklı zamanlarda satışa sunulan kısmına ilişkin olarak, bunların niteliği ve satış şartları hakkındaki bilgileri içeren" belge şeklinde tanımlanmıştır.

vurgulanmıştır. Şirketlerin sermaye yapısına³⁴⁰ ilişkin verdikleri karar doğrultusunda farklı tercihleri olan yatırımcılara satılmak üzere farklı özellikteki borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler aynı anda satışa sunulabilir.³⁴¹ Bu durumda her bir türdeki borçlanmayı temsil eden menkul kıymet için farklı bir tertip ihraç belgesi hazırlanması ve SPK tarafından onaylanması gerekliliği İzahname Tebliği m. 16/4'te öngörülmüştür.

Finansman ihtiyacının kademeli olarak giderilmesine ilişkin bir diğer olanak ise arz programıdır.³⁴² İzahname Tebliği m. 14/2'de belirtilen içerikteki arz programının en fazla beş yıllık bir süre içerisinde ihraç edilecek borçlanmayı temsil eden menkul kıymetleri kapsaması gerekmektedir. Aynı hükümde, arz programının genel kurulda onaylanması gerekliliği de belirtilmiştir. Borçlanma aracı ihracı konusunda yetkili organın yönetim kurulu olduğu durumlarda bile arz programı genel kurulda onaylanmalıdır.³⁴³ İzahname Tebliği m. 14/1'e göre, bir arz programı kapsamında, bankalar tarafından borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin mükerrer bir şekilde ihraç edilmesi hâlinde ihtiyari olarak arz programı izahnamesi hazırlanması olanağı bulunmaktadır. Mükerrer şekilde ihraç edilmenin on iki aylık bir süre içerisinde benzer türdeki sermaye piyasası araçlarının birden çok kez ihraç edilmesini ifade ettiği belirtilmiştir. Bu kapsamda, borçlanmayı temsil eden menkul kıymet niteliğindeki farklı araçların ihraçlarını "benzer türde" kabul etmek gerekir.³⁴⁴

³⁴⁰ Sermaye yapısı kavramına ilişkin bkz. §1.III.A İhraççı Bakımından.

³⁴¹ Manavgat, Halka Arz, s. 561.

³⁴² İzahname Tebliği m. 4/1/a hükmünde arz programı "yatırım kuruluşu varantı ve sertifikaları da dâhil olmak üzere, benzer bir türdeki ortaklık hakkı vermeyen sermaye piyasası araçlarının belirlenmiş bir ihraç süresi boyunca mükerrer bir şekilde azami beş yıllık bir süre içinde ihraç edilmesine izin veren plan" şeklinde tanımlanmıştır.

³⁴³ Manavgat, Halka Arz, s. 757.

³⁴⁴ Benzer şekilde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 757.

Arz programı izahnamesinde, ihraççı ile halka arz edilecek sermaye piyasası aracına ilişkin bilgiler ile arz programına yer verilir.³⁴⁵ Arz programı izahnamesi, güncelliğini korumak kaydıyla on iki ay boyunca geçerli olacaktır.³⁴⁶ İzahname Tebliği m. 14/4 hükmünün mefhumu muhalifinden, arz programı izahnamesinin hazırlanma olanağından yararlanmak için arz programı çerçevesinde ihraç edilecek borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin tamamının halka arz edilmesinin zorunlu olmadığı, bir kısmının halka arz edilmesinin yeterli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. İzahname Tebliği m. 14/3 hükmü uyarınca, arz programı izahnamesi kapsamında halka arz edilecek borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlere ilişkin her ihraçtan önce arz programı sirküleri hazırlanması ve satıştan önce SPK tarafından bu sirkülerin onaylanmış olması gereklidir.³⁴⁷ Arz programı izahnamesi ve arz programı sirkülerinin hazırlanması, SPK tarafından onaylanması, tescil ve ilanı, değiştirilmesi, bunlardan doğacak sorumluluk ve diğer konularda İzahname Tebliği'nin izahnameye ilişkin hükümleri kıyasen uygulanacaktır.³⁴⁸

2021 ve 2022 yıllarında yurt içinde satılmak üzere izahname veya ihraç belgesi SPK tarafından onaylanan toplam 475 borçlanma aracı ihracı bulunmaktadır. Bunlardan 25'i kısmen halka arz edilmek üzere izahname onayı iken kalan 450'si ise halka arz edilmeksizin ihraç edilmek üzere ihraç belgesi onayıdır. Bunlara ilaveten, aynı zaman aralığında 57 tane yurt dışında satılmak üzere düzenlenen ihraç belgesi

³⁴⁵ İzahname Tebliği m. 14/2-3.

³⁴⁶ İzahname Tebliği m. 17/1-2.

³⁴⁷ BA Tebliği EK/3, GS Tebliği EK/2, KS Tebliği EK/3 ve TemMK Tebliği EK-3'te, izahnamenin geçerlilik süresi içerisinde her ihraçtan önce SPK'ya gönderilecek bilgi ve belgeler arasında arz programı sirküleri belirtilmiştir. Ayrıca, arz programı izahnamesinde değişiklik gerekip gerekmemesine göre SPK'ya bildirilmesi gereken hususlar belirtilmiştir. VİDMK Tebliği ve PDMK Tebliği'nde ise böylesi hususlar yer almamaktadır. Buradan hareketle, VİDMK'lar ve PDMK'ların arz programı kapsamında olmasının SPK tarafından öngörülmediği sonucuna varılabilir.

³⁴⁸ İzahname Tebliği m. 14/5.

onayı bulunmaktadır.³⁴⁹ SPK tarafından onaylanan, borçlanma aracı ihraçlarına ilişkin toplam izahname veya ihraç belgesi sayısı 2023 yılında 390, 2024'ün ilk yarısında ise 116 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılındakilerin 10'u kısmen halka arz edilmek üzere, 2024 yılındakilerin ise üçü kısmen, biri tamamen halka arz edilmek üzere izahname onayıken; 2023'tekilerin 336'sı, 2024'ün ilk yarısındakilerin de 83'ü halka arz edilmeksizin ihraç edilmek üzere ihraç belgesi onayıdır. Yurt dışında satılmak üzere düzenlenen ihraç belgesi onayları 2023'te 44 tane iken 2024'ün ilk yarısında 29 tanedir.³⁵⁰ Bu doğrultuda, 2021 ve 2022 yılında verilen tüm onayların %95,3'ünün, 2023 yılındakilerin %97,4'ünün, 2024'ün ilk yarısındakilerin ise %96,5'inin ihraç belgesine ilişkin olması nedeniyle güncel durumda, borçlanma araçlarının önemli çoğunlukta halka arz edilmeksizin ihraç edildiği ve borçlanma araçları açısından ihraç belgesinin izahnameden daha sık gündeme gelen bir belge olduğu söylenebilmektedir.

D. Kurul Ücretinin Ödenmesi

Satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının varsa nominal değerinden aşağı olmamak üzere ihraç değerinin belirli bir oranında kurul ücretinin SPK bütçesine gelir kaydedilmek üzere yatırılması SPKn m. 130/3'te zorunlu kılınmıştır. SPK tarafından; sermaye piyasası aracının niteliği, ihraççısı veya vadesi baz alınarak SPKn m. 130/3'te belirtilen oranı aşmamak üzere farklı oranlar belirlenebilecektir. Bu

³⁴⁹ Söz konusu veriler 2021 ve 2022 yıllarında SPK tarafından yayımlanan SPK Bültenlerinden derlenmiştir.

³⁵⁰ Söz konusu veriler 2023 ve 2024 yıllarında SPK tarafından yayımlanan SPK Bültenlerinden derlenmiştir.

kapsamda SPK, ikincil düzenlemeler ile borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler için farklılaştırılmış kurul ücretleri belirlemiştir.³⁵¹

Her ne kadar İzahname Tebliği m. 23/1’de kurul ücretinin izahname veya ihraç belgesinin ihraççıya teslimi öncesinde yatırılması öngörülmüşse de anılan hükümde SPK’nın diğer düzenlemelerinde farklı esaslar belirlenmesi durumunda ilgili düzenlemedeki esasların uygulanacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda; borçlanma araçlarının yurt içinde ya da yurt dışında, VİDMK ve TemMK’ların ise yalnızca yurt içinde ihraçlarında kurul ücreti, izahname veya ihraç belgesinin ihraççıya teslim edilmesinden sonra ödenecektir.³⁵² Kira sertifikaları, PDMK ve gayrimenkul sertifikaları için ayrıksı düzenlemeler bulunmadığı için kurul ücretinin İzahname Tebliği m. 23/1 uyarınca izahname veya ihraç belgesinin ihraççıya teslimi öncesinde yatırılması gerekmektedir.³⁵³

E. MKS’de Yapılacak İşlemler

İhraççılar, ihraççı hesabının açılması için MKK tarafından talep edilen bilgilerle birlikte başvurmakla yükümlüdürler.³⁵⁴ Kaydileştirme Tebliği m. 7/1-2 hükümleri uyarınca ihraççı hesabı kaydi sermaye piyasası araçları için açılır ve ihraççı havuz hesabını da içerir. Anılan Tebliğ m. 7/3’te, ihraççı havuz hesabının kaydi sermaye piyasası araçları ihracına ilişkin geçici kayıtların izlenmesi işlevini yerine getirdiği vurgulanmıştır. Bu kapsamda, kaydi olarak ihraç edilecek borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin satış süresi boyunca takibi ihraççı havuz hesabında

³⁵¹ Kurul ücreti; borçlanma araçları için BA Tebliği m. 12, VİDMK’lar için VİDMK Tebliği m. 29, TemMK’lar için TemMK Tebliği m. 28, PDMK’lar için PDMK Tebliği m. 29, kira sertifikaları için KS Tebliği m. 19, gayrimenkul sertifikaları için GS Tebliği m.18’de belirtildiği şekilde hesaplanır.

³⁵² BA Tebliği m. 12/3-4, TemMK Tebliği m. 28/3-4, VİDMK Tebliği m. 29/3-4.

³⁵³ Bu durum, PDMK’lar için PDMK Tebliği m. 29/3’te de açıkça belirtilmiştir.

³⁵⁴ Kaydileştirme Tebliği m. 8/1.

yapılacaktır. Satışa konu olan tutarlar, satış süresi içerisinde borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin satılması ile, ilgili hesaplara yapılacak kayıtlarla birlikte ihraççı havuz hesabından düşülmektedir.

Kaydileştirme Tebliği m. 16/1 hükmüne göre ihraççıların, borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlere ilişkin MKK tarafından tespit edilen bilgileri izahname veya ihraç belgesinin onayını izleyen iş günü sonuna kadar MKK'ya bildirmeleri gerekmektedir.³⁵⁵ Anılan Tebliğ m. 16/1 kapsamındaki bildirim üzerine MKK, yurt içinde kayden izlenecek borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlere ilişkin ihraççı tarafından MKK'ya iletilen ihraç ve kurul ücreti bilgilerinin MKK tarafından SPK'ya iletilmesini takiben SPK tarafından uygunluk bildirilmesi üzerine söz konusu menkul kıymetler, ilgili ihraççı havuz hesabında oluşturulmaktadır.³⁵⁶

MKS üzerinde ihraççı havuz hesabında görünür hâle gelen borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlere ilişkin devam eden süreçte kayıtlar, işlem borsada gerçekleşmiş ise Kaydileştirme Tebliği m. 17 uyarınca, aksi hâlde Kaydileştirme Tebliği m. 16/7 uyarınca, satılan tutarlara ve alıcıların kayıt yapılmasını istedikleri yatırım hesabına ilişkin bilgiler, SPK tarafından aksi kararlaştırılmamışsa satışın yapıldığı günü izleyen iş günü sonuna kadar ihraççı tarafından MKK'ya bildirilir. Kaydileştirme Tebliği m. 16/9'da belirtildiği üzere, yapılan bildirimler doğrultusunda

³⁵⁵ Bu süreçte tam olarak hangi bilgilerin ne şekilde iletilmesi gerektiğine ilişkin bkz. Merkezi Kayıt Kuruluşu: *Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi*, ksm. I.1.5, https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-02/Is_ve_Bilisim_Uygulama_Ilke_ve_Kurallari_Yonergesi_16022023.pdf. Bu bölüm, “Özel Sektör Borçlanma Araçları ve Varlığa/İpoteğe Dayalı Varlık/İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Gayrimenkul ve Kira Sertifikaları İhraç İşlemleri” başlığını taşımaktadır. MKK, KAP üyesi olan ihraççılardan farklı olarak, KAP üyeliği zorunlu olmayan ihraççılar için ihraç edilecek borçlanmayı temsil eden menkul kıymete ilişkin bilgilerin MKS'ye iletilmesi açısından farklı bir yöntem benimsemiştir.

³⁵⁶ Merkezi Kayıt Kuruluşu, ksm. I.1.5.3. Kaydileştirme Tebliği m. 16/1'de geçici kayıt olarak adlandırılan bu işlem sonucunda, ilgili borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler MKS'de ilk kez teşekkül etmektedir.

kıymet hakları, ihraççı havuz hesabından ilgili üyedeki yatırımcı hesaplarına veya ilgili üye havuz hesaplarına aktarılır. Aktarımın ilgili üye havuz hesabına yapıldığı durumda, yatırımcı hesaplarına dağıtım ilgili MKK üyesi tarafından gerçekleştirilir.

F. Satış

SPKn m. 3/1/ğ'deki ihraç tanımında, ihraç kavramının hem sermaye piyasası araçlarının çıkarılmasını hem de halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışını kapsadığı vurgulanmıştır.³⁵⁷ Bu nedenle, borçlanma araçlarının ihracı sürecinin kapsamında borçlanma araçlarının satış süreci de yer almaktadır. SPAS Tebliği m. 6/1 hükmü uyarınca, sermaye piyasası araçları halka arz edilmek suretiyle ya da halka arz edilmeksizin satılabilir. Buna göre, halka arz edilmeksizin satış ya tahsisli olarak ya da nitelikli yatırımcılara satış şeklinde gerçekleştirilebilir. Bu hâliyle, ikisi halka arz edilmeksizin olmak üzere toplamda üç farklı satış şekli bulunmaktadır. SPAS Tebliği m. 6/2'de, aksine hüküm bulunmamak kaydıyla anılan satış şekillerinin bir arada kullanılabileceği düzenlenmiştir. Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin yurt dışında da satışı gerçekleştirilebilir.³⁵⁸

Borçlanmayı temsil eden menkul kıymet türleri açısından ise satış şekillerinin çeşitliliği ya da belirli şekillerin uygulanmasının şartları değişebilmektedir. SPK düzenlemelerine konu olan borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin yurt içinde ihracında kural, açıklanan üç satış şeklinin de tercih edilebilir

³⁵⁷ Satışın, çıkarmadan sonraki aşamayı ifade ettiği ve bu iki aşamanın ihraç kavramı içerisinde toplanmasının isabetli olduğu yönünde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 547-548. İhracın halka arzı da kapsayan bir üst kavram olduğu yönünde bkz. Arıcı, M.F.: *Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi*, içinde Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), ed. Mehmet Helvacı vd., İstanbul 2019, s. 108.

³⁵⁸ İlgili düzenlemeler için bkz. BA Tebliği m. 4/1, GS Tebliği m. 4/4, KS Tebliği m. 10/2, PDMK Tebliği m. 6/5, TemMK Tebliği m. 23/1/a, VİDMK Tebliği m.29/4.

olmasıdır. Ancak; borçlanma araçları, PDMK'lar, VİDMK'lar ve TemMK'ların ancak birim nominal değerlerinin 100.000 TL ve üzeri olması koşuluyla tahsisli satışları gerçekleştirilebilir.³⁵⁹ Gayrimenkul sertifikalarının tahsisli olarak satılması düzenlenmemiş olup GS Tebliği m. 4/4 hükmü uyarınca halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış suretiyle ihraç edilebilir. BA Tebliği m. 34/2 hükmü uyarınca, BA Tebliği m. 34/1 kapsamında niteliği itibariyle borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçlarından yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödeneceği taahhüdünü içermeyen borçlanma araçları, yurt içinde yalnızca halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılabilir. Ayrıca belirli satış şekillerinin tercih edilmesi halinde borçlanmayı temsil eden çeşitli menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi zorunludur. Borçlanma araçları, kira sertifikaları, PDMK'lar, VİDMK'lar ve TemMK'lar halka arz edileceklerse; gayrimenkul sertifikaları ise her hâlükârda borsada işlem görmek zorundadır.³⁶⁰

³⁵⁹ İlgili düzenlemeler için bkz. BA Tebliği m. 4/1, PDMK Tebliği m. 6/5, VİDMK Tebliği m. 7/7, TemMK Tebliği m. 5/1.

³⁶⁰ İlgili düzenlemeler için bkz. BA Tebliği m. 4/6, GS Tebliği m. 4/5, KS Tebliği m. 10/4, PDMK Tebliği m. 6/5, VİDMK Tebliği m. 7/12, TemMK Tebliği m. 5/3.

İKİNCİ BÖLÜM

BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN KORUNMASINI GEREKLİ KILAN NEDENLER VE SÖZLEŞMESEL OLMAYAN KORUMA MEKANİZMALARI

§3. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN KORUNMASINI GEREKLİ KILAN NEDENLER

I. GENEL OLARAK BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİNİN KORUNMASI

A. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunmasının Her Durumda Gerekli Olup Olmadığı

İlk bakışta, borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin borçlusu konumundaki ihraççının, kendi menfaatlerini gözetmek doğrultusunda borçlanma aracı sahiplerinin korunmasını talep etmeyeceği; bunun tersine yine kendi menfaatleri doğrultusunda hareket eden borçlanma aracı sahiplerinin ise mümkün olabilecek en üst düzey korumaya erişmeyi amaçlayacağı düşünülebilir. Borçlanma aracı sahiplerinin hukuken korunması, temelinde risk-getiri dengesinin (*risk-return tradeoff*) istenen düzeyde sağlanabilmesini amaçlayan hukuki mekanizmalara ilişkindir. Dolayısıyla, borçlanma aracı sahiplerinin korunması, gerek ihraççılar gerekse de yatırımcılar tarafından her hâlükârda ulaşılmak istenen bir hedef değildir. Bu nedenle, söz konusu koruma kimi durumlarda korumanın süjesi konumundaki yatırımcılar tarafından istenmeyebilir.

Şirket alacaklılarının daha iyi korunduğu hukuk düzenlerinde kredi piyasasının daha geniş olduğu gözlenmektedir.³⁶¹ Nitekim, borçlanma maliyetlerini düşürmek isteyen bir ihraççı veya risk üstlenme gücü veya isteği düşük bir yatırımcı borçlanma aracı sahiplerinin daha fazla korunması suretiyle riskin mümkün olduğunca düşmesini amaçlarken; piyasadaki talebin yüksek riskli borçlanma araçlarından yana olduğunu gören ihraççılar veya risk üstlenme gücü veya isteği yüksek yatırımcılar ise borçlanma araçlarındaki riskin görece yüksek olmasını ve dolayısıyla borçlanma aracı sahiplerinin daha az korunmasını isteyeceklerdir. Daha yüksek getiri beklentisi olan borçlanma aracı yatırımcıları, daha yüksek risk barındıran borçlanma araçlarını tercih etmektedir.³⁶² Yatırımcılar, ancak daha yüksek getiri beklentisi karşılığında daha riskli finansal araçlara yatırım yapacaklardır.³⁶³ Borçlanma araçlarına ilişkin aşağıda sayılan risklerin³⁶⁴ tamamı yatırımcıların borçlanma araçlarından bekledikleri getiriye şu veya bu şekilde etki etmektedir.

B. İncelenecek Koruma Mekanizmalarının Belirlenmesi

Borçlanma araçları bağlamında ortaya çıkan risk faktörleri, anonim şirketlere ilişkin gündeme gelen vekâlet problemleri³⁶⁵ kapsamında şirketin alacaklısı konumundaki borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştıkları vekâlet maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet eden hukuki kurum ve mekanizmalar son derece çeşitlidir. Nitekim, Türk hukukundaki birçok düzenleme *inter alia* doğrudan ya da dolaylı olarak borçlanma aracı sahiplerinin karşı karşıya kaldıkları risk faktörlerinin azaltılması veya vekâlet maliyetlerinin

³⁶¹ La Porta, R. vd.: *Investor protection and corporate governance*, t.y., s. 15.

³⁶² Firth, par. 17.007.

³⁶³ Brealey vd., *Corporate Finance* 23, s. 13, 27, 190.

³⁶⁴ Bkz. §3.III.B Başlıca Risk Türleri.

³⁶⁵ Bkz. §3.II Vekâlet Problemi (Agency Problem).

düşürülmesi suretiyle korunmasına hizmet etmektedir. Normlar hiyerarşisinin her seviyesinden bu anlamda hukuk kuralı örneği³⁶⁶ bulmak mümkün olduğu gibi bu hukuk kurallarının çok büyük bir çoğunluğu esasen borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına özgülenmemiştir.³⁶⁷ Bu nedenle, çalışma kapsamında incelenecek hukuki mekanizmalar, hukuki bakımdan borçlanma aracı sahiplerinin korunması açısından hususiyet ve önem arz edenler olacaktır.

II. VEKÂLET PROBLEMİ (AGENCY PROBLEM)

İktisatçılar tarafından “vekâlet problemi” (*agency problem*) olarak adlandırılan durum çevresinde gelişen “vekâlet teorisi” (*agency theory*), şirketler hukukunda farklı menfaat çatışmalarını sistematik bir şekilde açıklayabilmek için hukuk öğretisi tarafından sıklıkla kullanılmaktadır.³⁶⁸ En genel ifadesiyle ekonomik

³⁶⁶ AY m. 35’te anayasal mülkiyet hakkının güvence altına alınması, AY m. 125’te idarenin her türlü eylem ve işlemine karşı kanun yolunun açık olması, AY m. 138’de vurgulanan mahkemelerin bağımsızlığı, TBK m. 26’da ifadesini bulan sözleşme özgürlüğü, HMK m. 27’de ifadesini bulan hukuki dinlenilme hakkı, TTK m. 549 vd. hükümlerinde düzenlenen sorumluluk hâlleri gibi pozitif hukukta borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini korumaya hizmet edecek sayılamayacak kadar çok sayıda düzenleme bulunmaktadır.

³⁶⁷ Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet eden çeşitli hukuki müesseselere ilişkin ayrıca bkz. Hacıömeroğlu ve Meral, s. 108-111; Tok, A.: *İhraççı Temerrüdüne Karşı Tahvil Yatırımcılarının Korunması Bağlamında Tahvil Sigortası / Garanti Fonu Uygulaması ve Konuya İlişkin Güncel Gelişmeler*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi 2022, C. 11, S. 42, s. 284; Bora Çınar, S.: *Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili İkincil Düzenlemeler Çerçevesinde - Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunması*, Terazi Hukuk Dergisi 2023, C. 18, S. 201, s. 61-71.

³⁶⁸ Bu konuda bkz. Easterbrook, F.H. ve Fischel, D.R.: *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, MA; London, England 1991, s. 10-11, 13-14, 26, 30, 73-76, 78-79, 112-116, 171-175 140-141; Bratton, W.W.: *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, European Business Organization Law Review 2006, C. 7, S. 1, s. 40, 44-46, 74-75; Lee, J.: *Regulatory Regimes and Norms for Directors’ Remuneration: EU, UK and Belgian Law Compared*, European Business Organization Law Review 2012, C. 13, S. 4, s. 600, 607-608, 610-611, 614-616; Coffee, J.C.: *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, Law Working Papers, s. 2-8, 16-17; Armour, J., Hansmann, H., ve Kraakman, R.: *Agency Problems and Legal Strategies*, içinde *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Analysis*, kitap editörü Reinier Kraakman vd., 3. Baskı, New York, NY 2017, s. 29-47, 52-53, 79, 109-110; Palanduz, S.: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı*, İstanbul 2019, s. 32; Mülazımoğlu, M.: *Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi*, İstanbul 2020, s. 73-75; Gullifer ve Payne, s. 507, 729-730, 744; Veziroğlu, s. 109-120; Gomtsian, S.: *Debtholder Stewardship*, The Modern Law Review 2023, C. 86, S. 2, s. 400, <https://doi.org/10.1111/1468-2230.12766>.

anlamda vekâlet, bir tarafın (müvekkil, *principal*) başka bir tarafın (vekil, *agent*) eylemlerine ve alacağı kararlara bel bağladığı, bu eylemlerin ve kararların müvekkilin refahını etkileyeceği durumlarda söz konusu olmaktadır.³⁶⁹ Bir tarafın (vekil) diğer tarafa (müvekkile) bir edimi taahhüt etmiş olduğu neredeyse bütün sözleşmesel ilişkiler potansiyel olarak vekâlet problemini barındırır.³⁷⁰ Vekâlet probleminin temeli, vekâlet ilişkisi içerisinde vekilin sadece kendi çıkarına hareket etmesinin önüne geçerek müvekkilin çıkarına hareket etmesinin sağlanmasıdır.³⁷¹ Çoğunlukla vekil, ilgili olgulara ilişkin müvekkilden daha fazla bilgi sahibi olduğundan; müvekkil, ifa edilenin tam olarak taahhüt edilen edim olduğundan kolaylıkla emin olamaz.³⁷² Bu durum vekili, ifanın kalitesini düşürmek hatta müvekkile taahhüt edilenin bir kısmını kendisine ayırmak şeklinde fırsatçı davranmak yönünde teşvik eder niteliktedir ve bu kapsamda ortaya çıkan maliyetler “vekâlet maliyeti” (*agency cost*)³⁷³ olarak adlandırılmaktadır. Müvekkil açısından edimin değeri, ya vekilin açıklanan fırsatçı davranışı nedeniyle doğrudan ya da vekilin ifasının niteliğini kontrol etmek için müvekkilin katlandığı gözlem ve kontrol maliyetleri dolayısıyla dolaylı olarak düşmektedir.³⁷⁴ Vekilin sahip olduğu takdir yetkisi ve üstlendiği görevin karmaşıklığı

³⁶⁹ Pratt, J.W. ve Zeckhauser, R.J.: *Principals and Agents: An Overview*, içinde *Principals and Agents: The Structure of Business*, ed. John W. Pratt ve Richard J. Zeckhauser, Boston, Massachusetts 1985, s. 1-2. Yazarlar, bir kitabın yazarı ile okuyucusu arasında bile söz konusu ilişkinin oluşabileceğini belirtmektedir.

³⁷⁰ Ross, S.A.: *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *The American Economic Review* 1973, C. 63, S. 2, s. 134; Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 29. Ekonomik vekâlet ilişkisinin, edimin konusunun yapma, hizmet veya iş görmek olan sözleşmelerde söz konusu olduğu yönünde bkz. Jensen, M.C. ve Meckling, W.H.: *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 1976, C. 3, S. 4, s. 308; Mülazımoğlu, s. 47.

³⁷¹ Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 29.

³⁷² Pratt ve Zeckhauser, s. 3; Arrow, K.J.: *The Economics of Agency*, içinde *Principals and Agents: The Structure of Business*, ed. John W. Pratt ve Richard J. Zeckhauser, Boston, Massachusetts 1985, s. 38-39; Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 29.

³⁷³ Kavramın Türkçe'deki kullanımına ilişkin bkz. Mülazımoğlu, s. 74.

³⁷⁴ Bu kapsamda vekillerin bağlanma (menfaatlerinin ilgili vekâlet ilişkisine bağlanması, *bonding*) dolayısıyla katlandıkları maliyetler de vekâlet maliyetleri kapsamında değerlendirilmektedir. Buna ilişkin bkz. Jensen ve Meckling, s. 308-309; Fama, E.F. ve Jensen, M.C.: *Agency Problems and*

arttıkça, muhtemel vekâlet maliyetleri de artmaktadır.³⁷⁵ Açıklandığı şekliyle vekâlet problemleri ve vekâlet maliyetleri çok çeşitli bağlamlarda ortaya çıkabilmektedir.³⁷⁶

Anonim şirketler açısından vekâlet problemleri esasen üç ana şekilde kendini göstermektedir.³⁷⁷ Bunlardan ilki pay sahipleri ile başta yönetim kurulu olmak üzere şirket yöneticileri arasında gündeme gelmektedir.³⁷⁸ İkinci vekâlet problemi ise pay sahipleri arasında söz konusu olmaktadır ve bunun olağan görünüş biçimi çoğunluk pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasında gündeme gelen menfaat çatışmalarıdır.³⁷⁹ Bir anonim şirkette pay sahiplerinin karşılaştığı vekâlet maliyetlerinin anılan bu iki tür vekâlet probleminin hangisinden kaynaklandığı esasen söz konusu şirketin pay sahipliği yapısına bağlıdır. Pay sahipliği yapısının dağınık olduğu, hâkim ortağın bulunmadığı şirketlerde şirket yöneticilerinin hareket alanı daha

Residual Claims, The Journal of Law & Economics 1983, C. 26, S. 2, s. 327; Easterbrook ve Fischel, s. 10.

³⁷⁵ Ross, s. 138; Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 29.

³⁷⁶ Örneğin, işçi-işveren ve hükûmet-halk arasındaki ilişkilerde durum böyledir. Buna ilişkin bkz. Ross, s. 134.

³⁷⁷ Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 29-30. Benzer şekilde bkz. Silvestri, M.: *The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A Law and Economics Perspective*, European Business Organization Law Review 2005, C. 6, S. 1, s. 122-139. Farklı yönde bkz. Mülazımoğlu, s. 75.

³⁷⁸ Bu durumda pay sahipleri müvekkil, şirket yöneticileri ise vekil konumundadır. Bu vekâlet problemi zaman zaman dikey (*vertical*) vekâlet problemi olarak isimlendirilmektedir. Söz konusu isimlendirme için bkz. Bartlett, R.P.: *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, UCLA Law Review 2006, C. 54, S. 1, s. 42, 45; Coffee, s. 5-6. Anonim şirketlere ilişkin vekâlet teorisi kapsamında yapılan değerlendirmelerde baskın olarak ele alınan bu vekâlet problemidir. Özellikle kurumsal yönetim çerçevesinde pay sahipleri ve şirket yöneticileri arasındaki bu vekâlet problemi sıklıkla ele alınmaktadır. Bu doğrultuda bkz. Cheffins, B.R.: *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford, New York 1997, s. 123; Cheffins, B.R.: *Trajectory of (Corporate Law) Scholarship*, The Cambridge Law Journal 2004, C. 63, S. 2, s. 482; Jensen, M.C.: *Agency Costs of Overvalued Equity*, Financial Management 2005, C. 34, S. 1, s. 6, 11-15; Lee, s. 614-618; Coffee, s. 5-9; Mülazımoğlu, s. 73-75; Veziroğlu, s. 111-112. Sıklıkla başvurulana dikey vekâlet probleminin bazı durumları açıklamakta yetersiz olduğu ve müvekkillerden (pay sahiplerinden) kaynaklı maliyetlerin de dikkate alınması gerektiği yönünde bkz. Goshen, Z. ve Squire, R.: *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, Columbia Law Review 2017, C. 117, S. 3, s. 778-783, 796-810.

³⁷⁹ Burada genellikle çoğunluk pay sahipleri vekil, azınlık pay sahipleri müvekkil durumundadır. Ancak, azınlığa veto hakkının tanındığı durumlarda vekil ve müvekkil sıfatları yer değiştirmektedir. Örneğin, TTK m. 421/2'de oy birliğinin gerekli olduğu hâller azınlığın veto hakkına sahip olduğu hâllerdir. Benzer menfaat çatışması imtiyazlı pay sahipleri ile adi pay sahipleri arasında da oluşmaktadır. Bu tür vekâlet problemleri, yatay (*horizontal*) vekâlet problemleri olarak nitelendirilmektedir. Bu konuda bkz. Bartlett, s. 42, 61; Coffee, s. 5-6, 14.

fazla olup fırsatçı davranmaları mümkündür ve ilk türden vekâlet problemleri söz konusu olmaktadır. Pay sahipliği yapısında yoğunlaşmaların olduğu, hâkim ortağın bulunduğu şirketlerde ise bahsi geçen sakıncalar hâkim ortak bakımından geçerli olmakta ve ikinci türden vekâlet problemleri gündeme gelmektedir.³⁸⁰ Türkiye’de genel olarak pay sahipliği yapısında yoğunlaşmalar olduğundan bu tür vekâlet problemleri daha sık gündeme gelmektedir.³⁸¹

Anonim şirket bağlamında üçüncü vekâlet problemi türü ise şirketin kendisi ile şirketin özellikle sözleşmesel ilişki içerisinde olduğu taraflar arasında çıkmaktadır.³⁸² Bu bağlamda şirket alacaklıları, çalışanları ve müşterileri³⁸³ müvekkil konumundayken şirketin kendisi (yöneticileri ve pay sahipleri dâhil) vekil konumundadır.³⁸⁴ Açıklananlar kapsamında, şirket alacaklılarının bir grubunu

³⁸⁰ Pay sahipliği yapısının gündeme gelecek vekâlet maliyetleri ile bağlantısına ilişkin bkz. Coffee, J.C.: *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension between “Lumpers” and “Splitters”*, içinde The Oxford Handbook of Capitalism, ed. Dennis C. Mueller, Oxford, New York 2012, s. 464, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780195391176.013.0017>; Coffee, J.C.: *A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ*, Oxford Review of Economic Policy 2005, C. 21, S. 2, s. 199, 207-208; Panda, B. ve Leepsa, N.M.: *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives*, Indian Journal of Corporate Governance 2017, C. 10, S. 1, s. 80-81, <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>. Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık ve Japonya’da genel eğilim, pay sahipliği yapısının dağınık olması iken; Türkiye dâhil Almanya, Fransa, İtalya gibi diğer birçok ülkedeki genel eğilim, pay sahipliği yapısında yoğunlaşmaların olmasıdır. Buna ilişkin bkz. Armour, J. vd.: *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, içinde The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Analysis, kitap editörü Reinier Kraakman vd., 3. Baskı, New York, NY 2017, s. 74-75; Coffee, *Dispersed Ownership*, s. 464; Manavgat, Halka Arz, s. 18-21.

³⁸¹ Türkiye’de pay sahipliği yapısında yoğunlaşmaların yaygın olduğunun bir göstergesi olarak Borsa İstanbul’da payları işlem gören şirketlerin ortalama halka açıklık oranının %40 civarında olması gösterilebilir. Bu oran, 17.09.2024 tarihinde erişilen veriler temel alınarak hesaplanmıştır. Söz konusu veriler için bkz. *Hisse Değerleri ve Oranları*, İş Yatırım, erişim 17 Eylül 2024, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx#page-1>.

³⁸² Anılan ilk iki tür vekâlet probleminden farklı olarak bu türdeki vekâlet problemi şirketin pay sahipliği yapısının dağınık ya da yoğunlaşmış olmasından doğrudan etkilenmemektedir. Hangi nedenlerle anılan üç tür vekâlet probleminin ortaya çıkabileceğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Panda ve Leepsa, s. 81-82.

³⁸³ Burada sayılanlar söz konusu sözleşmesel ilişkiye kural olarak iradi şekilde taraf olmaktadır. Buna ek olarak, şirketin sözleşme ilişkisi içerisinde bulunmadığı ancak bu yönde iradeleri olsun ya da olmasın vekâlet problemi kapsamında müvekkil olarak değerlendirilebilecek gruplar da bulunmaktadır. Özellikle şirketin neden olduğu dışsallıklar (*externalities*) çerçevesinde bu vekâlet problemi ortaya çıkmaktadır.

³⁸⁴ Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 29-30. Benzer şekilde bkz. Silvestri, s. 122-139.

oluşturan borçlanma aracı sahipleri açısından gündeme gelen vekâlet problemi anılan üçüncü tür içerisinde değerlendirilmelidir. Buna göre, ekonomik vekâlet teorisi kapsamında borçlanma aracı sahipleri müvekkil, ihraççı (ihraççının yöneticileri ve pay sahipleri dâhil) ise vekil pozisyonundadır.

Anonim şirketlere ilişkin yukarıda açıklanan problemlerin her birinde, vekillerin duyarlılığını ve özenini sağlamanın zorluğu, birden fazla müvekkilin olduğu yerlerde daha fazladır, hele ki bu müvekkillerin menfaatleri birbirinden farklıysa. Çok sayıda müvekkilin olduğu durumlarda birlikte hareket (*collective action*) olanağı, ortaya çıkan bilgiye erişim ve koordinasyon maliyetleri dolayısıyla kısıtlanacaktır. Anılan nedenle, birlikte hareket imkânının kısıtlı olması neticesinde vekâlet problemi daha da büyüyecektir.³⁸⁵ Şöyle ki, müvekkiller kendi aralarında koordine olmalarının zorluğu dolayısıyla karar alma yetkisini vekillere daha fazla devredeceklerdir.³⁸⁶ Ayrıca, belirli amaçlar doğrultusunda müvekkillerin koordine olması ne denli zorsa, vekilin gerekenleri yapıp yapmadığını denetlemek ve kontrol etmek de o denli zorlaşmaktadır.³⁸⁷

³⁸⁵ Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 30. Söz konusu durum, vekâlet teorisi içerisinde çoklu müvekkil problemi (*multiple principal problem*) olarak adlandırılmaktadır. Buna ilişkin bkz. Voorn, B., Genugten, M. van, ve Thiel, S. van: *Multiple principals, multiple problems: Implications for effective governance and a research agenda for joint service delivery*, Public Administration 2019, C. 97, S. 3, s. 671, 675-677, 679, <https://doi.org/10.1111/padm.12587>. Çoklu müvekkil problemini, esasen vekâlet probleminin birlikte hareket problemi ile kesişen kısmı şeklinde değerlendirmek isabetli olacaktır. Birlikte hareket problemine ilişkin bkz. Holzinger, K.: *The problems of collective action: A new approach*, Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter, t.y., s. 2, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/85085/1/2003-02_online.pdf; Dowding, K.: *Collective Action Problem*, Britannica, erişim 12 Ocak 2024, <https://www.britannica.com/topic/collective-action-problem-1917157>; Olson, M.: *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge, MA 1971, s. 5-8; Friedberg, E.: *Conflict of interest from the perspective of the sociology of organised action*, içinde Conflict of Interest in Global, Public and Corporate Governance, ed. Anne Peters ve Lukas Handschin, Cambridge 2012, s. 40-46.

³⁸⁶ Easterbrook ve Fischel, s. 66-67; Voorn, van Genugten, ve van Thiel, s. 678.

³⁸⁷ Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 30; Voorn, van Genugten, ve van Thiel, s. 677-679.

Hukuk, vekâlet maliyetlerini düşürmek anlamında önemli bir araç olabilir. Bu çerçevede akla gelen ilk örnekler, vekillerin müvekkilleri aydınlatması ve müvekkillerin dürüst olmayan veya ihmalkâr vekillere yönelik alacakları zorlayıcı eylemlerin kolaylaştırılması yönünde kurallar ve hukuki mekanizmalar benimsenmesidir.³⁸⁸ Ayrıca, çoklu müvekkil probleminin³⁸⁹ mevcut olduğu durumlar için koordinasyonun resmî bir zemine oturtulması gibi çözümler gündeme gelmektedir.³⁹⁰ Anonim şirket bağlamında ortaya çıkan üç vekâlet problemi açısından da vekâlet maliyetlerini azaltıcı hukuki mekanizmalar diğer birçok hukuk düzeninde olduğu gibi Türk hukukunda da çok çeşitlidir.³⁹¹ Bu hukuki kurumlar, anılan üç vekâlet probleminden bir veya daha fazlası kapsamında doğan vekâlet maliyetlerini azaltacak nitelikte olabilir.

Hukuki bakımdan borçlanma aracı sahiplerinin korunması; borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin anonim şirketlere ilişkin anılan üçüncü tür vekâlet problemi çerçevesinde değerlendirilmesi ve hukuki mekanizmalarla söz konusu durumda ortaya çıkan vekâlet maliyetlerinin giderilmesi veya azaltılması ile mümkün olmaktadır. Ayrıca, borçlanma araçlarının ekonomik fonksiyonları ve menkul kıymet nitelikleri dikkate alındığında, aynı tertipte ihraç edilen borçlanma araçlarına herhangi bir anda dağınık şekilde çok sayıda yatırımcının sahip olması olağandır. Dolayısıyla, vekâlet probleminin özellikli bir görünüş biçimi olan çoklu müvekkil problemi

³⁸⁸ Armour, Hansmann, ve Kraakman, s. 30.

³⁸⁹ Kavram için bkz. dn. 385.

³⁹⁰ Detayları için bkz. Voorn, van Genugten, ve van Thiel, s. 679-681.

³⁹¹ Bunlara örnek olarak TTK m. 376/1-2’de sermaye ile kanuni yedek akçelerin belirli oranlarda karşılıksız kalması durumunda atılması öngörülen adımlar, TTK m. 357’de ifadesini bulan eşit işlem ilkesi gibi çok çeşitli hukuki düzenlemeler gösterilebilir.

kapsamında doğan vekâlet maliyetlerinin azaltılmasına ilişkin alınabilecek hukuki önlemler de borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet edecektir.

III. BORÇLANMA ARAÇLARINA İLİŞKİN GÜNDEME GELEN RİSKLER

A. Risklerin Tespit Edilmesi

SPKn m. 3/1/j ve İzahname Tebliği m. 4/1/i'deki izahname tanımında, izahnamenin ilgili sermaye piyasasına ilişkin risklere ilişkin yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içermesi gerektiği vurgulanmıştır. Bu noktadan hareketle, borçlanma araçlarına ilişkin hazırlanan izahnameler, borçlanma araçları bağlamında ortaya çıkabilecek riskler konusunda yol gösterebilecek niteliktedir. BA Tebliği m. 4/9'da borçlanma aracı ihracı kapsamındaki izahnamelerin birden çok belgeden oluşacak şekilde hazırlanması zorunlu kılınmıştır. İzahname Tebliği m. 13/2'de belirtildiği üzere birden çok belgeden oluşan izahname; ihraççı bilgi dokümanı, sermaye piyasası aracı notu ile özetten oluşacaktır ve her üç belgede de ilgili sermaye piyasası aracı kapsamında gündeme gelecek risklere yer verilmesi gerekmektedir.³⁹² Bu doğrultuda, borçlanma araçlarına ilişkin hazırlanan ve SPK tarafından onaylanan izahname örnekleri borçlanma araçları bağlamında gündeme gelen risklerin ne olduğunun tespit edilmesi hususunda yol gösterebilecek niteliktedir. Birden çok belgeden oluşan izahnamelerde özet, esasen İBD ve

³⁹² İzahname Tebliği m. 13/2'de belirtildiği üzere izahnamenin birden fazla belge şeklinde hazırlanması durumunda sermaye piyasası aracı notunun ilgili sermaye piyasası aracına ilişkin riskleri içermesi gerektiği belirtilmiştir. Her ne kadar ihraççı bilgi dokümanında risklerin belirtilmesi gerektiği açıkça vurgulanmamışsa da varsa garantöre, ihraççıya ve ihraç edilecek sermaye piyasası aracına ilişkin temel riskleri içeren özetin, ihraççı bilgi dokümanı ile sermaye piyasası aracı notunda yer alan bilgilerden yararlanılarak hazırlanacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla, ihraççı bilgi dokümanında söz konusu sermaye piyasası aracının ihraççısı ve varsa garantöre ilişkin risklerin de belirtilmesi gerektiği anlaşılmaktadır.

SPAN'daki bilgilerden yararlanılmak suretiyle hazırlandığı için özet kısımlarının ayrıca incelenmesine ihtiyaç duyulmamaktadır.

Açıklanan kapsamda, güncel olmaları nedeniyle 2021, 2022, 2023 yıllarında ve 2024'ün ilk yarısında halka arz edilen borçlanma araçlarına ilişkin hazırlanan ve SPK tarafından onaylanan izahnameler incelenmiştir. Söz konusu ihraçların tamamı finansal kuruluşlar tarafından gerçekleştirildiğinden, reel sektördeki ihraççıların ihraç ettikleri borçlanma araçlarının farklı riskler barındırma ihtimalleri göz önünde bulundurulmuştur. Bu doğrultuda, en son 2014 ve 2015'te reel sektör tarafından halka arz edilen borçlanma araçları bulunduğundan bu kapsamda hazırlanan ve SPK tarafından onaylanan izahnameler de incelemeye dâhil edilmiştir. Belirtmek gerekir ki, aynı ihraççıların hazırladığı izahnamelerde belirtilen risk faktörleri bakımından bir kavram birliği olsa da incelenen belgelerin tamamı bir bütün olarak değerlendirildiğinde zaman zaman aynı veya çok benzer riskleri ifade etmek için farklı kavramlar kullanıldığı gibi aynı kavramların farklı riskleri ifade edecek şekilde kullanıldığı da gözlenmiştir.

B. Başlıca Risk Türleri

1. Genel Olarak

İncelenen izahnamelerin SPAN'larında oldukça sık ifadesini bulan risk faktörleri; piyasa riski, likidite riski, ödememe riski ve borçlanma araçlarının likiditesinin yatırımcının elinde bulunan tutara bağlı olarak kısıtlanması riskidir. Bunlara ek olarak, incelenen SPAN'larda ihraççı riski, itibar riski, yasal risk, genel piyasa riski, spesifik risk, vergi riski, İcra ve İflas Kanunu hükümleri dolayısıyla ortaya çıkan risk, mevzuat riski, tasfiye durumunda borçlanma araçlarının diğer alacaklara

göre sıralamasından kaynaklanan risk, ihraççı kredi riski, iş riski, stratejik risk, ülke riski yoğunlaşma riski, kredi riski, yetersiz piyasa derinliği riski, ihraççı ve aracı kurumun aynı tüzel kişilik olmasından kaynaklanan risk, ikincil piyasa riski, grup bazında yoğunlaşma riski ve ayrıca başlık olarak sayılmayan BankK dolayısıyla ortaya çıkan risklerle iştirakler dolayısıyla gündeme gelen riskler de belirtilmiştir.³⁹³

Benzer şekilde incelenen İBD’lerde çok sayıda tekrarlanan risk faktörleri; kredi riski, piyasa riski, operasyonel risk, kur riski, faiz oranı riski, likidite riski, ihraççı riski, itibar riski, iş riski, strateji riskidir. Bunların yanı sıra incelenen izahnamelerde belirtilen riskler çok sayıda ve çok çeşitli olup bunlardan bazıları şu şekildedir: alım satım riski, vergi ile ilgili riskler, mevzuat riski, iştiraklerden kaynaklanan riskler, sermaye riski, finansal varlıklardan kaynaklanan riskler, BankK kapsamında alınabilecek tedbirler, hukuki risk, finansal kiralama faaliyet ortamı riski, global kredi piyasalarından kaynaklanan riskler, karşı taraf kredi riski, yoğunlaşma riski, spesifik risk, siber risk, ülke riski, tasfiye durumunda borçlanma araçlarının diğer alacaklara göre sıralamasından kaynaklanan risk, portföy yoğunlaşma riski, işlemin sonuçlandırılmaması riski, teknoloji ve iletişim riski, faaliyetin kesintiye uğraması riski, şirket sırrının ihlali riski, yapısal faiz oranı riski, yapısal kur riski, uyum riski ve sektör bazlı (örneğin; gayrimenkul geliştirme, havalimanı işletmeciliği, deniz taşımacılığı, enerji sektörleri) riskler olarak sayılmıştır.³⁹⁴

Bu kapsamda, yapılan incelemeler göstermektedir ki SPAN’larda belirtilen riskler borçlanma aracı sahiplerinin doğrudan karşılaştacakları, borçlanma aracına sahip olmak suretiyle yapmış oldukları yatırıma ilişkin risklerdir. Buna karşın,

³⁹³ Söz konusu risklerin derlendiği SPAN’lar için bkz. EK-A.

³⁹⁴ Söz konusu risklerin derlendiği İBD’ler için bkz. EK-A.

İBD’lerde ortaya konulan riskler temel itibariyle ihraççıya ilişkin olup ihraççının borçlanma aracından doğan ödeme yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirmesini etkileyecek risklerdir. Bu anlamda İBD’lerde belirtilen risklerin, ihraççının durumu dolayısıyla borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştığı riskler olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

2. Piyasa Riski

Piyasa riski,³⁹⁵ en basit ifadesiyle piyasa fiyatlarında oluşan hareketler dolayısıyla ortaya çıkan zarar riskidir.³⁹⁶ Bu risk; faiz oranları, döviz kurları, kredi faiz farkı, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar gibi faktörler sonucunda oluşan riski³⁹⁷ ifade etmekte olup faiz oranı riski, kur riski gibi çeşitli diğer riskler esasen piyasa riskinin konusunu oluşturmaktadır.³⁹⁸ Bu nedenle, SPAN’larda ve İBD’lerde yer alan kur riski, faiz oranı riski gibi çeşitli riskler piyasa riski altında değerlendirilebilecektir. Piyasa

³⁹⁵ Piyasa riskine ilişkin izahnamelerdeki tanımlar için bkz. YKB SPAN 21, s. 5; YKB SPAN 22, s. 5; TVB SPAN 21, s. 5-6; TVB SPAN 22, s. 5-6; TEB SPAN, s. 5-6; ŞFK SPAN 21-1, s. 5; ŞFK SPAN 21-2, s. 5; QNB SPAN 21, s. 6; QNB SPAN 22, s. 6; ISB SPAN 21, s. 5; ISB SPAN 22, s. 5; HB SPAN 21, s. 5; HB SPAN 22, s. 5; GYM SPAN, s. 5-6; TGB SPAN, s. 5; Aktifbank SPAN 21-1, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-2, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-3, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-4, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-1, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-2, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-3, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-4, s. 4-5; BOYP SPAN, s. 5; Bossa SPAN, s. 6-7; Akfen SPAN, s. 5; Aktifbank SPAN 23-1, s. 4-5; Aktifbank SPAN 23-2, s. 4-5; Aktifbank SPAN 23-3, s. 4-5; Aktifbank SPAN 24, s. 4-5; QNB SPAN 23, s. 6; TGB SPAN 23, s. 5; HB SPAN 23, s. 5; HB SPAN 24, s. 5; ISB SPAN 23, s. 6; ISB SPAN 24, s. 5; TVB SPAN 23, s. 5; TVB SPAN 24, s. 5; YKB SPAN 23, s. 5.

³⁹⁶ Basel Committee on Banking Supervision: *MAR - Calculation of RWA for market risk*, par. 11.1, erişim 12 Ocak 2024, https://www.bis.org/basel_framework/standard/MAR.htm?type=all. Çeşitli diğer tanımlar için bkz. European Banking Authority: *Market, counterparty and CVA risk*, European Banking Authority, erişim 12 Ocak 2024, <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/market-counterparty-and-cva-risk>; Hayes, A.: *Market Risk Definition: How to Deal with Systematic Risk*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/m/marketrisk.asp>; CFI Team: *Market Risk*, Corporate Finance Institute, erişim 12 Ocak 2024, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/market-risk/>; CFA Institute: *Measuring and Managing Market Risk*, CFA Institute, erişim 12 Ocak 2024, <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/measuring-managing-market-risk>. Ayrıca bkz. Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik m. 3/1/iii.

³⁹⁷ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu: *Piyasa Riskinin Yönetimine İlişkin Rehber*, par. 5, <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/956>.

³⁹⁸ Basel Committee on Banking Supervision, *Market Risk*, par. 11.1; CFA Institute. Ayrıca bkz. Çatakoğlu, s. 293-298.

riski hem doğrudan doğruya hem de ihraççı dolayısıyla borçlanma aracı sahiplerini etkilemektedir. Piyasa riskinin borçlanma aracı sahipleri açısından doğrudan yansımaları, bu riski oluşturan unsurlardaki dalgalanmalar neticesinde sahip olunan borçlanma aracının fiyatının etkilenmesidir.³⁹⁹ Örneğin, faiz oranlarının arttığı olasılıkta borçlanma aracının fiyatı düşecektir. İhraççı açısından gündeme gelen piyasa riski ise açıklanan çeşitli riskler dolayısıyla ihraççının zarar riskini ifade etmekte ve özünde ihraççının borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerini yerine getirmesini etkilemektedir.⁴⁰⁰

3. Likidite Riski

Likidite riski çeşitli anlamlarda kullanılan bir kavramdır. Bu kapsamda, ihraççının karşılaştığı likidite riski ile borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştığı likidite riskini birbirinden ayırmak gerekir. İhraççı açısından geçerli olan likidite riski, ihraççının önemli bir kayba uğramadan varlıklarını nakde çevirememesi nedeniyle

³⁹⁹ Bu yönde bkz. YKB SPAN 21, s. 5; YKB SPAN 22, s. 5; TVB SPAN 21, s. 5-6; TVB SPAN 22, s. 5-6; TEB SPAN, s. 5-6; ŞFK SPAN 21-1, s. 5; ŞFK SPAN 21-2, s. 5; QNB SPAN 21, s. 6; QNB SPAN 22, s. 6; ISB SPAN 21, s. 5; ISB SPAN 22, s. 5; HB SPAN 21, s. 5; HB SPAN 22, s. 5; GYM SPAN, s. 5-6; TGB SPAN, s. 5; Aktifbank SPAN 21-1, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-2, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-3, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-4, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-1, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-2, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-3, s. 4-5; Aktifbank SPAN 22-4, s. 4-5; BOYP SPAN, s. 5; Bossa SPAN, s. 6-7; Akfen SPAN, s. 5; YKB SPAN 23, s.5; TVB SPAN 23, s. 5; TVB SPAN 24, s. 5; ISB SPAN 23, s. 6; ISB SPAN 24, s. 5; HB SPAN 23, s. 5; HB SPAN 24, s. 5; TGB SPAN 23, s. 5; QNB SPAN 23, s. 6; Aktifbank SPAN 23-1, s. 4-5; Aktifbank SPAN 23-2, s. 4-5; Aktifbank SPAN 23-3, s. 4-5; Aktifbank SPAN 24, s. 4-5.

⁴⁰⁰ Bu yönde bkz. YKB İBD 21, s. 11; YKB İBD 22, s. 11; TVB İBD 21, s. 11-12; TVB İBD 22, s. 11-12; TEB İBD, s. 12; ŞFK İBD 21-1, s. 8-9; ŞFK İBD 21-2, s. 9; QNB İBD 21, s. 11; QNB İBD 22, s. 11; ISB İBD 21, s. 13-14; ISB İBD 22, s. 13; HB İBD 21, s. 14-15; HB İBD 22, s. 15; GYM İBD, s. 9; DNZ İBD 21, s. 10-11, 14; DNZ İBD 22, s. 9-10, 13; Aktifbank İBD 21-1, s. 13; Aktifbank İBD 21-2, s. 12; Aktifbank İBD 21-3, s. 12; Aktifbank İBD 21-4, s. 12; Aktifbank İBD 22-1, s. 12; Aktifbank İBD 22-2, s. 11-12; Aktifbank İBD 22-3, s. 11-12; Aktifbank İBD 22-4, s. 12-13; YKB İBD 23, s. 10-11; TVB İBD 23, s. 12; TVB İBD 24, s. 11-12; ISB İBD 23, s. 12; ISB İBD 24, s. 13-14; HB İBD 23, s. 15-16; HB İBD 24, s. 15-16; QNB İBD 23, s. 11; DNZ İBD 23, s. 10-11; Aktifbank İBD 23-1, s. 12; Aktifbank İBD 23-2, s. 12-13; Aktifbank İBD 23-3, s. 12-13; Aktifbank İBD 24, s. 8-9.

kısa vadeli finansal yükümlülüklerini yerine getirmede karşılaşacağı risktir.⁴⁰¹ İhraççı açısından gündeme gelen bu likidite riski, “fonlama likidite riski” (*funding liquidity risk*) olarak adlandırılmaktadır.⁴⁰² Borçlanma aracı sahipleri ve genel anlamda menkul kıymet sahipleri açısından gündeme gelen likidite riski ise “piyasa likidite riski” (*market liquidity risk*) olarak isimlendirilmekte⁴⁰³ olup bir pozisyonun makul bir fiyattan ve zamanında nakde çevrilememesi riski olarak tanımlanmaktadır.⁴⁰⁴ Bu risk incelenen izahnamelerde; borçlanma aracı sahiplerinin, borçlanma araçlarını vadesinden önce nakde çevirmek istemesi hâlinde mevcut piyasa derinliğinin düşük olması veya başka bir nedenle yeterli bir tutar karşılığı veya zamanında elden çıkartamaması durumunda gündeme gelen zarar ihtimali şeklinde açıklanmaktadır.⁴⁰⁵

⁴⁰¹ Kenton, W.: *Understanding Liquidity Risk in Banks and Business, With Examples*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidityrisk.asp>. Likidite riskinin, borca batık olmayan borçlunun yeniden finansman sağlayamama riski olduğu yönünde bkz. Diamond, D.W.: *Debt Maturity Structure and Liquidity Risk*, The Quarterly Journal of Economics 1991, C. 106, S. 3, s. 710. Ayrıca bkz. Nikolaou, K.: *Liquidity (Risk) Concepts: Definitions and Interactions*, Working Paper Series, s. 15-16, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1008.pdf>; Acharya, V.V.: *Liquidity Risk: Causes, Consequences and Implications for Risk Management*, Economic and Political Weekly 2006, C. 41, S. 6, s. 460; Drehmann, M. ve Nikolaou, K.: *Funding liquidity risk: Definition and measurement*, Journal of Banking & Finance 2013, C. 37, S. 7, s. 2174, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.002>; Tian, Y.: *Market Liquidity Risk and Market Risk Measurement*, (Yüksek Lisans Tezi, Hollanda, Delft University of Technology, 2009), s. 12, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Secondary-markets/Bond-Market-Liquidity-Library/Tian-Y---2009---Market-Liquidity-Risk-and-Market-Risk-Measurement-290118.pdf>; Banque centrale du Luxembourg: *Definition: Liquidity and Liquidity Risk*, Banque Centrale du Luxembourg, erişim 12 Ocak 2024, https://www.bcl.lu/en/Financial-Stability-and-Prudential-supervision/surv_op/liquidite_risque_liquidite.html.

⁴⁰² Acharya, s. 460; Drehmann ve Nikolaou, s. 2174; Harper, D.R.: *Understanding Liquidity Risk*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/articles/trading/11/understanding-liquidity-risk.asp>; Tian, s. 12; Banque centrale du Luxembourg; Kenton.

⁴⁰³ Harper; Tian, s. 12.

⁴⁰⁴ Muranaga, J. ve Ohsawa, M.: *Measurement of liquidity risk in the context of market risk calculation*, içinde The measurement of aggregate market risk, CGFS Papers 7, 1999, s. 195, <https://www.bis.org/publ/ecsc07j.pdf>. Ayrıca bkz. Tian, s. 12; Banque centrale du Luxembourg; Kenton.

⁴⁰⁵ Bkz. YKB SPAN 21, s. 5; YKB SPAN 22, s. 5; TVB SPAN 21, s. 6; TVB SPAN 22, s. 6; TEB SPAN, s. 6; ŞFK SPAN 21-1, s. 6; ŞFK SPAN 21-2, s. 6; QNB SPAN 21, s. 6; QNB SPAN 22, s. 6; ISB SPAN 21, s. 5-6; ISB SPAN 22, s. 5; HB SPAN 21, s. 5; HB SPAN 22, s. 5; GYM SPAN, s. 6; TGB SPAN, s. 5; DNZ SPAN 21, s. 6; DNZ SPAN 22, s. 5-6; Aktifbank SPAN 21-1, s. 5; Aktifbank SPAN 21-2, s. 5; Aktifbank SPAN 21-3, s. 5; Aktifbank SPAN 21-4, s. 5; Aktifbank SPAN 22-1, s. 5; Aktifbank SPAN 22-2, s. 5; Aktifbank SPAN 22-3, s. 5; Aktifbank SPAN 22-4, s. 5; BOYP SPAN, s. 5-6; Bossa SPAN, s. 7; Akfen SPAN, s. 5; YKB SPAN 23, s. 5; TVB SPAN 23, s. 6; TVB SPAN 24, s. 6; ISB SPAN 23, s. 7; ISB SPAN 24, s. 6; HB SPAN 23, s. 5; HB SPAN 24, s. 5; TGB SPAN 23, s. 5;

4. Ödememe Riski

Bu riski ifade etmek üzere “ihraççı riski”⁴⁰⁶ ve “ihraççı kredi riski” terimleri de kullanılmaktadır. Piyasa riski ve likidite riskinden farklı olarak bu risk, gerek SPAN’larda gerekse de İBD’lerde aynı şekilde açıklanmıştır. Ödememe riski, ihraççının borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirememesi dolayısıyla ortaya çıkan borçlanma aracı sahiplerinin zarar olasılığıdır. Ödememe riskinin gerçekleşmesi hâlinde borçlanma aracı sahipleri kendilerine borçlanma aracı dolayısıyla taahhüt edilen ödemeyi kısmen/tamamen veya zamanında geri alamamaktadır.⁴⁰⁷ Söz konusu durum esasen temerrüt hâli olmasına ve bu durumu ifade etmek için temerrüt riski olarak tercüme edilecek *the risk of default* ya da *default risk* kavramları kullanılmasına rağmen bu riski ifade etmek için “temerrüt riski” terimi benimsenmemiştir.⁴⁰⁸ Borçlanma aracı sahiplerine ihraççı tarafından

QNB SPAN 23, s. 6; DNZ SPAN 23, s. 5-6; Aktifbank SPAN 23-1, s. 5; Aktifbank SPAN 23-2, s. 5; Aktifbank SPAN 23-3, s. 5; Aktifbank SPAN 24, s. 5. Ayrıca bu yönde bkz. Çatakoğlu, s. 298-299.

⁴⁰⁶ Bkz. TVB SPAN 21, s. 5; TVB SPAN 22, s. 5; TEB SPAN, s. 5; DNZ SPAN 21, s. 5; DNZ SPAN 22, s. 5; YKB İBD 21, s. 14; YKB İBD 22, s. 15; TVB İBD 21, s. 20-21; TVB İBD 22, s. 22-23; QNB İBD 21, s. 13; QNB İBD 22, s. 13; ISB İBD 21, s. 9; ISB İBD 22, s. 9; TGB İBD, s. 25-26; DNZ İBD 21, s. 14; DNZ İBD 22, s. 12-13; TVB SPAN 23, s. 5; TVB SPAN 24, s. 5; DNZ SPAN 23, s. 5; YKB İBD 23, s. 12; TVB İBD 23, s. 21; TVB İBD 24, s. 21; ISB İBD 23, s. 8; ISB İBD 24, s. 9; TGB İBD 23, s. 27-28; QNB İBD 23, s. 13; DNZ İBD 23, s. 13-14; Çatakoğlu, s. 300.

⁴⁰⁷ Bu yönde bkz. TEB SPAN, s. 5, 7; ŞFK SPAN 21-1, s. 5-6; ŞFK SPAN 21-2, s. 5-6; QNB SPAN 21, s. 6; QNB SPAN 22, s. 6; HB SPAN 21, s. 5; HB SPAN 22, s. 5; GYM SPAN, s. 5; TGB SPAN, s. 5-6; ISB SPAN 21, s. 5; ISB SPAN 22, s. 5; TVB SPAN 21, s. 5; TVB SPAN 22, s. 5; DNZ SPAN 21, s. 5; DNZ SPAN 22, s. 5; BOYP SPAN, s. 5; Akfen SPAN, s. 4-5; Aktifbank SPAN 21-1, s. 4; Aktifbank SPAN 21-2, s. 4; Aktifbank SPAN 21-3, s. 4; Aktifbank SPAN 21-4, s. 4; Aktifbank SPAN 22-1, s. 4; Aktifbank SPAN 22-2, s. 4; Aktifbank SPAN 22-3, s. 4; Aktifbank SPAN 22-4, s. 4; YKB İBD 21, s. 14; YKB İBD 22, s. 15; TVB İBD 21, s. 20-21; TVB İBD 22, s. 22-23; QNB İBD 21, s. 13; QNB İBD 22, s. 13; ISB İBD 21, s. 9; ISB İBD 22, s. 9; TGB İBD, s. 25-26; DNZ İBD 21, s. 14; DNZ İBD 21, s. 15; QNB SPAN 23, s. 6; HB SPAN 23, s. 5; HB SPAN 24, s. 5; TGB SPAN 23, s. 5; ISB SPAN 23, s. 6; ISB SPAN 24, s. 5; TVB SPAN 23, s. 5; TVB SPAN 24, s. 5; DNZ SPAN 23, s. 5; Aktifbank SPAN 23-1, s. 4; Aktifbank SPAN 23-2, s. 4; Aktifbank SPAN 23-3, s. 4; Aktifbank SPAN 24, s. 4; YKB İBD 23, s. 15; TVB İBD 23, s. 21; TVB İBD 24, s. 21; QNB İBD 23, s. 13; ISB İBD 23, s. 8; ISB İBD 24, s. 9; TGB İBD 23, s. 27-28; DNZ İBD 23, s. 13-14; Çatakoğlu, s. 300.

⁴⁰⁸ Kullanılan kavramlara ilişkin bkz. Kagan, J.: *Default Risk: Definition, Types, and Ways to Measure*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/d/defaultrisk.asp>; CFI Team: *Default Risk*, Corporate Finance Institute, erişim 12 Ocak 2024, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/default-risk/>; Brealey vd., *Corporate Finance* 23, s. 74-75.

taahhüt edilen ödeme yükümlülükleri bir “en iyi durum senaryosuna” dayanmaktadır. İhraççı, herhangi bir durumda taahhüt edilenden daha yüksek bir meblağı ödemeyecektir. Buna karşın, çeşitli nedenlerle ihraççının temerrüde düşmesi ve taahhüt ettiğinden daha azını ödemesi veya hiç ödeme yapmaması ihtimali bulunmaktadır.⁴⁰⁹ İBD’lerde belirtilen risklerin mevcut ve potansiyel borçlanma aracı sahipleri bakımından taşıdıkları önem esasen ödememe riskinin hangi nedenlerle ortaya çıkabileceğinin anlaşılmasıdır.

5. Borçlanma Araçlarının Likiditesinin Yatırımcının Elinde Bulunan Tutara Bağlı Olarak Kısıtlanması Riski

Bu risk, borçlanma araçlarının işlem göreceği piyasada gerçekleştirilecek işlem miktarlarına ilişkin belirlenen alt limitler dolayısıyla söz konusu olmaktadır.⁴¹⁰ Borçlanma aracı sahibinin, sahip olduğu borçlanma araçlarının toplam nominal değerinin belirlenen alt limitlerin altında kalması durumunda söz konusu piyasada bunları satarak istenen şekilde nakde çevirmesi mümkün olmayacaktır. Örneğin, Borsa İstanbul A.Ş. Kesin Alım Satım Pazarı’nda Türk Lirası cinsinden ihraç edilmiş olan özel sektör borçlanma araçları için Ağustos 2024 itibariyle geçerli minimum normal emir büyüklüğü 10.000 TL’dir.⁴¹¹ Birim nominal değeri 100 TL olan bir borçlanma aracından 50 adete sahip olan bir borçlanma aracı sahibi, minimum emir büyüklüğü

⁴⁰⁹ Brealey vd., Corporate Finance 23, s. 74.

⁴¹⁰ Bkz. YKB SPAN 21, s. 6; YKB SPAN 22, s. 6; TVB SPAN 21, s. 6; TVB SPAN 22, s. 6; TEB SPAN, s. 7; ŞFK SPAN 21-1, s. 6; ŞFK SPAN 21-2, s. 6; DNZ SPAN 21, s. 6; DNZ SPAN 22, s. 6; BOYP SPAN, s. 6; Bossa SPAN, s. 7; Akfen SPAN, s. 5; YKB SPAN 23, s. 6; TVB SPAN 23, s. 6; TVB SPAN 24, s. 6; DNZ SPAN 23, s. 6.

⁴¹¹ Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası Operasyon Direktörlüğü: *Borçlanma Araçları Piyasası Prosedürü*, par. 9.1.3, https://www.borsaistanbul.com/files/Borclanma_Araclari_Piyasasi_Proseduru.pdf.

şartını sağlayamadığı için emir girmek suretiyle vadesinden önce borçlanma araçlarını bu piyasada nakde çeviremeyecektir.

6. Kredi Riski

Genel olarak kredi riski, sözleşmenin karşı tarafının sözleşmeden doğan yükümlülüklerini sözleşme hükümlerine uygun olarak yerine getirmemesi potansiyeli dolayısıyla söz konusu olan risktir.⁴¹² Kredi riski, incelenen izahnamelerde ödememe riski ile son derece benzer şekilde tanımlanmıştır. İzahnamelerdeki ekseriyetle kullanımı itibariyle ikisi arasındaki temel fark, ödememe riski ihraççının yükümlülüklerine ilişkin kredi riskinin ihraççının alacaklarına ilişkin olmasıdır.⁴¹³ Kredi riski ile ihraççının tarafı olduğu sözleşmelerin karşı tarafının sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirmemesi⁴¹⁴ dolayısıyla ihraççıda oluşacak risk ve zararlar ifade edilmektedir.⁴¹⁵ Kredi riski kapsamında ihraççının zarara uğraması sonucu

⁴¹² Bu yönde bkz. Risk Management Group of the Basel Committee on Banking Supervision: *Principles for the Management of Credit Risk*, par. 2, <https://www.bis.org/publ/bcbs75.pdf>; Board of Governors of the Federal Reserve System: *Credit Risk Management*, Board of Governors of the Federal Reserve System, erişim 10 Ocak 2024, https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/topics/credit_risk.htm; Caouette, J.B. vd.: *Managing Credit Risk : The Great Challenge for Global Financial Markets*, 2. Baskı, New Jersey 2008, s. XV.

⁴¹³ Bu yönde bkz. YKB İBD 21, s. 10-11; YKB İBD 22, s. 10; TVB İBD 21, s. 9-11; TVB İBD 22, s. 9-11; TEB İBD, s. 10-11; ŞFK İBD 21-1, s. 8-9; ŞFK İBD 21-2, s. 8; QNB İBD 21, s. 11-12; QNB İBD 22, s. 11-12; ISB İBD 21, s. 10-11; ISB İBD 22, s. 10; HB İBD 21, s. 10-11; HB İBD 22, s. 10-12; GYM İBD, s. 11; TGB İBD, s. 16-18; DNZ İBD 21, s. 10, 14; DNZ İBD 22, s. 9; Aktifbank İBD 21-1, s. 11-13; Aktifbank İBD 21-2, s. 10-12; Aktifbank İBD 21-3, s. 10-11; Aktifbank İBD 21-4, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-1, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-2, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-3, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-4, s. 11-12; BOYP İBD, s. 9-10; Akfen İBD, s. 12-13; GYM SPAN, s. 6. YKB İBD 23, s. 10; TVB İBD 23, s. 9-12; TVB İBD 24, s. 9-11; ISB İBD 23, s. 9; ISB İBD 24, s. 10-11; HB İBD 23, s. 10-12; HB İBD 24, s. 10-12; TGB İBD 23, s. 16-19; QNB İBD 23, s. 12; DNZ İBD 23, s. 10; Aktifbank İBD 23-1, s. 10-11; Aktifbank İBD 23-2, s. 11-12; Aktifbank İBD 23-3, s. 11-12; Aktifbank İBD 24, s. 7-8. Aksi yönde bkz. Bossa SPAN; s. 7.

⁴¹⁴ Esasen bu durumu, ihraççının alacaklı olduğu borç ilişkilerinde borçluların temerrüde düşmesi şeklinde düşünmek yanlış olmayacaktır.

⁴¹⁵ Bu yönde bkz. YKB İBD 21, s. 10-11; YKB İBD 22, s. 10; TVB İBD 21, s. 9-11; TVB İBD 22, s. 9-11; TEB İBD, s. 10-11; ŞFK İBD 21-1, s. 8-9; ŞFK İBD 21-2, s. 8; QNB İBD 21, s. 11-12; QNB İBD 22, s. 11-12; ISB İBD 21, s. 10-11; ISB İBD 22, s. 10; HB İBD 21, s. 10-11; HB İBD 22, s. 10-12; GYM İBD, s. 11; TGB İBD, s. 16-18; DNZ İBD 21, s. 10, 14; DNZ İBD 22, s. 9; Aktifbank İBD 21-1, s. 11-13; Aktifbank İBD 21-2, s. 10-12; Aktifbank İBD 21-3, s. 10-11; Aktifbank İBD 21-4, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-1, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-2, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-3, s. 10-11; Aktifbank İBD 22-4, s. 11-12; BOYP İBD, s. 9-10; Akfen İBD, s. 12-13; GYM SPAN, s. 6; YKB

finansal durumunun zayıflaması ihraççının borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesi olasılığını azaltacaktır. Bu hâliyle kredi riski, ödememe riskine de etki etmektedir.

7. Diğer Riskler

a. Operasyonel Risk

Operasyonel risk, yetersiz veya başarısız iç süreçler, insanlar ve sistemlerden ya da harici olaylardan kaynaklanan zarar riskidir. Bu risk, yasal riski kapsamına alırken stratejik risk ve itibar riskini kapsam dışı bırakmaktadır.⁴¹⁶ Operasyonel riske ilişkin gerek izahnamelerde, gerek mevzuatta, gerekse de doktrinde benimsenen tanımlar esasen Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından Basel II kuralları kapsamında ortaya konulan ve Basel III kuralları kapsamında kullanımına devam edilen bu tanıma dayanmaktadır.⁴¹⁷

İBD 23, s. 10; TVB İBD 23, s. 9-12; TVB İBD 24, s. 9-11; ISB İBD 23, s. 9; ISB İBD 24, s. 10-11; HB İBD 23, s. 10-12; HB İBD 24, s. 10-12; TGB İBD 23, s. 16-19; QNB İBD 23, s. 12; DNZ İBD 23, s. 10; Aktifbank İBD 23-1, s. 10-11; Aktifbank İBD 23-2, s. 11-12; Aktifbank İBD 23-3, s. 11-12; Aktifbank İBD 24, s. 7-8.

⁴¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision: *OPE Calculation of RWA for operational risk: OPE10 Definitions and application*, par. 10.1, erişim 10 Ocak 2024, https://www.bis.org/basel_framework/chapter/OPE/10.htm?inforce=20230101&published=20230330.

⁴¹⁷ Bu yönde bkz. Scott, H.S. ve Gelpern, A.: *International Finance: Law and Regulation*, 3. Baskı, London 2012, par. 7-091; Brummer, C.: *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, 2. Baskı, Cambridge, UK 2015, s. 225, <https://doi.org/10.1017/CBO9781316423875>. Ayrıca bkz. YKB İBD 21, s. 11; YKB İBD 22, s. 11; TVB İBD 21, s. 18-20; TVB İBD 22, s. 20-22; TEB İBD, s. 13-14; ŞFK İBD 21-1, s. 13; ŞFK İBD 21-2, s. 12; QNB İBD 21, s. 12; QNB İBD 22, s. 12; HB İBD 21, s. 14; HB İBD 22, s. 14; GYM İBD, s. 15; TGB İBD, s. 24; DNZ İBD 21, s. 12-13; DNZ İBD 22, s. 24; Bossa İBD, s. 13; YKB İBD 23, s. 11; TVB İBD 23, s. 19-21; TVB İBD 24, s. 19-21; HB İBD 23, s. 14-15; HB İBD 24, s. 15; QNB İBD 23, s. 12; TGB İBD 23, s. 25; DNZ İBD 23, s. 12-13; Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik m. 3/1/ddd; Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu: *Operasyonel Riskin Yönetimine İlişkin Rehber*, par. 6.ç, <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/948>.

b. Spesifik Risk ve Sistemik Risk

Spesifik risk (*idiosyncratic risk, unique risk*) yalnızca bir şirket, belirli bir sektördeki veya belirli özelliklerdeki şirketlere ilişkin mevcut olan risklerken; sistemik risk ise çoğu diğer şirket tarafından da paylaşılan risklerdir.⁴¹⁸ Bu kapsamda örneğin, pilotların greve gitmesi havayolu sektöründeki şirketleri etkileyen spesifik bir riskken küresel finansal krizin ortaya çıkması çoğu şirketi etkileyen sistemik bir risktir.

§4. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU

I. GENEL OLARAK BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU

A. Borçlanma Aracı Sahiplerinin Karar Almasına İlişkin İncelemenin

Temelleri

Borçlanma aracı sahiplerinin temel karar alma mekanizması BASK'tır.⁴¹⁹ BASK, SPKn'da 2020'de yapılan değişiklik⁴²⁰ sonucu 31/A maddesinin eklenmesi ile mevzuattaki yerini almıştır.⁴²¹ Söz konusu değişikliğin gerekçesinde, BASK ile “yatırımcıların değişen koşullara göre toplu bir şekilde hareket edebilmesine ve ihraççılar ile yatırımcıların borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değişmesi

⁴¹⁸ Brealey vd., Corporate Finance 23, s. 198.

⁴¹⁹ BASK, BASK Tebliği m. 3/1/b'de “borçlanma aracı sahipleri kurulu (BASK): İhraççının yönetim kurulunun veya borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine, izahname veya ihraç belgesi ile bu Tebliğde belirtilen şartlarda ve konularda karar almak amacıyla toplanan özel nitelikli kurul” olarak tanımlanmıştır.

⁴²⁰ Söz konusu değişiklik 7222 sayılı Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (RG 25.02.2020/31050) m. 28 ile sağlanmıştır.

⁴²¹ Bu gelişme On Birinci Kalkınma Planı'nda bu konuda belirtilen hedef doğrultusundadır. Nitekim, On Birinci Kalkınma Planı'nda “borçlanma ihracı gerçekleştiren şirketlerde “borçlanma aracı sahipleri genel kurulu” oluşturulmasına imkân sağlayacak yasal düzenleme” yapılması öngörülmüştür. Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı: *On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)*, par. 251.5, https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2022/07/On_Birinci_Kalkinma_Plani-2019-2023.pdf.

yönünde mutabakata varabilmesine imkan” sağlandığı belirtilmektedir. Ancak anılan hükmün getirdiği olanaklar bununla sınırlı değildir. BASK’ın borçlanma aracı sahipleri için ne tür olasılıkları mümkün kıldığı konuya ilişkin yapılacak detaylı inceleme ile ortaya konulabilecektir. Bu incelemede temel alınacak düzenlemeler SPKn m. 31/A ve bu hükmün altıncı fıkrasına dayanılarak SPK tarafından hazırlanarak yürürlüğe konulmuş olan BASK Tebliği’dir. Mevcut durumda borçlanma aracı sahiplerinin karar almaları anılan düzenlemeler kapsamında gerçekleşmektedir. İzahname Tebliği m. 7/1, 21/1 ve 22/1’den anlaşıldığı üzere izahname veya ihraç belgesinin SPK tarafından belirlenen standartlara göre eksiksiz hazırlanması zorunludur. Bu kapsamda, borçlanma aracı ihracına ilişkin izahname ve ihraç belgesinin hazırlanmasına ilişkin SPK tarafından kılavuzlar yayımlanmıştır. Söz konusu kılavuzlar, ihraççılar için yol gösterici olmanın ötesinde SPK’nın belirlediği standartları ortaya koyması anlamında anılan İzahname Tebliği hükümleri dolayısıyla bağlayıcı nitelik kazanmaktadır. Bu bakımdan, BASK’a ilişkin hususların netleştirilebilmesi açısından anılan kılavuzlar da önemli bir kaynak niteliğindedir. Ayrıca, BASK Tebliği yürürlüğe girdikten sonra SPK tarafından onaylanan ve KAP’ta yayımlanan izahname ve ihraç belgesi örnekleri de çalışma kapsamında incelenmiştir.⁴²²

BASK’a ilişkin sistematik değerlendirilirken yol gösterecek, çeşitli yönleriyle BASK’a benzerlik gösteren, Türk hukukundaki ve çeşitli yabancı

⁴²² Bu kapsamda 8 ihraç belgesi ve 5 izahname incelenmiştir. Söz konusu ihraç belgeleri ve izahnameler rastgele seçilmiş olmakla birlikte, farklı özellik gösterebileceği düşünülerek borçlanma aracı ve ihraççı bazında çeşitlilik sağlanmasına da dikkat edilmiştir. Reel sektör ve finansal sektör (banka ve banka dışı), payları borsaya kote olan ve olmayan nitelikteki ihraççı örneği olması için gayret edilmiş, yapılandırılmış borçlanma aracı ve özkaynak hesaplamasına dâhil edilecek borçlanma aracı örneklerine de yer verilmiştir. İncelenen izahname ve borçlanma aracı örnekleri için bkz. EK-B.

hukuklardaki mevcut ve geçmişteki düzenlemeler ile uygulamalardan istifade edilecektir. BASK'a ilişkin mevzuattaki hükümler görece güncel olsa da esasen borçlanma aracı sahiplerinin karar almasına özgülenen bir yapı ne karşılaştırmalı hukukta ne de hukukumuzda yenidir. eTTK'nın 1956'da kabul edildiği hâlinde m. 429-432'de düzenlenen ve 2012'de TTK yürürlüğe girene kadar yürürlükte olan tahvil sahipleri genel kuruluna (tahvil sahiplerinin umumi heyeti) ilişkin hükümler, borçlanma aracı sahiplerinin karar alabilmesine yönelik hukukumuzdaki ilk düzenlemelerdir.⁴²³ Tahvil sahipleri genel kuruluna benzer şekilde “borçlanma aracı sahipleri genel kurulu” oluşturulmasına ilişkin mevzuatta düzenleme yapılması On Birinci Kalkınma Planı'nda öngörülmüş ve BASK'a ilişkin SPKn m. 31/A hükmü eklenmiştir.⁴²⁴ Tahvil sahipleri genel kuruluna ek olarak, bir karar alma mekanizması olan BASK'a ilişkin değerlendirmeler yapılırken anonim şirketler hukukundaki temel karar alma mekanizmalarından yönetim kurulu ve genel kurul ile İPSÖK'e ilişkin düzenlenmeler ve doktrindeki görüşlerden BASK'ın niteliğine uygun düştüğü ölçüde yararlanılmaktadır.

Yabancı hukuk düzenlerindeki borçlanma aracı sahiplerinin karar almasına ilişkin düzenlemelerden ve uygulamalardan da uygun düştüğü ölçüde BASK sistematığı çerçevesinde istifade edilecektir. Bu kapsamda, İngiliz hukuku uygulamasında borçlanma araçlarının hüküm ve şartları, eğer bir *bond trustee* varsa *trust deed* belgesinde yoksa mali vekil (*fiscal agent*) sözleşmesinde belirtilir ve fiziksel

⁴²³ Tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin detaylı bilgi için bkz. Yıldız, Ş.: *Tahvil Sahipleri Genel Kurulu*, Yargıtay Dergisi 1990, C. 16, S. 4, 543-559; İnal, T.: *Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Hukuki Niteliği*, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 1993, S. 3-4-5, 241-254.

⁴²⁴ Bkz. Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, par. 251.5. On Birinci Kalkınma Planı'nın aksine söz konusu kurulun isimlendirilmesinde “genel” ibaresinin kullanılmamış olması isabetlidir.

toplu senet uygulamasında bu belgelere atıf yapılmak suretiyle borçlanma araçlarının hüküm ve şartları gösterilir.⁴²⁵ Ayrıca, genelde izahnamede de hüküm ve şartların tamamına yer verilir.⁴²⁶ Pek çok Anglo-Sakson hukuk düzeninde olduğu üzere İngiliz hukukunda da borçlanma aracı sahipleri toplantısına ilişkin kanuni düzenlemeler bulunmamaktadır. Borçlanma aracı sahiplerinin toplantılarına ve karar almalarına ilişkin hükümler borçlanma araçlarına ilişkin *trust deed* veya mali vekil sözleşmesinde belirtmek suretiyle düzenlenmektedir.⁴²⁷ İngiliz hukukuna benzer şekilde, Amerikan hukukunda da doğrudan borçlanma aracı sahipleri toplantılarını zorunlu kılan ve düzenleyen genel bir kanuni düzenleme bulunmamaktadır.⁴²⁸ Anglo-Sakson hukuk düzenlerindeki yaklaşımın aksine Alman ve İsviçre hukuklarında borçlanma aracı sahiplerinin kolektif karar almalarına ilişkin hususlar kanun hükümleriyle düzenlenmektedir. Bu kapsamda, Alman hukukunda borçlanma araçlarına ilişkin özel nitelikli kanun olan SchVG'nin ikinci kısmı⁴²⁹ borçlanma aracı sahiplerinin karar almasına dair hükümlere hasredilmişken; İsviçre hukukunda bu konu İsvBK'nın kıymetli evraka ilişkin beşinci ayrımın borçlanma araçlarına ayrılmış kısmı altında ayrı bir bölüm⁴³⁰ olarak düzenlenmiştir. Her ne kadar konu hem Alman hem de İsviçre hukuklarında kanuni düzenlemesini bulmuş olsa da bu iki sistem arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Alman hukukunda, § 5(1) SchVG hükmü gereği borçlanma aracı sahiplerinin karar almasına ilişkin mekanizma, her durumda değil ancak ilgili

⁴²⁵ Wood, International Bonds, par. 28-002. Alman hukukunda, fiziksel olarak senet üzerinde tecessüm eden borçlanma araçları açısından § 2(1) SchVG hükmünde eğer borçlanma araçları hareketsiz kalacak ve fiziken tedavül etmeyecekse atıf yapılmak suretiyle hüküm ve şartların belirlenmesine izin verilmektedir. Bu konuda bkz. Vogel, H.-G.: § 5 *SchVG*, içinde SchVG: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen Kommentar, ed. Thomas Preuße, Berliner Kommentare, t.y., par. 15.

⁴²⁶ Wood, International Bonds, par. 28-002.

⁴²⁷ Wood, International Bonds, par. 33-006.

⁴²⁸ Wood, International Bonds, par. 33-008.

⁴²⁹ §§ 5-22 SchVG.

⁴³⁰ İsvBK m. 1157 – 1186.

borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarında belirtilmişse uygulanabilmektedir.⁴³¹

Bunun aksine, Türk hukukunda BASK'a ilişkin benimsenen sistemde olduğu gibi, İsviçre hukukunda da İsvBK m. 1157/1 uyarınca borçlanma aracı sahiplerinin karar alma mekanizması kanun gereği kendiliğinden uygulama alanı bulmaktadır.⁴³²

B. Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulunun Hukuki Niteliği

BASK Tebliği m. 3/1/b'deki BASK tanımında, özel nitelikli kurul olduğu belirtilmişse de BASK'ın hukuki niteliği, ne SPKn m. 31/A hükmünde ne de BASK Tebliği'nde ortaya konulmuştur. Bu nedenle, BASK'ın hukuki niteliğinin netleştirilmesi gerekmektedir. BASK'ın hukuki niteliğini tespit edebilmek amacıyla, hukuki niteliği mevzuatta açıkça belirlenmemiş, anonim şirketler hukukunda kolektif karar alınmasına hizmet eden benzer kurumlar olan İPSÖK ve tahvil sahipleri genel kurulunun hukuki niteliğine ilişkin yaklaşımlar hareket noktasını oluşturacaktır.

⁴³¹ Bu nedenle ihraççının, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif karar alabilmelerine ilişkin *ex ante* seçim hakkının olduğu ancak bu seçimin yalnızca §§ 5-21 SchVG hükümlerinin uygulanıp uygulanmamasına ilişkin olup anılan hükümlerin uygulanmasının kural olarak bir bütün olarak seçilebileceği belirtilmektedir. Eğer borçlanma aracının hüküm ve şartlarında anılan hükümlerin uygulanacağı açıkça belirtilmemişse, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif karar almasına ilişkin susulmuşsa bu durumda anılan hükümler uygulanmayacaktır. Dolayısıyla, Alman hukukunda borçlanma aracı sahipleri için öngörülen karar alma mekanizmasının her durumda uygulama alanı bulduğu söylenemeyecektir. Bu konuda bkz. Thole, C.: § 5 SchVG, içinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, ed. Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, par. 6-9; Vogel, par. 10, 13-16; Veranneman, P. ve Oulds, M.K.: § 5 SchVG, içinde SchVG: Schuldverschreibungsgesetz Kommentar, ed. Peter Veranneman, 2. Baskı, München 2016, par. 3-4, 6-8; Friedl, M.J. ve Schmidtbleicher, R.: § 5 SchVG, içinde Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, ed. Markus J. Friedl ve Mauricio Hartwig-Jacob, Frankfurt am Main 2013, par. 9-10; Birke, K.: § 5 SchVG, içinde SchVG: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen Kommentar, ed. Thorsten Reinhard ve Alexander Schall, 2020, par. 5; Röh, L.: SchVG § 5, içinde beck-online.GROSSKOMMENTAR SchVG, ed. Johannes Köndgen, München 2023, par. 9, 14-15; Borowski, S.: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG), Nomos Bundesrecht Erläuterungen, 2019, par. SchVG § 5 4, 6.

⁴³² Reutter, T.U. ve Steinmann, C.: *Zweiter Abschnitt: Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen*, içinde Wertpapierrecht, ed. Heinrich Honsell, Nedim Peter Vogt, ve Rolf Watter, Basler Kommentar, Basel 2012, par. Art. 1157 OR 1.

BASK'ın hukuki niteliğine ilişkin yol gösterici olabilecek ilk hukuki kurum İPSÖK'tür.⁴³³ İPSÖK'ün hukuki niteliğine ilişkin tartışmalar, esasen İPSÖK'ün anonim şirketin bir organı niteliğinde olup olmadığı etrafında şekillenmektedir.⁴³⁴ Benzer bir yaklaşımla BASK'ın, anonim şirketin bir organı olup olmadığının netleştirilmesi önemlidir. Organın yasal tanımı bulunmamakla birlikte, TMK m. 50'de tüzel kişinin iradesinin organları aracılığıyla açıklanacağı belirtilmiş ve organların, hukuki işlemleri ve diğer bütün fiilleriyle tüzel kişiyi borç altına sokacakları vurgulanmıştır.⁴³⁵ Organlar, çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılmaktaysa da BASK açısından önem arz eden ilk ayrım iç organ - dış organ ayrımıdır.⁴³⁶ İPSÖK'e ilişkin tartışmalardakine⁴³⁷ benzer şekilde; BASK, bir organ olarak değerlendirilebilecekse ancak iç organ olabilecektir.⁴³⁸ Zira, ne Tertip BASK ne de Genel BASK, üçüncü kişilerle ilişkiye girmek veya tüzel kişiyi üçüncü kişilere karşı

⁴³³ İPSÖK'ün Genel BASK ile benzerliklerine ilişkin bkz. §4.III.C Genel BASK'ın Koşulu Olarak Hakların Olumsuz Etkilenmesi.

⁴³⁴ İPSÖK'ün organ niteliğine ilişkin tartışmalar için bkz. Uysal, E.: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul 2016, s. 182-183; Besen, M.: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul 2018, s. 75-76; Aktaş, B.: İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, İstanbul 2019, s. 82-87.

⁴³⁵ Sıklıkla başvurulanan bir tanıma göre organ, "kanun maddeleri, tüzel kişinin statüsü, nizamnamesi veya iç talimatnameleriyle yetkili kılınan ve tüzel kişi için önemli olan korporatif görevleri devamlı ve bağımsız olarak gerek üçüncü şahıslarla olan münasebetlerde, gerek tüzel kişinin iç teşkilâtında, yerine getirmesi için yetkili kılınan veya kendisine bu tip görevleri fiilen ve dışı karşı belli olacak şekilde bağımsız ifa yetkisi verilen şahıs veya şahıs grupları" şeklinde tanımlanmıştır. Anılan tanım için bkz. Öztan, B.: Medeni Hukuk Tüzel Kişilerinde Organ Kavramı ve Organın Fiillerinden Doğan Sorumluluk, Ankara 1970, s. 82. Bu tanımdan istifade eden eserlere örnek olarak bkz. Soykan, İ.C.: Anonim Ortaklıklarda Organ Yokluğu, İstanbul 2012, s. 8; Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 81.

⁴³⁶ Bir tüzel kişinin ve bir tüzel kişi olarak anonim şirketin organlarının çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılmasına ilişkin bkz. Öztan, Organ Kavramı, s. 94-104; Soykan, s. 7-8; Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 82; Altınok Ormancı, P.: *Tüzel Kişilerde Fiili Organ Kavramı ve Fiili Organın Hukuka Aykırı Fiilleri İle Hukuki İşlemlerinin Doğurduğu Sonuçlar*, İstanbul Hukuk Mecmuası 2021, C. 79, S. 4, s. 1265-1266, <https://doi.org/10.26650/mecmua.2021.79.4.0005>; Pulaşlı, H.: Şirketler Hukuku Şerhi C. II, 4. Baskı, Ankara 2022, par. §31 36-431.

⁴³⁷ Bkz. Uysal, s. 182-183; Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 82-87.

⁴³⁸ İç organ, "kural olarak tüzel kişinin iç işlerine yönelik faaliyetlerde bulunan ve tüzel kişiyi üçüncü kişilere karşı temsil yetkisine sahip olmayan, üçüncü kişilerle ilişkiye girmeyen organ" olarak tanımlanmıştır. Buna ilişkin bkz. Soykan, s. 7. Ayrıca bkz. Öztan, Organ Kavramı, s. 103-104; Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 82.

temsil etmek yetkisine sahiptir.⁴³⁹ Organ vasfının değerlendirilmesinde bir diğer önem arz eden ayrım ise şekli organ-fiili organ ayrımıdır.⁴⁴⁰ BASK, kanunda veya ana sözleşmede organ olarak öngörülmediğinden olsa olsa bir fiili organ olabilir. Ancak, fiilen anonim şirketin iradesinin oluşmasına⁴⁴¹ veya idare ve temsil görevine katılmamaktadır. Açıklananlar doğrultusunda, BASK'ı anonim şirketin bir organı olarak değerlendirmek mümkün değildir. Nitekim; yapısı, işleyişi ve fonksiyonu ile İPSÖK'e kıyasla BASK'a çok daha benzer olan tahvil sahipleri genel kurulunun da anonim şirketin bir organı olmadığı ifade edilmiştir.⁴⁴²

eTTK'nın yürürlükte olduğu dönemde, tahvil sahipleri genel kurulunun anonim şirketin organı olmadığı genel kabul görmüşse de tahvil sahipleri genel kurulunun hukuki niteliğine ilişkin çeşitli görüşler ortaya konmuştur. Bu kapsamda,

⁴³⁹ Tertip BASK'ın karar alabileceği konulara ilişkin bkz. §4.II.A Tertip BASK'ın Karar Alabileceği Konular. Genel BASK'ın karar alabileceği konulara ilişkin bkz. §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁴⁴⁰ Fiili organ, "yasal kurullarca seçilmeyen veya atanmayan, ancak yasal organlar tarafından alınabilecek kararları alan ve gerçekte anonim şirket, yöneten veya belirli ölçüler çerçevesinde anonim şirketin iradesinin oluşmasında etkili olan kişi veya kişiler" şeklinde tanımlanmaktadır. Fiili organa ilişkin bkz. Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §31 36. Ayrıca bkz. Akdağ Güney, N.: Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. Baskı, İstanbul 2016, s. 352-354, 356-361; Altınok Ormanlı, s. 1268-1269, 1280. Şekli organ ise, kanunda öngörülen ve organ olarak belirtilen veya tüzel kişinin kuruluş belgesinde gösterilen organlardır. Şekli organa ilişkin bkz. Akdağ Güney, Yönetim Kurulu, s. 352-356. Ayrıca bkz. Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §31 36; Altınok Ormanlı, s. 1267-1268.

⁴⁴¹ Bu noktada, Tertip BASK'ın olmasa da Genel BASK'ın ihraççı anonim şirketin iradesinin oluşmasına etki ettiği düşünülebilir mi? Nitekim, Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu kararıyla onaylanmasından sonra Genel BASK kararı ile reddedilmesi durumunda, ihraççının yönetim kurulu ile ortaya çıkan iradesinin Genel BASK kararı ile etkilenmiş olduğundan söz edilebilir mi? Bu soruların olumsuz cevaplanması gerekir. Zira, Genel BASK kararı ile ihraççı anonim şirketin iradesinin oluşmasına herhangi bir müdahale söz konusu olmayıp ancak söz konusu iradenin ihraççının arzuladığı hukuki sonuçları doğurması engellenmektedir. Dolayısıyla, Genel BASK kararı ile ihraççının iradesinin oluşmasına etki edildiği söylenemez. Bu konuda İPSÖK bağlamındaki değerlendirme için bkz. Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 85.

⁴⁴² Bu yönde bkz. Çevik, O.: Anonim Şirketler C. 3, Ankara 1976, s. 170; İnal, s. 242; Eriş, G.: Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 1995, s. 692; İmregün, O.: Kara Ticareti Hukuku Dersleri, 12. Baskı, İstanbul 2001, s. 439; Yıldız, Ş.: *Tahvil Sahipleri Genel Kurulu*, içinde Makalelerim 1988-2007, Ankara 2008, s. 25. Aksi yönde bkz. Arslanlı, H.: Anonim Şirketler C. II-III, İstanbul 1960, s. 296-297.

işlevinden hareketle “konkordato alacaklılar toplantısına” benzetilmiş ve ona benzer şekilde *sui generis* karakteri olduğu ifade edilmiştir.⁴⁴³

Fransız hukukundaki görüşlerden hareketle tahvil sahipleri genel kurulunun, dernek veya şirket niteliği taşıyıp taşımadığı değerlendirilmiştir.⁴⁴⁴ BASK’ı dernek olarak değerlendirmek her şeyden önce BASK’ın ideal bir amaç taşımaması nedeniyle mümkün değildir.⁴⁴⁵ TTK m. 124/1’de ticaret şirketleri sınırlayıcı biçimde sayılmıştır.⁴⁴⁶ Dolayısıyla, sayılanlar dışında bir ticaret şirketinden bahsedilemeyecek ve ticaret şirketi olmayan bir şirketin TTK m. 125/1 dolayısıyla tüzel kişilik kazanması mümkün olmayacaktır. BASK, TTK m. 124/1’de sayılan ticaret şirketlerinin hiçbirinin kanuni şartlarını sağlamadığından ticaret şirketi olamaz. Bir kişi topluluğu (birliği), TMK m. 47/1’den anlaşıldığı üzere ancak kanunda öngörülmesi suretiyle tüzel kişilik kazanabilmektedir.⁴⁴⁷ Dernek veya ticaret şirketi niteliği taşımadığından BASK’ın tüzel kişiliğinden söz edilemeyecektir. Adi şirket dolayısıyla, tüzel kişiliği olmayan şirketlerden de söz edilebilmektedir.⁴⁴⁸

⁴⁴³ İmregün, Kara Ticareti, s. 440. İşlev yönünden belirli benzerlikler bulunsa da hukuki niteliklerinin ve hukuki sonuçlarının farklı olduğu vurgulanmıştır. Buna ilişkin değerlendirme için bkz. İnal, s. 244-245. Ayrıca bkz. Yıldız, *Tahvil Sahipleri* 08, s. 26.

⁴⁴⁴ Buna ilişkin bkz. Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar 09, par. 1318; Arslanlı, II-III:s. 295-297; İnal, s. 242-244; Yıldız, *Tahvil Sahipleri* 08, s. 25.

⁴⁴⁵ Bu yönde bkz. Arslanlı, II-III:s. 297; İnal, s. 242-243. Derneklerin ekonomik amaç, özellikle de kazanç paylaşma amacı gütmeyen ideal amaçlı tüzel kişiler olduğu yönünde bkz. Dural, M. ve Öğüz, T.: Türk Özel Hukuku Cilt II: Kişiler Hukuku, 23. Baskı, İstanbul 2022, par. 1049. Ayrıca, bir derneğin kurulmuş olmasından bahsedebilmek için çok çeşitli şekli şartların sağlanması gerekmektedir. Örneğin, 5253 sayılı Dernekler Kanunu m. 4’te belirtildiği üzere her derneğin bir tüzüğünün bulunması zorunlu olup bu tüzükte bulunması gereken hususlar anılan hükümde düzenlenmiştir. Ayrıca, Dernekler Yönetmeliği (RG 31.03.2005/25772) m. 5 vd. hükümleri kapsamında kuruluş işlemlerinin tamamlanması gerekmektedir. Bahsi geçen şekli şartlar sağlanmadan bir derneğin ortaya çıktığı sonucuna varılamaz.

⁴⁴⁶ Kendigelen, A. ve Kırca, İ.: Şirketler Hukuku C. I, İstanbul 2021, par. 402.

⁴⁴⁷ Bunun nedeninin, tüzel kişilik alanında sınırlı sayı ve tipe bağlılık ilkelerinin olmasına ilişkin bkz. Dural ve Öğüz, par. 1055.

⁴⁴⁸ Kendigelen ve Kırca, Şirketler, c. I, par. 55.

Anılan görüşlerden ve BASK'ın tüzel kişiliği olmamasından hareketle, özellikle BASK'ın bir adi şirket teşkil edip etmediğinin daha detaylı değerlendirilmesi gerekir. Kanunla düzenlenmiş şirketlerin ayırt edici niteliklerini taşımayan yani başkaca bir şirket türü altında değerlendirilemeyen bir şirketin, adi şirket sayılacağı TBK m. 620/2'de düzenlenmiştir.⁴⁴⁹ Adi şirketten söz edilebilmesi, ortakların aralarındaki hukuki ilişkinin adi şirket niteliğini taşıdığının farkında olmasına bağlı değildir.⁴⁵⁰ Bu nedenle, borçlanma aracı sahiplerinin, borçlanma araçlarını edinmek suretiyle, eğer şartları gerçekleşmişse bir adi şirket kurduklarının ayırında olmalarına gerek yoktur.

Açıklananlar doğrultusunda BASK'ın, şirket olmanın unsurlarını taşıması durumunda bir adi şirketten bahsedilebilecek; aksi halde BASK'ın adi şirket olmadığı sonucuna varılacaktır. Söz konusu unsurlar; kişi, sözleşme, ortak amaç, ortak amaç doğrultusunda birlikte çaba ve sermaye unsurlarıdır.⁴⁵¹ Bir adi şirketten ve dolayısıyla bir şirketten bahsedebilmek için sayılan unsurların tamamının mevcut olması gerekmektedir. BASK'ta ise sayılan bu unsurların tamamının mevcut olduğunu söylemek güçtür. Özellikle, sözleşme, ortak amaç ve ortak amaç doğrultusunda çaba unsurları bakımından değerlendirildiğinde BASK adi şirket niteliği taşımamaktadır. Sözleşme unsuru kapsamında, şirket kurma iradesinin bütün ortaklar tarafından açık

⁴⁴⁹ Kendigelen ve Kırca, Şirketler, c. I, par. 85.

⁴⁵⁰ Kendigelen ve Kırca, Şirketler, c. I, par. 137.

⁴⁵¹ Söz konusu unsurlara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Doğanay, Y.Ü.: *Adi Şirket Akdi*, İstanbul 1968, s. 9-63; Domaniç, H.: *Adi, Kollektif ve Komandit Şirketler*, 3. Baskı, İstanbul 1970, s. 1-7; Ayhan, R., Çağlar, H., ve Özdamar, M.: *Şirketler Hukuku: Genel Esaslar*, 3. Baskı, Ankara 2021, s. 35-50; Kendigelen ve Kırca, Şirketler, c. I, par. 17-53; Pulaşlı, H.: *Şirketler Hukuku Şerhi C. I*, 4. Baskı, Ankara 2022, par. §2 3-45; Yavuz, C.: *Türk Borçlar Hukuku: Özel Hükümler C. 2*, 12. Baskı, İstanbul 2022, s. 1677-1680; Yıldırım, E.C.: *Adi Ortaklık Sözleşmesinin Sona Erme Sebepleri*, (Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, 2022), s. 5-16.

veya örtülü şekilde açıklanması ve bu irade beyanlarının uyuşması gerekir.⁴⁵² Adi şirket sözleşmesi ile ortaklar, ortak amacı gerçekleştirmek için birlikte hareketi borçlanırlar.⁴⁵³ Şirketi benzer hukuki ilişkilerden ayıran ve şirket sözleşmesi ile borçlanılan ortak amaç doğrultusunda çaba (*affectio societatis*), asli edim yükümü olup şirket var oldukça süreklilik göstermelidir.⁴⁵⁴ Ne Tertip BASK ne de Genel BASK için borçlanma aracı sahiplerinin şirket kurmak iradelerini açık veya örtülü şekilde açıkladıkları, ortak amaca sahip oldukları ve birbirlerine ortak amacı gerçekleştirmek için birlikte hareketi borçlandıkları söylenememektedir.⁴⁵⁵ Zira, her bir borçlanma aracı sahibi bireysel amaç taşımakta olup; bu amaç, yapılan yatırımın varsa faiziyle geri ödenmesidir.⁴⁵⁶

Bu konuda Alman doktrinde varılan sonuç, borçlanma aracı sahiplerinin § 705 BGB anlamında bir adi şirket meydana getirmediği yönündedir. Borçlanma aracı sahiplerinin ortak amaca sahip olmadığı ve ortak amacı gerçekleştirme doğrultusunda aralarında bir sözleşmenin bulunmadığı belirtilmektedir.⁴⁵⁷ Ancak, borçlanma aracı sahiplerinin mevzuatta düzenlenen hukuki mekanizma uyarınca borçlanma araçlarına ilişkin bir karar almak üzere organize hareket ettikleri andan itibaren bir adi şirketin olduğu görüşü de bulunmaktadır. Bu görüşe göre anılan durumda, ortak amaç

⁴⁵² Pulaşlı, Şerh I 22, c. I, par. §2 7. Ayrıca bkz. Ayhan, Çağlar, ve Özdamar, s. 37-38; Kendigelen ve Kırca, Şirketler, c. I, par. 45, 48; Yavuz, 2:s. 1678.

⁴⁵³ Doğanay, s. 32; Pulaşlı, Şerh I 22, c. I, par. §2 10.

⁴⁵⁴ Doğanay, s. 53-54; Kendigelen ve Kırca, Şirketler, c. I, par. 39, 41; Ayhan, Çağlar, ve Özdamar, s. 46; Pulaşlı, Şerh I 22, c. I, par. §2 43-44; Yavuz, 2:s. 1679.

⁴⁵⁵ Tahvil sahipleri genel kurulunun adi şirket olup olmadığının değerlendirilmesine ilişkin bkz. İnal, s. 243-244. Tahvil sahipleri genel kurulunun adi şirket olduğunu açıkça ifade etmemekle birlikte adi şirket hükümlerinin uygulanması gerektiğini belirten görüş için bkz. Arslanlı, II-III:s. 297-298. Adi şirketin, tahvil sahipleri genel kuruluna uygun olmadığı yönünde bkz. Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar 09, par. 1322.

⁴⁵⁶ Thole, C.: § 4 *SchVG*, içinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, ed. Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, par. 6; Oulds, M.K.: § 4 *SchVG*, içinde *SchVG: Schuldverschreibungsgesetz Kommentar*, ed. Peter Veranneman, 2. Baskı, München 2016, par. 17.

⁴⁵⁷ Thole, § 4, par. 6; Thole, C.: § 7 *SchVG*, içinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, ed. Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, par. 24; Oulds, par. 17.

“mevzuatta öngörülen şekilde karar almak” olarak ortaya çıkmakta; bu kararı alabilmek için de borçlanma aracı sahipleri, birbirlerine birlikte hareketi borçlandıkları bir sözleşme akdetmektedirler.⁴⁵⁸ Alman hukukundaki söz konusu görüşün BASK açısından da geçerli olduğu varsayılsa bile bunun pratik sonucu kayda değer olmayacaktır. Nitekim, TBK m. 620/2 dolayısıyla adi şirket olarak değerlendirilen örnekler mevzuatta ekseriyetle doğrudan düzenlenmedikleri için adi şirket hükümlerinin uygulanması önemlidir.⁴⁵⁹ Buna karşın BASK, SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği ile görece ayrıntılı olarak düzenlendiğinden; BASK’ın adi şirket olarak nitelendirilmesi uygulanacak hükümler anlamında büyük bir fark oluşturmayacaktır. BASK’ın adi şirket olduğunun kabul edildiği ihtimalde bile ancak SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği’nde hüküm bulunmayan hâllerde ve BASK’ın yapısına uygun düşmesi koşuluyla adi şirket hükümleri uygulama alanı bulabilecektir.

Açıklananlar birlikte değerlendirildiğinde gerek Tertip BASK’ın gerekse de Genel BASK’ın hukuki niteliği; kanunen kendiliğinden ortaya çıkan ve kanunda belirtilen işlevleri yerine getirebilen, ihraççı anonim şirketin organı vasfı olmayan, tüzel kişilik taşımayan, adi şirket olarak değerlendirilemeyecek, kendine özgü yapısı olan, borçlanma aracı sahiplerinden oluşan bir birlik olarak tarif edilebilir.⁴⁶⁰ BASK Tebliği m. 3/1/b’de yer alan BASK tanımındaki “özel nitelikli kurul” ifadesi de BASK’ın açıklanan şekilde kendine özgü yapısıyla uyumludur.

⁴⁵⁸ Thole, § 4, par. 6.

⁴⁵⁹ Bu kapsamda örneğin pay sahipleri sözleşmelerine adi şirket hükümlerinin uygulanması önemlidir.

⁴⁶⁰ Tahvil sahipleri genel kurulunun bir birlik oluşturduğu yönünde bkz. Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar 09, par. 1320-1321; İnal, s. 245-246; Hirsch, E.E.: Ticaret Hukuku Dersleri, 3. Baskı, İstanbul 1948, s. 545, 547.

C. Kapsam

Kolektif karar alma mekanizması olan BASK'ın hangi tür borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin sahiplerinin karar almasında kullanılacağı netleştirilmesi gerekmektedir. Her ne kadar SPKn m. 31/A/1 hükmünde ihraççının tedavüldeki borçlanma araçlarının sahiplerinin BASK'ı oluşturacağı belirtilmişse de SPKn'daki "borçlanma aracı" teriminin ne tür sermaye piyasası araçlarını ifade etmek için kullanıldığına göre hükmün kapsamı belirlenecektir.⁴⁶¹ BASK Tebliği m. 3/1/c'deki borçlanma aracı tanımından anlaşıldığı üzere, BA Tebliği'nde tanımlanan borçlanma aracı türleri ile BA Tebliği m. 34 çerçevesinde niteliği itibariyle borçlanma aracı olduğu SPK tarafından kabul edilecek sermaye piyasası araçları bakımından BASK uygulanabilecektir.⁴⁶² Ayrıca, BASK Tebliği m. 7/1'de TemMK sahiplerinin de ayrıca bir Tertip BASK'ına mensup olacakları belirtilmek suretiyle TemMK'lar da BASK uygulamasına sınırlı olarak dâhil edilmişlerdir. Dolayısıyla borçlanma aracı kavramı, BASK Tebliği'nde bu çalışmada olduğu üzere en dar anlamıyla kullanılmıştır.⁴⁶³ Bu açıdan, borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler arasından yalnızca anılan türler için BASK gündeme gelmektedir.

Türü baz alan kapsam sınırlandırmasına ek olarak, yurt içi ve yurt dışı ihraç ayrımı temel alınmak suretiyle de BASK'ın uygulama alanı ayrıca sınırlandırılmaktadır. BASK Tebliği m. 8'de belirtildiği üzere, yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçlarına BASK Tebliği hükümleri uygulanmayacaktır. Ancak bu

⁴⁶¹ Borçlanma aracı kavramının farklı anlamlardaki kullanımları için bkz. §1.II.B Kavramın İçeriğinin Tespiti.

⁴⁶² Bu konuda bkz. §1.II Kavram Sorunu.

⁴⁶³ Borçlanma aracı kavramının kullanımı ve kavram kullanımında BASK Tebliği ile mevzuattaki diğer düzenlemelerde gündeme gelen tereddütlere neden olan durumlar için bkz. §1.II.B.2 Mevzuattaki Kapsam.

ifade *prima facie* yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçları açısından BASK'ın gündeme gelmeyeceğine işaret ediyor olsa da hükmün formüle edilmiş şekli tereddütlere neden olacak niteliktedir. Nitekim, SPKn m. 31/A/6'da SPKn m. 31/A'nın uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisinin SPK'da olduğu açıkça belirtilmiştir. Bu kapsamda SPK, hiç şüphesiz yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçları için BASK'ın uygulama alanı bulmayacağını belirlemek yetkisine sahiptir. Ancak BASK Tebliği m. 8'de yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçları için BASK'ın söz konusu olmayacağı belirtilmemiş yalnızca BASK Tebliği'nin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Bu durum, SPKn m. 31/A kapsamında olmakla birlikte yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçlarında BASK'ın uygulanmayacağı sonucuna değil yalnızca BASK'ın ayrıntılarının BASK Tebliği'nde düzenlenmesinin tercih edilmediği sonucuna ulaştırmaktadır. Eğer yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçları açısından BASK'ın nasıl uygulanacağına ilişkin usul ve esasları düzenleyen ayrı bir SPK tebliği olsaydı, bu durum BASK Tebliği m. 8 hükmüyle tamamen uyum içerisinde olurdu. Anılan hükmün mevcut lafzı, SPK'nın yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçları için BASK'ın uygulanmamasını belirlediğini değil; söz konusu borçlanma araçları için usul ve esasları BASK Tebliği ile belirlemeyi tercih etmediği sonucuna götürmektedir. Buna karşın, BASK Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden itibaren yıllar geçmiş olmasına rağmen, SPK'nın yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçlarında BASK'ın uygulanmasına ilişkin ayrıca bir düzenlemesi bulunmamaktadır. İlaveten, SPK'nın hazırladığı ihraç belgesi örneklerinden anlaşıldığı üzere yurt içinde ihraç edilecek borçlanma araçları için BASK'a ilişkin bilgileri de içeren bir ek hazırlanması gerekirken yurt dışında satışı gerçekleştirilecek borçlanma araçları için böylesi bir durum söz konusu değildir. Dolayısıyla, BASK Tebliği m. 8 hükmüyle

amaçlanan yurt dışında ihraç edilecek borçlanma araçları için BASK'ın uygulanmamasıdır. Hükmün lafzının da buna uygun olarak, açıklananlar dikkate alınarak değiştirilmesinde karışıklıkların önlenmesi açısından yarar bulunmaktadır. Sonuç itibariyle BASK, yurt içinde ihraç edilecek; borçlanma araçları ve sınırlı hâllerde TemMK'lar için gündeme gelen bir hukuki mekanizmadır.

D. BASK'ın Oluşumu

SPKn m. 31/A/1 hükmünde BASK'ın, ihraççının tedavülde bulunan borçlanma araçlarının sahiplerinden oluştuğu ve ihraççının her bir tertip borçlanma aracı sahiplerinin ayrı bir BASK oluşturabileceği belirtilmiştir. SPKn m. 31/A'da belirtilmemekle birlikte, BASK Tebliği'nde Genel BASK ve Tertip BASK şeklinde iki farklı BASK tanımlanmıştır. BASK Tebliği m. 3/1/k'da, ihraççının herhangi bir tertip⁴⁶⁴ veya birden fazla tertip borçlanma araçlarının sahiplerinin Tertip BASK'ı oluşturacağı belirtilmiştir.⁴⁶⁵ Genel BASK ise herhangi bir Tertip BASK kararının kendi haklarını olumsuz olarak etkilediği gerekçesiyle toplanan ve ihraççının

⁴⁶⁴ BASK Tebliği m. 3/1/j'de tertip ile aynı ISIN kodu altında ihraç edilen borçlanma araçlarının ifade edildiği belirtilmiştir. Bir borçlanma aracının bir başka borçlanma aracına ikame olup olamayacağını tespit etmeyi kolaylaştıran bir uygulama olarak, ISIN (*International Securities Identification Number* – Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Kodu) kodu kullanımı bu anlamda önem taşımaktadır. ISIN kodu, borçlanma araçları dahil finansal araçların dünya çapında teşhis edilmesini ve birbirinden ayırt edilmesini sağlamak için oluşturulan benzersiz bir numaradır. Türk Standartları Enstitüsü'nün (TSE) de üyesi olduğu International Organization for Standardization (ISO) tarafından yayımlanan ISO 6166 uluslararası standartları ISIN koduna ilişkin yeknesak kuralları ortaya koymaktadır. Detaylı bilgi için bkz. ISO: *ISO 6166:2021 - Financial services - International securities identification number (ISIN)*, <https://standards.iteh.ai/catalog/standards/sist/298d36a9-9a2e-417a-a983-97c3ef478082/iso-6166-2021>. ISIN kodu sayesinde menkul kıymetler birbirinden kolaylıkla ayırt edilebilmekte ve aynı ihraççı tarafından çok benzer içerikte ihraç edilmiş olsa bile farklı menkul kıymetler arasında yaşanabilecek karışıklıkların önüne geçilmektedir. MKK nezdindeki menkul kıymetlerin tamamının ISIN kodu bulunmaktadır ve aynı ISIN koduna sahip farklı cinsten menkul kıymetler bulunmamaktadır. 13.08.2024 itibariyle MKK tarafından listelenen menkul kıymet sayısı 18.450 olup yine aynı sayıda eşsiz ISIN kodu listelenmektedir. Bu konuda bkz. *Menkul Kıymetler Listesi*, Merkezi Kayıt Kuruluşu, erişim 13 Ağustos 2024, <https://www.mkk.com.tr/saklama-hizmetleri/bilgi-merkezi/menkul-kiymetler-listesi>.

⁴⁶⁵ Tertip BASK'ın birden fazla tertip borçlanma aracı sahiplerinden oluşmasına ilişkin bkz. §4.II.A.2 BASK Tebliği'nde Öngörülen Hâller.

tedavüldeki borçlanma araçlarından Tertip BASK kararına katılan tertipler dışındakilerin sahiplerinin oluşturduğu kurul olarak tanımlanmıştır. Her ne kadar SPKn m. 31/A’da herhangi bir ayırım yapılmadan yalnızca BASK’tan bahsedilmiş ve BASK Tebliği m. 3/1/b’de BASK tanımı yapılmışsa da BASK Tebliği’nde öngörülen sistematik çerçevesinde, Tertip BASK veya Genel BASK tanımına girmeyen üçüncü tür bir BASK teşekkül etmesi söz konusu değildir. Buna karşın SPKn m. 31/A/3’te, “ihraççının tedavülde bulunan tüm borçlanma araçlarının sahiplerinin oluşturacağı kurul”dan bahsedilmekle birlikte BASK Tebliği’nde böylesi bir kurula ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamaktadır.⁴⁶⁶ Dolayısıyla, BASK Tebliği’nin SPKn m. 31/A ile tam bir uyum içerisinde olduğunu söylemek güçtür.

BASK Tebliği m. 3/1/b’de, BASK’ın karar alacağı konuların iki grup olduğu belirtilmiştir. Buna göre, ya izahname veya ihraç belgesinde belirtilen koşullarda ve konularda ya da BASK Tebliği’nde belirtilen şartlarda ve konularda karar almak üzere BASK’ın toplanması gündeme gelecektir. BASK’ın karar alabileceği durumların sınıflandırması yapılmadan, hangi menfaat çatışmaları açısından hangi tür BASK kararının gündeme geldiğini netleştirmek gerekir. Tertip BASK, bu BASK’a katılan tertip borçlanma araçlarının sahipleri ile ihraççı arasındaki menfaat çatışmasına ilişkindir ve bu çatışma kapsamında borçlanma aracı sahiplerini koruyucu niteliktedir. Genel BASK’ın odağındaki menfaat çatışması ise tamamen farklıdır ve Tertip BASK kararı kapsamındaki borçlanma aracı sahipleri ile bundan etkilenen diğer tertip borçlanma aracı sahipleri arasında ortaya çıkmaktadır.

⁴⁶⁶ Elbette ihraççının tedavülde bulunan tek tertip borçlanma aracının olması veya Tertip BASK’ın birden çok tertipten oluştuğu durumda tüm tertiplerin katılımıyla toplanan bir Tertip BASK’ın gündeme gelmesi ihtimal dâhilindedir. Ancak SPKn m. 31/A/3’te belirtildiği haliyle ihraççının tedavüldeki tüm borçlanma aracı sahiplerini her durumda kapsayan bir BASK mekanizması bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, her iki tür BASK değerlendirilirken bu açıdan yaklaşılmalıdır. Bu doğrultuda Tertip BASK'la Genel BASK arasındaki en temel ayrım, karar alabilecekleri konular anlamında ortaya çıkmaktadır.⁴⁶⁷

TemMK⁴⁶⁸ sahipleri ve herhangi bir tür teminat ile korunan borçlanma aracı⁴⁶⁹ sahiplerinin, söz konusu sermaye piyasası araçlarına ilişkin konularda ihraççının teminatsız borçlanma aracı sahiplerinden ayrı şekilde kendi aralarında Tertip BASK oluşturacakları BASK Tebliği m. 7/1'de hükme bağlanmıştır.⁴⁷⁰ BASK Tebliği m. 7/2 hükmüne göre, anılan nitelikteki sermaye piyasası araçlarının sahipleri kural olarak Genel BASK'a katılamazlar. Bu durumun iki istisnası bulunduğu hükümde belirtilmiştir. İlk istisna, söz konusu borçlanmayı temsil eden menkul kıymet sahiplerine, teminatın kısmi olması durumunda teminatsız kalan tutarlar için Genel BASK'a katılma hakkı tanınmasıdır.⁴⁷¹ İkincisi ise herhangi bir Tertip BASK kararı ile, söz konusu Tertip BASK'ı oluşturan tertipler lehine yeni teminat tesis edilmesi nedeniyle hâlihazırdaki teminat varlıkları etkilenen, anılan türdeki borçlanmayı temsil

⁴⁶⁷ Buna ilişkin bkz. §4.II.A Tertip BASK'ın Karar Alabileceği Konular, §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁴⁶⁸ TemMK'ların borçlanma aracı kavramı içerisinde yer alıp almadığına ilişkin bkz. §1.II.B Kavramın İçeriğinin Tespiti.

⁴⁶⁹ Borçlanma araçlarının teminatlî ihracına ilişkin bkz. §5 BORÇLANMA ARAÇLARININ TEMİNATLI İHRACI.

⁴⁷⁰ Bu durum, SPK'nın hazırladığı izahname ve ihraç belgesi kılavuzlarında vurgulanmış ve buna ilişkin hazırlanan paragrafın ihraççılar tarafından izahname ve ihraç belgelerinde olduğu gibi kullanılması öngörülmüştür. Bu doğrultuda incelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin tamamında bu paragrafın olduğu gibi yer aldığı gözlenmiştir. Anılan paragraf metni için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu: *Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak Sermaye Piyasası Aracı Notu Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz*, par. 4.14.8, erişim 04 Temmuz 2023, <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/933.doc>; Sermaye Piyasası Kurulu: *Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak İhraççı Bilgi Dokümanı Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz*, par. 12.8, erişim 04 Temmuz 2023, <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/932.doc>; Sermaye Piyasası Kurulu: *Yurt İçinde Halka Arz Edilecek Borçlanma Araçlarına İlişkin İhraç Belgesi ve Eki Örneği*, t.y., s. 8, <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/Ortaklik%20hakki%20vermeyen%20spa%20ihra c%20belgesi%20ve%20eki.docx>.

⁴⁷¹ Bu durumda nisapların nasıl hesaplanacağına ilişkin bkz. §4.III.B.3.b Nisaplar.

eden menkul kıymet sahiplerinin Genel BASK’a katılma hakkıdır. Eğer Tertip BASK kararı ile yeni teminat tesis edilmesi var olan teminatlarını etkilemiyorsa, bu durumda anılan borçlanmayı temsil eden menkul kıymet sahipleri, Genel BASK’a katılım sağlayamayacaklardır.

II. TERTİP BASK

A. Tertip BASK’ın Karar Alabileceği Konular

1. Genel Olarak

Bir hukuki işlem olan kararın ancak mevzuatta öngörülen hâllerde alınabileceği⁴⁷² göz önüne alındığında; Tertip BASK, BASK Tebliği’nde öngörülen hâllerde veya bu tebliğde düzenlendiği üzere izahname veya ihraç belgesinde Tertip BASK’ın karar alması öngörülen konulara ilişkin karar alabilecektir. Bunlar haricinde Tertip BASK karar alırsa, aldığı kararlar kesin hükümsüz olacaktır.⁴⁷³

2. BASK Tebliği’nde Öngörülen Hâller

Tedavüldeki borçlanma araçlarının asli hüküm ve şartlarında değişiklik yapılabilmesi için değişiklik yapılacak tertip veya tertiplerdeki borçlanma aracı sahiplerinin oluşturduğu Tertip BASK’ın karar alması gerektiği BASK Tebliği m. 4/1’de belirtilmiştir.⁴⁷⁴ Tertip BASK’ın toplanmasını gerektiren değişikliklere konu

⁴⁷² Bir hukuki işlem olarak karara ilişkin bkz. §4.IV.A Bir Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları.

⁴⁷³ BASK kararlarının hükümsüzlük hâlleri için bkz. §4.IV.B.2 BASK Kararları Bakımından Hükümsüzlük Hâlleri.

⁴⁷⁴ Bunun haricinde sınırlı da olsa tedavüldeki borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarında değişiklik yapılabilmesi olanağı bulunmaktadır. BA Tebliği m. 14/2 hükmünde, “yurt içinde halka arz edilmeksizin ihraç edilen borçlanma araçlarının faiz, vade gibi koşullarında değişiklik yapılması” imkânı düzenlenmiştir. Ancak bu durumda gündeme gelen değişiklik, ilgili tertipteki borçlanma araçlarının tümü için değil yalnızca bu değişikliklere yazılı onay veren borçlanma aracı sahiplerinin sahip oldukları borçlanma araçları açısından geçerli olacaktır.

asli hüküm ve şartlar, izahname veya ihraç belgesinde belirtilen veya bu belgeler temel alınarak MKK nezdinde borçlanma araçlarına ilişkin tanımlanmış olan faiz, vade veya anapara olabilir. Ayrıca, izahname veya ihraç belgesinde belirtilmiş olması koşuluyla borçlanma aracının diğer asli hüküm ve şartlarının değiştirilebilmesi için de Tertip BASK'ın karar alması gerekmektedir.

Tertip BASK'ın birden fazla tertip borçlanma araçlarının sahiplerinden oluşması, aynı izahname veya ihraç belgesi kapsamında farklı tertipler hâlinde ihraç edilen borçlanma araçları söz konusu olduğunda gündeme gelmektedir. Nitekim, farklı tertipler teşkil etseler bile bu borçlanma araçlarının asli hüküm ve şartlarının ortak olarak düzenlenmiş olması mümkündür. Bu asli hüküm ve şartlarda yapılacak değişiklik söz konusu izahname veya ihraç belgesi kapsamında ihraç edilen tüm tertip borçlanma araçlarını ilgilendirmektedir.⁴⁷⁵ Bu durumda Tertip BASK birden fazla tertip borçlanma araçlarının sahiplerinden oluşmaktadır.

BASK Tebliği m. 4/1 hükmünden anlaşıldığı üzere; faiz, vade ve anaparaya ilişkin hüküm ve şartlar her durumda asli hüküm ve şartlar olarak değerlendirilmektedir. Bunlar dışında kalan hüküm ve şartların hangilerinin asli olduğunun tespitinin kim tarafından nasıl yapılacağı BASK Tebliği'nde belirtilmemiştir. İzahname ve ihraç belgesine ilişkin hazırlanan kılavuzlardan anlaşıldığı üzere; borçlanma aracına ilişkin faiz, vade ve anapara haricinde asli hüküm ve şartlar belirlenecekse bunun izahname hazırlanıyorsa SPAN ve/veya İBD'de, ihraç belgesi hazırlanıyorsa ihraç belgesi ekinde "ihraççı tarafından ihtiyari olarak

⁴⁷⁵ Böylesi bir durum şu şekillerde ortaya çıkabilmektedir: İzahnameye ilişkin bir olasılık arz programı izahnamesinin söz konusu olması ve asli hüküm ve şartların orada belirtilmesidir. Aynı ihraç belgesi kapsamında tertip ihraç belgesi hazırlanması suretiyle farklı tertipler halinde borçlanma araçlarının ihraç edilmesi ise bir diğer durumdur. Arz programı izahnamesi ve tertip ihraç belgesine ilişkin bkz. §2.II.C İzahname veya İhraç Belgesinin SPK Tarafından Onaylanması.

belirlenen asli hüküm ve şartlar ile ihraççı tarafından verilen taahhütler” başlığı altında⁴⁷⁶ ihraççı tarafından belirtilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, faiz, vade ve anapara haricindeki asli hüküm ve şartların neler olduğunu belirleme yetkisi ihraççıdadır. İlgili kılavuzların anılan bölümlerinde, BASK Tebliği m. 4/6’da belirtilen kapsamda yer verilecek bir taahhüdü ihraççı dilerse borçlanma aracının asli hüküm ve şartı dilerse de ihraççı tarafından verilen taahhüt olarak belirtebilecektir.⁴⁷⁷ Bu durum da doğrulamaktadır ki bir borçlanma aracına ilişkin faiz, vade ve anapara haricinde nelerin asli hüküm ve şart olarak değerlendirileceğini ihraççı belirleyecek; ancak bu belirlemeyi izahname veya ihraç belgesinde ilgili başlık altında açıkça yapacaktır. Ek olarak, borçlanma aracının asli hüküm ve şartlarında yapılacak değişikliğin yatırımcıların yatırım kararını etkileyecek nitelikte bir değişiklik olması gerekmektedir. Açıklanan kriterleri sağlayan değişikliklerin yapılabilmesi ancak ilgili Tertip BASK kararının alınmış olması durumunda mümkün olacaktır.

SPKn m. 31/A’da ya da BASK Tebliği’nde açıkça ifade edilmiş olmamakla birlikte borçlanma aracı sahiplerinin BAST seçimine ilişkin ve gerek ihraççı tarafından izahname veya ihraç belgesinde gerekse de borçlanma aracı sahipleri tarafından belirlenen BAST’ın görevden alınmasına ilişkin de Tertip BASK kararı alınabilecektir. Nitekim, BASK Tebliği m. 5/1’de borçlanma aracı sahipleri tarafından BAST’ın seçilebileceği ve azledilebileceği vurgulanmıştır. Hiç şüphesiz, borçlanma aracı sahipleri böylesi bir seçimi ancak bir Tertip BASK kararı ile

⁴⁷⁶ Bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.b; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.1.b; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 4-5.

⁴⁷⁷ Söz konusu taahhütlere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. §6.II Borçlanma Araçları Bakımından Taahhütler. Kılavuzlarda da dikkat çekildiği üzere söz konusu taahhütler asli hüküm ve şart olarak belirtilmişse bu durumda Genel BASK’ın kararı gündeme gelebilecekken yalnızca taahhüt olarak belirtilmişse Genel BASK kararı söz konusu olmayacaktır.

gerçekleştirebileceklerdir. Bu nedenle BAST'ın seçimi ve görevden alınması Tertip BASK'ın karar alabileceği ve BASK Tebliği'nde düzenlenen hâller arasındadır.⁴⁷⁸

3. İzahname veya İhraç Belgesinde Öngörülen Hâller

a. Karar Alınacak Konuların Belirlemesinin Yapılması

İzahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi suretiyle BASK Tebliği'nde düzenlenmemiş konularda BASK kararı alınması öngörülebilir. BASK Tebliği m. 6/5'te "yatırımcıların yatırım kararını etkilemeyen hangi konularda toplantı yapılabileceğinin" izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği düzenlenmiştir. İzahname veya ihraç belgesinde belirtilecek durumlarda karar alacak BASK hiç şüphesiz bir Tertip BASK olacaktır. Nitekim, BASK Tebliği m. 3/1/e, k hükümlerindeki Genel BASK ve Tertip BASK tanımları da bu durumu doğrulamaktadır.⁴⁷⁹

BASK Tebliği m. 4/6'da izahname veya ihraç belgesinde Tertip BASK kararı alınıp alınmamasına ilişkin belirleme yapılması gereken bir durum ortaya koyulmuştur. Anılan hüküm uyarınca, izahname veya ihraç belgesinde ihraççının finansal veya operasyonel durumuna ilişkin taahhütler⁴⁸⁰ verilmesi durumunda bu taahhütlerde değişiklik yapılabilmesi için Tertip BASK kararının gerekli olup olmadığının izahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi gerekmektedir. Eğer bu doğrultuda bir Tertip BASK kararı alınması gerektiği belirlenmişse, ilgili kararda aranacak nisapların da izahname veya ihraç belgesinde belirleneceği vurgulanmıştır.

⁴⁷⁸ BAST'ın seçimi ve görevden alınmasına ilişkin bkz. §4.V.D BAST'ın Seçilmesine ve Görevden Alınmasına İlişkin Esaslar.

⁴⁷⁹ Ayrıca bkz. §4.III Genel BASK.

⁴⁸⁰ Bu taahhütlere ilişkin bkz. §6.II Borçlanma Araçları Bakımından Taahhütler.

Açıklanan düzenleme, hukuk tekniği açısından eleştiriye açıktır. Zira, söz konusu hükmün tamamlayıcı hukuk kuralı niteliğinde olmaması nedeniyle anılan şekilde izahname veya ihraç belgesinde belirleme yapılmaması durumunda ne olacağı düzenlenmemiştir.

BASK Tebliği m. 4/6 kapsamında belirleme yapılmasını gerektiren iki husus vardır. İlki, hükümde belirtilen türde taahhütlerin olması durumunda bu taahhütlerdeki değişiklikler için Tertip BASK kararı aranıp aranmayacağına ilişkindir. Böylesi bir durumun yaşanabilmesinin en muhtemel örneği izahname veya ihraç belgesinde belirtilen türde taahhütlerin bulunmadığı konusunda yapılan değerlendirmenin yerinde olmaması durumunda ortaya çıkacaktır. Nitekim, borçlanma aracının asli hüküm ve şartlarının ihraççı tarafından belirleneceği ve taahhütlerin dilerse ihraççı tarafından asli hüküm ve şart olarak ifade edilebileceği unutulmamalıdır.⁴⁸¹ Borçlanma aracı kapsamında ihraççı tarafından verilen taahhütler ile ihraççı tarafından belirlenen asli hüküm ve şartların izahname veya ihraç belgesinde aynı başlık altında belirtileceği göz önünde bulundurulduğunda; nelerin asli hüküm ve şart nelerin ise taahhüt olduğuna ilişkin açıklığın bulunmadığı örneklerle karşılaştırılması mümkündür. Ayrıca, ihraççının finansal veya operasyonel durumuna ilişkin bir taahhüdün varlığına ilişkin şüphe olmadığı durumlarda bile bu taahhütte değişiklik yapılabilmesine ilişkin Tertip BASK kararının gerekip gerekmediğine ilişkin belirlemenin sehven yapılmamış olması da ihtimal dâhilindedir. Eğer bu yönde herhangi bir belirleme yapılmazsa Tertip BASK kararının aranmaması gerekir. Nitekim, söz konusu Tertip BASK kararının her durumda aranmasının BASK Tebliği'nde öngörülmemiş olması, bu Tertip BASK kararının vazgeçilmez nitelikte

⁴⁸¹ Buna ilişkin bkz. §4.II.A.2 BASK Tebliği'nde Öngörülen Hâller.

olmadığına işaret etmektedir. İlâveten, izahname veya ihraç belgesini hazırlayan ihraççının anılan şekilde bir belirleme yapmamasını, ihraççının Tertip BASK kararı öngördüğü şeklinde yorumlamak, aksi şekilde yorumlamaktan daha güçtür. Buna karşın, izahname veya ihraç belgesinde Tertip BASK kararının gerekli olduğu açıkça belirtilmemesine rağmen ilgili taahhütlerde değişiklik yapılabilmesi için bir karar nisabı öngörülmüşse bu durumda Tertip BASK kararının gerekli olduğunun kabulü gerekir.

İkinci husus, Tertip BASK kararının gerektiği öngörülüp bu kararda aranacak nisabın izahname veya ihraç belgesinde belirtilmemesi durumudur. Bu hâlde, söz konusu Tertip BASK kararında aranması gereken nisap, BASK Tebliği m. 4/2’de Tertip BASK toplantıları için öngörülen karar nisabıdır.⁴⁸² Nitekim BASK Tebliği m. 4/2’deki nisap tüm Tertip BASK’lar için öngörülmüş kural olup m. 4/6’da buna istisna teşkil edecek şekilde belirleme yapılabilmesi olanağı getirilmiştir. Bu olanaktan yararlanılmamış olması durumunda BASK Tebliği m. 4/2’deki nisaplar tamamlayıcı hukuk kuralı olarak uygulama alanı bulacaktır.

b. Uygulamadaki Örnekler

SPK’nın hazırladığı izahname ve ihraç belgesi kılavuzlarında, BASK Tebliği’nde belirlenen zorunlu durumlar haricindeki yatırımcıların yatırım kararını etkilemeyen konularda BASK toplantısı yapılabilmesine ilişkin esasların “Diğer BASK toplantılarına ilişkin belirleme” başlığı altında belirtileceği yer almaktadır.⁴⁸³ Her ne kadar ilgili kılavuzlarda yalnızca BASK ifadesi kullanılmış olsa da bu belirleme

⁴⁸² Söz konusu nisaplara ilişkin bkz. §4.II.B.3.d Nisaplar.

⁴⁸³ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.7; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.7; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 8.

ancak bir Tertip BASK için yapılabilecektir. İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinden yalnızca birinde bu kapsamda bir BASK toplantısı yapılabileceği belirtilmekle beraber bu BASK toplantısı için de ilgili izahnamedeki usul ve esasların geçerli olacağı ifade edilmekle yetinilmiştir.⁴⁸⁴

İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin birçoğunda temerrüt durumunda Tertip BASK'ın toplanması zorunluluğu ifade edilmiştir.⁴⁸⁵ Bazı örneklerde ise temerrüt durumunun oluşması üzerine ihraççının yönetim kurulunun Tertip BASK toplantısına ilişkin çağrı yapacağı öngörülmüştür.⁴⁸⁶ Yapılan bu belirlemeler, BASK Tebliği'nde öngörülen Tertip BASK'ın karar alabileceği konulara ek olarak başka konularda karar alma yetkisi vermeyip yalnızca hangi durumlarda Tertip BASK çağrısının ihraççı tarafından yapılacağına işaret etmektedir.

B. Toplantı Süreci

1. Toplantı Çağrısı, Gündem, Toplantı Sekreteryası ve Giderleri

a. Uygulanacak Kuralların Tespiti

BASK Tebliği m. 3/1/k'ya göre Tertip BASK, ihraççının yönetim kurulu veya ilgili borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine toplanabilmektedir. BASK'ın ihraççının yönetim kurulu veya borçlanma aracı sahipleri tarafından toplantıya çağırılmasına ilişkin esasların izahname veya ihraç belgesinde belirlenmesi

⁴⁸⁴ Bkz. Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN.

⁴⁸⁵ Bkz. Hektaş BASK, İfo BASK, MBKF BASK, TAC BASK, Turkcell BASK, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN. Borçlanma aracı sahiplerine BASK toplantısına katılma zorunluluğu yüklenemeyeceğinden BASK'ın toplanmasının zorunlu olduğu da bu şekilde ihraççı tarafından kararlaştırılamaz. Söz konusu ifadenin, temerrüdün gerçekleşmesi durumunda ihraççı yönetim kurulunun Tertip BASK toplantısı çağrısında bulunacağı şeklinde anlaşılması gerekmektedir.

⁴⁸⁶ Bkz. İYMD BASK İSY, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN.

zorunluluğu SPKn m. 31/A/2’de öngörölmüş; BASK Tebliğı m. 6/5’te BASK toplantılarına ilişkin çağrı ve çağrının yöntemi ile toplantının duyurulması ve gündeminin belirlenmesine ilişkin hususların izahname veya ihraç belgesinde belirtileceğı hükme bağlanmıştır. Bunlar haricinde çağrının ne şekilde ve ne zaman yapılması gerektiğine ilişkin SPKn’da ya da BASK Tebliğı’nde başkaca hüküm olmadığından, toplantı çağrısına ilişkin istifade edilebilecek asgari standartlar ya da yedek hükümlerden bahsedilememektedir. Dolayısıyla ihraççı, çağrı yöntemine ve detaylarına ilişkin belirlemeleri izahname veya ihraç belgesinde yapmak zorunda olmakla birlikte bu belirlemeleri yaparken serbestiye sahiptir. BASK Tebliğı m. 4/2’de usulüne uygun yürürlüğe giren Tertip BASK kararlarının “usulüne uygun şekilde yapılan çağrıya rağmen toplantıya katılmayan aynı tertip borçlanma aracı sahipleri” için de hüküm ifade edeceği düzenlenmiştir. Bu hükümden anlaşıldığı üzere Tertip BASK kararlarının toplantıya katılmayan aynı tertip borçlanma aracı sahipleri için hüküm ifade edebilmesi için ilgili izahname veya ihraç belgesinde belirtilen çağrı usulüne uyulması gerekmektedir.

b. Toplantı Çağrısı

i. Çağrının İhraççının Yönetim Kurulu Tarafından Yapılması

SPK tarafından hazırlanan kılavuzlarda; ihraççının yönetim kurulunun talebi üzerine toplanacak Tertip BASK’a ilişkin olarak her hâlükarda SPK’nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen usulde yapılmak koşuluyla çağrı yöntemi, çağrının Tertip BASK toplantısından en az kaç gün önce yapılması gerektiğı, gündemin hangi maddelerden oluşacağı, toplantı sekreteryası ile toplantı giderlerinin karşılanmasına ilişkin hususların ve toplantıya kimlerin katılabileceğinin ihraççı

tarafından izahname veya ihraç belgesinde “Yönetim kurulu tarafından Tertip BASK toplantı çağrısı yapılmasına ilişkin esaslar” başlığı altında belirtilmesi gerektiği ifade edilmiştir.⁴⁸⁷

İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin⁴⁸⁸ büyük çoğunluğunda yönetim kurulunun Tertip BASK’a ilişkin çağrı yapacağı durumlar sınırlı şekilde sayılmamış ve yönetim kuruluna Tertip BASK’ın toplantıya çağırılması konusunda geniş serbesti tanınmıştır.⁴⁸⁹ Tertip BASK toplantısına davete ilişkin duyurunun toplantıdan ne kadar süre önce yapılacağı konusunda temel olarak iki yaklaşım benimsenmektedir. Bunlardan ilki, her konudaki Tertip BASK toplantısı için aynı asgari süreyi öngörürken diğeri ise temerrüdün söz konusu olup olmamasına göre değişir şekilde iki farklı asgari süre belirtmektedir.⁴⁹⁰ Belirtilen süreler ise bir gün ile üç hafta arasında değişiklik göstermektedir.

İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinde Tertip BASK toplantısı çağrısının ne şekilde duyurulacağına ilişkin ortak olarak belirlenen husus, duyurunun

⁴⁸⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.ç; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.1.ç; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 5.

⁴⁸⁸ Bu kapsamda incelenen izahname ve ihraç belgesi örnekleri için bkz. EK-B.

⁴⁸⁹ Yönetim kurulunun ihraç belgesinde sayılan temerrüt hâllerinde ve gerekli gördüğü diğer hâllerde Tertip BASK toplantı çağrısı yapabileceği yönünde bkz. Hektaş BASK, İnfö BASK, MBKF BASK, TAC BASK. Herhangi bir konu örneği belirtilmeksizin ilgili izahname veya ihraç belgesi kapsamında ihraç edilmiş herhangi bir tertip borçlanma aracı kapsamında Tertip BASK çağrısı yapılabileceği yönünde bkz. YKB OZK BASK, İYMD BASK, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN. Tertip BASK çağrısının ihraççının yönetim kurulu tarafından yalnızca muaccel hale gelmiş kupon veya anapara ödemelerinin yapılamaması veya yapılamayacağının öngörülmesi durumunda yapılabileceği yönünde bkz. Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, Turkcell BASK.

⁴⁹⁰ Bu kapsamda tek süre belirten örnekler için bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, Turkcell BASK, YKB OZK BASK, İYMD BASK. İki farklı asgari süre belirten örnekler için bkz. Hektaş BASK, İnfö BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

KAP üzerinden yapılmasıdır.⁴⁹¹ Ek olarak, ihraççının internet sitesinde duyurulacağı⁴⁹² ve borçlanma aracı sahiplerinin iletişim bilgileri varsa SMS ve e-posta gönderilebileceğinin düzenlendiği⁴⁹³ örnekler de bulunmaktadır. İzahname veya ihraç belgesinde ayrıca belirtilmese bile çağrının SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeleri kapsamında duyurulması gerekliliği unutulmamalıdır. İzahname veya ihraç belgesinde ilave yöntemler belirlenmesi de mümkündür.

Çağrının içeriğinde asgari olarak bulunması gereken unsurlar, çağrının hangi tertip borçlanma aracına ilişkin yapıldığı, Tertip BASK toplantısının nerede, ne zaman, ne şekilde yapılacağı ve toplantının gündemidir. İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin bir kısmında çağrıda gündeme yer verileceği⁴⁹⁴, bir kısmında ise asgari olarak toplantı yeri, tarihi ve saatinin belirtileceği⁴⁹⁵ ifade edilmiştir. Örneklerin bir kısmında, toplantının fiziken yapılması durumunda ihraççının merkez adresinde veya yönetim merkezinin bulunduğu şehirde yapılacağı belirtilmiştir.⁴⁹⁶ Bu yönüyle incelenen örneklerin hiçbiri çağrının içeriğinde belirtilmesi gereken unsurları tam olarak saymamaktadır.

⁴⁹¹ Bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, Hektaş BASK, İinfo BASK, İYMD BASK, MBKF BASK, TAC BASK, Turkcell BASK, YKB OZK BASK.

⁴⁹² Bu yönde bkz. Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, MBKF BASK, Turkcell BASK.

⁴⁹³ Bu yönde bkz. Hektaş BASK, İinfo BASK, TAC BASK.

⁴⁹⁴ YKB OZK BASK, İYMD YBA BASK, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN.

⁴⁹⁵ Hektaş BASK, İinfo BASK, MBKF BASK, TAC BASK, Turkcell BASK.

⁴⁹⁶ Bkz. YKB OZK BASK, İYMD YBA BASK, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN.

ii. Çağrının Borçlanma Aracı Sahiplerince Yapılması

(1) Çağrının Yöntemi

İzahname ve ihraç belgesinin hazırlanmasına ilişkin kılavuzlarda, Tertip BASK'a ilişkin talebin ilgili borçlanma aracı sahiplerinden gelmesi durumu da ele alınmaktadır. Bu kapsamda kılavuzlardan anlaşıldığı üzere, izahname veya ihraç belgesinde borçlanma aracı sahiplerinin Tertip BASK'a ilişkin çağrıyı doğrudan kendileri yapmaları veya Tertip BASK çağrısında bulunulmasını ihraççının yönetim kurulundan talep etmeleri öngörülebilecektir. Anılan ilk duruma ilişkin olarak kılavuzlarda; çağrının ne şekilde ve asgari hangi unsurlarla yapılacağı, çağrıda bulunabilmek için borçlanma aracı sahiplerinin ilgili tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının en az yüzde kaçına sahip olmaları gerektiği, gündemin asgari içeriği, toplantı sekretaryasının kim tarafından yürütüleceği, toplantı giderlerinin kim tarafından karşılanacağı ve toplantıya kimlerin katılabileceği gibi hususların belirtilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Tertip BASK çağrısının ilgili borçlanma aracı sahipleri tarafından yapılması durumunda ihraççının derhal bilgilendirilmesi gerekliliği vurgulanmakta, bu bilgilendirme üzerine SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen yerlerde ihraççı tarafından toplantı çağrısının kamuya duyurulması gerekliliğinin altı çizilmektedir. Kılavuzlarda belirtildiği üzere, izahname veya ihraç belgesinde, borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine Tertip BASK çağrısını her hâlükârda ihraççının yönetim kurulunun yapması öngörülebilecektir. Bu durumda, ihraççının yönetim kuruluna bu talebi iletebilecek borçlanma aracı sahiplerinin ilgili tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının en az yüzde kaçına sahip olması gerektiği, ilgili her tertip borçlanma aracı

sahipleri tarafından bu oranın sağlanmasının zorunlu olup olmadığı,⁴⁹⁷ ihraççının yönetim kuruluna talebin ne şekilde iletileceği⁴⁹⁸ gibi hususların ilgili izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği öngörülmüştür.

İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin çoğunluğunda Tertip BASK çağrısının bizatihi borçlanma aracı sahipleri tarafından yapılması öngörülmemiş, her hâlükârda borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine ihraççının yönetim kurulu aracılığıyla çağrının gerçekleştirilmesi gerektiği ifade edilmiştir.⁴⁹⁹ Çağrının borçlanma aracı sahipleri tarafından veya onların talebi üzerine yapılması hâllerinde ihraççının yönetim kurulunun sürece dâhil olması kaçınılmazdır. Ancak, çağrının yönetim kurulu tarafından yapılmasından farklı olarak yönetim kurulu inisiyatif alamayacak olup yalnızca gerekli şartların sağlanması koşuluyla mekanik bir şekilde gereklilikleri yerine getirecektir.

Borçlanma aracı sahipleri tarafından Tertip BASK çağrısının yapılmasına ilişkin talebin ihraççıya yazılı olarak⁵⁰⁰ ya da noter aracılığıyla⁵⁰¹ iletilmesi gerektiğini belirten örnekler bulunmaktadır. Ayrıca, söz konusu örneklerin bazılarında yazılı olarak ya da noter aracılığıyla yapılacak bildirimin, varsa BAST aracılığıyla ihraççıya

⁴⁹⁷ Bu durum, yalnızca birden fazla tertip borçlanma aracı sahiplerinin oluşturacağı bir Tertip BASK söz konusu olacaksa gündeme gelebilir.

⁴⁹⁸ Talebin ıslak imzalı ya da noter onaylı olarak iletilmesi gibi şekil şartlarıyla birlikte talebin kim tarafından iletileceği de belirtilmelidir. Kılavuzlarda talebi iletebilecekler örnek olarak borçlanma aracı sahibinin şahsen, yetkili kuruluşlar aracılığıyla veya BAST aracılığıyla iletilmesi gösterilmiştir.

⁴⁹⁹ Bu yönde bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, TAC BASK, Turkcell BASK, YKB OZK BASK, İfo BASK, İYMD BASK. Buna karşın, çok açık olmamakla birlikte ihraç belgelerinden iki tanesinde borçlanma aracı sahiplerinin bizatihi çağrı yapabileceği anlaşılmaktadır. Bu yönde bkz. Hektaş BASK, MBKF BASK.

⁵⁰⁰ Bkz. Hektaş BASK, TAC BASK.

⁵⁰¹ Bkz. İfo BASK, İYMD BASK, MBKF BASK, Turkcell BASK, YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

iletilebileceği de düzenlenmiştir.⁵⁰² İhraççıya yapılan bildirim üzerine ihraççının yönetim kurulu, belirli bir süre içerisinde,⁵⁰³ çağrı yönetim kurulu tarafından gerçekleştirildiğinde hangi yöntemle yapılacaksa o yöntemle⁵⁰⁴ Tertip BASK'ı toplantıya davet edecektir.

(2) Çağrıda Bulunabilmek İçin Gerekli Oran

İlgili tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının asgari olarak belirli bir oranına sahip olanların, Tertip BASK çağrısında bulunabileceği incelenen örneklerde düzenlenmiştir. Bu kapsamda asgari olarak belirlenen oranların, ilgili tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının %20'si⁵⁰⁵, %50'si⁵⁰⁶ ve üçte ikisi⁵⁰⁷ olarak belirlendiği örnekler bulunmaktadır. Geçerli bir Tertip BASK kararından bahsedebilmek için ihraççının yönetim kurulunun, usulüne göre alınan Tertip BASK kararını usulünce onaylaması gerektiğinden ve giderlerin çağrıda bulunan borçlanma aracı sahipleri tarafından karşılanması izahname veya ihraç belgesinde öngörülebileceğinden çağrıda bulunabilecek asgari borçlanma aracı sahipliği oranını düşük tutmak isabetli olacaktır. Nitekim, Tertip BASK kararının alınması için BASK Tebliği m. 4/2'de varsayılan olarak aranan görece yüksek bir oranın,⁵⁰⁸ Tertip BASK

⁵⁰² Bkz. YKB OZK BASK, İYMD BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵⁰³ Örneklerde, ihraççıya talebin iletilmesinden itibaren beş iş günü (Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, İfo BASK, Turkcell BASK) ya da 10 iş günü (Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, İYMD BASK, YKB OZK BASK) içerisinde çağrının yapılması düzenlenmektedir.

⁵⁰⁴ Bkz. §4.II.B.1.b.i Çağrının İhraççının Yönetim Kurulu Tarafından Yapılması.

⁵⁰⁵ Bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, YKB OZK BASK, İYMD BASK.

⁵⁰⁶ Bkz. Hektaş BASK, MBKF BASK, TAC BASK. Söz konusu örneklerde tüm borçlanma aracı sahiplerinin oluşturacağı BASK'tan bahsedilmekle birlikte Tertip BASK ve Genel BASK dışında böyle bir BASK söz konusu olamayacaktır. Bu konuda bkz. §4.I.D BASK'ın Oluşumu.

⁵⁰⁷ Bkz. İfo BASK, Turkcell BASK, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN.

⁵⁰⁸ Bu oran ilgili tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının üçte ikisidir.

toplantısı çağrısında bulunabilmek için de aranması, söz konusu olanağın kullanılmasını son derece güçleştirmektedir. Aksine, aranan oranın çok düşük tutulması da herhangi bir kararın alınma ihtimalinin düşük olduğu toplantılar için çağrı yapılmasına zemin oluşturacaktır. Bu nedenle, oranın %20 - %50 aralığında belirlenmesi makul gözükmemektedir.

iii. Çağrının BAST Tarafından Yapılması

Tertip BASK çağrısının BAST tarafından yapılabileceğine ilişkin BASK Tebliği'nde açık bir düzenleme bulunmamakla birlikte, BASK Tebliği m. 5/3'te vurgulandığı üzere BAST'ın görev ve yetkileri izahname veya ihraç belgesinde düzenlenecektir.⁵⁰⁹ Bu doğrultuda, izahname veya ihraç belgesinde BAST'ın yetkilerine ilişkin belirlemeler doğrultusunda BAST'ın Tertip BASK için toplantı çağrısı yapabilme yetkisi ve görevi söz konusu olabilir. İncelenen ihraç belgesi örneklerinden bir kısmında BAST'ın Tertip BASK çağrısında bulunabileceği düzenlenmiştir.⁵¹⁰

c. Gündem

Gündemin, çağrıda bulunan tarafından belirlenmesi çağrıda bulunma yetkisinin zorunlu bir yansımasıdır. Yönetim kurulu aracılığıyla çağrıda bulunuyor olsalar bile borçlanma aracı sahiplerinin veya BAST'ın yönetim kuruluna iletecekleri talebin gündemi içermesi beklenir. Çağrının yönetim kurulu tarafından yapılması durumunda gündemin içeriğine ilişkin incelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinde iki temel yaklaşım benimsenmektedir. Örneklerden bir kısmında gündem

⁵⁰⁹ BAST'a ilişkin bkz. §4.V Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi.

⁵¹⁰ Bu yönde bkz. Hektaş BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

maddeleri peşinen ortaya konmuş⁵¹¹ diğer bir kısmında⁵¹² ise gündemin ihraççının yönetim kurulu tarafından hazırlanacağı belirtilmiştir. Bazı örneklerde ise Tertip BASK'ın gündeminin içeriğine veya içeriğinin nasıl belirleneceğine ilişkin hiçbir ifadeye yer verilmemiştir.⁵¹³ Bunlar, BASK Tebliği m. 6/5'te gündemin belirlenmesine ilişkin hususların izahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi kuralıyla uyumlu olmamasına rağmen SPK tarafından onaylanmışlardır.

Tertip BASK toplantılarının bir gündemi olması ve bu gündemin toplantıdan önce duyurulması gerekliliği BASK Tebliği m. 6/5 hükmü ile BASK Tebliği EK-2'deki "Vekaletname Formu Örneği"nden anlaşılmaktadır. Tertip BASK toplantıları açısından gündemle bağlılık ilkesinin⁵¹⁴ benimsendiğine ilişkin ne SPKn m. 31/A'da ne de BASK Tebliği'nde açık bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak, borçlanma aracı sahibinin Tertip BASK toplantısına katılıp katılmayacağı, bizzat mı yoksa vekili aracılığıyla mı katılacağı, vekilin kim olacağı, vekile hangi yönde talimat vereceği ve toplantıda oylanacak hususlarda ne yönde oy kullanacağına ilişkin kararları verebilmesi için gündemle bağlılık ilkesinin varlığı kabul edilmelidir. Aksi hâlde, borçlanma araçları sahipleri açısından çeşitli olumsuzluklar yaşanabilmesi muhtemeldir. Örneğin, gündemde belirtilmeyen bir hususun görüşülmesine toplantı esnasında karar verilmesi durumunda toplantıdaki vekil, ilgili borçlanma aracı sahibinin talimatını hemen alamayabileceği gibi bizzat katılan bir borçlanma aracı

⁵¹¹ Bu yönde bkz. YKB OZK BASK, İYMD YBA BASK, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN. Örneklerde sayılan belirtilebilecek gündem maddeleri; faiz vadelerinin uzatılması, faiz veya anapara miktarının indirilmesi, ödeme şartlarının değiştirilmesi, itfa süresinin uzatılması ve itfa şartlarının değiştirilmesi olarak belirtilmiştir.

⁵¹² Bu yönde bkz. Hektaş BASK, İnfö BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

⁵¹³ Bkz. Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, Turkcell BASK.

⁵¹⁴ Bu ilke, anonim şirket genel kurul toplantıları açısından TTK m. 413/2'de ifadesini bulmaktadır.

sahibinin de konuyla ilgili değerlendirmelerini enine boyuna yapması, konunun uzmanı olan kişilerin görüşlerini alması toplantı esnasında mümkün olmayacaktır.

Gündemde yer almayan hususların Tertip BASK toplantısında görüşülemeyeceği izahname ve ihraç belgesi örneklerinin yalnızca bir kısmında⁵¹⁵ ifade edilmiştir. Ancak böylesi ifadeleri içermeyen izahnameler ve ihraç belgeleri için de gündemde yer almayan hususların toplantıda görüşülemeyeceğinin kabulü gerekmektedir.

d. Toplantı Sekreteryası ve Giderleri

Her ne kadar BASK Tebliği m. 6/5'te toplantı sekreteryasının kim tarafından üstlenileceğine ilişkin belirlemenin izahname veya ihraç belgesinde yapılması gerekliliği vurgulanmışsa da incelenen örneklerin bir kısmında bu yönde herhangi bir belirleme yapılmamıştır.⁵¹⁶ Toplantı sekreteryasına ilişkin belirlemenin yapıldığı örneklerin çoğunluğunda çağrının kim tarafından yapıldığından bağımsız olarak toplantı sekreteryasının ihraççı veya ihraççının görevlendireceği kişilerce yerine getirileceği belirtilmiştir.⁵¹⁷ Toplantı sekreteryasının her durumda ihraççı tarafından üstlenilmesi akla yatkın olan çözümdür.

Tertip BASK giderlerine ilişkin belirlemenin, çağrıda bulunanın kim olduğuna bağlı şekilde farklılaştırılması mümkündür. Toplantı çağrısının ihraççının yönetim kurulu tarafından yapılması durumunda, toplantı giderlerinin ihraççı

⁵¹⁵ Bkz. Turkcell BASK, YKB OZK BASK, İYMD YBA BASK, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN.

⁵¹⁶ Bu belirlemenin yapılmadığı izahname ve ihraç belgelerinin SPK tarafından onaylanmış olması düşündürücüdür. Bu örnekler için bkz. YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB OZK BASK.

⁵¹⁷ Bkz. Hektaş BASK, İfo BASK, MBKF BASK, TAC BASK, İYMD YBA BASK, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN.

tarafından karşılanması makul olan yaklaşımdır. Nitekim, incelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin büyük çoğunluğunda bu yönde belirleme yapılmıştır.⁵¹⁸ Çağrının borçlanma aracı sahipleri tarafından yapılması durumunda ilgili Tertip BASK toplantısına ilişkin giderlerin çağrıda bulunan borçlanma aracı sahipleri⁵¹⁹ ya da ihraççı tarafından⁵²⁰ karşılanması öngörülebilecektir. Benzer şekilde bir belirleme, BAST'ın çağrısı üzerine gerçekleşen Tertip BASK toplantıları için de yapılabilir. BAST'ın Tertip BASK'ı toplantıya çağırma ihtimali BASK Tebliği'nde veya kılavuzlarda açıkça düzenlenmediğinden incelenen örneklerde çağrının BAST tarafından gerçekleştirilmesinde giderlerin kim tarafından karşılanacağı ayrıca düzenlenmemiştir. Çağrının BAST tarafından gerçekleştirildiği durumda eğer izahname veya ihraç belgesinde ayrıca bir belirleme yapılmamışsa giderlerin, çağrı borçlanma aracı sahiplerince yapılmış olsaydı kim karşılayacaktıysa o kişiler tarafından karşılanması gerektiği kabul edilmelidir.⁵²¹

Sekretaryanın kim tarafından üstlenileceğinin veya giderlerin kim tarafından karşılanacağını ilgili Tertip BASK kararına bırakılması sakıncalıdır.⁵²² Nitekim, usulüne göre toplantıya davet edilen Tertip BASK'ın toplantı veya karar

⁵¹⁸ Bu yönde bkz. Hektaş BASK, İnfö BASK, MBKF BASK, TAC BASK, İYMD YBA BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵¹⁹ Bu yönde bkz. Hektaş BASK, MBKF BASK, TAC BASK. ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN ve İYMD BASK giderlerin borçlanma aracı sahiplerinden (çağrıda bulunan veya bulunmayan ayrımı yapılmaksızın) karşılanmasına ilişkin yöntem ve esasların ilgili BASK kararında belirleneceği belirtilmektedir. Ancak bu belirleme sorunlu olabilecek niteliktedir.

⁵²⁰ Bu yönde bkz. YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵²¹ Nitekim, BAST'ın borçlanma aracı sahiplerinin çıkarlarını koruma yükümlülüğü ve borçlanma aracı sahiplerinin BAST'ı görevden alma olanakları bu durumu doğrular niteliktedir. Ayrıntılı bilgi için §4.V Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi.

⁵²² Böylesi örnekler için bkz. Turkcell BASK. Ayrıca benzer şekilde İYMD BASK, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN giderlerin borçlanma aracı sahiplerinden (çağrıda bulunan veya bulunmayan ayrımı yapılmaksızın) karşılanmasına ilişkin yöntem ve esasların ilgili BASK kararında belirleneceğini belirtmektedir.

nisaplarını karşılayamaması ihtimal dâhilinde olduğundan, bir karar alınamaması nedeniyle sekretaryanın kim tarafından üstlenileceği, giderlerin kim tarafından karşılanacağı da muallakta kalacaktır. Böyle belirsizliklerin yaşanması durumunda, sekretarya veya giderlerin ihraççı tarafından üstlenileceğinin kabulü gerekir. Bu konuda izahname veya ihraç belgesinde belirleme yapma serbestisine sahip olan ihraççının, yaşanacak durumları gerektiği gibi öngörmeyerek böylesi durumların ortaya çıkmasına izahname veya ihraç belgesinde ortaya koyduğu düzen ile neden olmasının etkilerini kendisinin gidermesi doğru olacaktır.

2. Toplantıya Katılabilecekler

a. Genel Olarak

Borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerin tamamının kayden ihraç edilmesi esastır. Bu kapsamda, türü ve satış yönteminden bağımsız olarak borçlanma araçlarına ilişkin kayıtlar MKK nezdinde MKS üzerinde tutulmaktadır.⁵²³ Bu doğrultuda, BASK toplantısına katılma hakkı olan, kaydi olarak var olan borçlanma araçlarının sahiplerinin ferden belirlenebilmesi gerekmektedir. BASK Tebliği m. 6/2

⁵²³ Detayları için bkz. 0

SPKn m. 3/1/o hükmündeki menkul kıymet tanımında menkul kıymetler esasen iki grup şeklinde sayılmıştır. Bunlardan ilki pay ve pay benzeri menkul kıymetlerken diğeri ise borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerdir. TTK'da ise "Menkul Kıymetler" başlıklı bölüm altında pay ve borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler yanında m. 502-503 hükümlerinde intifa senetleri düzenlenmiştir. İntifa senetlerinin, SPKn m. 3/1/o hükmündeki iki tür menkul kıymet grubundan hangisinin kapsamında değerlendirileceği netleştirilmelidir. Her ne kadar intifa senetleri çeşitli açılardan borçlanma araçlarına benzerlik gösterebilseler de intifa senetlerini borçlanmayı temsil eden menkul kıymet türlerinden biri olarak değerlendirmek isabetli değildir. Çeşitli intifa senedi türleri arasında özellikle katılma intifa senetleri nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilmeleri dolayısıyla borçlanma araçlarına benzerlik göstermektedir. Ancak, Pay Tebliği m. 4/1/k hükmündeki katılma intifa senedi tanımında açıkça belirtildiği üzere, katılma intifa senetleri pay benzeri menkul kıymetlerdir. Bu nedenle menkul kıymet olsalar da intifa senetleri borçlanmayı temsil eden menkul kıymetlerden birisi olarak değerlendirilemezler.

Kaydi Menkul Kıymet Olarak Borçlanma Araçları.

hükmüne göre BASK toplantısına katılabilecekler listesi MKK'nın sağladığı liste⁵²⁴ uyarınca ihraççının yönetim kurulu tarafından hazırlanır.⁵²⁵ BASK Tebliği m. 6/6 uyarınca, gerekli görülen hâllerde SPK, BASK toplantılarına gözlemci gönderebilecektir. Ayrıca, BASK Tebliği m. 6/4'e göre oy hakkı olmayan borçlanma aracı sahiplerinin, toplantıya katılabileceklerinin ancak oy kullanamayacaklarının kabulü gerekir.⁵²⁶

Toplantıya kimlerin katılabileceği ve vekalet vermeye ilişkin hususlar, BASK Tebliği m. 6/5'te izahname veya ihraç belgesinde belirlenecekler arasında sayılmıştır. İzahname ve ihraç belgesine ilişkin kılavuzlarda, toplantıya kimlerin katılabileceğinin belirtileceğinin altı çizilmiş,⁵²⁷ "BASK toplantısına katılıma ilişkin bilgiler" başlığı altında BASK toplantılarına aslen veya vekaleten katılıma ilişkin esasların ihraççı tarafından belirleneceği ve bu belirlemede SPK'nın II-30.1 sayılı Tebliği⁵²⁸ hükümlerine atıf yapılabileceği vurgulanmıştır.⁵²⁹

⁵²⁴ Hükümde, MKK'nın bu listenin alınmasına ilişkin usul ve esasları saptayacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda MKK İş ve İşlem Yönergesi'nde ihraççı şirketlerin SPK'ya olan yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri amacıyla MKK'ya yazılı olarak veya elektronik ortamda başvurarak yatırımcı listelerini isteyebileceği belirtilmiştir. Bu listelerin asgari içeriğinde yatırımcının adı soyadı veya unvanı, T.C. kimlik numarası veya vergi kimlik numarası, grup kodu, ISIN kodu ve itibari değerın yer alması gerektiği belirtilmiştir. Merkezi Kayıt Kuruluşu, par. 1.1.2.13. Pay sahipleri listesinin alınma yöntemi ve zamanı konusunda ayrıntılı düzenlemeler yapılmakla birlikte benzer şekilde ayrıntılı düzenlemeler borçlanma aracı sahiplerinin belirlenmesi açısından benimsenmemiştir. Pay sahipleri listesine ilişkin MKK düzenlemeleri için bkz. Merkezi Kayıt Kuruluşu, par. 1.4.2-1.4.4.

⁵²⁵ İzahname ve ihraç belgesi hazırlanmasına ilişkin kılavuzlarda da esasen bu durum vurgulanmakta; ilgili borçlanma aracı sahiplerine ilişkin kişisel verilerin yalnızca bu amaçla sınırlı olarak ihraççıya verileceğinin altı çizilmektedir. Buna ilişkin bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.4; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.4; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 7. Söz konusu hususlar, ilgili kılavuzlarda kalın harflerle belirtildiği için izahname veya ihraç belgesinde olduğu gibi yer alması gerekmektedir.

⁵²⁶ Oy hakkı olmayan borçlanma aracı sahipleri için bkz. §4.II.B.3.d.iii Nisapların Hesaplanması.

⁵²⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.ç, 4.14.1.d; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, s. 12.1.ç, 12.1.d; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 5.

⁵²⁸ Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği (II-30.1) (RG 24.12.2013/28862).

⁵²⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.4; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.4; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 7.

Bu çerçevede, incelenen izahnameler ve ihraç belgelerinde iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki, bu kısımda yalnızca⁵³⁰ toplantıya katılımda vekaleten katılıma ilişkin II-30.1 sayılı Tebliğ hükümlerinin uygulanacağını belirtmekle yetinmektedir.⁵³¹ Diğer yaklaşımdaki izahnameler ve ihraç belgeleri⁵³² ise anılan tebliğ hükümlerine atıf yapmanın yanında belirli hususları açıkça ifade etmektedirler.⁵³³ Buna göre, ihraççı yönetim kurulu tarafından oluşturulan toplantıya katılabilecekler listesinde adı bulunan borçlanma aracı sahipleri veya temsilcisi veya vekili dışındakilerin toplantıya katılamayacağı belirtilmiştir. Vekil aracılığıyla katılım sağlayan borçlanma aracı sahiplerinin ayrıca asaleten toplantıya katılamayacağı düzenlenmiştir. Ayrıca, vekilin katılabilmesi için BASK Tebliği ekindeki içerikte hazırlanmış ve noter onaylı vekaletnamenin, tüzel kişi temsilcisinin yetki belgesinin ve kim katılırsa katılsın gerekli şartları taşıyan kimlik belgelerinin ibraz edilmesi gerektiği vurgulanmıştır. İhraççı veya ilişkili tarafların sahip oldukları borçlanma araçlarının oy hakkı sağlamayacağı ve nisapların hesaplanmasında dikkate alınmayacağı da ifade edilmiştir.⁵³⁴ İzahname veya ihraç belgesinde öngörülen bu başlık altında ifade edilmemekle birlikte BASK toplantısına iştirak edebileceklerin BASK toplantısına katılabilecekler listesinde adı bulunan borçlanma aracı sahipleri, bunların vekilleri, ihraççının belirlediği yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri ile belirlenmişse ilgili BAST katılabilecektir.⁵³⁵ Örneklerin bazılarında yönetim

⁵³⁰ Matbu olarak tüm izahname ve ihraç belgelerinde bulunması öngörülen bölüm dikkate alınmamıştır.

⁵³¹ Bkz. Hektaş BASK, İno BASK, MBKF BASK, TAC BASK, Turkcell BASK, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN.

⁵³² Bkz. YKB OZK BASK, İYMD BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, İSNK BASK İBD, İSNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵³³ Bu hususların tamamı söz konusu izahnameler ve ihraç belgelerinin hepsinde ortak olarak bulunmaktadır.

⁵³⁴ Bu konuda bkz. §4.II.B.3.d.iii Nisapların Hesaplanması.

⁵³⁵ Bkz. Turkcell BASK, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN.

kurulunun Tertip BASK çağrısı yapmasına ilişkin bölümde Tertip BASK'a katılma ve oy kullanma hakkının borçlanma aracı sahibine veya usulünce yetkilendirilen vekiline ait olduğu vurgulanmıştır.⁵³⁶

b. İntifa Hakkı Sahiplerinin Durumu

TMK m. 794'te belirtildiği üzere intifa hakkı; hak konusu eşya, hak ya da malvarlığı üzerinde tam yararlanma olanağı sağlamaktadır. Hükümde de açıkça belirtildiği üzere intifa hakkı, haklar üzerinde de tesis edilebilmektedir.⁵³⁷ İntifaya konu olan hakkın devredilebilir nitelikte ve yararlanmaya elverişli olması gerekir.⁵³⁸ Bu doğrultuda, ayrıca herhangi bir açık kanun hükmüne ihtiyaç duyulmaksızın borçlanma araçlarının intifa hakkına konu olabileceğinin kabulü gerekmektedir.⁵³⁹ Nitekim, MKK'nın MKS'ye ilişkin düzenlemelerinde de kaydi menkul kıymetlerin intifa hakkına konu olması öngörülmüştür.⁵⁴⁰

Borçlanma aracının intifa hakkına konu olması durumunda, BASK toplantılarında oy hakkı sahibinin kim olduğu cevaplanması gereken bir sorudur.

⁵³⁶ Bkz. Turkcell BASK, YKB OZK BASK, İYMD YBA BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵³⁷ Bir hak üzerinde tesis edilen intifa hakkının niteliği öğretide tartışmalıdır. Böylesi intifa haklarının aynı hak olduklarına ilişkin bkz. Sirmen, Eşya, s. 543. Aynı hak olmayıp mutlak hak olduklarına ilişkin bkz. Köprülü, B. ve Kaneti, S.: Sınırlı Aynî Haklar, 2. Baskı, İstanbul 1982, s. 105-106; Nomer ve Ergüne, par. 1677. Üzerinde kuruldukları hak ile aynı nitelikte olduklarına ilişkin bkz. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3046. Ayrıca bkz. Gürsoy, K.T., Eren, F., ve Cansel, E.: Türk Eşya Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1984, s. 836-837.

⁵³⁸ Nomer ve Ergüne, par. 1600, 1676; Sirmen, Eşya, s. 543; Köprülü ve Kaneti, s. 106; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3044; Gürsoy, Eren, ve Cansel, s. 835-836; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 682-683; Kendigelen, A.: Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994, s. 33. Yalnızca devredilebilir özellikte olmasını vurgulayan yaklaşım için bkz. Kılıçoğlu, A.M.: Eşya Hukuku, Ankara 2021, par. 2970. § 1069(2) BGB'de devredilebilir olmayan bir hak üzerinde intifa hakkı kurulamayacağı hükme bağlanmıştır.

⁵³⁹ Anonim şirket payının intifa hakkına konu olabileceği TTK m. 432/2, 492/2, 499 hükümlerinden anlaşılabile de borçlanma araçları bakımından böylesi hükümler mevcut olmadığı gibi borçlanma araçlarının intifa hakkına konu olabilmesi açısından gerekli de değildir.

⁵⁴⁰ Bkz. Merkezi Kayıt Kuruluşu, par. L.3, M. Ancak belirtmek gerekir ki pay üzerindeki intifa hakkına ilişkin MKK kurallarındaki düzenlemeler diğer tür menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelerden görece daha ayrıntılıdır.

Borçlanma aracı gibi menkul kıymet niteliğinde olan ve oy hakkının gündeme geldiği anonim şirket payının intifa hakkına konu olması durumunda, aksi belirtilmedikçe oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olduğu eTTK m. 360/4'le aynı yönde TTK m. 432/2'de düzenlenmiştir.⁵⁴¹ Ayrıca İsviçre hukukunda da intifa hakkına konu olan borçlanma araçlarından doğan oy hakkının intifa hakkı sahibi veya vekili tarafından kullanılacağı İsvBK m. 1167/1'de açık şekilde ifade edilmiştir.⁵⁴² İntifa hakkı sahibi ile borçlanma aracı sahibi arasındaki menfaat dengesini kurmak amacıyla hükümde ayrıca, oy hakkını kullanırken borçlanma aracı sahibinin çıkarlarını gerektiği gibi dikkate almayan intifa hakkı sahibinin, bu nedenle borçlanma aracı sahibinin uğrayacağı zararlardan sorumlu olduğu düzenlenmiştir.⁵⁴³ İntifa hakkı sahibinin oy hakkını uygunsuz veya kötüye kullanması durumlarında sorumluluğun doğacağı belirtilmekle birlikte bu durumun intifa hakkı sahibinin öncelikle kendi menfaati doğrultusunda oy hakkını kullanmasını dışlamadığı ifade edilmektedir.⁵⁴⁴

Türk hukukunda borçlanma araçlarının intifa hakkına konu olması durumunda oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olduğu, yukarıdaki örneklerdekinden farklı olarak bu konuda açık hüküm bulunmaması dolayısıyla ancak intifa hakkına

⁵⁴¹ TTK m. 432/2'de eTTK m. 360/4'ten farklı olarak tarafların bunun aksini kararlaştırabileceği açık olarak belirtilmiştir. Paydan doğan oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olduğunun aksinin esas sözleşme ile kararlaştırılabileceğine ilişkin bkz. Moroğlu, E.: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 9. Baskı, İstanbul 2020, s. 120.

⁵⁴² Borçlanma aracı sahiplerinin oy hakkına ilişkin kuralın temelde İsvBK m. 690/2'de düzenlenen paydan doğan oy hakkının genel kurulda intifa hakkı sahibi tarafından kullanılması kuralıyla aynı olduğuna ilişkin bkz. Reutter ve Steinmann, par. Art. 1157 OR 2; Kuhn, H.: *Art. 1167 OR*, içinde GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere - Bucheffektengesetz Art. 772-1186 OR und BEG, ed. Vito Roberto ve Hans Rudolf Trüb, 3. Baskı, CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Zürich, Basel, Genf 2016, par. 1.

⁵⁴³ Benzer yaklaşım, pay üzerinde kurulan intifa hakkına ilişkin TTK m. 432/2'de benimsenmiştir.

⁵⁴⁴ Reutter ve Steinmann, par. Art. 1167 OR 2; Lang, C. ve Klöti, U.: *Art. 1167 OR*, içinde OR Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, ed. Jolanta Kren Kostkiewicz vd., 4. Baskı, OFK - Orell Füssli Kommentar, Zürich 2023, par. 1. Bu kapsamda intifa hakkı sahibi, örneğin elde edeceği faiz gelirin artması için anaparanın ödeneceği vadenin ertelenmesi doğrultusunda oy kullanabilir.

ilişkin genel hükümlerde buna hukuki dayanak bulunması durumunda söylenebilecektir. Bu kapsamda, kanunda açık bir belirleme olmasaydı intifa hakkına konu olan paydan doğan oy hakkının kime ait olacağına ilişkin Kendigelen tarafından yapılan değerlendirmeler⁵⁴⁵ ve İsviçre hukukundan farklı olarak bu konuda doğrudan kanuni bir belirleme yapmayan Alman hukuku ve öğretisinin yaklaşımları yol göstericidir.

Alman hukukunda, borçlanma aracının intifa hakkına konu olması durumunda borçlanma aracından doğan oy hakkının intifa hakkı sahibine değil borçlanma aracı sahibine ait olduğu öğretilde çoğunluk tarafından kabul edilmektedir.⁵⁴⁶ Ancak, intifa hakkı sahibinin menfaatleri göz önünde bulundurularak intifa hakkı sahibinin borçlanma aracı sahibiyle arasındaki iç ilişkide oy hakkının kullanımına ilişkin söz sahibi olduğu vurgulanmakta ve intifa hakkı sahibinin rızasının oylamadan önce alınması gerektiği ifade edilmektedir.⁵⁴⁷ Borçlanma aracı sahibinin oyunu, intifa hakkı sahibinin rızasının aksine kullanması durumunda ise kullanılan oyun geçerliliği etkilenmeyecek ancak intifa hakkı sahibi açısından nisbi etkisizlik söz konusu olacak ve intifa hakkı sahibinin bundan doğan zararları varsa borçlanma aracı sahibinin sorumluluğu gündeme gelecektir.⁵⁴⁸ Bir diğer görüş ise § 1077(1) BGB

⁵⁴⁵ Bu değerlendirme için bkz. Kendigelen, İntifa Hakkı, s. 210-248.

⁵⁴⁶ Birke, K.: § 6 SchVG, içinde SchVG: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen Kommentar, ed. Thorsten Reinhard ve Alexander Schall, 2020, par. 8; Schmidtbleicher, R.: § 6 SchVG, içinde Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, ed. Markus J. Friedl ve Mauricio Hartwig-Jacob, Frankfurt am Main 2013, par. 12; Röh, L.: SchVG § 6, içinde beck-online.GROSSKOMMENTAR SchVG, ed. Johannes Köndgen, München 2023, par. 19; Bliesener ve Schneider, par. § 6 SchVG 3. Bu sonuca esasen §§ 1077-1079 BGB hükümlerinin mefhumu muhalifinden (*argumentum e contrario*) ulaşıldığına ilişkin bkz. Röh, § 6, par. 19. Taraflarca oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olacağının kararlaştırılabileceğine ilişkin bkz. Schmidtbleicher, par. 12.

⁵⁴⁷ Schmidtbleicher, par. 12; Röh, § 6, s. 19. Bu durumun §§ 1083, 1071 BGB dolayısıyla borçlanma aracı sahibiyle intifa hakkı sahibinin birlikte yönetim mecburiyetinden kaynaklandığına ilişkin bkz. Schmidtbleicher, par. 12.

⁵⁴⁸ Birke, § 6, par. 8; Schmidtbleicher, par. 12; Röh, § 6, par. 19.

hükmü dolayısıyla gerek borçlanma aracı sahibinin gerekse de intifa hakkı sahibinin diğerinden bağımsız (diğerinin rızasına gerek duymaksızın) ve her ikisi adına hareket edebileceğini savunmaktadır.⁵⁴⁹ Bu görüşe göre hem borçlanma aracı sahibi hem de intifa hakkı sahibi oy kullanır ve bu oylar farklı yönlerde olursa ilgili borçlanma aracından doğan oy çekimser sayılacaktır.⁵⁵⁰

Borçlanma aracının intifa hakkına konu olması durumunda ilgili borçlanma aracından doğacak oy hakkının kime ait olacağına ilişkin gündeme gelebilecek ihtimaller çok çeşitlidir. Bu kapsamda; oy hakkının donması, intifa hakkı ya da borçlanma aracı sahibinin tek başına oy hakkına sahip olması, oy hakkının birlikte kullanılması ve alınacak kararın içeriğine bağlı olarak oy hakkının borçlanma aracı sahibi ile intifa hakkı sahibi arasında bölünmesi gibi ihtimaller düşünülebilir.⁵⁵¹ Oy hakkının kullanılmasının yasal olmayan şekilde engellenmesi nedeniyle oy hakkının donması, uygulama kabiliyetlerinin olmaması ve hukuk güvenliğini zedelemesi sakıncası dolayısıyla da birlikte oy hakkı ve oy hakkının bölünmesi seçenekleri çözüm getirmekten uzaktır.⁵⁵² Bu nedenle, ya intifa hakkı sahibinin ya da borçlanma aracı sahibinin tek başına oy hakkına sahip olacağı çözümlerden birisi tercih edilmelidir.⁵⁵³ Oy hakkının; intifa hakkının kapsamına girmesi durumunda intifa

⁵⁴⁹ Birisinin kullandığı oya diğerinin rızasının olmamasının oyun geçerliliğine etkisi olmasa da birbirlerine karşı sorumlulukları açısından önemli olduğuna ilişkin bkz. Thole, C.: § 6 *SchVG*, içinde Hopt/Seibt, *Schuldverschreibungsrecht*, ed. Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, par. 37. Ayrıca §§ 1076-1079 BGB hükümlerinin oy hakkını kapsamına almadığına bu nedenle bu yaklaşımın isabetsiz olduğuna ilişkin bkz. Röh, § 6, par. 19.

⁵⁵⁰ Thole, § 6, par. 37.

⁵⁵¹ Pay üzerinde intifa hakkı bağlamında bu ihtimallerin ayrıntılı değerlendirilmesi için bkz. Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 211-248.

⁵⁵² Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 235-236. Bu nedenle, Alman hukukunda azınlıkta olan hem borçlanma aracı sahibinin hem de intifa hakkı sahibinin oy kullanabileceğini belirten görüşün dışlanması isabetli olacaktır. Anılan görüş için bkz. Thole, § 6, par. 37.

⁵⁵³ Paydan doğan oy hakkı kapsamında bu yöndeki görüş için bkz. Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 236.

hakkı sahibine, aksi hâlde borçlanma aracı sahibine ait olduğunun kabulü gerekmektedir.

§§ 1068 vd. BGB hükümlerinin aksine, intifa hakkı konusunun bir hak olması durumunda uygulama alanı bulacak özel hükümler TMK’da esasen bulunmamaktadır. TMK m. 820-822 hükümlerinde alacak haklarına ilişkin özel düzenlemeler bulunsa da bunlar ne alacak haklarına ne de diğer herhangi bir tür hakka ilişkin yeterli düzenlemeler içermektedir. Bu nedenle, eşya üzerindeki intifa hakkı temel alınarak düzenlenen intifa hakkına ilişkin genel hükümlerin borçlanma araçları açısından da uygulanması gerekmektedir.⁵⁵⁴

TMK m. 683/1’de mülkiyet hakkı sahibinin eşya üzerinde kullanma (*usus*), yararlanma (*fructus*) ve tasarrufta bulunma (*abusus*) yetkilerine sahip olduğu düzenlenmiştir.⁵⁵⁵ Bir sınırlı ayni hak var olduğu müddetçe mülkiyet hakkı sınırlı ayni hakkın kapsamının gerektiği ölçüde sınırlanmaktadır.⁵⁵⁶ Sınırlı ayni haklar arasında, yararlanma yetkisi sağlayan haklar irtifak hakları olup bunlar içerisinde en geniş ve kapsamlı yararlanma yetkisini sağlayanı ise intifa hakkıdır.⁵⁵⁷ İntifa hakkı ise eşyayı mümkün olan her şekilde kullanma ve en kapsamlı biçimde eşyadan yarar sağlama yetkisini verir.⁵⁵⁸ İntifa hakkı, hak konusu üzerinde tam bir yararlanma yetkisi verdiğinden ve hakkın konusunun ekonomik yararlarını tamamen kapsadığından

⁵⁵⁴ Paya ilişkin aynı yaklaşım için bkz. Kendigelen, İntifa Hakkı, s. 27. Ayrıca borçlanma araçlarının hukuki niteliğine ilişkin bkz. §1.IV.A Menkul Kıymet Niteliği.

⁵⁵⁵ Bu yetkilerin mülkiyetin olumlu içeriğini oluşturduğu yönünde bkz. Nomer ve Ergüne, par. 597.

⁵⁵⁶ Sirmen, Eşya, s. 510. Benzer doğrultuda bkz. Kılıçoğlu, Eşya, par. 2950.

⁵⁵⁷ Serozan, Eşya, par. 158, 167, 1409; Antalya, O.G. ve Topuz, M.: Marmara Hukuk Yorumu - Eşya Hukuku Cilt: IV/1, 3. Baskı, Ankara 2019, par. 294-299; Sirmen, Eşya, s. 521; Aybay, R. ve Hatemi, H.: Eşya Hukuku, 4. Baskı, İstanbul 2014, par. §36 43; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 674.

⁵⁵⁸ Özen, B.: Türk Medeni Hukukunda Eşya Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 2008, s. 53-54.

malike sadece çıplak (kuru) mülkiyet kalmaktadır.⁵⁵⁹ Borçlanma aracının sağladığı oy hakkı ne hukuki anlamda bir semere ne de intifa hakkı konusunu kullanma yetkisi kapsamındaki bir kullanım faydasıdır.⁵⁶⁰

TMK m. 803/1’de intifa hakkı sahibinin yetkileri; hakkın konusu malı zilyetliğinde bulundurma, yönetme, kullanma ve ondan yararlanma şeklinde sayılmıştır. Bu kapsamda yönetim yetkisinin kapsamına nelerin girdiği kanunda açıkça belirtilmemişse de oy hakkının kullanılması, intifa konusu borçlanma aracından yararlanmaya yönelik bir yönetim işlemidir.⁵⁶¹ Bu nedenle, borçlanma aracından doğan ve BASK kararlarının alınmasında kullanılacak oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olduğunun kabulü gerekmektedir.

TMK m. 794/2’de intifa hakkının sağladığı tam yararlanma yetkisinin aksine bir düzenleme olabileceği belirtilmektedir. Dolayısıyla belirli yararlanmaların intifa hakkı dışında kalacağı kararlaştırılabilir.⁵⁶² Ancak, belirli yararlanma konularının intifa hakkının kapsamı dışında bırakılması durumunda dahi tarafların amacının yine de yararlanma yetkisini en geniş kapsamıyla intifa hakkı sahibine

⁵⁵⁹ Sirmen, Eşya, s. 539; Nomer ve Ergüne, par. 1592; Özen, İntifa Hakkı, s. 55; Aybay ve Hatemi, par. §36 43.

⁵⁶⁰ Röh, § 6, par. 19. Paya ilişkin yapılan bu belirlemeye ilişkin bkz. Kendigelen, İntifa Hakkı, s. 227-229.

⁵⁶¹ Benzer doğrultuda bkz. Schmidtbleicher, par. 12; Röh, § 6, par. 19. Bu durumun anonim şirket payına ilişkin değerlendirmesi için bkz. Kendigelen, İntifa Hakkı, s. 216. Kendigelen, intifa hakkı sahibine tanınan yönetim yetkisinin intifa hakkının konusu olan mala ilişkin olağan işlemlerle sınırlı olduğunu belirterek olağanüstü işlemlerde intifa hakkı sahibinin yönetim yetkisi olmadığını ifade etmektedir. Bu kapsamda yazar, paydan doğan oy hakkının yalnızca intifa hakkı konusu paydan doğan olağan yönetime ilişkin işlemlerle sınırlı olmaması ve çoğu zaman payın özdeğerini (cevherini) ilgilendirmesi dolayısıyla intifa hakkının içeriğindeki yönetim yetkisinin kapsamına girmediğini vurgulamaktadır. Anılan yaklaşım için bkz. Kendigelen, İntifa Hakkı, s. 231-233. Buna karşın, BASK’ın karar alabileceği konuların anonim şirket genel kuruluna göre çok daha sınırlı olmasının bir sonucu olarak BASK kararlarına ilişkin oy hakkının olağan yönetim işleri arasından değerlendirilmesi uygun olacaktır.

⁵⁶² Nomer ve Ergüne, par. 1592; Özen, İntifa Hakkı, s. 55.

aktarmak olması gerekmektedir.⁵⁶³ Taraflar, intifa hakkının özü ve niteliğine aykırı olmamak koşuluyla intifa ilişkisini sözleşme ile serbestçe düzenleyebilirler.⁵⁶⁴ Bu doğrultuda, borçlanma aracı üzerindeki intifa hakkı dolayısıyla sahip olunan yönetim yetkisi kapsamındaki oy hakkına ilişkin de taraflar belirleme yapabilecek ve BASK kararlarının alınmasına ilişkin oy hakkının borçlanma aracı sahibi tarafından da kullanılabileceğini kararlaştırabileceklerdir.⁵⁶⁵

3. Toplantının İdaresi, İşleyişi ve Nisaplar

a. Toplantının İdaresi ve İşleyişi

BASK Tebliği m. 6/4-5, m. 7/3 hükümlerinden anlaşıldığı üzere BASK toplantılarının idaresi toplantı başkanının sorumluluğundadır. BASK Tebliği'nde konuya ilişkin ayrıntılı düzenlemeler olmamakla birlikte m. 6/5'te toplantı başkanlığı ve yönetimine ilişkin hususların izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği vurgulanmıştır.⁵⁶⁶ Toplantının idaresi açısından en önemli husus, yalnızca toplantıya katılma hakkı olanların toplantıya katılım sağladığının tespit edilmesi ve yalnızca oy kullanma hakkı olanların kullandıkları oyların nisapların hesaplanmasında dikkate

⁵⁶³ Özen, İntifa Hakkı, s. 55. TMK m. 794/2'de vurgulanan aksine düzenleme durumunun; intifa hakkının içeriğindeki kullanma, yararlanma, yönetme ve zilyet olma yetkilerinden bir kısmından oluşacağını kararlaştırarak değil yalnızca bu yetkilerin sınırlarını ve nasıl kullanılacaklarını belirlemek şeklinde olabileceğine ilişkin bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 674-678.

⁵⁶⁴ Kendigelen, İntifa Hakkı, s. 120.

⁵⁶⁵ İntifa hakkına konu olan borçlanma aracından doğan oy hakkının, kural olarak borçlanma aracı sahibine ait olduğunu belirtmekle beraber bunun aksinin taraflarca kararlaştırılabileceğine ilişkin Alman hukukundaki görüş için bkz. Schmidtbleicher, par. 12. MKS altyapısı da oy hakkına ilişkin bir belirlemenin yapılabilmesine elverişlidir. Menkul kıymet ayrımı yapılmaksızın intifa işlemleri için MKK'ya iletilecek bilgiler arasında "intifa kapsamı" sayılmıştır ve oy hakkının bu kapsamda olup olmadığının belirtilmesi gerekmektedir. Buna ilişkin bkz. Merkezi Kayıt Kuruluşu, par. L.3.3.

⁵⁶⁶ BASK'ın toplanmaksızın karar alması durumunda toplantının idaresi gündeme gelmeyeceğinden bir toplantı başkanından da bahsedilemeyecektir. Bu nedenle, BASK Tebliği Ek-1'deki BASK'ta hazır bulunanlar listesi örneği, BASK'ın toplanması veya toplantısız karar alması durumlarında kullanılmak üzere hazırlanmışsa da örnekte belirtilen toplantı başkanı imzasını toplantısız karar alınan durumlarda aramak gerekmeyecektir.

alınmasıdır. BASK Tebliği m. 6/4, 7/3 hükümlerinde bu husustaki sorumluluğun toplantı başkanlığına ait olduğu belirtilmiştir.

Toplantı başkanının nasıl seçileceği, toplantının idaresi, eşit işlem ilkesine uyumu sağlayacak şekilde toplantıda oyların nasıl kullanılacağı ve sayılacağına ilişkin esasların izahname veya ihraç belgesinde BASK’a ilişkin bölümde “BASK toplantısının yönetilmesine ve oyların kullanımına ilişkin bilgiler” başlığı altında belirtilecektir.⁵⁶⁷ Bu durum, SPKn m. 31/A/2’deki, BASK toplantılarında karar alınmasına ilişkin esasların ve şartların izahname veya ihraç belgesinde belirlenmesi zorunluluğu ile de uyumludur.

İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinde, toplantı başkanının belirlenmesine ve toplantının kim tarafından idaresinin sağlanacağına ilişkin iki yöntem bulunmaktadır. Bunlardan ilki, ihraççının toplantıya katılan en üst düzey yetkilisinin toplantı başkanı olacağını, ihraççı yetkilileri katılmıyorsa BAST’ın, BAST belirlenmemişse ilgili BASK tarafından seçilecek kişinin toplantıya başkanlık edeceğini belirtmektedir.⁵⁶⁸ Benimsenen diğer yöntem ise toplantının toplantı başkanlığı tarafından yönetileceğini belirterek; toplantı başkanlığının BASK tarafından seçilecek ve borçlanma aracı sahibi olması gerekmeyen bir başkan, gerektiği kadar başkan yardımcısı, toplantı başkanının belirleyeceği tutanak yazmanı

⁵⁶⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.5; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.5; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 8. Bu bölümde aynen alınması gereken, incelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin tamamında bu şekliyle bulunan paragraf şu şekildedir: “Toplantı tutanağında Tebliğ’in 6 ncı maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca sahibine oy hakkı sağlamayan ve nisaplarda dikkate alınmayan tutarlara ilişkin bilgiye yer verilecektir. Söz konusu tutarlar, nisapların hesaplanmasına hiçbir surette dâhil edilmeyecektir.”

⁵⁶⁸ Bkz. Hektaş BASK, İfo BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

ve toplantı başkanının gerek görmesi hâlinde belirlenecek oy toplama memurundan oluşacağını ifade etmektedir.⁵⁶⁹

BASK toplantılarındaki hazır bulunanlar listesi, vekaleten temsil ve toplantı sonucunda hazırlanacak toplantı tutanağına ilişkin olarak BASK Tebliği ekindeki formların kullanılacağı BASK Tebliği m. 6/5'te öngörülmüştür. Hazır bulunanlar listesi için BASK Tebliği ekindeki formun kullanılmasının ve katılma hakkı olanların katıldığıнын tespitinden toplantı başkanlığının sorumlu olduğunun altı çizilmektedir.⁵⁷⁰ Ayrıca, hazır bulunanlar listesinin toplantı başkanı ve toplantıya katılanlar tarafından imzalanacağı belirtilmektedir.⁵⁷¹ Oylamaya geçilmeden önce oylanacak konunun toplantı başkanı tarafından BASK'a açıklanacağı ve yazılı karar taslağı varsa bunun okunacağı öngörülmüştür.⁵⁷²

İncelenen tüm izahname ve ihraç belgesi örneklerinde el kaldırarak oy kullanma usulü belirlenmiş olmakla birlikte bazılarında⁵⁷³ ayağa kalkmak veya ayrı ayrı kabul ya da ret demek suretiyle de oy kullanılabileceği belirtilmiştir. Ayrıca elektronik ortamda oy kullanılmasına ilişkin düzenlemeler de saklı tutulmuştur.⁵⁷⁴ Kullanılan oyların toplantı başkanlığınca sayılacağı ve gerektiğinde sayım için yeterli sayıda kişi görevlendirilebileceği belirtilerek; kullanılan oylama yöntemi kapsamında

⁵⁶⁹ Bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, Turkcell BASK, YKB OZK BASK, İYMD BASK.

⁵⁷⁰ Bkz. İYMD BASK, YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵⁷¹ Bkz. Hektaş BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

⁵⁷² Bkz. Hektaş BASK, İinfo BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

⁵⁷³ Bunlar için bkz. Hektaş BASK, İinfo BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

⁵⁷⁴ Bkz. İYMD BASK, YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

herhangi bir beyanda bulunmayanların olumsuz oy vermiş sayılacağı vurgulanmıştır.⁵⁷⁵

Toplantının sonunda toplantı tutanağı düzenleneceği ve alınan kararlar ile her bir karar için kullanılan olumlu ve olumsuz oyların açıkça tutanakta belirtileceği incelenen izahname ve ihraç belgelerinin tamamında ortak olarak yer almaktadır. Ayrıca, BASK'ta görüşülen tüm hususların, sorulan sorular ve verilen cevapların özet olarak belirtileceğini ifade eden örnekler de bulunmaktadır.⁵⁷⁶ Toplantı tutanağının BASK Tebliği EK-3'e uygun olarak düzenleneceği de bir kısım örneklerde belirtilmiştir.⁵⁷⁷ Hazırlanan tutanakların ihraççı nezdinde saklanacağı bazı örneklerde⁵⁷⁸ düzenlenirken, diğer bazı örneklerde⁵⁷⁹ bu tutanakların ne şekilde duyurulacağı da belirtilmiştir.

Toplantının yürütülmesi ve kararların toplantı tutanağına geçirilmesi ile ilgili olarak izahname veya ihraç belgesinde belirtilmemiş tüm hususlarda gerekli olduğu ve uygun düştüğü ölçüde ihraççının genel kurulun çalışma esaslarına ilişkin yönergesi hükümlerine gönderme yapılarak bu hükümlerin kıyasen uygulanacağı ifade edilmiştir.⁵⁸⁰

⁵⁷⁵ Bkz. Hektaş BASK, İnfö BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

⁵⁷⁶ Bu örnekler için bkz. İYMD BASK, YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, Turkcell BASK.

⁵⁷⁷ Bu örnekler için bkz. İYMD BASK, YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵⁷⁸ Bunlar için bkz. Hektaş BASK, İnfö BASK, MBKF BASK, TAC BASK.

⁵⁷⁹ Bu örneklerde ihraççı tarafından KAP'ta duyurulacağı belirtilmiştir. Bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN, İYMD BASK, Turkcell BASK, YKB OZK BASK. Ayrıca, iki örnekte ihraççının internet sitesinde de duyurulacağı belirtilmiştir. Bunlar için bkz. Turkcell BASK, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN.

⁵⁸⁰ Bu yönde bkz. Turkcell BASK, YKB OZK BASK, İYMD BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

b. Toplantının Elektronik Ortamda Gerçekleştirilmesi

Esas olan Tertip BASK veya Genel BASK olması fark etmeksizin tüm BASK toplantılarının BASK Tebliği m. 6/1’de belirtildiği üzere fiziki olarak toplanılmak suretiyle gerçekleştirilmesidir. Ancak hükümde, BASK toplantılarının fiziki olmayan şekilde gerçekleştirilmesinin veya BASK’ın toplantısız karar almasının da mümkün olduğu düzenlenmiştir. İhraççı, payları borsaya kote edilmiş bir anonim şirkette veya borçlanma araçlarını halka arz etmişse; fiziksel katılımın yanı sıra elektronik ortam⁵⁸¹ üzerinden de BASK toplantısına katılım imkânı sağlamak zorundadır. İhraççının bu zorunluluğu yoksa bile dilerse BASK toplantılarının elektronik ortamda gerçekleşmesini, esas sözleşmesinde buna ilişkin hüküm bulunması gözetilmeksizin sağlayabilir. BASK toplantısının elektronik ortamda yapılması durumunda; borçlanma aracı sahiplerinin toplantıya katılım sağlaması, görüş ve önerilerini beyan etmesi ile oy vermesinin hukuki sonuçları fiziksel olarak gerçekleştirilen toplantıdakinden farksızdır. BASK toplantısının elektronik ortamda gerçekleştirilmesine ilişkin usul ve esaslar açısından, ticaret siciline tescil ve TTSG’de ilan ile kayıtların saklanması ile ilişkin hükümler hariç olmak üzere anonim şirketlerin genel kurullarını elektronik ortamda yapmalarına ilişkin düzenlemelerin kıyasen uygulanacağı BASK Tebliği m. 6/3’te düzenlenmiştir.⁵⁸²

⁵⁸¹ BASK Tebliği m. 3/1/ç’de elektronik ortam, “anonim şirketlerin genel kurullarına elektronik ortamda katılmayı teminen, payları MKK tarafından kayden izlenen borsaya kote şirketler için MKK tarafından sağlanmakta olan elektronik platformu ve diğer şirketlerin TTK’nın 1527 nci maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca kuracakları veya destek hizmeti alabilecekleri bilişim sistemi” şeklinde tanımlanmıştır.

⁵⁸² Hükme göre uygulama alanı bulacak düzenlemeler Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara ilişkin Yönetmelik (RG 28.8.2012/28395) ve Anonim Şirketlerin Genel Kurullarında Uygulanacak Elektronik Genel Kurul Sistemi Hakkında Tebliğ (RG 29.8.2012/28396) olup bu düzenlemelerde hüküm bulunmayan durumlarda BASK Tebliği hükümleri uygulanacağı belirtilmiştir. Ancak, elektronik ortamda yapılacak bir toplantıya ilişkin söz konusu düzenlemelerde hüküm olmayan bir durumda konuya ilişkin ayrıntılı hükümlerin olmadığı BASK Tebliği’nde ayrıca bir hüküm olması şaşırtıcı olacaktır.

Bu zorunluluk kapsamında BASK Tebliği m. 6/1'deki "borçlanma araçlarını halka arz eden ihraççılar" ifadesinin nasıl anlaşılması gerektiği açık değildir. Bu ifade, herhangi bir tertip borçlanma aracını halka arz etmiş bir ihraççının, yalnızca halka arz edilen tertip borçlanma araçlarına ilişkin mi yoksa buna ek olarak diğer tüm tertip borçlanma araçları açısından da mı elektronik ortamda BASK toplantısı olanağını sağlaması gerektiği şeklinde anlaşılması gerektiği netleştirilmelidir. Söz konusu zorunluluğun kapsamının formüle edilişi dikkate alındığında, halka arz edilmiş borçlanma araçlarına ilişkin BASK toplantıları için değil; borçlanma araçlarını halka arz eden ihraççılar açısından BASK toplantılarını elektronik ortamda düzenleme zorunluluğu öngörülmüştür. Ayrıca, söz konusu zorunluluğun kapsamında sadece Tertip BASK toplantıları değil Genel BASK toplantıları da bulunmaktadır. Genel BASK'a katılım sağlayacak çeşitli tertip borçlanma aracı sahiplerinden yalnızca halka arz edilmiş borçlanma aracı sahiplerine elektronik ortamda katılım imkânı sağlanırken diğer borçlanma aracı sahiplerine bu olanağın sağlanmaması alınacak karara etki edebilecektir. Açıklananlar doğrultusunda, eğer bir ihraççının tedavüldeki tertip borçlanma araçlarından herhangi biri halka arz edilmişse, halka arz edilen borçlanma araçları tedavülde olduğu sürece söz konusu ihraççının tüm tertip borçlanma araçları kapsamındaki tüm BASK toplantıları açısından elektronik ortamda toplantıya katılım imkânını sağlaması gerekmektedir.

SPK'nın izahname ve ihraç belgesine ilişkin hazırladığı kılavuzlardaki BASK'a ilişkin başlıklardan biri de "Elektronik ortamda yapılacak BASK'a ilişkin esaslar" başlığıdır. Payları borsaya kote edilmiş ihraççılar ile borçlanma araçlarını halka arz eden ihraççıların fiziksel katılımın yanında elektronik ortamda BASK toplantılarına katılımı sağlama zorunlulukları ve bunlar dışındaki ihraççılar için

elektronik ortamda BASK toplantısı yapma olanağı vurgulanmaktadır.⁵⁸³ İncelenen izahname örnekleri halka arz edilen borçlanma araçlarına ilişkin olduğu, ihraç belgesi örnekleri ise ikisi hariç⁵⁸⁴ payları borsaya kote ihraççılar tarafından hazırlanmış olduğu için elektronik ortamda BASK'a katılım olanağı sağlanması zorunludur. Bu zorunluluk kapsamında olmayan her iki ihraç belgesinde de elektronik ortamda BASK yapılmayacağı belirtilmiştir.⁵⁸⁵ Zorunluluk kapsamında olanlarda ise elektronik ortamda toplantının yapılmasının esaslarına ihraççı yönetim kurulu tarafından yapılan çağrıda yer verileceği ifade edilmiştir.⁵⁸⁶

c. Elden Dolaştırma veya Elektronik Ortamda Dolaştırma Yöntemiyle

Karar Alınması

BASK'ın karar alabilmesi için bir diğer olanak ise karar metninin elden veya elektronik ortamda dolaştırılmasıdır. BASK Tebliği m. 6/1'den anlaşıldığı üzere, elden dolaştırma ve elektronik ortamda dolaştırma birlikte kullanılabileceği gibi yalnızca bu yöntemlerden birisi de tercih edilebilmektedir. Her hâlükârda, geçerli bir karardan bahsedilebilmesi için borçlanma aracı sahiplerinin veya vekillerinin karar metnini imzalaması gerekmektedir.⁵⁸⁷ Bu imkân, karar alma sürecinin hızlandırılması ve toplantı maliyetlerinin düşük tutulması bakımından önemlidir.

⁵⁸³ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.6; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.6; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 8.

⁵⁸⁴ Bu iki ihraççı Mercedes Benz Kamyon Finansman A.Ş. ve Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'dir.

⁵⁸⁵ Bkz. MBKF BASK, TAC BASK.

⁵⁸⁶ Bu yönde bkz. Hektaş BASK, İfo BASK, İYMD BASK, YKB OZK BASK, Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, Garanti BASK İBD, Garanti BASK SPAN, Gedik BASK İBD, Gedik BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁵⁸⁷ Karar metninin elektronik ortamda dolaştırılması olanağına başvurulduğunda imzanın, güvenli elektronik imza olacağı şüphesizdir. TBK m. 15/1 ve 5070 sayılı Elektronik İmza Kanunu m. 5/1'de belirtildiği üzere güvenli elektronik imza, el ile atılan imza ile aynı hukuki sonuçları doğuracaktır.

Karar metninin elden veya elektronik ortamda dolaştırılarak toplantı yapılmaksızın karar alınması olanağı BASK Tebliğı m. 6/1’de belirtilmekle beraber, bu olanaktan yararlanılabilmesi için izahname veya ihraç belgesinde herhangi bir belirleme yapılması gerektiğı düzenlenmemiştir. Nitekim SPK’nın hazırladığı izahname ve ihraç belgesine ilişkin kılavuzlarda da bu konuya değinilmemiş olup incelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinde de herhangi bir açıklama bulunmamaktadır. Bu durumda, toplantı yapılmaksızın söz konusu şekilde karar alabilme imkânının BASK için her durumda var olduğunu kabul etmek gerekmektedir. Bu kapsamda esasen, dolaştırılacak karar metnini kimin kaleme aldığı önemsizdir. Kaleme alan bir borçlanma aracı sahibi, ihraççı ya da bir üçüncü kiři⁵⁸⁸ olabilir.

Toplantı yapılmaksızın dolaştırma yöntemiyle karar alınması, anonim şirketler hukukuna yabancı bir uygulama değildir. Nitekim, TTK m. 390/4’te anonim şirket yönetim kurulunun, karar metnini üye tam sayısının çoğunluğunun yazılı olarak onaylaması ile elden dolaştırmak suretiyle karar alabileceğı düzenlenmiştir. Yönetim kurulunun bu yöntemi kullanabilmesinin koşulu hiçbir yönetim kurulu üyesinin toplantı yapılmasını talep etmemiş olmasıdır. Bununla bağlantılı olarak ayrıca karar metni önerisinin her bir yönetim kurulu üyesine sunulmasının elden dolaştırma yöntemiyle alınan kararın geçerlilik şartı olduğı hükümde vurgulanmıştır. Her ne kadar yönetim kurulunun elden dolaştırma yoluyla karar alması, BASK’ın toplantısız karar alma yöntemiyle benzerlik gösterse de yönetim kurulunun işlevi ve yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümü göz önünde bulundurulduğunda, bu konuda yönetim kuruluna ilişkin kuralların BASK için de geçerli olduğunu söylemek mümkün gözükmemektedir. Öncelikle, TTK m. 374/1’de belirtildiğı üzere yönetim kurulu,

⁵⁸⁸ Örneğin, borçlanma aracı sahibinin profesyonel hizmet aldığı bir kişi veya kurum olabilir.

kanun veya esas sözleşme ile genel kurulun yetkisinde olanlar dışında, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her çeşit konuda karar almaya yetkiliyken BASK'ın karar alabileceği hâller çok daha sınırlıdır.⁵⁸⁹ Ek olarak, TTK m. 369/1'de vurgulandığı üzere yönetim kurulu üyeleri, şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek ve hükümde belirtilen özeni göstermek yükümlülüğü altındadır. Bu doğrultuda tüm yönetim kurulu üyeleri, alınacak karara ilişkin kullanacakları oyda kendilerinin değil şirketin menfaatlerini gözetmekle yükümlüdür. Anılan yükümlülükler, yönetim kurulu üyesinin ne yönde oy kullanacağını yanı sıra karar alma sürecinde gerektiğinde diğer yönetim kurulu üyeleri ile müzakere etmesini de gerektirebilir.⁵⁹⁰ Açıklananlar ışığında, herhangi bir yönetim kurulu üyesinin toplantı talebinde bulunabilmesi ve bu olanağın uygulanabilirliğini güvence altına alan karar önerisinin tüm yönetim kurulu üyelerine yapılması zorunluluğu, yönetim kurulunun elden dolaştırma yöntemiyle karar alması bağlamında son derece akla yatkındır.

Halbuki, yönetim kurulu üyelerinin aksine ihraççının ya da bir başkasının menfaatlerini gözetmek yükümlülüğü olmayan borçlanma aracı sahipleri, kendi menfaatleri doğrultusunda BASK kararlarında oy kullanabilmektedirler. Bu doğrultuda, herhangi bir konuda karar alınırken borçlanma aracı sahiplerinin konuyu

⁵⁸⁹ Tertip BASK ve Genel BASK'ın karar alabileceği konulara ilişkin bkz. §4.II.A Tertip BASK'ın Karar Alabileceği Konular, §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁵⁹⁰ Bu yönde bkz. Çoştan, H.: *Yönetim Kurulunun Karar Alma Usulleri, Oy Hakkı, Yetersayılar ve Toplantı Talep Hakkı*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2012, C. 28, S. 3, s. 157. TTK m. 393'te yönetim kurulu üyelerinin, şirket dışı kişisel menfaatleri ile şirket menfaatlerinin çatıştığı konulara ilişkin müzakerelere katılamayacağını öngörülmesi de yönetim kurulu üyelerinin yalnızca kullanacakları oy ile değil katılacakları müzakereler ile de şirkete karşı olan özen ve bağlılık yükümlülüklerinin gereğini yerine getirebileceklerini göstermektedir. TTK m. 395 hükmünde yönetim kurulu üyelerinin şirketle işlem yapmalarına ve şirkete borçlanmalarına ilişkin getirilen yasaklar ve kısıtlamalar ile TTK m. 396'da yönetim kurulu üyeleri için öngörülen rekabet yasağı da yönetim kurulu üyelerinin menfaatlerinin şirket menfaati karşısındaki durumuyla uyumludur.

müzakere etmeleri gerekliliği gündeme gelmemektedir. Bu nedenle, elden veya elektronik ortamda dolaştırılmak suretiyle BASK kararı alınırken toplantı talep edilmemiş olması veya karar önerisinin tüm borçlanma aracı sahiplerine sunulmuş olması zorunlulukları bulunmamaktadır.⁵⁹¹ Kaldı ki böyle zorunluluklar öngörülmüş olsaydı bile bunların uygulanmaları çoğu zaman mümkün olamazdı. Nitekim yönetim kurulu üyelerinin aksine borçlanma aracı sahipliği statüsü çok kısa sürede kazanılabilmekte ve kaybedilebilmekte olduğundan, herhangi bir anda kimlerin toplantı talep edebileceğini veya karar önerisinin kimlere sunulmuş olması gerektiğini belirlemek oldukça güç olacaktır.

Yönetim kurulu üyelerinin kişisel tecrübe, bilgi birikimi ve uzmanlıkları gibi hususlar da önemlidir. Yönetim kurulu üyelerinin birbirini temsilen oy kullanamamaları ve toplantılara vekil aracılığıyla katılamamalarının düzenlenmesi de bu durumu doğrulamaktadır. Buna karşın borçlanma aracı sahiplerinin vekilleri, gerek BASK toplantısında oy kullanabilmekte gerekse de toplantısız alınacak BASK kararlarına imza atabilmektedir.

Anonim şirket genel kurul toplantıları açısından söz konusu olan gündemle bağlılık ilkesinin BASK toplantıları için de uygulanması mantıklıdır.⁵⁹² Zira, söz konusu toplantılara vekilleri aracılığıyla katılacak borçlanma aracı sahiplerinin vekillerine verecekleri talimatların içeriğini belirleyebilmeleri ve toplantıda oylanacak herhangi bir konuya ilişkin gerekli araştırma ve değerlendirmeleri tamamlayabilmeleri açısından gündem maddelerinin önceden duyurulması ve duyurulmayan gündem

⁵⁹¹ TTK m. 390/4 hükmünde bu zorunluluklar yönetim kurulu için açıkça ifade edilmiş olsa da BASK kararlarının alınmasına ilişkin böylesi bir düzenleme bulunmamaktadır.

⁵⁹² Anonim şirket genel kurulu açısından gündemde bulunmayan konuların kural olarak genel kurulda görüşülüp karara bağlanamayacağı TTK m. 413/2’de ifade edilmiştir.

maddelerine ilişkin toplantıda oylama yapılamaması akla yatkın olandır.⁵⁹³ Ancak, elden veya elektronik ortamda dolaştırılarak karar alınmasında gündemle bağılılığı gerektirecek anılan nedenler bulunmamaktadır. İmzalanacak karar metni kendisine ulaşan borçlanma aracı sahibi, konuyu gerektiği gibi değerlendirebileceği zamana sahip olacaktır.

Elden veya elektronik ortamda dolaştırma suretiyle BASK kararı alınmasının belirli durumlarda uygulanabilirliğinin daha yüksek olması beklenecektir.⁵⁹⁴ Örneğin, tedavülde çok sayıda tertip borçlanma aracı bulunan bir ihraççının ihraç ettiği borçlanma araçlarına ilişkin Tertip BASK kararının elden veya elektronik ortamda dolaştırma yoluyla alınması Genel BASK kararının aynı usulle alınmasından daha olasıdır. İlaven, borçlanma aracı sahipliğinin dağınık yapıda olduğu borçlanma araçları kapsamındaki BASK kararlarının dolaştırma yöntemiyle alınması, borçlanma aracı sahipliği bu yapıda olmayanlara göre daha az olasıdır.⁵⁹⁵

d. Nisaplar

i. Uygulanacak Nisaplar

SPKn m. 31/A/3'te, SPK tarafından veya izahname veya ihraç belgesinde daha ağır nisap öngörülmedikçe BASK kararlarının alınması için her bir tertip borçlanma araçlarının toplam itibari değerinin en az yarısını temsil eden borçlanma

⁵⁹³ Ayrıca bkz. §4.II.B.1.c Gündem.

⁵⁹⁴ Burada sayılan durumlar esasen BASK toplantısıyla karar alınabilmesinin de daha muhtemel olduğu durumlardır.

⁵⁹⁵ Borçlanma aracı sahipliğinin dağınık olması çok sayıda borçlanma aracı sahibi olmasından farklı bir durumdur. Özellikle pay sahipliği bağlamında gündeme gelen dağınık (*dispersed*) sahiplik durumu, karar alınmasında kullanılacak oyların oranına ve dolayısıyla alınacak karara etki etme gücüne ilişkindir. Bir sahiplik yapısı ne kadar dağınıksa borçlanma aracı sahiplerinin organize olması o kadar güçleşecek, herhangi bir borçlanma aracı sahibinin tek başına karara etki etme gücü azaldığı ve hedefine ulaşsa bile elde edeceği menfaat görece küçük olacağı için sahip olduğu borçlanma araçlarından doğan oy haklarını kullanmaya daha az istekli olacaktır.

aracı sahiplerinin olumlu oyu aranmıştır.⁵⁹⁶ SPK tarafından bu doğrultuda hazırlanan BASK Tebliği m. 4/2 uyarınca; izahname veya ihraç belgesinde daha ağır nisap öngörülmüş olmadıkça Tertip BASK'ta kararlar kural olarak her bir tertibin tedavülde bulunan toplam itibari değerinin üçte ikisinin olumlu oyuyla alınacaktır. Bu nedenle, SPKn m. 31/A/3'teki nisap, Tertip BASK için uygulama alanı bulmamaktadır. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, birden çok tertipten oluşan Tertip BASK toplantılarında da her bir tertibin ayrı ayrı öngörülen karar nisabını sağlaması gerektiğidir. Ayrıca bir toplantı nisabı belirtilmediği için BASK Tebliği m. 4/2'de belirtilen karar nisabı örtülü olarak toplantı nisabını da içermektedir.⁵⁹⁷ Nitekim, toplantıya katılımın katılanların tamamının oyunun olumlu olması durumunda bile karar nisabı sağlanmadığı için karar alamayacak düzeyde olduğu bir Tertip BASK toplantısında, toplantı nisabının sağlanamaması nedeniyle toplantı açılışı gerçekleştirilemeyecektir.⁵⁹⁸

İhraççının finansal veya operasyonel durumuna ilişkin izahname veya ihraç belgesinde borçlanma aracı sahiplerine karşı verilen taahhütlerde değişiklik yapılmasına ilişkin kararlarda aranacak nisabın izahname veya ihraç belgesinde belirlenmesi gerektiği BASK Tebliği m. 4/6'da belirtilmiştir.⁵⁹⁹ Bu kapsamda, BASK

⁵⁹⁶ Hükümdeki bu ifade esasen çoğunluğu zorunlu kılmamaktadır. Zira, asgari olarak aranan oran toplam itibari değerin yarısını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu olduğu için olumlu oy verenlerle olumlu oy vermeyenlerin sahip oldukları borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının eşit olması durumunda da karar alınmış sayılacaktır. Açıklanan şekilde en azından salt çoğunluğun öngörülmemiş olması sakıncalıdır. Ancak SPK tarafından BASK Tebliği'nde belirlenen oranlar farklılaştırılmış olduğundan bu sakınca mevcut durumda ortaya çıkmamaktadır.

⁵⁹⁷ Bu tür nisaplar "karma nisap (yeter sayı)" olarak isimlendirilmektedir. Bu konuda bkz. Zengin, s. 57-58. Toplantı nisabı, karar alacak kurulun toplanmış ve karar ehliyetine sahip kabul edilmesi için gerekliyken, karar nisabı gerçekleştirilen oylamanın sonucunun tespit edilebilmesi anlamında gereklidir. Bu konuda bkz. Zengin, s. 27-35.

⁵⁹⁸ Anonim şirket genel kurulunda toplantı nisabının sağlanıp sağlanmadığının tespitinin toplantı başlamadan yapılması gerektiği ve toplantının yetkili kimse tarafından açıldığı anda başlamış olacağına ilişkin bkz. Zengin, s. 424.

⁵⁹⁹ Ayrıca bkz. §4.II.A.2 BASK Tebliği'nde Öngörülen Hâller, §6.II Borçlanma Araçları Bakımından Taahhütler.

Tebliğı m. 4/2’de öngörülen üçte iki oranından daha düşük veya daha yüksek bir nisap belirlenmesinin mümkün olduğunun kabulü gerekir. Hükümde, izahname veya ihraç belgesinde karar nisabı belirlenebileceği vurgulandığı için toplantı nisabına ilişkin bir farklılaştırma yapılamayacaktır. Bu durumda belirlenecek nisabın her durumda karma nisap olması kaçınılmazdır. Dolayısıyla, belirlenebilecek en düşük karar nisabı, ilgili tertip kapsamında tedavülde bulunan borçlanma araçlarının toplam itibari değerinin yarısından fazlasını (salt çoğunluğunu) temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyunun aranmasıdır. Nitekim bu belirleme akla yatkın olduğu gibi SPKn m. 31/A/3 hükmüyle de uyumludur. Bu kapsamda belirlenebilecek en yüksek karar nisabı doğal olarak tedavüldeki borçlanma araçlarının sahiplerinin tamamının olumlu oyudur.

ii. Nisaplarda Değişiklik

Tertip BASK için karar nisabının borçlanma aracının ihracı aşamasında ihraççı tarafından farklılaştırılması mümkündür ve bu farklılaştırma izahname veya ihraç belgesinde farklı bir nisap öngörülerek sağlanabilir. Kural olarak, Tertip BASK için karar nisabı BASK Tebliğı m. 4/2 uyarınca ancak ağırlaştırılabilir. Bu durumda, Tertip BASK’ta aranacak karar nisabı, ilgili tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamını temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin tamamının olumlu oyunu (oybirliğini) gerektirecek kadar ağırlaştırılabilir. BASK Tebliğı m. 4/6 kapsamında yapılacak değişiklikler için Tertip BASK kararının aranıp aranmayacağının ve aranacaksa hangi nisabın uygulanacağının ihraççı tarafından izahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi gerektiği için bu doğrultuda yapılacak belirleme bir nisap değişikliği olarak değerlendirilemeyecektir.

Borçlanma araçlarının ihracı gerçekleştikten sonra, tedavüldeki borçlanma araçlarına ilişkin Tertip BASK toplantısında aranacak nisapların değiştirilmesinin mümkün olup olmadığı, cevabı açık olmayan bir sorudur. Her ne kadar BASK Tebliği'nde ortaya konulduğu şekliyle Tertip BASK nisaplarını belirlemek noktasında ihraççı serbestiye sahip olsa da bu serbesti borçlanma aracının ihracı sırasında geçerlidir. Tedavüldeki borçlanma araçları kapsamındaki Tertip BASK'a ilişkin nisapların ihraççı tarafından tek taraflı olarak değiştirilmesinin mümkün olmadığını kabulü gerekir. Bu kapsamda, Tertip BASK kararı ile nisapların değiştirilmesi düşünülebilir. Tertip BASK'ın karar alabileceği konular⁶⁰⁰ göz önüne alındığında, nisap değişikliği ancak bu konulardan biri olarak değerlendirilebilirse söz konusu olacaktır. Tertip BASK'ta aranacak nisap, borçlanma aracının asli hüküm ve şartı olarak değerlendirilebilirse nisapların değiştirilmesi de bir Tertip BASK kararına konu olabilecektir. Ancak, karar nisabını borçlanma aracının asli hüküm ve şartları arasında değerlendirmek borçlanma araçlarının asli hüküm ve şartlarının⁶⁰¹ neler olduğu göz önünde bulundurulduğunda akla yatkın değildir. Borçlanma aracının asli hüküm ve şartları arasında olmayan konularda da Tertip BASK kararı alınabileceği mümkün olduğuna göre, nisap değişikliği için böylesi bir durumun söz konusu olması mümkün olabilir.⁶⁰² Tedavüldeki borçlanma araçlarına ilişkin Tertip BASK nisaplarının değiştirilebilmesi, nisap değişikliğinin Tertip BASK'ın karar alabileceği konulardan biri olduğunun BASK Tebliği m. 6/5 kapsamında izahname veya ihraç belgesinde

⁶⁰⁰ Bkz. §4.II.A Tertip BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁶⁰¹ Borçlanma aracının asli hüküm ve şartlarının neler olduğuna ilişkin bkz. §4.II.A.2 BASK Tebliği'nde Öngörülen Hâller.

⁶⁰² Örneğin, Tertip BASK kararı ile BAST seçimi bu kapsamdadır. Ancak bunun hukuki dayanağı BASK Tebliği m. 5/1'de BAST'ın borçlanma aracı sahipleri tarafından seçilebileceğinin belirtilmiş olmasıdır. Böylesi bir düzenleme, nisapların Tertip BASK kararı ile değiştirilmesi açısından bulunmamaktadır.

belirtilmiş olmasına bağlıdır. Aksi hâlde, Tertip BASK bu konuda geçerli bir karar alamayacak ve ihraççı da tek taraflı olarak nisaplarda değişikliğe gidemeyecektir.

Konu temelinde bir ayrıma gidilerek Tertip BASK kararlarının nisaplarının, karar alınacak konuya göre farklılaştırılmasının önünde bir engel bulunmamaktadır. Örneğin, izahnamede yalnızca vadenin ötelenmesine ilişkin alınacak Tertip BASK kararlarında ağırlaştırılmış karar nisabı öngörülürken diğer konularda Tertip BASK kararı alınması için BASK Tebliği m. 4/2'deki nisabın uygulanması sağlanabilir.

BASK'ın karar almasına ilişkin esasların ve şartların ilgili izahname veya ihraç belgesinde belirlenmesi zorunluluğu SPKn m. 31/A/2'de vurgulanmıştır. Bu kapsamda, SPK'nın hazırladığı kılavuzlarda, ihraççı tarafından nisabın ağırlaştırılmak istenmesi durumunda bunun "Tertip BASK toplantılarında uygulanacak nisap" başlığı altında izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği vurgulanmıştır.⁶⁰³ İncelenen örneklerin hiçbirinde daha ağır nisap öngörülmemiş, örneklerin tamamında Tertip BASK için varsayılan olarak öngörülen her bir tertip borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının üçte iki çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile kararların alınacağı öngörülmüştür.

iii. Nisapların Hesaplanması

Kararların alınması için gerekli nisabın sağlanıp sağlanmadığı, olumlu oy kullanan borçlanma aracı sahiplerinin⁶⁰⁴ temsil ettiği borçlanma araçlarının nominal

⁶⁰³ Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.c; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.1.c; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 5.

⁶⁰⁴ Oyun, borçlanma aracı sahibinin vekili tarafından kullanılabilmesi gibi intifa hakkı sahibi veya vekili tarafından da kullanılabilmesi göz ardı edilmemelidir.

değerleri toplamının ilgili BASK kararında kullanılabilir oy hakkı veren tüm borçlanma araçlarının nominal değerleri toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanacaktır. Bu hesaplama yapılırken, ihraççı ve ihraççı ile ilişkili tarafların⁶⁰⁵ sahip oldukları borçlanma araçlarının oy hakkı sağlamayacağı ve nisapların hesaplanmasında dikkate alınmayacağı BASK Tebliği m. 6/4'te düzenlenmiştir. Hükümdeki ifade belirli açılardan eleştiriye açıktır. İlk olarak, söz konusu borçlanma araçlarının oy hakkı sağlamayacağı doğru değildir. Bu durumda esasen TTK m. 198/2, 201/1, 389/1, 612/4'te de ifadesini bulan hakların donması durumu söz konusu olacak, ihraççı ve ihraççı ile ilişkili tarafların sahip oldukları borçlanma araçlarından doğan oy hakkı donacaktır. Donmaya neden olan durum ortadan kalktığında yani borçlanma araçları ihraççı veya ihraççı ile ilişkili taraf olanlar dışında birine devredildiğinde oy hakkı yeniden canlanacaktır.⁶⁰⁶ Bir diğer husus ise, ihraççının veya ihraççı ile ilişkili

⁶⁰⁵ İlişkili taraf, SPKn m. 17/3 ve m. 21/3'te ifadesini bulmasına karşın SPKn'da tanımlanmamıştır. KY Tebliği m. 1/1'de ilişkili taraf işlemlerine ilişkin usul ve esasların düzenlenmesi söz konusu tebliğin amaçlarından biri olarak sayılmıştır. KY Tebliği m. 3/1/g'deki ilişkili taraf kavramı, BASK Tebliği m. 3/1/g'de de aynen benimsenmiş ve Türkiye Muhasebe Standartları'nda tanımlanan ilişkili taraf olduğu belirtilmiştir. Bu doğrultuda ilişkili taraf tanımı için bkz. Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu: *TMS 24: İlişkili Taraf Açıklamaları*, par. 9-12, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2023/Kirmizi_Kitap/TMS_/TMS%2024.pdf.

⁶⁰⁶ Elbette, donma yaptırımından kaçınmak için borçlanma araçlarının ihraççı ile ilişkili taraf olmayan üçüncü kişiye devredilmesi suretiyle söz konusu kuralın dolanılabilceği akla gelmektedir. Bu hususta, anonim şirket payından doğan hakların donması, TTK m. 389'da anonim şirketin iktisap ettiği kendi paylarına ilişkin de söz konusu olan bir yaptırımdır. TTK m. 389 kapsamında oy hakkının donması yaptırımının yalnızca kendi paylarını iktisap eden anonim şirket ile ana şirketin paylarını iktisap eden yavru şirketin elinde bulunan paylar için geçerli olduğu belirtilmiştir. Ancak, TTK m. 379/1'de öngörülen anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yasağının kapsamına "bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap" ettiği paylar da dâhil edilmiş, TTK m. 380'de ise bu yasağın dolanılması sayılabilecek durumlar gösterilmiştir. Bu kapsamda, TTK m. 389 kapsamında oy hakkının donması yaptırımının anonim şirketin kendi paylarını iktisabı yasağının dolanılması hâllerinde de uygulanacağı belirtilmektedir. Bu konuda bkz. Gökdemir Tamer, T.: Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Oy Hakkının Kapsamı ve Etkisi, İstanbul 2022, s. 370-371; Teoman, Ö.: "*Şirketçe Devralınan Payların Umumi Heyette Temsili Caiz Değildir*" Kuralının (TK. m. 329, f. 3, c. 2) Anlamı, içinde Tüm Makalelerim (1971-2001), 2. Baskı, İstanbul 2012, s. 286. Ayrıca bkz. AktG §§ 71b, 71d, 136. Bu kapsamda, TTK m. 379/1 ve 380 hükümlerindeki yasağın dolanılması hâllerinin, borçlanma araçlarının niteliğine uygun düştüğü ölçüde BASK'taki oy hakkının donması bağlamında da kıyasen uygulanması düşünülebilir. Dolayısıyla, yalnızca ihraççı ile ilişkili taraflarının sahip olduğu borçlanma araçlarından doğan oy hakkının değil ayrıca ihraççı hesabına üçüncü kişilerin sahip olması durumu başta olmak üzere donma yaptırımının dolanılması sayılacak durumlarda da BASK'ta kullanılacak oy hakkının donacağının kabul edilmesi isabetli olacaktır.

tarafın sahip olduğu borçlanma aracının intifa hakkına konu olması durumunda ne olacağıdır. Taraflarca aksi kararlaştırılmadığı sürece borçlanma aracından doğan oy ve BASK toplantılarına katılma hakkı intifa hakkı sahibine aittir.⁶⁰⁷ Bu durumda, borçlanma aracından doğan oy hakkının donması için temel alınması gereken ölçüt BASK Tebliği m. 6/4'te ifade edildiği üzere borçlanma aracının sahipliği değil borçlanma aracından doğan oy hakkının sahipliği olmalıdır. Nitekim, borçlanma aracının sahibinin ihraççı veya ihraççı ile ilişkili taraf olduğu durumda oy hakkı sahibi bunlar dışında biri olabileceği gibi; borçlanma aracı sahibi ihraççı veya ihraççı ile ilişkili taraf değilken intifa hakkı dolayısıyla oy hakkı sahibi ihraççı veya ihraççı ile ilişkili taraf olabilecektir. Açıklananlar doğrultusunda oy hakkının donması yaptırımının, yalnızca oy hakkının ihraççıya veya ihraççı ile ilişkili tarafa ait olduğu durumlarda ortaya çıkacağının kabulü gerekir.

BASK kararlarının alınması finansal demokrasilerin⁶⁰⁸ bir örneğini oluşturmaktadır. Bu tür demokrasilerde sahip olunan oy miktarı genellikle sahip olunan menfaate doğru orantılıdır. Bu durum Türk hukukunda öngörülen BASK sistematigi açısından da geçerlidir. Bu çerçevede, borçlanma aracı sahibinin BASK toplantılarında kullanabileceği oy miktarının hesaplanmasında temel alınan menfaat ölçüsü, borçlanma aracı sahibinin sahip olduğu borçlanma araçlarının toplam nominal değeridir.⁶⁰⁹ Temel alınan menfaat ölçüsünün nominal değer olması çoğu zaman akla yatkındır. Ancak, itibari değer bir ölçüt olması göz önünde bulundurulduğunda; aynı

⁶⁰⁷ Bu konuda ayrıntılı değerlendirme için bkz. §4.II.B.2.b İntifa Hakkı Sahiplerinin Durumu.

⁶⁰⁸ Finansal demokrasiler malvarlıksal demokrasilerdir. Söz konusu demokrasilerde oy hakkına sahip olabilmek için çeşitli formlarda ortaya çıkabilen malvarlıksal bir menfaate sahip olunması gerekir. Bu menfaat, anonim şirket payı veya borçlanma aracı gibi belirli bir menkul kıymete sahip olmak şeklinde ortaya çıkabileceği gibi sendikasyon kredilerinden doğan alacak gibi belirli bir alacağa sahip olmak şeklinde de ortaya çıkabilir. Finansal demokrasilere ilişkin bkz. Wood, International Bonds, par. 33-001.

⁶⁰⁹ BASK Tebliği m. 4/2-3, 4/5, 5/1'de nominal değer temel alınmıştır.

ekonomik menfaati sağlayacak farklı itibari değerde borçlanma araçlarının formüle edilmesi de mümkündür. Sözelimi, nominal değeri 1000 TL olan ve vadede %20 faiz ödemesi olan ve nominal değer üzerinden satışı gerçekleşen bir tahvilin sahibi 1000 TL yatırım yapacak ve vade sonunda 1200 TL elde edecektir. Nominal değeri 1200 TL olan, aynı vadeye sahip, faiz ödemesi olmayan ancak iskontolu olarak satışı gerçekleşen başka bir tahvilin de 1000 TL'ye satıldığı durumda yatırımcının yapacağı yatırım miktarı ve getiri beklentisi aynıdır. Görüldüğü üzere, her iki durumda borçlanma aracı sahiplerinin ekonomik menfaati aynı olmakla birlikte iki borçlanma aracının nominal değerleri farklıdır ve bu nedenle sahiplerine farklı miktarda oy hakkı bahşetmektedirler.⁶¹⁰ Esasen bu durum Tertip BASK bakımından değil Genel BASK bakımından menfaatler dengesinin farklılaştırılması sonucunu doğurmaktadır. Birden çok tertip borçlanma aracı sahiplerinin oluşturduğu Tertip BASK'ın karar alması için bile her bir tertibin ayrı ayrı gerekli karar nisabını sağlaması gerektiğinden ve aynı tertipteki borçlanma araçlarının nominal değerleri aynı şekilde hesaplanacağından, borçlanma aracı sahiplerinin menfaatleri doğru orantılı olarak sahip olunan oy miktarına etki edecektir. Buna karşın Genel BASK toplantılarında farklı tertiplerdeki borçlanma araçlarının sahiplerine sağladıkları oy miktarı nominal değer üzerinden hesaplanacağından ve nominal değer yukarıda açıklandığı üzere sahip olunan menfaati oransal olarak tam yansıtmayabileceğinden, nisapların hesaplanmasının Genel BASK'ın menfaatler dengesine uygun düşmeyen uygulamaları olabilecektir.⁶¹¹

⁶¹⁰ BA Tebliği m. 12/1'de kurul ücretinin hesaplanmasında "ihraç değeri"nin esas alınacağı belirtilmekte ve nominal değerden farklı bir ölçüt benimsenmektedir. Benzer şekilde ihraç değeri; KS Tebliği m. 19/1, PDMK Tebliği m. 24/4, 29/1, TemMK Tebliği m. 28/1, VİDMK Tebliği m. 24/4, 29/1, TYS Tebliği m. 18/2 hükümlerinde yer almaktadır.

⁶¹¹ Genel BASK'a ve işleyişine ilişkin bkz. §4.III Genel BASK.

C. Tertip BASK Kararlarının Yürürlüğe Girmesi ve Kararlara İtiraz

1. Genel Olarak

“Toplantı kararlarının ihraççı yönetim kurulu tarafından onaylanması, itiraz ve yürürlüğe girmesine ilişkin süreler”, izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği BASK Tebliği m. 6/5’te düzenlenen hususlardandır. İzahname ve ihraç belgesinin hazırlanmasına ilişkin kılavuzlarda; “Tertip BASK kararlarının yürürlüğe girmesine ilişkin esaslar” izahname ve ihraç belgelerinde aynen korunacak şekilde belirtilmiş, “Tertip BASK kararlarının ihraççı yönetim kurulu tarafından onaylanması, kararlara itiraz ve BASK kararlarının yürürlüğe girmesine ilişkin süreler” başlığı altındaysa BASK Tebliği’ne uygun olmak kaydıyla ihraççı tarafından ilave hükümlere yer verilebileceği belirtilmekle yetinilmiştir.⁶¹² Bu ilave hükümlerin neler olabileceğine ilişkin kılavuzlarda örnek verilmediği gibi incelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinde de herhangi bir ilave hüküm bulunmamaktadır.⁶¹³ BASK Tebliği hükümlerinin aksi kararlaştırılamayacağına göre bu bölümde ilave olarak hangi hususların belirtilebileceği belirsizdir.

2. Tertip Bask Kararlarının Yürürlüğe Girmesi

a. İhraççının Yönetim Kurulunun Onayı

BASK Tebliği m. 4/2 hükmüne göre, usulünce alınan Tertip BASK kararlarının geçerli olabilmeleri için karar tarihinden itibaren üç iş günü içerisinde ihraççının yönetim kurulunca onaylanması gerekmektedir. Hiç şüphesiz ihraççının

⁶¹² Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.e, 4.14.3; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.1.e, 12.3; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 6-7.

⁶¹³ BASK kapsamında incelenen izahname ve ihraç belgelerinin tamamı açısından durum böyledir. İncelenen izahname ve ihraç belgeleri için bkz. EK-B.

yönetim kurulu, bu onayı bir yönetim kurulu kararıyla verecektir. Tertip BASK kararlarının geçerli olması için ihraççının yönetim kurulunun onayının aranması doğaldır. Nitekim, tedavülde bulunan borçlanma araçlarının asli hüküm ve şartlarında yapılacak değişiklik, değişikliğin mahiyetine bağlı olarak borçlanma aracı sahiplerinin veya ihraççının ilgili borçlanma araçlarından doğan hak veya yükümlülüklerini etkileyecektir. O halde, Tertip BASK kararı ile borçlanma aracı dolayısıyla ortaya çıkan borç ilişkisinin değiştirilmesi, bu borç ilişkisine müdahalede bulunulması söz konusu olmaktadır. Borç ilişkisine yapılan bu müdahale, biziatihi borç ilişkisinin taraflarının iradesi ile gerçekleşmekte olup, bu müdahaleyi bir “tadil sözleşmesi” olarak nitelendirmek mümkündür.⁶¹⁴

Borçlanma araçları kapsamında ortaya çıkan, temelinde soyut borç tanınması olan borç ilişkisinin⁶¹⁵ hükümlerinin değiştirilmesi, bir sözleşme olan tadil sözleşmesi ile gerçekleştirilecektir. TBK m. 1/1’de belirtildiği üzere bir sözleşme, tarafların karşılıklı ve birbirlerine uygun irade beyanları ile kurulacaktır. Bu kapsamda tadil sözleşmesinin kurulabilmesi için borçlanma aracı dolayısıyla ortaya çıkan borç ilişkisinin tarafları olan ihraççı ile borçlanma aracı sahiplerinin irade beyanlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu kapsamda SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği hükümleri olmaksızın da bir tertip borçlanma aracının hüküm ve şartlarında değişiklik yapan bir tadil sözleşmesinin yapılması mümkündür. Bu kapsamda, TTK m. 374 uyarınca ihraççının irade beyanı bir yönetim kurulu kararıyla ortaya çıkacakken borçlanma aracı

⁶¹⁴ Tadil sözleşmesi, birbirine benzer olmakla birlikte çeşitli şekillerde tanımlanmıştır. Bahsi geçen tanımlar için bkz. Öz, K.: Tadil Sözleşmesi, İstanbul 2016, s. 37. Yol gösterici olması bakımından bu tanımlardan bir tanesine yer vermek isabetli olacaktır. Bir tanıma göre “mevcut ve belirli bir borç ilişkisine değişiklik yaparak müdahale eden her sözleşme”, tadil sözleşmesi olarak nitelendirilmektedir.

⁶¹⁵ Bu yönde bkz. §1.IV.C Borçlanma Araçlarından Doğan Hukuki İlişkinin Niteliği.

sahiplerinin her birinin ayrı ayrı irade beyanlarına ihtiyaç duyulacaktır.⁶¹⁶ SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği hükümleri ile buna bir alternatif getirilmiş ve tedavüldeki borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi görece kolaylaştırılmış bir usule bağlanmıştır.

Borçlanma aracı sahiplerinin irade beyanı Tertip BASK'ta alınan karar ile ortaya çıkarken, ihraççının irade beyanı ise bu Tertip BASK kararına ilişkin yönetim kurulunun vereceği kararda ortaya çıkmaktadır. Bu doğrultuda, Tertip BASK'ın toplanmasını talep etme haklarının olması, borçlanma aracının asli hüküm ve şartlarında yapılacak değişiklik talebinin borçlanma aracı sahiplerinden gelebileceği gibi ihraççıdan da gelebileceğine işaret etmektedir. Değişiklik talebinde bulunanların borçlanma aracı sahipleri olabileceği göz önünde bulundurulduğunda, Tertip BASK kararını onaylamak ihraççının yönetim kurulunun inisiyatifindedir. Değişiklik talebinin ihraççının yönetim kurulundan geldiği ve Tertip BASK'ın da bu doğrultuda karar aldığı hâllerde, ihraççının yönetim kurulunun onayı adeta bir prosedüre dönüşecektir. Söz konusu ihtimaller, hukuki işlem teorisi kapsamında değerlendirilecek olursa; borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmesine ilişkin tadil sözleşmesi bağlamında Tertip BASK kararını “icap”, Tertip BASK kararının onaylanmasına ilişkin ihraççının yönetim kurulu kararını ise “kabul” olarak nitelendirmek mümkündür.⁶¹⁷ BASK Tebliği m. 3/1/k hükmünden anlaşıldığı üzere Tertip BASK'ın toplanmasının ihraççının yönetim kurulu tarafından talep edilmesi

⁶¹⁶ Nitekim bu durum § 4 SchVG hükmünde açıkça vurgulanmaktadır. Anılan hükümde, tedavülde olan borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmesinin ya borçlanma aracı sahiplerinin her biriyle ayrı ayrı özdeş sözleşmeler yapılması suretiyle anlaşmaya varılması ya da borçlanma aracı sahiplerinin kolektif karar almasına hizmet eden SchVG'nin ikinci bölümü uyarınca alınacak bir karar ile gerçekleştirileceği düzenlenmiştir. Ayrıca, BA Tebliği'ndeki olanağa ilişkin bkz. dn. 474.

⁶¹⁷ Sözleşmenin kurulmasındaki icap (öneri) ve kabul kavramlarına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Antalya, O.G.: Marmara Hukuk Yorumu - Borçlar Hukuku C. V/1, 1, ed. Osman Gökhan Antalya, 2. Baskı, Ankara 2019, par. 1235-1247, 1276, 1332-1381, 1390-1425.

halinde ise ihraççının yönetim kurulunun bu talebi “icaba davet” olarak nitelendirilebilir.⁶¹⁸

İhraççının yönetim kurulunun üç iş günü içerisinde onay vermemesi durumunda Tertip BASK kararı herhangi bir etki doğurmayacaktır.⁶¹⁹ Bu durum, borçlanma aracından doğan borç ilişkisini değiştirecek tadil sözleşmesine ilişkin yapılan icabın reddedilmesi olarak düşünülebilir.⁶²⁰ Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmaması aktif veya pasif şekilde olabilir. Aktif şekilde, yönetim kurulunun Tertip BASK kararının onaylanmasına ilişkin önerinin reddedilmesi veya Tertip BASK kararının reddedilmesi yönündeki önerinin onaylanması şeklinde gerçekleşebilir.⁶²¹ Pasif onaylamama durumunda ise yönetim kurulunun hareketsiz kalması veya konuya ilişkin herhangi bir karar almak üzere toplanamaması söz konusudur. Aktif şekilde, onaylama kararının alınmadığının veya ret kararının alındığının belirlendiği anda üç günlük sürenin dolmasının beklenmesine gerek kalmamaktadır. Pasif onaylamama hâlinde ise üç günlük sürenin dolması sonucunda Tertip BASK kararları kendiliğinden onaylanmamış olmaktadır. Aktif onaylamama ile pasif onaylamama arasındaki temel fark, aktif onaylamamada TTK m. 390 kapsamında yönetim kurulu toplantısının yapılarak konunun oylanması veya elden dolaştırma yöntemiyle karar alma sürecinin başlatılması ve tüm yönetim kurulu

⁶¹⁸ İcaba davet (öneriye davet, icaba çağırma) kavramına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 1287-1297.

⁶¹⁹ Tertip BASK kararına ilişkin ihraççının yönetim kurulunun onayının hukuki nitelendirmesine ilişkin bkz. §4.IV.A.2 BASK Kararlarının Hukuki İşlemin Unsurları Bakımından Değerlendirilmesi.

⁶²⁰ İcabın reddine ilişkin bkz. Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 1389.

⁶²¹ Bu iki durum arasındaki tek fark öneri metninin kaleme alınış biçimidir. Genel BASK’tan farklı olarak, TTK m. 374/1’de vurgulandığı üzere anonim şirket yönetim kurulunun alabileceği kararlar çok çeşitli olabilir. Bu kapsamda Genel BASK’ın alabileceğine benzer olarak reddetme yönünde karar alabileceği gibi onaylama yönündeki karar için gerekli sayıda yönetim kurulu üyesinin oyunun alınmaması nedeniyle onaylama önerisinin reddedilmesi mümkün olabilir. Belirtmek gerekir ki reddetme yönündeki karar önerisinin yönetim kurulunda onaylanmaması ilgili Tertip BASK kararının onayı anlamına gelmeyecek olup, Tertip BASK kararının onaylanması için üç günlük süre dolmadan karar alınabilecektir.

üyelerinin karar önerisine muhatap olmuş olmasıdır. Pasif onaylamamada ise esasen yönetim kurulunun hareketsiz kalması söz konusudur ve bu bağlamda TTK m. 553/1 kapsamında yönetim kurulu üyelerinin TTK m. 369’da ifadesini bulan özen ve bağlılık yükümlülüğü dolayısıyla sorumluluğu gündeme gelebilecektir. Nitekim, alınan Tertip BASK kararının *prima facie* ihraççının menfaatlerine uygun olmadığı düşünülerek bu konuda karar almak üzere yönetim kurulu toplantısının yapılmasına veya elden dolaştırma ile karar alınması için önerinin tüm yönetim kurulu üyelerine ulaştırılmasına gerek görülmemiş olabilir. İlgili Tertip BASK kararını onaylamak ya da onaylamamak ihraççının yönetim kurulunun inisiyatifinde olsa da yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümü, konunun detaylı irdelenmesini ve yönetim kurulu toplantısında müzakere edilerek karara bağlanmasını gerektirebilecektir.

b. Genel BASK Kararı ile Reddedilmemiş Olması

BASK Tebliği m. 4/2’de Tertip BASK kararlarının hüküm ifade edebilmesi için Genel BASK kararı⁶²² ile reddedilmemiş olması gerektiği ifade edilmektedir. Bu doğrultuda, Genel BASK kararı ile Tertip BASK kararının reddedilmemiş olması durumu çeşitli olasılıklar altında gündeme gelebilmektedir. İlk olarak, Tertip BASK kararına katılanlar dışındaki aynı veya farklı ihraç tavanlarına dâhil tedavüldeki tüm diğer tertip borçlanma araçlarının sahiplerinin haklarının olumsuz olarak etkilenmemesi durumunda Genel BASK toplanamayacağı için Genel BASK’ın alacağı kararla ilgili Tertip BASK kararı da reddedilemeyecektir.⁶²³ Ayrıca,

⁶²² Genel BASK’ın yapısı ve karar alma süreçlerine ilişkin bkz. §4.III Genel BASK.

⁶²³ Bu durum iki şekilde söz konusu olabilir. Birinci ihtimalde, ihraççının Tertip BASK toplantısına katılanlar haricinde tedavülde başka tertip borçlanma aracı söz konusu olmayabilir. Bu durumda, Tertip BASK kararının içeriğinden bağımsız olarak Genel BASK’tan söz edilemeyecektir. İkinci ihtimalde, Tertip BASK’ın aldığı kararın içeriğine bağlı olarak tedavüldeki hiçbir diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmediği durumda Genel BASK’ın karar alması

usulüne uygun olarak Genel BASK toplantısının talep edilmemesi, talep üzerine ihraççının yaptığı çağrıya rağmen Genel BASK'ın toplanamaması veya toplanan Genel BASK'ın karar alamaması hâllerinde de ilgili Tertip BASK kararı Genel BASK tarafından reddedilmemiş olacaktır.⁶²⁴

3. Tertip BASK Kararlarının Bağlayıcılığı ve Kararlara İtiraz

SPK tarafından öngörülen nitelikli çoğunlukla alınacak BASK kararlarının bu kararlara olumlu oy vermeyen borçlanma aracı sahipleri için de hüküm ifade edeceği SPKn m. 31/A/3'te düzenlenmiştir. Tertip BASK kararının, ihraççının yönetim kurulunca onaylanması ve Genel BASK'ın aldığı kararla reddedilmemiş olması durumunda söz konusu tertipteki tüm borçlanma aracı sahipleri için hüküm ifade edeceği BASK Tebliği m. 4/2'de vurgulanmıştır. Bu kapsamda, ilgili tertipteki borçlanma aracı sahiplerinin bir kısmının yapılan çağrıya rağmen Tertip BASK toplantısına katılmaması veya katılmasına rağmen alınan karara olumlu oy vermemesi fark yaratmayacaktır, karar o tertipteki tüm borçlanma aracı sahipleri açısından hüküm ifade edecektir. Belirtmek gerekir ki anılan hükümler olmasaydı da aynı bağlayıcı etkinin varlığından söz edebilmek mümkün olurdu. Nitekim, oy birliği gereken hâller dışında bir hukuki işlem olarak karar⁶²⁵ karara katılmayan kişiler için de bağlayıcı nitelik taşımaktadır.

gündeme gelmeyecektir. Genel BASK bağlamında hakların olumsuz etkilenmesine ilişkin bkz. §4.III.C Genel BASK'ın Koşulu Olarak Hakların Olumsuz Etkilenmesi.

⁶²⁴ Bu durumlar SPK'nın hazırladığı kılavuzlarda vurgulandığı gibi bu durumlara ilişkin kılavuzlardaki kısımların izahname veya ihraç belgesinde aynen bulunması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.e; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.1.e; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 6. Ayrıca bkz. §4.III.B Toplantı Süreci.

⁶²⁵ Bir hukuki işlem olarak karara ilişkin bkz. §4.IV.A Bir Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları.

BASK Tebliği m. 6/5'te izahname veya ihraç belgesinde BASK'a ilişkin belirtilecek hususlardan biri olarak BASK kararlarına itiraz sayılmıştır. BASK kararlarının hükümsüzlük hâlleri⁶²⁶ dışında alınan kararlara hangi gerekçelerle ve ne şekilde itiraz edilebileceği belirsizdir. Söz konusu belirlemenin yapılması izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek suretiyle ihraççıya bırakılmışsa da bu yönde kılavuzlarda yön gösterecek örneklere veya detaylara yer verilmemiştir. İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinin yalnızca bir kısmında bu kapsamda bir açıklama yapılmış ve itirazların Genel BASK kararı ile olacağı belirtilmekle yetinilmiştir.⁶²⁷

4. Takip Hukukuna İlişkin Sonuçlar

Borçlanma araçlarına ilişkin temerrüt oluştuktan sonra, temerrüt konusu borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi durumunda; borçlanma aracının temerrüdü nedeniyle başlatılmış tüm takiplerin⁶²⁸ borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmiş kabul edildiği tarih itibarıyla duracağı, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz kararlarının uygulanmayacağı ve bir takip muamelesi ile kesilebilen zamanaşımı ve hak düşüren sürelerin işlemeyeceği SPKn m. 31/A/5 ve BASK Tebliği m. 9/2'de düzenlenmiştir. Anılan şekilde duran takiplerin, söz konusu borçlanma aracından doğan tüm borçlar ifa edildikten sonra düşeceği de yine aynı hükümlerde ifade edilmiştir.

⁶²⁶ BASK kararlarının hükümsüzlüğüne ilişkin bkz. §4.IV.B.2 BASK Kararları Bakımından Hükümsüzlük Hâlleri.

⁶²⁷ Bu örnekler için bkz. Aktifbank BASK İBD, Aktifbank BASK SPAN, ISBNK BASK İBD, ISBNK BASK SPAN, YKB BASK İBD, YKB BASK SPAN.

⁶²⁸ Borçlanma aracı sahiplerinin 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu kapsamında alacaklılar içerisindeki sıralamasına ilişkin bkz. Kalkan, O.: *İhraççının Mali Durumunun Bozulması Halinde Tahvil Sahiplerinin Haklarının Korunması*, Legal Mali Hukuk Dergisi 2017, C. 13, S. 152, s. 1975-1978.

SPKn m. 31/A/5 ve BASK Tebliği m. 9/2 hükümlerinde sayılan sonuçların doğmasının iki aşaması bulunmaktadır. İlk olarak, borçlanma aracına ilişkin temerrüdün oluşmuş olması gerekmektedir.⁶²⁹ Borçlanma aracına ilişkin bir temerrüt söz konusu değilse anılan sonuçların doğması mümkün olmayacaktır. İkinci aşamada ise borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi gerekmektedir. BASK Tebliği m. 4/1’de Tertip BASK kararıyla borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilebilmesi imkânı düzenlenmiştir.⁶³⁰ Ayrıca, ilgili tertipteki borçlanma aracı sahiplerinin her biriyle ayrı ayrı akdedilecek özdeş hükümleri barındıran sözleşmelerle de borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmesi ihtimalinde de SPKn m. 31/A/5 ve BASK Tebliği m. 9/2’deki sonuçların ortaya çıkacağına kabulü gerekir.⁶³¹ Zira, anılan hükümlerde borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmesinin bir Tertip BASK kararı alınması suretiyle sağlanması gerekliliği belirtilmemiştir. Ayrıca, lafzen birbiriyle aynı olan SPKn m. 31/A/5 ve BASK Tebliği m. 9/2 hükümlerinde ne değiştirilen hüküm ve şartların belirli niteliklerde olması ne de yapılan değişikliğin belirli mahiyette olması aranmıştır. Bu hükümlere göre borçlanma aracının hüküm ve şartlarında yapılacak herhangi bir değişiklik takip hukukuna ilişkin anılan sonuçların doğması için yeterli olacaktır.

⁶²⁹ Borçlanma araçlarında temerrüdün oluşmasına ilişkin bkz. §6.II.D.1 Genel Olarak Borçlanma Araçlarında Temerrüt Hâllerinin Belirlenmesi.

⁶³⁰ Bu konuda bkz. §4.II.A.2 BASK Tebliği’nde Öngörülen Hâller.

⁶³¹ Anılan yöntemle borçlanma aracının hüküm ve şartlarında değişiklik yapılmasına ilişkin ayrıca bkz. dn. 616.

III. GENEL BASK

A. Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular

Genel BASK, BASK Tebliği m. 3/1/e, 4/3, 4/5 hükümleri uyarınca Tertip BASK'ta alınan, ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış ve Genel BASK'taki borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkileyen kararları görüşür. Tertip BASK'tan farklı olarak Genel BASK'ın karar alabileceğinin düzenlendiği tek konu olup, izahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi suretiyle Genel BASK'ın başkaca konularda karar alabilmesinin sağlanması da mümkün değildir.

Anlaşıldığı üzere, Genel BASK'ın karar alabilmesi için üç ön koşulun gerçekleşmesi gerekmektedir. Bunlardan ilki, usulüne göre alınmış bir Tertip BASK kararının mevcudiyetidir. Kural olarak, Tertip BASK kararının BASK Tebliği'nde öngörülen hâllerde ya da izahname veya ihraç belgesinde belirtilen konularda olması bir fark yaratmamaktadır. Ancak izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek suretiyle BASK Tebliği m. 4/6'da düzenlenen kapsamda bir Tertip BASK kararı⁶³² alınması gündeme geldiğinde Genel BASK'ın onayının aranmayacağı düzenlenmiştir. Ayrıca, TemMK sahipleri ile herhangi bir şekilde teminatla korunan borçlanma aracı sahiplerinin oluşturduğu Tertip BASK'ın⁶³³ alacağı kararların, tedavüldeki diğer borçlanma aracı sahiplerinin oluşturacağı Genel BASK kararına konu olabileceği

⁶³² Bu kapsamdaki Tertip BASK kararlarına ilişkin bkz. §4.II.A.2 BASK Tebliği'nde Öngörülen Hâller.

⁶³³ Bu şekilde meydana gelen Tertip BASK için bkz. §4.I.D BASK'ın Oluşumu.

BASK Tebliği m. 7/1'den anlaşılmaktadır. İkinci ön koşul, ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış olmasıdır.⁶³⁴

Genel BASK'ın karar alabilmesi için gerekli olan üçüncü ön koşul ise Tertip BASK kararının alındığı tertipler dışındaki diğer tertip borçlanma araçlarının sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesidir. Bir Tertip BASK kararı, diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarını her durumda olumsuz etkilemeyebilir. Örneğin, belirli tertiplerdeki borçlanma araçlarındaki faiz oranlarının düşürülmesi yönünde bir Tertip BASK kararının diğer tertiplerdeki borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkilediği söylenemez. Bu durumda, Genel BASK'ın toplanması gerekmeyecektir. Bir başka olasılık ise ihraççının Tertip BASK'a katılan tertipler dışında başkaca tertip borçlanma aracının bulunmamasıdır. Bu durumda evleviyetle Genel BASK gündeme gelmeyecektir. Ayrıca, Tertip BASK kararı, diğer tüm tertip borçlanma araçlarının sahiplerini değil bazı tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkiliyor olabilir. Böylesi durumlarda Genel BASK, yalnızca o tertiplerdeki borçlanma araçlarının sahiplerinden oluşacaktır.

Tanımı gereği Genel BASK'tan söz edilebilmesi için bir Tertip BASK kararına ihtiyaç vardır. Genel BASK'ın, her bir münferit durumda Tertip BASK'ın verdiği karara göre değişen yapısı nedeniyle izahname veya ihraç belgesinde Genel BASK'ın karar alacağı durumlara ilişkin bir belirleme yapılması mümkün olmayacaktır. Pratik anlamda da Tertip BASK kararı alınması bir veya birden çok tertip borçlanma aracına ilişkin hazırlanan izahname veya ihraç belgesinde belirtilen

⁶³⁴ Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmasına ilişkin ayrıca bkz. §4.II.C.2.a İhraççının Yönetim Kurulunun Onayı, §4.IV.A.2 BASK Kararlarının Hukuki İşlemin Unsurları Bakımından Değerlendirilmesi.

konularda yalnızca söz konusu tertipler için gündeme gelecek, ilgili izahname veya ihraç belgesinde böylesi konular belirtilmeyen tertipler için söz konusu olmayacaktır. Bu durumu Genel BASK'a uyarlamak ise mümkün değildir. Zira belirlemenin hangi izahname veya ihraç belgesinde yapılması gerektiğini kestirmek mümkün olmadığı gibi Tertip BASK kararı haklarını etkilediği için toplanan Genel BASK'ın ayrıca başka bazı konularda da karar alabileceğini düşünmek mümkün değildir. Bu doğrultuda, Tertip BASK ve Genel BASK'a ilişkin bazı hususları, BASK Tebliği'nde her iki BASK türü için ortak hükümlerle düzenleme yolunu tercih eden SPK'nın yaklaşımı sorunlara neden olmaktadır. Sözgelimi, BASK toplantılarında toplantı başkanlığı ve yönetimi hususunun izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği düzenlenmiştir. Genel BASK toplantısına birden çok tertip borçlanma araçlarının sahiplerinin katıldığı bir durumda, eğer bu tertiplerin izahname veya ihraç belgelerinde toplantı başkanlığına veya yönetimine ilişkin farklı hükümler bulunuyorsa nasıl bir yol izleneceği belirsizdir.

Böylesi belirsizliklerin ortaya çıkarabileceği olumsuzlukları engellemenin yöntemi; bir ihraççının, ihraç ettiği tüm borçlanma araçlarına ilişkin gündeme gelebilecek Genel BASK toplantılarında yeknesak standartların uygulanmasıdır. Böylelikle, Genel BASK'a katılan borçlanma aracı sahiplerinin kompozisyonu ne olursa olsun uygulanacak kurallara ilişkin bir tereddüt gündeme gelmeyecektir. Anılan yeknesak standartlar, ya BASK Tebliği'nde değişikliğe gidilerek ya da mevcut durumda olduğu üzere ihraççı tarafından tüm tertip borçlanma araçları için aynı belirlemelerin yapılmasıyla sağlanabilecektir. Bu bağlamda, BASK Tebliği'nde değişikliğe gidilmesi en kalıcı çözüm olacaktır. BASK Tebliği'nde tüm Genel BASK toplantıları için belirli standartlar belirlemek bir yöntem olmakla birlikte bunun

SPK'nın BASK'a ilişkin genel yaklaşımıyla uyumlu olmayacağı söylenebilir. Bunun yerine BASK Tebliği'nde yapılacak değişiklik ile ihraççıların, ihraç ettikleri borçlanma araçlarına ilişkin gündeme gelecek tüm Genel BASK toplantılarına ilişkin standartları ayrıca belirleyecekleri bir sistem benimsenmesi isabetli olacaktır. BASK Tebliği'nde anılan şekilde değişiklik yapılana kadar Genel BASK toplantılarına ilişkin yaşanabilecek belirsizliklerin önüne geçilmesinin yegâne yolu, bir ihraççının ihraç ettiği tüm borçlanma araçları için izahname veya ihraç belgesinde BASK toplantılarına ilişkin birebir aynı belirlemeleri yapmasıdır.

B. Toplantı Süreci

1. Toplantı Çağrısı, Gündem, Toplantı Sekreteryası ve Giderleri

Genel BASK toplantısı çağrısını her durumda ihraççının yönetim kurulunun yapması gerektiği BASK Tebliği m. 4/3-4 hükümlerinden anlaşılmaktadır. Tertip BASK'tan farklı olarak Genel BASK'ta toplantı çağrısının yapılması için izlenebilecek alternatif yollar bulunmamaktadır. İhraççının yönetim kurulu her ne kadar çağrıya ilişkin işlemleri yerine getirecekse de Genel BASK toplantısı çağrısının yapılıp yapılmamasına karar verme yetkisine sahip değildir. Usulüne uygun yapılan talep üzerine ihraççının yönetim kurulu çağrıda bulunacaktır. Genel BASK, BASK Tebliği m. 3/1/e ve m. 4/3'te ifade edildiği üzere ancak ihraççı yönetim kurulu tarafından onaylanmış bir Tertip BASK kararının haklarını olumsuz etkilediği tüm diğer tertip borçlanma araçlarının toplam nominal değerinin⁶³⁵ yüzde yirmisini temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin talebi üzerine toplanabilmektedir. Çağrıyı yapacak

⁶³⁵ BASK Tebliği m. 4/3'ten "toplam" ifadesi kullanılmamış olsa da hükümde kastedilen toplam nominal değerdir.

ihraççı yönetim kurulu olduğundan, Genel BASK toplantısına ilişkin talebin ilgili borçlanma aracı sahiplerince ihraççıya yöneltilmesi gerekmektedir.

BASK Tebliği m. 4/3 hükmünün lafzından, ilgili Tertip BASK kararının haklarını olumsuz etkileyip etkilemediğine bakılmaksızın Tertip BASK’a katılanlar dışındaki tüm diğer tertip borçlanma araçlarının toplam nominal değerinin yüzde yirmisine sahip olan borçlanma aracı sahiplerinin Genel BASK toplantısı talebinde bulunulabileceği anlamı çıkartılabilmektedir. Ancak, BASK Tebliği m. 4/5’te Genel BASK’ın, kendi haklarını olumsuz etkileyen kararları görüşeceğinin açık olarak belirtilmesi ve Genel BASK’ın koruduğu menfaatler göz önünde bulundurulduğunda; Tertip BASK’a katılanlar dışındaki tüm diğer tertip borçlanma araçlarından sadece hakları ilgili Tertip BASK kararından olumsuz etkilenenlerin toplam nominal değerinin yüzde yirmisini temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin talepte bulunabileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

Genel BASK talebinde bulunmaya ilişkin ihraççının veya ilişkili taraflarının sahip olduğu borçlanma araçlarının durumu önem arz etmektedir. Nitekim Tertip BASK toplantısı için her durumda ihraççının yönetim kurulu çağrı kararını kendisi alabildiği için ihraççının veya ilişkili taraflarının sahip oldukları borçlanma araçları dolayısıyla borçlanma aracı sahibi sıfatıyla Tertip BASK çağrısında bulunabilmelerinin pratik bir önemi kalmamaktadır.⁶³⁶ Ancak ihraççının yönetim kurulunun inisiyatif olarak Genel BASK çağrısının yapılmasına karar verme yetkisi bulunmadığı göz önüne alındığında, ihraççının veya ilişkili taraflarının sahip oldukları borçlanma araçları dolayısıyla Genel BASK talebinde bulunup bulunamayacağı da

⁶³⁶ Buna ilişkin bkz. §4.II.B.1.b.i Çağrının İhraççının Yönetim Kurulu Tarafından Yapılması.

değerlendirilmelidir. İhraççının yönetim kurulu tarafından onaylanan bir Tertip BASK kararına ilişkin Genel BASK talebinin ihraççıdan veya ilişkili tarafından gelmesi olağan dışıdır. Oysa, Genel BASK toplantısının talep edilebileceği süre içerisinde durumun yeniden değerlendirilmesi, ihraççının yönetim kurulu üyeliklerinde değişimler olması gibi nedenlerle ihraççının, yönetim kurulu tarafından onaylanmış olsa da Tertip BASK kararının yürürlüğe girmemesini istemesi, muhtemel olmasa da ihtimal dâhilindedir. Böylesi bir durumda ihraççının ve ilişkili taraflarının Genel BASK talebinde bulunamayacağını kabulü gerekir.⁶³⁷ Ayrıca, ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri ve Tertip BASK kararına katılan borçlanma aracı sahipleri ile söz konusu Tertip BASK karardan olumsuz etkilenen diğer tertip borçlanma aracı sahipleri arasındaki menfaatler dengesinin gerektiği gibi korunabilmesi açısından, Genel BASK talebinde bulunabilecek borçlanma aracı sahiplerinin sahip oldukları borçlanma araçlarının toplam nominal değerinin Genel BASK toplantısına katılma hakkı veren tüm borçlanma araçlarının toplam nominal değerine oranı hesaplanırken ihraççının veya ilişkili taraflarının sahip olduğu borçlanma araçlarının hesaplamada dikkate alınmaması gerekir. Aksi hâlde, belirli bir Tertip BASK kararının uygulanmasının Genel BASK kararıyla engellenmesinin önüne geçmek için ihraççı veya ilişkili taraflarının, Genel BASK kararına katılımı sağlayacak borçlanma araçlarını elde ederek; bunlardan doğan oy hakkı donmuş bile olsa, talep için gerekli yüzde yirmilik eşiğin aşılmasını zorlaştırmak suretiyle Genel BASK'ın karar almasını güçleştirmesinin önü açılacaktır. Böyle bir olasılık ise Genel BASK ile korunmak istenen menfaatler dengesiyle örtüşmemektedir.

⁶³⁷ BASK Tebliği m. 6/4'te ifadesini bulan ihraççının ve ilişkili taraflarının sahip oldukları borçlanma araçlarından doğan oy hakkının donması ve bu borçlanma araçlarının nisapların hesaplanmasında dikkate alınmaması da bu sonuca işaret etmektedir.

Genel BASK toplantısının yapılmasına ilişkin talebin BASK Tebliği m. 4/3'te öngörüldüğü üzere ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmasını izleyen beş iş günü içerisinde yapılması gereklidir. Bu nedenle, Genel BASK toplantısı talebinde bulunma hakkı olan borçlanma aracı sahiplerinin, ilgili Tertip BASK kararının içeriğini ve bu kararın ihraççı yönetim kurulu tarafından ne zaman onaylandığını bilebilmesi gerekir. BASK Tebliği m. 6/7 kapsamında söz konusu hususlar, ihraççının SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde öngörülen usulde özel durum açıklaması yapılması suretiyle duyurulacaktır. İhraççının yönetim kurulunun onay kararını izleyen beş iş günü içerisinde açıklanan şekilde Genel BASK toplantısı talebinin yapılmaması durumunda ilgili Tertip BASK kararı kesinlik kazanacaktır.

Genel BASK toplantısı talebinin veya talep üzerine ihraççının yönetim kurulunun yapacağı çağrının şekline, toplantı sekreteryasına ve toplantı giderlerinin kim tarafından karşılanacağına ilişkin BASK Tebliği'nde herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Hiç şüphesiz çağrıda toplantı yeri ve zamanı ile gündem yer alacaktır. BASK Tebliği m. 6/5'te bu hususların izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği düzenlenmekle yetinilmiştir.⁶³⁸ Gündemin belirlenmesi de izahname veya ihraç belgesinde belirtilmesi gereken hususlardan biri olarak BASK Tebliği m. 6/5'te sayılmasına ve gündeme ilişkin BASK Tebliği'nde başkaca bir düzenleme olmamasına rağmen bir belirsizlik bulunmamaktadır. Genel BASK'ın yalnızca bir Tertip BASK kararının reddedilmesi yönünde karar alabileceği göz önünde

⁶³⁸ Genel BASK'a ilişkin belirlemelerin izahname veya ihraç belgesinde yapılmasına ilişkin engeller hakkında bkz. §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

bulundurulduğunda; toplantının gündemi, ilgili Tertip BASK kararının görüşülerek reddedilmesinin oylanmasından ibaret olacaktır.

2. Toplantıya Kimlerin Katılabileceği

Genel BASK'a konu olan Tertip BASK kararı nedeniyle hakları olumsuz etkilenen borçlanma aracı sahipleri veya vekilleri Genel BASK'a katılabilecektir. TemMK'ların ve herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma araçlarının sahipleri, BASK Tebliği m. 7/2'ye göre kural olarak Genel BASK'a katılamazlar.⁶³⁹

Genel BASK'a katılım hakkı sağlayan borçlanma aracının intifa hakkına konu olması durumundaysa toplantıya katılma ve oy kullanma hakkı aksi kararlaştırılmamışsa intifa hakkı sahibine veya varsa vekiline ait olacaktır.⁶⁴⁰ Tertip BASK'ta olduğu üzere, toplantıya katılabilecekler listesi BASK Tebliği m. 6/2 uyarınca ihraççının yönetim kurulu tarafından hazırlanacaktır.⁶⁴¹ BASK Tebliği m. 6/6'da belirtildiği üzere, SPK gerekli gördüğü hâllerde Genel BASK toplantılarına gözlemci gönderebilecektir. Toplantıya kimlerin katılabileceği, izahname veya ihraç belgesinde belirtilecek hususlardan biri olarak BASK Tebliği m. 6/5'te sayılmıştır.⁶⁴²

3. Toplantının İdaresi, İşleyişi ve Nisaplar

a. Toplantının İdaresi ve İşleyişi

BASK Tebliği m. 6/5'te belirtilmesi öngörülen hususlar haricinde; Tertip BASK toplantısının fiziken veya elektronik ortamda yapılmasına, toplantı

⁶³⁹ Bu kuralın istisnaları için bkz. §4.I.D BASK'ın Oluşumu.

⁶⁴⁰ Toplantıya katılma ve oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olmasına ilişkin bkz. §4.II.B.2.b İntifa Hakkı Sahiplerinin Durumu.

⁶⁴¹ Toplantıya katılabilecekler listesine ilişkin bkz. §4.II.B.2.a Genel Olarak.

⁶⁴² Genel BASK'a ilişkin izahname veya ihraç belgesinde belirleme yapmanın zorluklarına ilişkin bkz. §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

yapılmaksızın elden veya elektronik ortamda dolaştırmak suretiyle karar alınmasına, toplantının yönetimine ve işleyişine ilişkin esaslar Genel BASK için de geçerlidir.⁶⁴³

BASK Tebliği m. 4/4'e göre, Genel BASK'ın ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmasından itibaren on beş iş günü içerisinde toplanması gerekmektedir. Ancak, BASK Tebliği m. 6/1'de toplantı yapılmaksızın karar metninin elden veya elektronik ortamda dolaştırılması suretiyle karar alınmasına izin verildiğinden, m. 4/4 hükmünün ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulunca onaylanmasını izleyen on beş iş günü⁶⁴⁴ içerisinde toplanması veya toplanmaksızın karar alması gerektiği şeklinde anlaşılması gerekir. İhraççının yönetim kurulunun usulüne uygun yaptığı çağrıya rağmen anılan süre içerisinde Genel BASK'ın toplanamaması⁶⁴⁵ veya toplantısız karar almamış olması durumunda ilgili Tertip BASK kararı BASK Tebliği m. 4/4 uyarınca kesinlik kazanacaktır.

Burada önem arz eden, Genel BASK'ın toplantısız karar alması durumunda BASK Tebliği m. 4/3 hükmünün nasıl uygulanacağıdır. Nitekim hükümde, ihraççının yönetim kurulunun Tertip BASK'ı onayladığı tarihten itibaren beş iş günü

⁶⁴³ Bunlar için bkz. §4.II.B Toplantı Süreci.

⁶⁴⁴ Anılan on beş iş günlük süre de Genel BASK talebinde bulunulabilmesi için BASK Tebliği m. 4/3'te belirtilen beş iş günlük süre gibi ilgili Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylandığı tarihten başlamaktadır. Bu durumda, örneğin Genel BASK talebinin yönetim kurulunun onay kararını izleyen iş günü yapılması durumunda toplantının gerçekleştirilmesi için on dört iş günlük süre bulunurken; talebin beşinci gün yapılması durumunda bu süre on gün olacaktır. TTK m. 411/4 hükmünde azınlığın anonim şirket genel kurul çağrısı talebinde bulunması durumunda genel kurulun kırk beş gün içerisinde yapılması öngörülmüştür. Benzer şekilde Genel BASK toplantısı için öngörülen on beş iş günü olan sürenin talep tarihinden başlatılması düşünülebilirdi. Mevcut haliyle, Genel BASK'ın yönetim kurulunun onay tarihinden itibaren on beş iş günü içerisinde yapılması zorunluluğu, öngörülebilirliği artırdığı gibi Tertip BASK kararı alan tertiplerdeki borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerine görece daha uygundur.

⁶⁴⁵ Buradaki toplanamama durumu hiç şüphesiz toplantı nisabının sağlanamaması dolayısıyla Genel BASK toplantısının açılışının yapılamamasıdır. Ayrıca toplantı nisabı belirtilmediği için bir karma nisap söz konusudur ve karar nisabı aynı zamanda toplantı nisabını oluşturmaktadır. BASK Tebliği m. 4/4'te asgari olarak "karar nisabını sağlayacak şekilde toplanmaması" ifadesinin kullanılması da bu duruma işaret etmektedir.

içinde Genel BASK'ın toplanmasının talep edilmemesi durumunda ilgili Tertip BASK kararının kesinlik kazanacağı düzenlenmiştir. Hâl böyle iken Genel BASK'ın toplantısız karar almasının nasıl uygulama alanı bulacağını netleştirmek gerekmektedir. Bu durumda ihraççının yönetim kurulunun Genel BASK'a konu olacak Tertip BASK kararını onaylaması kararından itibaren beş iş günü içerisinde ya toplantısız Genel BASK kararının alınması ya da Genel BASK toplantısı talebinde bulunma yetkisine sahip borçlanma aracı sahiplerinin toplantı talebini iletmeleri gerekmektedir. Aksi hâlde Tertip BASK kararı kesinlik kazanacak ve sonrasında alınacak herhangi bir BASK kararı hüküm doğurmayacaktır. Toplantı talebi süresi içerisinde iletdikten sonra ihraççının yönetim kurulunun onay kararından itibaren işlemeye başlayan on beş iş günü olan süre içerisinde toplantısız Genel BASK kararı alınması mümkündür. Ancak bu durumda toplantı talebine istinaden ihraççının yönetim kurulunun çağrı yapması ve toplantı sürecinin başlaması söz konusu olacaktır. BASK Tebliği m. 4/3 hükmünün, Genel BASK'ın toplantısız karar alma hâli göz önüne alınmaksızın kaleme alınması isabetsiz olmuştur ve bu duruma uygun olarak değiştirilmesinde fayda bulunmaktadır.

b. Nisaplar

Genel BASK'ta kararlar, BASK Tebliği m. 4/5'te düzenlendiği üzere söz konusu BASK'a katılma hakkı veren borçlanma araçlarının itibari değerleri toplamının üçte ikisini temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyu ile alınmaktadır.⁶⁴⁶

⁶⁴⁶ Genel BASK için öngörülen nisap da bir karma nisaptır. Hükümde Genel BASK toplantısında karar alınması için gerekli nisaptan bahsediliyor olsa da bu ifade BASK kararlarının toplantısız da alınabilmesi nedeniyle sınırlayıcıdır. Bu nedenle anılan ifadenin, Genel BASK kararlarının alınabilmesi için gerekli nisap şeklinde formüle edilmesi daha isabetli olacaktır. BASK'ın toplantısız karar alabilmesine ilişkin bkz. §4.II.B.3.c Elden Dolaştırma veya Elektronik Ortamda Dolaştırma Yöntemiyle Karar Alınması, §4.III.B.3.a Toplantının İdaresi ve İşleyişi.

Genel BASK'ın alabileceği tek karar, karara konu olan Tertip BASK kararının reddedilmesi kararıdır. Tertip BASK kararının onaylanması için Genel BASK'ın herhangi bir karar almasına gerek olmadığı gibi başkaca bir konuya ilişkin Genel BASK kararı da alınamayacaktır. Tertip BASK için karar nisabının izahname veya ihraç belgesinde öngörülme suretiyle farklılaştırılması mümkünken Genel BASK için böylesi bir durum söz konusu değildir.

Nisapların hesaplanması esasen Tertip BASK'takiyle aynıdır.⁶⁴⁷ Ancak, BASK Tebliği m. 7/2/a kapsamında, TemMK veya herhangi bir surette teminat ile korunan borçlanma aracı sahiplerinin teminatlarının kısmi olması ve teminatsız kalan tutarlar için Genel BASK'a katılım sağlanması durumunda⁶⁴⁸ nisapların nasıl hesaplanacağı cevaplandırılması gereken bir sorudur. Bu durumda iki ihtimal bulunmaktadır. Bunlardan ilki, teminatsız kalan tutarlar için Genel BASK'a katılım sağlayan borçlanmayı temsil eden menkul kıymet sahiplerinin oylarının sahip oldukları ilgili menkul kıymetlerin itibari değerleri baz alınarak hesaplanmasıdır. Ancak bu durumda, BASK Tebliği m. 7/2/a hükmündeki “teminatsız kalan tutarlar için” ifadesi anlamsız kalmaktadır. Zira itibari değer olduğu gibi dikkate alındığında, teminatsız kalmayan tutar için de oy kullanma olanağı elde edilmiş olmaktadır. Bu kapsamda ikinci ihtimal gündeme gelmektedir. Buna göre, Genel BASK'ta nisaplar itibari değerler üzerinden hesaplanırken, söz konusu menkul kıymetler için fiktif bir itibari değer üzerinden hesaplama yapılacaktır. Bu fiktif itibari değere, gerçek itibari değer, ilgili tertipte teminat ile korunmayan tutarın toplam (teminat ile korunan ve korunmayan toplam) tutara bölünmesiyle elde edilen oran ile çarpılması suretiyle

⁶⁴⁷ Tertip BASK'ta nisapların hesaplanmasına ilişkin bkz. §4.II.B.3.d.iii Nisapların Hesaplanması.

⁶⁴⁸ Bu duruma ilişkin bkz. §4.I.D BASK'ın Oluşumu.

ulaşılacak ve nisaplar bu fiktif itibari değer baz alınarak hesaplanacaktır. Böylelikle, hükümdeki “teminatsız kalan tutarlar için” ifadesine uygun bir hesaplama yapılmış olacaktır. Anılan yöntemin uygulanması da bazı yönlerden eleştiriye açıktır. Bu anlamda, nisap hesaplamalarının karmaşıklaşması ve Genel BASK’a katılma hakkı olan diğer tertip borçlanma araçlarının farklılıklarının göz ardı edilmesi⁶⁴⁹ akla ilk gelenler olsa da hükmün lafzındaki ifadenin anlamlı hâle gelebilmesi için fiktif itibari değer üzerinden hesaplamayı öngören ikinci yöntemin uygulanması gerektiğini kabul etmek gerekmektedir.

C. Genel BASK’ın Koşulu Olarak Hakların Olumsuz Etkilenmesi

BASK Tebliği m. 3/1/e, 4/3, 4/5 hükümlerinden anlaşıldığı üzere Genel BASK, ancak bir Tertip BASK kararının diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkilemesi durumunda söz konusu olabilmektedir. Genel BASK’ın koşulu olarak Tertip BASK’a katılanlar dışındaki diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesinden ne anlaşılması gerektiğinin netleştirilmesi önemlidir. Hakların olumsuz etkilenmesinin nasıl anlaşılması

⁶⁴⁹ Genel BASK’a katılmanın n koşulu, katılacak borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesi olsa da bu olumsuz etkilenmenin niceliği BASK Tebliği sistematide dikkate alınmamaktadır. Teminat ile kısmen bile güvence altına alınmamış çeşitli tertip borçlanma araçlarının sahiplerinin, Genel BASK’a konu olan Tertip BASK kararından farklı düzeylerde etkilenmeleri doğaldır. Ancak, ilgili Tertip BASK kararından ne kadar etkilenildiğine bakılmaksızın nisaplar ve oy hakları itibari değer üzerinden hesaplanmaktadır. Buna karşın, kısmen teminat altına alınmış borçlanma aracı sahiplerinin teminatsız kalan tutarlar için Genel BASK’a katılmaları kapsamında açıklanan hesaplama yönteminde ise esasen ilgili Tertip BASK kararına ne denli maruz kalındığı göz önüne alınmaktadır. Zira teminat kapsamındaki kısım güvence altına alınmış durumdadır. Genel BASK’a katılan farklı tertipler açısından böyle bir farklılaştırma yapılmazken kısmen teminat altına alınmış borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler için böyle bir farklılaştırmanın kabulü eleştirilebilir. Kaldı ki, Genel BASK’a katılan bütün borçlanma aracı tertipleri için sayısal olarak böyle bir etkilenme ölçümü yapmak çoğu zaman olanaksızken teminatsız kısım için açıklanan hesaplama yöntemiyle öngörülebilir ve net bir sayısal orana ulaşmak mümkündür. Bu objektif fark dolayısıyla farklı yaklaşım anlaşılabilir niteliktedir.

gerektiğine ilişkin Türk hukukunda istifade edilebilecek temel hukuki müessese TTK m. 454'te ifadesini bulan imtiyazlı pay sahipleri özel kuruludur (İPSÖK).

İPSÖK, çeşitli yönlerden BASK'a özellikle de Genel BASK'a benzeyen bir kuruldur. Her iki kurul da menkul kıymet sahiplerinden oluştuğu gibi karar alabilecekleri durumlar da belirli açılardan benzerlik taşımaktadır. TTK m. 454/1'de belirtildiği üzere, bir anonim şirkette genel kurul ile yönetim kurulunun alacağı belirli kararlar imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikteyse ancak İPSÖK tarafından onaylanmaları hâlinde uygulanırlar. Bu kapsamda İPSÖK kararından söz edebilmek için çeşitli koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Her şeyden önce, bir anonim şirkete ilişkin İPSÖK kararının söz konusu olabilmesi için söz konusu anonim şirkette imtiyazlı payların mevcut olması gerekmektedir.⁶⁵⁰ Benzer şekilde, Genel BASK kararının söz konusu olabilmesi için ihraççısı aynı olan, tedavülde birden çok tertip borçlanma aracının varlığı ve bir Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulunca onaylanmış olması şarttır. Bu kapsamda İPSÖK'e ilişkin görüşlere, Genel BASK'ın niteliğine uygun düştüğü ölçüde başvurmak yol gösterici olabilecek niteliktedir.

TTK m. 454/1'de belirtildiği üzere, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikteki belirli genel kurul ve yönetim kurulu kararları, İPSÖK tarafından onaylanmadıkça uygulanamaz. Bu noktada, TTK m. 454/1'de imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte olma durumuyla BASK Tebliği m. 3/1/e, 4/3, 4/5'te Genel BASK için belirtilen borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz

⁶⁵⁰ Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 110. Benzer doğrultuda bkz. Uysal, s. 141. Bir anonim şirkette imtiyazlı pay olup olmadığının tespit edilmesinde belirleyici olan nokta imtiyazın ne olduğudur. TTK m. 478/2'de imtiyaz, "kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkı" olarak tanımlanmıştır.

etkilenmesi durumu özünde birbirine eştir. Anılan bağlamlardaki hakların ihlal edilmesi⁶⁵¹ ve hakların olumsuz etkilenmesi durumları lafzen birbirinden farklı olsa da esasen aynı anlamdadırlar.⁶⁵² Doktrindeki genel kabul, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesinin İPSÖK toplantılarının şartı olduğudur.⁶⁵³ Benzer şekilde borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesi de Genel BASK toplantısının şartıdır.⁶⁵⁴

Genel BASK kapsamında borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilendiğinin tespitin kim tarafından yapılacağı cevaplanması gereken bir sorudur. Genel BASK'ın toplanması talebinde bulunulması veya toplantısız karar alması için her hâlükârda Tertip BASK kararına katılmayan diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin inisiyatifi gerekecektir. Bu şekliyle, haklarının olumsuz etkilendiği konusundaki değerlendirmenin ilk olarak söz konusu borçlanma aracı sahipleri tarafından yapılması kaçınılmazdır. Ancak, BASK Tebliği m. 4/3'e göre ihraççının yönetim kurulunun, borçlanma aracı sahiplerinin Genel BASK'ın toplanmasına ilişkin talebinin gerekli nominal değer oranını sağladığını tespit etmesi Genel BASK'ı toplantıya çağırması için gerekmektedir.⁶⁵⁵ Bu noktada, ihraççının yönetim kurulunun Tertip BASK kararının sadece Genel BASK'ın toplanması için başvuruda bulunan borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkileyip etkilemediğini belirlemesi

⁶⁵¹ İmtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesinin imtiyaz hakları üzerinde olumsuz bir durumun ortaya çıkarılması olarak anlaşılması gerektiği yönünde bkz. Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 112.

⁶⁵² Bu nedenle, TTK m. 454/1 kapsamında hakların ihlal edilmesine ilişkin doktrindeki değerlendirmeler Genel BASK'a ilişkin hakların olumsuz etkilenmesi durumuna ilişkin yol gösterebilecek niteliktedir.

⁶⁵³ Bu konudaki görüşler ve değerlendirme için bkz. Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 124-128.

⁶⁵⁴ Bkz. §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁶⁵⁵ Burada temel alınacak nominal değere ilişkin bkz. §4.III.B.1 Toplantı Çağırısı, Gündem, Toplantı Sekreteryası ve Giderleri.

yeterli olmamakta; varsa Tertip BASK'a katılanlar dışındaki diğer tüm tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarının da Tertip BASK kararından olumsuz etkilenip etkilenmediğini değerlendirmesi, Genel BASK toplantısı talebinde bulunabilmek için gerekli oranın sağlandığını tespit edebilmesi için gerekmektedir. İhraççının yönetim kurulu bu noktada ince bir çizgi üzerinde yürümek zorundadır. Nitekim, yönetim kurulunun borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesine ilişkin yapacağı yanlış bir değerlendirme nedeniyle yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu gündeme gelebilecektir. Bu yönüyle, Tertip BASK kararının diğer tertiplerdeki borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkileyip etkilemediğine ilişkin tespitin ihraççının yönetim kurulu tarafından da yapılması gerekecektir.⁶⁵⁶

Genel BASK'ın şartı olan borçlanma aracı sahiplerinin haklarının olumsuz etkilenmesi durumunda Tertip BASK kararından olumsuz etkilenen hakların hangileri olduğunun açıklığa kavuşturulması gereklidir. BASK Tebliği m. 3/1/e, 4/3, 4/5 hükümlerinden *prima facie* anlaşıldığı üzere ihraççının yönetim kurulunca onaylanan bir Tertip BASK kararı varsa; bu Tertip BASK kararına katılanlar haricinde aynı ihraççının tedavüldeki tüm diğer tertip borçlanma araçlarının sahiplerinin sahip olduğu bir hak olması gerekmektedir. Ancak olumsuz etkilenen hakkı belirtmek için yalnızca hak sahibinin niteliği temel alınarak bir belirleme yapılmış olup hakkın kaynağına ilişkin herhangi bir sınırlandırma yapılmamıştır. Bu hâliyle, söz konusu borçlanma aracı sahibine ait olması koşuluyla, borçlanma aracından kaynaklanmayan hakların da olumsuz etkilenmesi koşulunu sağlaması gibi anlaşılması güç durumlar gündeme gelebilecektir. Sözgelimi, bir borçlanma aracı sahibi aynı zamanda ihraççının pay

⁶⁵⁶ İPSÖK bağlamında imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edilip edilmediğini tespitinin esasen İPSÖK çağrısında bulunmaya yetkili olanlar tarafından yapılacağı yönünde bkz. Aktaş, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, s. 128-131.

sahibiyse, ihraççının yönetim kurulunca onaylanan bir Tertip BASK kararı söz konusu borçlanma aracı sahibinin borçlanma aracından doğan haklarını olumsuz etkilemese de sahip olduğu paylardan kaynaklanan haklarını olumsuz etkiliyorsa Genel BASK'tan bahsedilebilmesi gerekecektir. Borçlanma aracı sahiplerinin borçlanma aracından kaynaklanan haklar dışındaki haklarının olumsuz etkilenmesinin de BASK Tebliği m. 3/1/3, 4/3, 4/5 hükümlerindeki hakların olumsuz etkilenmesi şartını sağlayacağını kabul edilmesi; Genel BASK'ın koruduğu menfaatler, uygulama zorlukları ve BASK Tebliği'nin sistematığı dikkate alındığında mümkün değildir. BASK Tebliği'nin anılan hükümlerinde değişikliğe gidilerek olumsuz etkilenme şartının yalnızca borçlanma aracından kaynaklanan haklar bakımından söz konusu olduğunun vurgulanması, oluşabilecek herhangi bir tereddüdün giderilebilmesi adına isabetli olacaktır.

D. Genel BASK'ın Etkinliğinin Değerlendirilmesi

Anonim şirketlerde gündeme gelen yatay vekâlet problemlerine⁶⁵⁷ benzer şekilde, bir ihraççının farklı tertip borçlanma aracı sahipleri arasında vekâlet problemleri söz konusu olabilmektedir. BASK Tebliği m. 4/5'ten anlaşıldığı üzere, Genel BASK aldığı kararla yalnızca Tertip BASK kararının yürürlüğe girmesini engelleyebilir. Dolayısıyla, Genel BASK'ın işlevinin, farklı tertip borçlanma aracı sahipleri arasındaki menfaat dengesinin kurulmasına özgülendiği söylenebilir.

Genel BASK, bir Tertip BASK kararıyla menfaatleri olumsuz etkilenen borçlanma aracı sahiplerine ilgili Tertip BASK kararının uygulanmasını

⁶⁵⁷ Çoğunluk ve azınlık pay sahipleri arasında gündeme gelen bu vekâlet problemine ilişkin bkz. §3.II Vekâlet Problemi (Agency Problem).

engelleyebilme imkânı sağlayarak borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet etmektedir. Halbuki, bu koruma imkânı yalnızca Tertip BASK kararlarının etkileriyle sınırlıdır. Tertip BASK kararı ile ilgili tertip borçlanma aracının ihraççının ödeme gücü üzerinde oluşturduğu en küçük ağırlaştırıcı etki bile Genel BASK'ın karar alabilmesinin önünü açarken; ihraççının, ihraç limiti⁶⁵⁸ elverdiği sürece yeni tertip borçlanma araçları ihraç etmesinin önünde bir engel bulunmamaktadır. Bu nedenle, hem Tertip BASK kararı alınması suretiyle ilgili tertipteki borçlanma aracı sahiplerinin nitelikli çoğunluğunun hem de yönetim kurulunun onaylaması suretiyle ihraççının iradesinin mevcut olduğu borçlanma aracının asli hüküm ve şartlarındaki bir değişiklik Genel BASK kararı ile reddedilmişse veya böyle bir değişikliğin reddedilmesi muhtemelse, alternatif bir yöntem olarak borçlanma araçlarının değişimi gündeme gelebilecektir.

İhraççının, kendi ihraç etmiş olduğu borçlanma araçlarına sahip olabilmesi mümkündür. Hatta, ihraççının kendi ihraç etmiş olduğu borçlanma araçlarına sahip olmak suretiyle borçlanma aracı sahibi sıfatıyla BASK kararlarına etki ederek menfaatler dengesini kendi yararına bozmasının önüne geçebilmek için BASK Tebliği m. 6/4'te ihraççının sahip olduğu borçlanma araçlarının BASK toplantılarında oy hakkı sağlamadığı hükme bağlanmıştır. Bu düzenleme son derece olumlu olmakla birlikte yeterli değildir. Nitekim, bu hükümden de anlaşılabilirdi üzere, ihraççının kendi ihraç ettiği borçlanma araçlarını bir noktada edinmesi mümkündür. Bu durum hiç şüphesiz borçlanma araçlarının ikincil piyasada satın alınması suretiyle gerçekleşebilecektir. Borçlanma araçlarının değişimi olarak isimlendirilen durumda, belirli bir tertip borçlanma aracı sahiplerine sahip oldukları borçlanma araçları

⁶⁵⁸ Kavram için bkz. §2.II.B.1 İhraç Limiti.

karşılığında yeni borçlanma araçları verilmesi gündeme gelmektedir.⁶⁵⁹ Dolayısıyla, borçlanma aracının asli hüküm ve şartlarını değiştirmek üzere Tertip BASK kararı alınmış veya alınabilecek durumdaysa, yeterli ihraç limiti bulunan bir ihraççı, ilgili tertipteki borçlanma aracı sahiplerinin kabul edeceği hüküm ve şartlarda yeni bir borçlanma aracı ihracı gerçekleştirerek bunların mevcut borçlanma araçları ile değişimi imkânından yararlanabilecektir. Bu durumda, mevcut borçlanma araçlarının asli hüküm ve şartlarının değiştirilmesi gündeme gelmeyeceğinden Tertip BASK kararına da ihtiyaç duyulmayacak ve dolayısıyla Genel BASK'ın karar alabilmesi mümkün olmayacaktır. Bu şekilde Genel BASK'ın Tertip BASK kararını reddetmesi olasılığı bertaraf edilebilecektir.⁶⁶⁰

Açıklandığı üzere Genel BASK'ın, sağladığı korumanın yeni borçlanma araçlarının ihracı olanağı nedeniyle sınırlı durumlarda söz konusu olması ve borçlanma araçlarının değişimi suretiyle etkisiz kılınabilmesi nedenleriyle işlerliğinin düşük olduğu söylenebilir. Bunlara ek olarak farklı tertipteki borçlanma araçlarının sahiplerinin organize olmasının zorluğu, Genel BASK'ın toplanması talebinde bulunabilecek borçlanma aracı sahiplerinin toplam nominal değer içerisinde temsil etmeleri gereken oran, Genel BASK kararı için aranan nitelikli nisaplar ve Genel BASK toplantı talebinde bulunulabilmesi ve karar alınabilmesi için öngörülen görece kısa süreler nedeniyle Genel BASK mekanizmasının işletilebilmesi oldukça zordur. Ancak, ihraççının finansal durumunun kötüleştiği durumlarda ihraç limitinin düşmesine paralel olarak yeni borçlanma aracı ihraç etmesinin zorlaşması hatta

⁶⁵⁹ Çelen, V.: *Borçlanma Araçlarının Değişimi*, içinde Prof. Dr. Hüseyin Hatemi'ye 80. Yıl Armağanı, ed. Yasemin Güllüoğlu Altun, İstanbul 2018, s. 415.

⁶⁶⁰ Borçlanma aracı değişiminin, mevcut borçlanma aracının hüküm ve şartlarında değişiklik yapılmasının alternatifi olduğu yönünde bkz. Çelen, s. 426.

imkânsızlaşması gündeme gelebilir. Bu durumda, Genel BASK mekanizmasının açıklanan şekilde etkisiz kalması muhtemelen söz konusu olmayacaktır. Ayrıca, ihraççının kötüleşen finansal durumunun farkında olan borçlanma aracı sahiplerinin, Genel BASK'a ilişkin organizasyon sorunlarını aşmak ve Genel BASK kararı için gerekli karar nisabını sağlamak yönünde daha istekli ve kararlı olacaklarını varsaymak yanlış olmayacaktır. Bu nedenle, Genel BASK'ın uygulanabilirliğinin esasen ihraççının finansal durumunun zayıfladığı koşullarda gündeme gelebileceği, bunun dışında o kadar olası olmadığı söylenebilir. İlaveten, Genel BASK'ı etkisiz bırakmak amacıyla borçlanma araçlarının değişimine başvurulması, ihraç maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda ihraççı bakımından her durumda finansal olarak elverişli olmayabilir. Dolayısıyla, borçlanma araçlarının değişimi ihtimali Genel BASK'ın etkisiz kılınmasının önünü her durumda açmayacaktır.

Genel BASK'ın etkinliğine ilişkin bir diğer husus ise herhangi bir Tertip BASK kararından etkilenen birden çok diğer tertip borçlanma aracı olduğunda tüm diğer tertiplerin hepsinin aynı düzeyde etkilenmemesidir.⁶⁶¹ Bu durumda, menfaatleri Tertip BASK kararından görece az etkilenen tertiplerdeki borçlanma aracı sahipleri, harekete geçmek konusunda daha az istekli hatta vurdumduymaz olabilirler. Ancak, nisapların hesaplanmasında Tertip BASK kararından etkilenen tüm diğer tertip borçlanma araçlarının toplam nominal değerleri belirleyici olacağından; hakları görece daha fazla etkilenen tertiplerdeki borçlanma aracı sahiplerinin Genel BASK kararı ile ilgili Tertip BASK kararını reddetmek yönünde daha fazla motivasyonu olsa da hakları görece az etkilenen borçlanma aracı sahiplerinin hareketsiz kalması nedeniyle gerekli

⁶⁶¹ Nitekim hakların olumsuz etkilenmesi bahsinde olumsuz etkilenmenin düzeyinin önemsiz olduğu vurgulanmıştır. Buna ilişkin bkz. §4.III.C Genel BASK'ın Koşulu Olarak Hakların Olumsuz Etkilenmesi.

nisapları sağlayamayabileceklerdir. Böylesi durumların mevcudiyeti, Genel BASK'ın işlerliğini sorgulanabilir hâle getirmektedir.

IV. BASK KARARLARININ HUKUKİ İŞLEM NİTELİĞİ VE HÜKÜMSÜZLÜĞÜ

A. Bir Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları

1. Çok Taraflı Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları

Hukuki işlemler çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılabilirler. Bu kapsamda hukuki işleme katılanların sayısına göre yapılan sınıflandırmada hukuki işlemler tek taraflı ve çok taraflı hukuki işlemler olarak ikiye ayrılmaktadır.⁶⁶² Çok taraflı hukuki işlemler olan sözleşme ve karar arasında temel bazı farklılıklar bulunmaktadır. Bunlardan başlıcalarına değinmek BASK kararlarına ilişkin sağlıklı bir değerlendirme yapılabilmesi bakımından gereklidir. Sözleşmede tarafların irade beyanları birbirlerine karşı yöneltilmişken kararda irade açıklamaları tarafların birbirlerine yönelmeyip aynı

⁶⁶² Eren, F.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 22. Baskı, Ankara 2017, s. 166; Reisoğlu, S.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 20. Baskı, İstanbul 2008, s. 45-46; İnan, A.N.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, Ankara 1979, s. 65. Doktrinde üçlü bir ayırım benimseyerek hukuki işlemleri tek, iki ve çok taraflı olarak sınıflandıran veya ikili ayırım benimsemekle birlikte ikinci ayırımı “iki veya çok taraflı” şeklinde ifade eden yaklaşımlar da bulunmaktadır. Bu konuda bkz. Kocayusufpaşaoğlu, N.: Borçlar Hukuku Genel Bölüm C. 1, 7. Baskı, İstanbul 2017, par. §11 2-3; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 536, 542; Dural, M. ve Sarı, S.: Türk Özel Hukuku: Temel Kavramlar ve Medenî Kanunun Başlangıç Hükümleri C. I, 14. Baskı, İstanbul 2019, par. 1114-1117; Serozan, R.: Medeni Hukuk: Genel Bölüm / Kişiler Hukuku, 8. Baskı, İstanbul 2018, par. III §3 1-6; Çetiner, B., Furrer, A., ve Müller-Chen, M.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 2. Baskı, İstanbul 2022, par. 80-83; Kılıçoğlu, A.M.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 26. Baskı, Ankara 2022, par. 363; Akman, S., Burcuoğlu, H., ve Altop, A.: Tekinay Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 7. Baskı, İstanbul 1993, s. 42-43; Tunçomağ, K.: Türk Borçlar Hukuku: Genel Hükümler C. I, 6. Baskı, İstanbul 1976, s. 135-137; Esener, T. ve Gündoğdu, F.: Borçlar Hukuku I: Sözleşmelerin Kuruluşu ve Geçerliliği (TBK m. 1 - 48), İstanbul 2017, s. 11; Nomer, H.N.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 18. Baskı, İstanbul 2021, par. 18-18.7; Eren, F. ve Dönmez, Ü.: Eren Borçlar Hukuku Şerhi C. I, 2022, s. 201. Tek taraflı hukuki işlem, iki taraflı hukuki işlem, karar ve müşterek hukuki işlem olarak dörtlü bir ayırım benimseyen yaklaşım için bkz. Oğuzman, M.K. ve Barlas, N.: Medenî Hukuk: Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar, 28. Baskı, İstanbul 2022, par. 610, 611, 615, 617. Hukuki işlemleri tek taraflı, toplu ve çok taraflı olarak gruplandıran görüş için bkz. Hatemi, H.: Medeni Hukuk’a Giriş, 6. Baskı, İstanbul 2012, par. §10 6-14.

yöndedir.⁶⁶³ Sözleşmede tarafların irade beyanlarının birbirine uygun olması gerekirken kararda tarafların irade beyanlarının tamamı birbirine uygun olmayabilir, yalnızca çoğunluğun irade beyanlarının birbirine uygun olması çoğu zaman yeterlidir.⁶⁶⁴ Bunun bir uzantısı olarak, sözleşmede taraflar ortaya koydukları irade beyanı doğrultusundaki sözleşme ile bağlı iken kararda bu yönde irade beyanı bulunmayanlar da usulüne göre alınan kararlarla bağılıdır.⁶⁶⁵ Karar, ancak mevzuatta öngörülen hâllerde alınabilirken sözleşmeler için böylesi bir sınırlandırma söz konusu değildir.⁶⁶⁶ Sözleşmede tarafları önceden birbirine bağlayan bir hukuki ilişkinin varlığına kural olarak gerek yokken karardan söz edilebilmesi için oy hakkı veren bir hukuki ilişkinin (birliğin veya tüzel kişiliğin) önceden mevcut olması gerekir.⁶⁶⁷

Açıklananlar doğrultusunda gerek Tertip BASK'ın gerekse de Genel BASK'ın aldığı kararlar çok taraflı hukuki işlemlerdir ve bir hukuki işlem olarak karara ilişkin yapılan tüm açıklamalar BASK kararları açısından da geçerlidir. Ayrıca, Tertip BASK'ın aldığı kararın ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanması da

⁶⁶³ Eren, Borçlar 17, s. 167; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §11 36; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 554; Dural ve Sarı, c. I, par. 1125; Kılıçoğlu, Borçlar, par. 378; Tunçomağ, I:s. 136; Reisoğlu, s. 47; Esener ve Gündoğdu, s. 15; İnan, s. 67; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 202. Kararda irade açıklamasının bir merkeze (çoğu zaman başkana) yöneltilmiş olduğu belirtilmektedir. Sözleşmede irade beyanları karşılıklı ve zıt yönlüken kararda irade beyanlarının aynı yönlü olduğu açıklamasını tatmin edici bulmayan bir görüş, kararı “birden ziyade kimsenin, kendilerine oy hakkı veren bir hukuki ilişki içinde, bu hakkı kullanarak yaptıkları anlaşma” şeklinde tanımlamaktadır. Buna ilişkin bkz. Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 44.

⁶⁶⁴ Eren, Borçlar 17, s. 167; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 202. Genel olarak kararlarda oybirliği değil oy çokluğu aranmaktadır. Benzer doğrultuda bkz. Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §11 36; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 554; Dural ve Sarı, I:s. 1125; Serozan, Medeni 18, par. III §3 4; Çetiner, Furrer, ve Müller-Chen, par. 82; Kılıçoğlu, Borçlar, par. 378; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 45; Tunçomağ, I:s. 137; Reisoğlu, s. 47.

⁶⁶⁵ Eren, Borçlar 17, s. 167; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 554; Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 616; Çetiner, Furrer, ve Müller-Chen, par. 82; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 45; Tunçomağ, I:s. 137; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 202.

⁶⁶⁶ Eren, Borçlar 17, s. 168; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 554; Çetiner, Furrer, ve Müller-Chen, par. 82; Reisoğlu, s. 46; Esener ve Gündoğdu, s. 15; İnan, s. 67; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 203.

⁶⁶⁷ Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, V/1, 1:s. 554. Benzer şekilde bkz. Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 616; Dural ve Sarı, c. I, par. 1125; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 44.

ihraççının yönetim kurulunun alacağı bir karar ile sağlanacaktır ve bir hukuki işlem olarak karara ilişkin yukarıda belirtilenler söz konusu yönetim kurulu kararı için de geçerlidir. Tüm kararlarda olduğu üzere, BASK kararlarında da karara katılanların irade beyanları birbirine paralel olup aynı doğrultudadır.

BASK kapsamında karardan söz edilebilmesini sağlayan ve borçlanma aracı sahiplerine oy hakkı veren, kararın alınmasından önce mevcut olan hukuki ilişki, ihraççının ihraç etmiş olduğu borçlanma araçlarına sahip olunmasıyla taraf olunan ihraççı ve borçlanma aracı sahipleri arasındaki borç ilişkisidir. Bu kararların alınmasında oy kullanılabilmesinin ön şartı, ilgili borçlanma araçlarına sahip olunmasıdır. Oy hakkı veren hukuki ilişkinin belirli bir menkul kıymete sahip olunması ile sağlanması bakımından bu durum, hem anonim şirket genel kurulunda oy kullanılmasını sağlayan pay sahibi olma durumuna hem de İPSÖK’te oy kullanılmasını sağlayan imtiyazlı pay sahibi olma durumuna benzemektedir. Ancak, anılan bu iki durumda sahip olunan menkul kıymetlerin pay olması ve bir menkul kıymet olarak payın ortaklık hakkı içermesi nedeniyle borçlanma aracı sahipliğinden ayrılmaktadır.

Bir hukuki işlem olarak kararın ancak mevzuatta öngörülen hâllerde alınabileceği göz önünde bulundurulduğunda, BASK kararlarının mevzuattaki dayanağını SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği oluşturmaktadır. Söz konusu mevzuat olmasaydı, BASK kararı alınması ile ulaşılmaya çalışılan sonuç çoğu durumda bir alternatif yöntem⁶⁶⁸ kullanılması suretiyle gerçekleştirilebilecek olsa da borçlanma

⁶⁶⁸ Örneğin borçlanma aracının hüküm ve şartlarının değiştirilmesiyle ulaşılmak istenen sonucun borçlanma araçlarının değişimi suretiyle sağlanması durumu böyledir. Borçlanma araçlarının değişimine ilişkin bkz. §4.III.D Genel BASK’ın Etkinliğinin Değerlendirilmesi.

aracı sahiplerinin mevzuatta herhangi bir dayanağı olmaksızın kendi inisiyatifleriyle bir araya gelmeleri suretiyle karar almaları mümkün olamazdı.⁶⁶⁹ Nitekim, kararı sözleşmeden farklı kılan önemli özelliklerden olan ve oybirliğinin aranmadığı durumlarda gündeme gelen, irade beyanlarının tamamının birbirine uygunluğunun zorunlu olmaması ve alınan karar için olumlu oy kullanmamış olanların da kararla bağlı olması ancak bu şekilde sağlanabilmektedir. Bu doğrultuda, alınacak BASK kararlarında oybirliğinin aranmaması,⁶⁷⁰ irade beyanlarının tamamının birbirine uygun olması gerekmediğini doğrulamaktadır. Ayrıca, olumlu oy kullanmamış olanların da alınan kararla bağlı olması durumu Tertip BASK kararları için BASK Tebliği m. 4/2’de açıkça ifade edilmektedir. Şüphesiz, böylesi bir ifade olmasaydı da usulüne göre alınmış bir karar, bu kararın alınmasına olumlu oy vermemiş olanlar bakımından da hüküm ifade ederdi. Bunun hükümde açıkça belirtilmiş olması, bu konuda tereddütlerin ortaya çıkmasını engellemesi açısından isabetlidir.

2. BASK Kararlarının Hukuki İşlemin Unsurları Bakımından

Değerlendirilmesi

Hukuki işlemin unsurları kurucu ve tamamlayıcı unsurlar (olgular) olmak üzere iki türdür.⁶⁷¹ Bir hukuki işlem, kurucu unsurların gerçekleşmesiyle varlık

⁶⁶⁹ Benzer durum, başta ilgili TTK hükümleri olmak üzere mevzuatta düzenlenen anonim şirket genel kurulu, yönetim kurulu ve İPSÖK için de geçerlidir.

⁶⁷⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. §4.II.B.3.d Nisaplar, §4.III.B.3.b Nisaplar.

⁶⁷¹ Sirmen, A.L.: Türk Özel Hukukunda Şart, Ankara 1992, s. 11, 15; Kocayusufoğlu, c. 1, par. §10 8-9; Hatemi, par. §10 40-43; Serozan, Medeni 18, par. III §2 2. “Hukuki işlemin unsuru” ifadesinin neleri kapsadığına ilişkin değişik yaklaşımlar bulunmaktadır. Hukuki işlemin yalnız irade beyanından meydana geldiğini ve diğer olguların hukuki işlemin dışında kaldığını ifade eden yaklaşımın yanı sıra bunun karşısındaki görüş, hukuki işleme hukuk düzenince bağlanan sonuçların doğması için gerekli bütün olguların hukuki işlemin unsuru olarak değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu konuda bkz. Sirmen, Şart, s. 9. Günümüzde sıklıkla benimsenen yaklaşım, hukuki işlemin unsurlarını geniş ele alarak hukuki işlemin sonuç doğurması için gerekli tüm olguları kapsamakta; ancak bu olguları kurucu olup olmamalarına göre ayırtmaktadır. Bu kapsamda, kurucu unsurlar dışındaki hukuki işlemin diğer unsurları çeşitli şekillerde gruplandırılmaktadır. Bu kapsamda, irade beyanı haricinde kurucu unsurların olabileceğini belirten ve hukuki işlemin unsurlarını kurucu

kazanmaktadır. Kurucu unsurlar olmaksızın bir hukuki işlem den söz edilemeyecektir. Hukuki işlemin unsurları içerisinde en önemli yeri bazen kurucu tek unsur bazen de en önemli kurucu unsur olan irade beyanı almaktadır.⁶⁷² Dolayısıyla tüm hukuki işlemler açısından irade beyanı, kurucu unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak bazı hukuki işlemlerin meydana gelmesi için irade beyanı yanında başka birtakım unsurlara

ve tamamlayıcı unsur şeklinde ikili ayrıma tabi tutan görüş için bkz. Sirmen, Şart, s. 11-16; Hatemi, par. §10 40-43; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 7-11; Serozan, Medeni 18, par. III §2 2. Oğuzman/Barlas, özünde aynı yaklaşımı benimser gözükmemekte, hukuki işlemin unsurlarını hukuki işlemin kurucu unsurları ve hukuki işlemin geçerliliği için aranan şartlar olarak ikiye ayırmaktadır. Ancak, geçerli bir hukuki işlemin hukuki sonuç meydana getirmesinin bazı unsurlarla tamamlanmasına bağlı olduğu durumlarda tamamlayıcı unsurlardan söz edileceğini belirterek hukuki işlem için üçüncü bir unsur türü olduğuna işaret etse de eserin sistematigi içerisinde anılan “tamamlayıcı unsurlar” geçerlilik şartları başlığı altında incelenmiştir. Bu konuda bkz. Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 656-658, 717-732. Antalya, hukuki işlemin unsurlarını “hukuki unsurlar” ve “hukuki sonuç” şeklinde ikiye ayırmaktaysa da Oğuzman/Barlas’a benzer bir şekilde kurucu unsurlar, geçerlilik unsurları ve tamamlayıcı (etkinlik) unsurlardan ayrı ayrı bahsetmekte; ancak eserin devamında yine kurucu unsurlar ve geçerlilik unsurları şeklinde ikili gruplandırma yaparak tamamlayıcı unsurları geçerlilik unsurları altında incelemektedir. Anılan şekildeki gruplandırma için bkz. Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 432, 434, 519-535. Hukuki işlemin unsurlarını net bir şekilde üç grup altında inceleyen Eren; bu unsurları kurucu unsurlar, geçerlilik unsurları ve etkinlik unsurları olarak üç grupta ele almaktadır. Bu konuda bkz. Eren, Borçlar 17, s. 120-124; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 184-189. Sirmen, hukuki işlemin unsurlarından ayrı olarak “hukuki işlem kavramını belirleyen nitelikler”i ortaya koymuştur. Buna ilişkin bkz. Sirmen, Şart, s. 7-8. Hukuki işlemin unsurları ifadesi kimi yazarlarca farklı anlamda kullanılmış ve hukuki işlem kavramını belirleyen anılan nitelikler açıklanmıştır. Bu şekilde hukuki işlemin unsurlarını ortaya koyanlar şu şekildedir: Hukuki işlemin meydana gelmesi için irade beyanı, irade beyanının bir hukuki sonuca yönelmiş olması ve hukuki sonucun ancak bu sonuca yönelen irade beyanına hukuk düzenince bağlanmış olması şeklinde üç unsuru gerekli gören ve bazen bazı ek unsurlara da ihtiyaç duyulacağını belirten görüş için bkz. Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 39-40. Benzer şekilde irade beyanı ve irade beyanının hukuki sonuca yönelmiş olmasını hukuki işlemin unsurları olarak ifade eden yaklaşım için bkz. Helvacı, S. ve Erlüle, F.: Medeni Hukuk, 8. Baskı, İstanbul 2022, s. 32-33. Dural/Sarı, hukuki işlemin iki temel unsuru olarak irade beyanı ve bu beyanın içeriğine uygun sonucun hukuk düzenince tanınmasını göstererek belirli hukuki işlemler açısından ilave unsurların aranabileceğini vurgulamaktadır. Buna ilişkin bkz. Dural ve Sarı, c. I, par. 1099-1101. Hukuki işlemin unsurlarını taraf iradesi, irade beyanı, gerekli vakıalar (irade beyanına bazı olayların eklenmesi) ve hukuk düzeninin kabulü şeklinde belirten görüş için bkz. Tunçomağ, I:s. 120-121; İnan, s. 63-65. Taraf iradesi, iradenin açıklanması ve iradenin hukuksal sonuca yönelmiş olması şeklinde üç unsurun aranmasına ilişkin bkz. Kılıçoğlu, Borçlar, par. 310-361. Oğuzman/Barlas’a benzer şekilde geçerlilik şartlarından bahsetmekle birlikte hukuki işlemin unsurlarını farklı anlamlandıran bir başka yaklaşım için bkz. Çetiner, Furrer, ve Müller-Chen, par. 79.

⁶⁷² Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 7-8; Sirmen, Şart, s. 11; Hatemi, par. §10 40; Serozan, Medeni 18, par. III §2 1; Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 659; Eren, Borçlar 17, s. 119-120; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 433, 438; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 184. Benzer doğrultuda bkz. Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 89; Helvacı ve Erlüle, Medeni 22, s. 32.

da ihtiyaç duyulmaktadır ve bu unsurlar da kurucu unsur niteliğindedir.⁶⁷³ İrade beyanı haricindeki kurucu unsurlar maddi veya hukuki olgular olabilmektedir.⁶⁷⁴ Bu kapsamda, belirli hukuki işlemler açısından bir şeyin karşı tarafa teslimi⁶⁷⁵ maddi olgu niteliğinde kurucu unsura örnek teşkil ederken; belirli hukuki işlemler açısından resmi memurun hukuki işleme katılması⁶⁷⁶ da hukuki olgu niteliğindeki kurucu unsurun örneğini oluşturmaktadır.

Hukuki işlemin tamamlayıcı unsurları, hukuki işlemin meydana gelmesi için gerekli değildir. Bu unsurlar olmaksızın da bir hukuki işlemin mevcudiyetinden bahsedilebilmektedir. Ancak, kurucu unsurları tamam olan ve varlık kazanmış olan bir hukuki işlemin, istenen hukuki sonuçları doğurması için tamamlayıcı unsurlarının sağlanması gereklidir.⁶⁷⁷ Bu nedenle, tamamlayıcı unsurların eksikliği hâlinde hukuki işlemde söz edilebilse de söz konusu hukuki işlemin hukuki sonuçları

⁶⁷³ Sirmen, Şart, s. 15; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 8; Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 660; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 440; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 185. Aynı yönde bkz. Hatemi, par. §10 43; Serozan, Medeni 18, par. III §2 2.

⁶⁷⁴ Sirmen, Şart, s. 15.

⁶⁷⁵ Sirmen, Şart, s. 15. Real hukuki işlem olarak adlandırılan ve anılan nitelikte kurucu unsurların mevcudiyeti gereken hukuki işlemler için bkz. Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 8, §11 6; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 444-445.

⁶⁷⁶ Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 8; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 442-443; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 186-187. Aynı yönde bkz. Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 661. Resmi makamın katılmasının aktif veya pasif biçimde olabileceğine ilişkin bkz. Sirmen, Şart, s. 15.

⁶⁷⁷ Sirmen, Şart, s. 15-16; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 9. Buradaki tanımdan hareketle; diğer yazarlar tarafından farklı isimlerle adlandırılan veya farklı gruplanan hukuki işleme ilişkin unsurlardan, kurucu unsur dışında kalan unsurların tamamının burada kullanıldığı şekliyle tamamlayıcı unsur altında değerlendirildiğini kabul etmek gerekir. Örneğin, Oğuzman/Barlas tarafından “geçerlilik şartı” olarak isimlendirilen unsurlar ile Eren ve Antalya tarafından geçerlilik unsuru ve etkinlik unsuru olarak adlandırılan unsurların eksik olması hukuki işlemin kurulmasını engellemeyip ilgili hukuki işlemin geçerli olarak hukuki sonuç doğurmasının önüne geçmektedir. Bu kapsamda; TBK m. 27’de sayılan kesin hükümsüzlük hâllerinin mevcut olmaması, ehliyet, şekil, tasarruf yetkisine sahip olmak gibi geçerliliğe ilişkin şartların da tamamlayıcı unsur olarak değerlendirilmesi gerekir. Bu konuda bkz. Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 689-732; Eren, Borçlar 17, s. 122-124; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 1, c. V/1, 1, par. 434, 519-535; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, I:s. 187-189. Aksi yönde bkz. Serozan, Medeni 18, par. III §7 2. Burada altı çizilmesi gereken husus, tamamlayıcı unsur ifadesinin hukuki işlemin unsurlarını üç gruba ayıran yazarların bunlardan birini ifade etmek için kullandığı tamamlayıcı unsur (etkinlik unsuru) ifadesiyle karıştırılmaması gerektiğidir. Bu çalışmada kullanılan “tamamlayıcı unsur” ifadesi, hukuki işlemin kurucu unsurlar dışındaki unsurları olarak anlaşılmalıdır.

doğmamaktadır. Bir olgunun, herhangi bir hukuki işlemin tamamlayıcı unsuru olması kanundan kaynaklanabileceği gibi hukuki işlemin taraflarının iradeleriyle de olabilmektedir.⁶⁷⁸ Tamamlayıcı unsur; maddi bir olay, olumlu veya olumsuz bir maddi fiil ya da bir irade beyanı şeklinde ortaya çıkabilir.⁶⁷⁹ Tamamlayıcı unsurun irade beyanı olabileceğinin kabulü, bir hukuki işlemin başka bir hukuki işlemin tamamlayıcı unsuru olarak ortaya çıkabileceğinin de kabulünü gerektirir. Bu belirleme, BASK kapsamında hukuki işlemin unsurlarına ilişkin yapılacak değerlendirme açısından son derece önemlidir.

Bir tamamlayıcı unsur; zamansal olarak hukuki işlemin kurulmasından⁶⁸⁰ sonra yer alan, bir kanun⁶⁸¹ hükmüne dayanan ve gerçekleşmesi şüpheli bir olguysa kanuni şart (hukuki şart, yasal koşul, *conditio iuris*) teşkil etmektedir.⁶⁸² Bu şekliyle kanuni şart, belirli bakımlardan gerçek anlamdaki şarta benzerlik göstermektedir.⁶⁸³ Örneğin; kanuni şartın mevcut olduğu durumda hukuki işlemin sonuçlarını doğurup

⁶⁷⁸ Sirmen, Şart, s. 16. Belirtmek gerekir ki buradaki “kanun” ifadesinin teknik anlamda kanun olarak değil mevzuat olarak anlaşılması doğru olacaktır.

⁶⁷⁹ Sirmen, Şart, s. 16. Tamamlayıcı unsurun resmi fiil de olabileceği yönünde bkz.

Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 11.

⁶⁸⁰ Hukuki işlemin kurulmasından anlaşılması gereken, hukuki işleme ilişkin tüm kurucu unsurların tamamlanmış olmasıdır.

⁶⁸¹ Buradaki “kanun” ifadesi dar ve teknik anlamda değil mevzuat şeklinde anlaşılmalıdır.

⁶⁸² Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §10 10; Sirmen, Şart, s. 84; Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 658. Eren, kanuni şartı “bir sözleşmenin veya hukuki işlemin meydana gelmesi, hukuki işlemin meydana gelmesi, hukuki sonuçlarını doğurması veya geçerli olması için bir kanun hükmü gereğince tarafların irade beyanına eklenmesi gerekli olay” şeklinde tanımlamıştır. Anılan tanım için bkz. Eren, Borçlar 17, s. 1191. Eren’in tanımladığı şekliyle kanuni şart, “hukuki işlemin meydana gelmesi” açısından da söz konusu olabileceği belirtildiğinden hukuki işlemin kurucu unsuru da olabilir gözükmemektedir. Bu şekliyle kanuni şart, hukuki işlemin tamamlayıcı unsuru olmak zorunda gözükmesine de bunun nedeni Eren’in kanuni şartı geniş ve dar anlamda olmak üzere ayırmamış olmasıdır. Akıntürk, geniş anlamda kanuni şartın hukuki işlemin kurucu unsurunu; dar anlamda ise hukuki işlemin sonuç doğurabilmesi için kanun hükmü gereği bulunması gerekli gelecekteki ve şüpheli tamamlayıcı unsuru ifade ettiğini belirtmektedir. Bu konuda bkz. Akıntürk, T.: *Şart ve Mükellefiyet Kavramları Üzerine Bir İnceleme*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1970, C. 27, S. 3, s. 227. Metinde kullanıldığı şekliyle “kanuni şart” ile ifade edilen dar anlamda kanuni şarttır. Ayrıca bkz. Nomer, par. 36.1, 224.1.

⁶⁸³ Bu konuda bkz. Eren, Borçlar 17, s. 1189-1190; Sirmen, Şart, s. 30 vd., 84. Aynı anlamda kullanılan “dar ve teknik anlamdaki şart” kavramına ilişkin bkz. Akıntürk, s. 223. Kanuni şartın, gerçek olan şart kavramına girmediğinden “gerçek olmayan şartlar” içerisinde değerlendirildiği yönünde bkz. Sirmen, Şart, s. 77, 84-86.

doğurmayacağı gelecekteki ve gerçekleşmesi şüpheli bir olguya bağlıdır,⁶⁸⁴ kanuni şart da geciktirici veya bozucu olabilir.⁶⁸⁵ Ancak, tüm benzerliklere rağmen kanuni şarta bağlanan hukuki sonuçlar gerçek anlamdaki şarta bağlanan hukuki sonuçlardan farklı olabilir.⁶⁸⁶ Ayrıca, bir kanuni şartın hukuki işlemin taraflarının irade beyanlarında ve dolayısıyla hukuki işlemde yer alması, söz konusu kanuni şarta gerçek şart niteliği kazandırmaz.⁶⁸⁷

Tertip BASK kararı, Genel BASK kararı ve anonim şirket yönetim kurulu kararı çok taraflı hukuki işlemlerdir. Sayılan kararlardan Tertip BASK kararları hukuki işlemin unsurları açısından özellik arz etmektedir. Nitekim, BASK Tebliği m. 4/2 hükmünde belirtilen sürede ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmayan Tertip BASK kararlarının geçerli olmayacağı belirtilmiş, BASK Tebliği m. 4/5'te belirtilen usulde Genel BASK'ın alacağı kararla ilgili Tertip BASK kararının reddedilmesi hâlinde söz konusu Tertip BASK kararının yürürlüğe girmeyeceği hükme bağlanmıştır. Bu kapsamda, ihraççının yönetim kurulu kararı ve Genel BASK kararının Tertip BASK kararıyla ilişkisi ortaya konulmalıdır. Hukuki işlemin unsurlarına ilişkin yukarıda yapılan açıklamalar doğrultusunda, hem ihraççının yönetim kurulunun alacağı onay kararı hem de Genel BASK'ın reddetme yönünde karar almamış olması Tertip BASK kararı bakımından tamamlayıcı unsurlardır. Nitekim, bu durum tamamlayıcı unsurun irade beyanı ve dolayısıyla bir hukuki işlem de olabilmesiyle uyumludur.

⁶⁸⁴ Akıntürk, s. 228; Eren, Borçlar 17, s. 1191; Sirmen, Şart, s. 84.

⁶⁸⁵ Sirmen, Şart, s. 84; Eren, Borçlar 17, s. 1191.

⁶⁸⁶ Sirmen, Şart, s. 86. Bu nedenle Sirmen, gerçek olan şarta ilişkin kuralların ancak istisnai hâllerde kıyasen kanuni şarta da uygulanabileceğini belirtmektedir.

⁶⁸⁷ Sirmen, Şart, s. 86; Eren, Borçlar 17, s. 1191-1192.

Hem ihraççının yönetim kurulunun Tertip BASK kararının onaylanmasına ilişkin kararı hem de Genel BASK'ın Tertip BASK kararını reddetmemiş olması Tertip BASK kararının alınmasından zamansal olarak sonra gerçekleşebilecek, mevzuatta düzenlenmiş ve gerçekleşmesi şüpheli olgulardır. Bu bakımdan, hem ihraççının yönetim kurulunun Tertip BASK kararını onay kararı hem de Genel BASK'ın ret kararı almamış olması kanuni şart niteliğindedir. Belirtmek gerekir ki hem ihraççının yönetim kurulunun onay kararı hem de Genel BASK'ın ret kararı almamış olması⁶⁸⁸ Tertip BASK kararı bakımından geciktirici kanuni şart teşkil etmektedir.⁶⁸⁹

Genel BASK kararı açısından hukuki işlemin unsurlarına ilişkin yapılacak nitelendirme ise oldukça farklı sonuçlara götürmektedir. Bir hukuki işlem olarak kararın ancak mevzuatta öngörülen hâllerde tesis edilebileceği⁶⁹⁰ göz önünde bulundurulduğunda Genel BASK'ın alabileceği tek karar, BASK Tebliği m. 4/5'te belirtildiği üzere ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış bir Tertip BASK kararının reddedilmesi kararıdır. Bu doğrultuda, Genel BASK başkaca bir konuya ilişkin kendi inisiyatifiyle karar alamayacağı gibi söz konusu reddetme kararını alabilmesi de belirli ön koşulların gerçekleşmesine bağlıdır. İhraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış bir Tertip BASK kararının varlığı Genel BASK kararı açısından bir kurucu unsurdur.⁶⁹¹ Tertip BASK'ın aldığı bir kararın olmaması ya da bir Tertip

⁶⁸⁸ Her ne kadar Genel BASK'ın alacağı ret kararı bir iptal hakkı ile bu çerçevede bozucu şartı akıllara getirirse de durum böyle değildir. Nitekim, bozucu şarttan bahsedebilmek için hüküm ve sonuçlarını doğurmaya başlamış olan bir hukuki işlemin varlığı gerektiği halde; BASK Tebliği m. 4/2 ve 4/5'ten anlaşıldığı üzere Genel BASK'ın ret kararı verip vermeyeceğinin belirli olmadığı dönemde Tertip BASK kararı hüküm doğurmamaktadır. Bu konuda ayrıca bkz. §4.IV.B.2.c İptal Edilebilirlik.

⁶⁸⁹ Bu çerçevede, Genel BASK kararını Tertip BASK kararının uygulanma şartı olarak nitelendiren yaklaşım isabetli değildir. Anılan görüş için bkz. Hacıömeroğlu ve Meral, s. 115. Nitekim, Tertip BASK kararı bakımından geciktirici kanuni şart olan, Genel BASK'ın söz konusu Tertip BASK kararını reddetmek yönünde karar almamış olmasıdır.

⁶⁹⁰ Bkz. §4.IV.A.1 Çok Taraflı Hukuki İşlem Olarak BASK Kararları.

⁶⁹¹ Bu kurucu unsur, Akıntürk tarafından açıklanan “geniş anlamda kanuni şart” kavramı içerisinde değerlendirilebilir. Buna ilişkin bkz. Akıntürk, s. 227.

BASK kararı mevcut olsa bile ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmamış olması durumunda Genel BASK'ın alacağı kararda kurucu unsur eksik olacaktır.⁶⁹² Bu nedenle henüz bir Tertip BASK kararı alınmamışken ya da alınmış olsa bile henüz ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmamışken Genel BASK'ın peşinen karar alması mümkün değildir, söz konusu kararın kurucu unsurları tamam olmayacaktır.

B. BASK Kararlarının Hükümsüzlüğü

1. Hükümsüzlüğün Değerlendirildiği Kapsam

BASK kararlarının hükümsüzlüğüne⁶⁹³ ilişkin SPKn'da ya da BASK Tebliği'nde herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu doğrultuda BASK kararlarının hükümsüzlüğü, genel anlamda hukuki işlemlerin hükümsüzlüğü kapsamında değerlendirilecektir. Ayrıca, anonim şirketler hukukundaki bir karar türü olarak genel kurul kararlarının hükümsüzlüğü doktrinde etraflıca ele alındığından BASK kararlarının hükümsüzlüğüne ilişkin de yol gösterici niteliktedir. Ancak, genel kurul kararlarının butlanına ve iptaline ilişkin TTK m. 445 – 447 hükümleri mevcutken böylesi hükümlerin BASK için öngörülmemiş olması nedeniyle genel kurul kararlarının hükümsüzlüğüne ilişkin görüşler değerlendirilirken ihtiyatlı davranılması gerektiği göz ardı edilmemelidir.

⁶⁹² Bir Tertip BASK kararının olmadığı durumda Genel BASK'ın yalnızca alacağı karara ilişkin değil bizzat Genel BASK'a ilişkin de birçok sorun gündeme gelmektedir. Nitekim bir Tertip BASK kararı olmadan bu karara katılan tertip borçlanma aracı sahipleri dışındaki borçlanma aracı sahiplerinin tespiti ve henüz mevcut olmayan bir Tertip BASK kararının diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarını olumsuz etkilemesi düşünülemez. Söz konusu Tertip BASK kararının içeriği ve varlığına ilişkin bir belirleme yapılmadan Genel BASK'tan söz edilebilmesi mümkün olmayacaktır.

⁶⁹³ Hukuki işlemlerin hükümsüzlüğü, “etkisizlik” durumunu ifade etmek üzere geniş anlamda kullanılabildiği gibi “geçersizlik” durumunu ifade etmek için dar anlamda da kullanılmaktadır. Buna ilişkin bkz. Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 734. Bu nedenle örneğin hükümsüzlüğü dar anlamda kullanan Kocayusufpaşaoğlu, yokluk durumunda ayrıca “hükümsüzlük” kavramına başvurmaya gerek olmadığını belirtmektedir. Anılan yaklaşım için bkz. Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 1. Bu kapsamda, hükümsüzlük ifadesi bu çalışmada geniş anlamda kullanılmaktadır.

2. BASK Kararları Bakımından Hükümsüzlük Hâlleri

a. Yokluk

Bir hukuki işlemin kurucu unsurlarının tamam olmaması durumunda hukuki işlem varlık kazanamaz, yokluk söz konusu olur.⁶⁹⁴ Tamam olmayan kurucu unsurun irade beyanı veya diğer başka bir kurucu unsur olması yokluktan bahsedilebilmesi için bir fark oluşturmamaktadır.⁶⁹⁵ Bir başka yaklaşımla yokluk, hukuki işlemin meydana gelişi bakımından (kurucu-şekli nitelikteki)⁶⁹⁶ emredici hukuk kurallarına aykırılık nedeniyle hukuki işlemin varlık kazanamamasıdır.⁶⁹⁷ Yokluk, bir beyana veya herhangi bir makamın kararına gerek olmaksızın kendiliğinden ortaya çıkar.⁶⁹⁸ BASK kararları açısından yokluk, BASK kararlarının kurucu unsurlarının tamam olmadığı ve şeklen bile olsa bir BASK karardan söz edilemeyeceği durumlarda söz konusu olmaktadır.

BASK kararları açısından yokluk yaptırımının ortaya çıktığı durumların somutlaştırılması yani hangi durumlarda kurucu unsurların eksik olduğunun, şeklen bile bir BASK kararının mevcut olmadığının tespit edilmesi kolay değildir. Ayrıca, BASK kararları açısından yokluğun söz konusu olacağı tüm durumları saymaya

⁶⁹⁴ Dural ve Sarı, c. I, par. 1153; Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 736, 742; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 970; Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 4. Kırca'nın da anonim şirket genel kurul kararı bakımından vurguladığı üzere nelerin kurucu unsur olduğunu tereddütsüz şekilde belirlemek neredeyse imkânsızdır. Her ne kadar Moroğlu ve Pulaşlı bir genel kurul kararının varlığından bahsedebilmek için "toplantı" ve "karar" olmak üzere iki unsurun mevcudiyetini arasalar da Kırca'nın altını çizdiği üzere bu yaklaşım tek başına sorunu çözmeye elverişli değildir. Anılan görüşler için bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 4; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 77 vd.; Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §34 4.

⁶⁹⁵ Dural ve Sarı, c. I, par. 1154; Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 743-744; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 970.

⁶⁹⁶ Kurucu-şekli nitelikteki hükümler, konuya (içeriğe) ilişkin maddi nitelikteki hükümlerin karşıt anlamlısı olarak kullanılmaktadır. Bu yönde bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 32-34.

⁶⁹⁷ Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 33-36. Aynı doğrultuda bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 4-5.

⁶⁹⁸ Dural ve Sarı, c. I, par. 1155; Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 749.

çalışmak da beyhude bir çaba olacaktır. BASK kararları açısından yokluğun söz konusu olduğu başlıca durumları ortaya koyabilmek adına anonim şirket genel kurul kararlarının yokluğu hâlleri bir başlangıç noktası olabilecek niteliktedir. BASK kararlarının yokluğuna özgü mevzuatta bir düzenleme bulunmasa da benzer durum anonim şirket genel kurul kararlarının yokluğu için de söz konusudur. Zira TTK m. 445-451 hükümlerinde yalnızca iptal edilebilirlik ve butlan yaptırımları düzenlenmekle birlikte yokluk yaptırımı tartışmasız kabul görmektedir.⁶⁹⁹ Bundan hareketle, BASK kararlarına ilişkin yokluk yaptırımının söz konusu olabilmesi için bu yaptırımın mevzuatta açıkça düzenlenmesine gerek bulunmamaktadır.⁷⁰⁰

Anonim şirket genel kurulunun aksine BASK'ın toplantısız karar alması mümkündür. Bu nedenle BASK'ın karar alabilmek için toplanması zorunluluğu olmadığı gibi elden veya elektronik ortamda karar metninin dolaştırılması suretiyle karar alması durumunda çağrı zorunluluğundan bahsedilemeyecektir.⁷⁰¹ Ancak, toplantının gerçekleşmesi üzerine BASK'ın karar alması durumunda çağrının usulüne uygun gerçekleştirilmiş olması gerekmektedir. Aksi hâlde yokluk söz konusu olacaktır.⁷⁰² Elbette, çağrının usulüne uygun gerçekleştirilmediği bazı durumlarda dürüstlük kuralı gereğince yokluğun kabul edilemeyeceği söylenebilir. Örneğin,

⁶⁹⁹ Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 4-10; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 32-38; Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 722a; Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §34 4-9.

⁷⁰⁰ Anonim şirket genel kurul kararlarının yokluğu bağlamında Moroğlu, kanun koyucu tarafından bir hukuki işlemin varlık şartlarının belirlenmesinin mantıken söz konusu hukuki işlemin yokluğu yaptırımını barındırdığını ifade etmektedir. Buna ilişkin bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 37.

⁷⁰¹ BASK bağlamında toplantısız karar alınmasına ilişkin bkz. §4.II.B.3.c Elden Dolaştırma veya Elektronik Ortamda Dolaştırma Yöntemiyle Karar Alınması, §4.III.B.3.a Toplantının İdaresi ve İşleyişi.

⁷⁰² Anonim şirket genel kurul toplantılarına çağrıya ilişkin emredici nitelikteki TTK m. 414 ve SPKn m. 29 hükümlerinin aksine BASK toplantılarına çağrıya ilişkin yeknesak kurallar bulunmamaktadır. Her bir tertip borçlanma aracına ilişkin hazırlanan izahname veya ihraç belgesinde çağrıya ilişkin belirlemeler yapılacak ve bu belirlemelere uygun olarak çağrının yapılması gerekecektir. Usulüne uygun yapılmayan çağrı dolayısıyla yokluk gündeme gelecektir. Çağrı usulüne uyulmaması durumunda anonim şirket genel kurul kararlarının yokluğuna ilişkin bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 110-111; Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 722a; Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 9.

çağrının yalnızca bir borçlanma aracı sahibine ulaştırılmadığı bir örnekte böylesi bir durum söz konusu olabilir. Bu noktada, “etki kuralındakine” benzer şekilde, kararın meydana gelişine ilişkin hukuka aykırılıkların, alınan kararın sonucuna etki etmemesi durumunda yokluğun ileri sürülemeyeceği şeklinde bir ölçüt belirlenebileceği düşünülebilir.⁷⁰³ Etki kuralı çerçevesinde yapılacak değerlendirme neticesinde, kararın sonucuna etki etmeyecek nitelikteki usule ilişkin aykırılıkların mevcut olması nedeniyle yokluk veya butlan yaptırımlarının ileri sürülmesinin dürüstlük kuralına aykırı düştüğü değerlendirilebilecektir. Nitekim, anonim şirket genel kurul kararlarının yokluğu ve butlanının dürüstlük kuralına aykırı düşmedikçe ileri sürülebileceğine ilişkin Yargıtay içtihadı bulunmaktadır.⁷⁰⁴

BASK kararının elden veya elektronik ortamda dolaştırılmak suretiyle alınması durumunda, karara katılan borçlanma aracı sahiplerince usulünce imzalanmamış olması durumunda da yokluk söz konusu olacaktır.⁷⁰⁵ Ayrıca, gerekli nisapların sağlanmaması durumunda da BASK kararlarının yokluğu gündeme gelecektir.⁷⁰⁶ Alınmadığı hâlde alınmış gibi tutanak altına alınan BASK kararları da yok hükmündedir.⁷⁰⁷ İtfa edilmiş olan borçlanma araçlarının sahiplerinin alacakları

⁷⁰³ Etki kuralına ilişkin bkz. §4.IV.B.2.c İptal Edilebilirlik.

⁷⁰⁴ Buna ilişkin bkz. Yarg. 11. HD, T. 21.03.2016, E. 2015/15625, K. 2016/3083 (Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 2, s. 303-308). Yokluğun ileri sürülmesinin dürüstlük kuralına aykırı olup olmadığına ve hakkın kötüye kullanılması kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğine ilişkin ayrıca bkz. dn. 720.

⁷⁰⁵ Bu şekilde karar alınmasında imzaların bulunması şüphesiz şekli bir gerekliliktir ve bunların olmaması durumunda şeklen bile bir BASK karardan söz edilemeyecektir.

⁷⁰⁶ Toplantı ve karar nisaplarının sağlanmadığı durumlarda anonim şirket genel kurul kararlarının yok hükmünde olduğu öğretide baskın olarak kabul edilmektedir. Bu yönde bkz. Bahtiyar, M.: *Anonim Şirket Genel Kurulunda Toplantı Yetersayısının “Toplantı Süresince Korunması” Şartına İlişkin TTK. 418/1 Hükmünün Değerlendirilmesi*, içinde Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, ed. Ercüment Erdem vd., İstanbul 2017, s. 67-68; Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 722a; Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §34 4; Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 10. Nisaplara aykırılığın yaptırımının kural olarak iptal edilebilirlik olması gerektiği yönünde bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 125, 139-140.

⁷⁰⁷ Örneğin, BASK toplantısı tutanağında oylama sonucu kabul edildiği belirtilen ancak gerçekte oylamanın yapılmamış olması durumunda durum böyledir. Ayrıca bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 10.

BASK kararları da yoktur. Bir Tertip BASK kararı olmaksızın ya da olsa bile ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmaksızın alınan Genel BASK kararları da yok hükmündedir.⁷⁰⁸

b. Kesin Hükümsüzlük

Anonim şirket genel kurul kararlarının butlanının aksine, BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğü mevzuatta açıkça düzenlenmemiştir.⁷⁰⁹ Ancak eTTK’da anonim şirket genel kurul kararlarının butlanı açıkça düzenlenmemiş olduğu hâlde; eTTK’nın yürürlükte olduğu dönemde doktrin ve uygulamadaki hâkim yaklaşım, anonim şirket genel kurul kararlarının bir hukuki işlem olması dolayısıyla eTTK m. 1/1 ve eTMK m. 5 yollamasıyla eTBK m. 19-20’deki butlan yaptırımının uygulanacağını kabul etmekteydi.⁷¹⁰

eTTK döneminde anonim şirket genel kurul kararlarının butlanındaki duruma benzer şekilde BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğüne ilişkin TBK m. 27 hükmü uygulama alanı bulacaktır. Bunun kanuni dayanağını ise benzer şekilde TTK m. 1/1 hükmüne göre TTK’nın TMK’nın ayrılmaz bir parçası olması, TMK m. 5

⁷⁰⁸ İhraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış bir Tertip BASK kararının varlığının Genel BASK kararının kurucu unsuru olduğuna ilişkin bkz. §4.IV.A.2 BASK Kararlarının Hukuki İşlemin Unsurları Bakımından Değerlendirilmesi. Herhangi bir şekilde Tertip BASK kararı olmaksızın Genel BASK’a kimlerin katılabileceğinin belirlenmesinin ve nisapların hesaplanmasının mümkün olmadığı göz önüne alındığında; Tertip BASK’ın henüz karar almadan, alınacak herhangi bir Genel BASK kararının yoklukla malul olması doğaldır. Bu konuda bkz. §4.III.A Genel BASK’ın Karar Alabileceği Konular, §4.III.B.2 Toplantıya Kimlerin Katılabileceği.

⁷⁰⁹ TTK m. 447’de anonim şirket genel kurul kararlarına ilişkin “butlan” kavramı benimsenmiş olsa da TBK m. 27’de “kesin hükümsüzlük” terimi kullanılmıştır. TTK m. 1/1 hükmü dolayısıyla TTK’nın TMK’nın ayrılmaz bir parçası olması ile TBK m. 646’da, TBK’nın TMK’nın Beşinci Kitabı ve onun tamamlayıcısı olması birlikte değerlendirildiğinde TTK m. 447’de “butlan” yerine “kesin hükümsüzlük” teriminin tercih edilmesinin daha isabetli olacağı yönünde bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 11; Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §34 7. Bu doğrultuda bu çalışmada, TTK m. 447’de butlan terimi kullanılmış olduğu için anonim şirket genel kurul kararları açısından anılan kanuni terim olduğu gibi kullanılırken; BASK kararlarına ilişkin açıkça bir düzenleme olmadığı ve TBK m. 27 hükmünün uygulama alanı bulacak olması dolayısıyla aynı hükümsüzlük türünü ifade etmek için BASK kararları açısından “butlan” yerine “kesin hükümsüzlük” terimi tercih edilmektedir.

⁷¹⁰ Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 29. Bu durum, TTK m. 447 gerekçesinde de vurgulanmaktadır.

uyarınca TMK ve TBK'nın genel nitelikli hükümlerinin uygun düştüğü ölçüde tüm özel hukuk ilişkilerine uygulanması ve SPKn m. 2/2'de SPKn ve SPKn'na dayanılarak çıkartılan ikincil düzenlemelerde hüküm bulunmayan durumlarda genel hükümlerin uygulanacak olması oluşturmaktadır. Ek olarak, TTK m. 447'de anonim şirket genel kurul kararlarına ilişkin butlan hâllerinin de sınırlayıcı olmadığı ve TBK m. 27'nin de anonim şirket genel kurulları bakımından uygulama alanı bulacağı⁷¹¹ göz önüne alındığında; BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğünden söz edebilmek için hususi bir kanun hükmüne ihtiyaç duyulmayacağı açıktır. TBK m. 27 hükmü dolayısıyla; “kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız” BASK kararları kesin hükümsüz olacaktır.⁷¹²

BASK kararları anlamında somutlaştırılması önem arz eden kesin hükümsüzlük hâlleri bulunmaktadır. Bu durumlardan ilki, BASK kararlarının konusu dolayısıyla ortaya çıkmaktadır. Tertip BASK'ın karar alabileceği konular görece sınırlı olmakla birlikte çeşitlidir.⁷¹³ Genel BASK'ın alabileceği tek karar ise Genel BASK kararına konu olan Tertip BASK kararının reddedilmesi kararıdır.⁷¹⁴ Tertip BASK veya Genel BASK başkaca bir konuda karar alırsa, örneğin Genel BASK'ın ilgili Tertip BASK kararını onaylamak şeklinde karar alması durumunda, söz konusu karar TBK m. 27'de sayılan hâllerden olan, kanunun emredici hükümlerine aykırı olduğu gerekçesiyle kesin hükümsüz olacaktır. Nitekim BASK kararlarının yokluğuna

⁷¹¹ Her ne kadar hem TBK m. 27'nin hem de TTK m. 447'nin uygulanacağı kabul görse de TTK m. 447'nin TBK m. 27'ye göre özel nitelikli bir hüküm olup olmadığı tartışmalıdır. Bu konuda bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 14.

⁷¹² BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğüne benzer şekilde, eTTK'nın yürürlükte bulunduğu dönemde genel hükümler çerçevesinde anonim şirket genel kurul kararlarının butlanının ayrıntılı değerlendirilmesine ilişkin bkz. Moroğlu, E.: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 4. Baskı, İstanbul 2004, s. 127-157.

⁷¹³ Bunlar için bkz. §4.II.A Tertip BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁷¹⁴ Buna ilişkin bkz. §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

ilişkin yapılan açıklamalarda da vurgulandığı üzere, yokluk şeklen dahi olsa bir BASK kararından söz edilemeyeceği durumda gündeme geleceğinden; BASK kararının konusuna (içeriğine) ilişkin emredici hukuk kurallarına aykırılık durumunda bir hukuki işlem olarak BASK kararı, şeklen mevcut ve meydana gelmişken kesin hükümsüz olacak ve başlangıçtan itibaren hiç kimseye karşı hüküm ve sonuç doğurmayacaktır.⁷¹⁵

Bir BASK kararının yok hükmünde olması ile kesin hükümsüz olmasının sonuçları çoğu zaman bir farklılık göstermemektedir. Her iki hükümsüzlük hâli de baştan itibaren söz konusu olup herkes tarafından belirli bir süreyle bağlı olunmaksızın⁷¹⁶ ileri sürülebilir.⁷¹⁷ Ayrıca hükümsüzlük sonucu kendiliğinden doğmakta, bunun için inşai bir dava açmaya gerek olmamakta; gerektiğinde tespit davasının konusunu oluşturabilmektedir. Her iki hükümsüzlük türü de hukuken itiraz niteliğinde olup hâkim tarafından re'sen (*ex officio*) nazara alınır.⁷¹⁸ Halbuki, yokluk ile kesin hükümsüzlük arasında hukuken ayrım yapılması da zorunludur. Bu ayrımı zorunlu kılan nedenler, anılan hükümsüzlük türlerinin sebepleri ve sonuçları bakımından olmak üzere iki gruptur. Sebepleri bakımından, yokluk durumunda şeklen

⁷¹⁵ Hukuki işlemin konusuna (içeriğine) ilişkin emredici hukuk kurallarının kesin hükümsüzlük sonucunu doğuracağına ilişkin bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 32-33.

⁷¹⁶ İstisnai olarak SPKn m. 92/1/b'de, hükümdeki koşulları sağlayan durum ve işlemlere ilişkin SPK tarafından yokluk veya butlanın tespiti davasının ancak belirli süreler içerisinde açılabilceği düzenlenmiştir. Bu konuda bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 436-445; Günay, E.D.: Sermaye Piyasası Hukuku'nda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi, İstanbul 2018, s. 122-128; Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 722g.

⁷¹⁷ Ancak, bu hükümsüzlük hâllerinin belirli bir süre geçtikten sonra ileri sürülmesi somut olayın özelliklerine göre hakkın kötüye kullanılması kapsamında değerlendirilebilmektedir. Buna ilişkin bkz. dn. 720.

⁷¹⁸ Yokluk ve kesin hükümsüzlük için ortak olan sonuçlara ilişkin bkz. Pulaşlı, Şerh II 22, c. II, par. §34 9; Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 722f; Serozan, Medeni 18, par. III §7 26a-26b; Oğuzman, M.K. ve Öz, M.T.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler C. 1, 16. Baskı, İstanbul 2018, par. 543, 546; Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 749, 753; Dural ve Sarı, c. I, par. 1155, 1157-1158; Kocayusufoğlu, c. 1, par. §43 2, 4, 10-11, 19-21; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 971, 975; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 31.

bile bir hukuki işlemten bahsedilemezken; kesin hükümsüz bir hukuki işlem şeklen mevcut olmakla birlikte başlangıçtan itibaren hiç kimse için hukuki sonuç doğurmamaktadır.⁷¹⁹ Sonuçları bakımından, yok hükmündeki bir hukuki işleme hiçbir hukuki sonuç bağlanamazken; kesin hükümsüz bir hukuki işlemin hükümsüzlüğünün, TMK m. 2’de ifadesini bulan dürüstlük kuralına aykırı olması nedeniyle ileri sürülememesi⁷²⁰ veya bu hukuki işlemin yerine tahvil⁷²¹ yoluyla bir başka hukuki işlemin ikame edilmesi mümkündür.⁷²²

TBK m. 27 hükmünün yanı sıra, anonim şirket genel kurul kararlarının butlanına ilişkin TTK m. 447 hükmüne benzer şekilde hususi bir hükümle BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğünün mevzuatta düzenlenmesine ihtiyaç duyulup duyulmadığının da cevaplandırılması gerekmektedir. eTTK’dan farklı olarak anonim şirket genel kurul kararlarının butlanının hususi olarak düzenlenmesi, iptal ve butlan yaptırımları arasındaki sınırın daha kolay çizilebilmesine hizmet ettiğinden isabetli

⁷¹⁹ Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 742, 750; Dural ve Sarı, c. I, par. 1155-1156; Kocayusufoğlu, c. 1, par. §43 1, 10; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 971-973; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 378; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 35-36.

⁷²⁰ Yargı kararları ve doktrinde, kesin hükümsüzlüğün ileri sürülmesinin hakkın kötüye kullanılması kapsamında değerlendirileceği hâllerde kesin hükümsüzlüğün ileri sürülemeyeceğine ilişkin bir tereddüt bulunmamaktadır. Ancak, yokluğun ileri sürülmesinin hakkın kötüye kullanılması teşkil edip etmeyeceğine ilişkin aynısı söylenememektedir. Bu kapsamda Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin, başta yokluğun tespitinin uzun süre sonra istenmesi olmak üzere çeşitli durumlarda yokluğun ileri sürülmesini hakkın kötüye kullanılması kapsamında değerlendirdiği çeşitli kararları bulunmaktadır. Örnek olarak bkz. Yarg. 11. HD, T. 01.12.2021, E. 2020/6423, K. 2021/6785 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 18.06.2024), Yarg. 11. HD, T. 10.11.2020, E. 2020/95, K. 2020/4885 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 18.06.2024), Yarg. 11. HD, T. 08.01.2020, E. 2019/1696, K. 2020/178 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 18.06.2024), Yarg. 11. HD, T. 13.11.2019, E. 2019/3, K. 2019/7182 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 18.06.2024), Yarg. 11. HD, T. 19.04.2018, E. 2016/9473, K. 2018/2901 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 18.06.2024). Buna karşın, Yargıtay Hukuk Genel Kurulu’nun verdiği görece daha yakın tarihli bir kararda yokluğun ileri sürülmesinin hiçbir şekilde dürüstlük kuralına aykırı olmadığı ve hakkın kötüye kullanılması teşkil etmeyeceği vurgulanmıştır. Söz konusu karar için bkz. Yarg. HGK, T. 08.03.2022, E. 2021/701, K. 2022/275 (Yargıtay Karar Arama, Erişim Tarihi: 19.06.2024).

⁷²¹ Hukuki işlemin tahviline ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Havutçu, A.: *Şekle Aykırılık Nedeniyle Geçersiz Hukuki İşlemlerin Tahvili*, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1987, C. 3, S. 1-4, s. 651-655; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 18, c. 1, par. 548-550; Dural ve Sarı, c. I, par. 1164-1165.

⁷²² Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 753, 755; Dural ve Sarı, c. I, par. 1155, 1164; Kocayusufoğlu, c. 1, par. §43 2; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 972, 975-976; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 377-378; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 36-37.

karşılanmıştır.⁷²³ TBK m. 27'nin genel hüküm, TTK m. 447'nin ise TBK m. 27'de sayılan kesin hükümsüzlük nedenlerinden “kanunun emredici hükümlerine aykırılık” kapsamındaki “anonim şirketler hukukuna özgü görünüm biçimlerini düzenleyen” özel hüküm olduğu⁷²⁴ göz önüne alındığında; benzer yaklaşımla bir hükmün BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğü açısından ihdas edilmesinin olumlu neticeler doğurması muhtemeldir. Böylesi bir hükümle yaşanabilecek tereddütlerin önüne geçilebilecek, uygulayıcılar ve yatırımcılar tarafından hangi durumlarda BASK kararlarının kesin hükümsüzlüğünün gündeme geleceğinin kestirilmesi kolaylaşacaktır. Ancak, böylesi bir hüküm mevcut olmaksızın da zaman içerisinde öğreti ve yargı kararları ile anılan avantajlara erişilebilmesi mümkün gözükmektedir.

c. İptal Edilebilirlik

Hukuk düzeni tarafından bir hukuki işleme ilişkin öngörülen bazı geçerlilik şartları belirli kişilerin menfaatlerinin korunmasına hizmet ediyor olabilir. Anılan geçerlilik şartları ile menfaatleri korunmak istenen kişilere, hukuki işlemi kesin olarak hükümsüz hâle getirme imkânı tanınmaktadır. Böylesi bir olanağın tanındığı durumlarda iptal edilebilirlik söz konusu olmaktadır. Bu imkân, menfaati korunan kişilere tanınan bir iptal hakkı ile kullanılabilir.⁷²⁵ İptal hakkı belirli menfaatlerin korunması için tanındığından, bu korumadan yararlanıp yararlanmamak menfaat sahibinin iradesine bırakılmıştır. Bu nedenle, görülmekte olan bir davada hâkim, hak sahibi tarafından kullanılmadığı sürece iptal hakkını re'sen dikkate alamaz. İptalin ileri sürülmesi bu bağlamda itiraz değil bir def'i teşkil etmektedir. Bu şekliyle

⁷²³ Bu yönde bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 13.

⁷²⁴ Bu yönde bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 14; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 152. Benzer yönde bkz. Poroy, Tekinalp, ve Çamoğlu, Ortaklıklar I, par. 722c-722d.

⁷²⁵ Dural ve Sarı, c. I, par. 1166; Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 761; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 18, c. 1, par. 551; Serozan, Medeni 18, par. III §7 26c; Eren, Borçlar 17, s. 361.

iptal hakkı, bozucu yenilik doğuran (inşai) bir hak olup bazı durumlarda ancak dava yoluyla kullanılması mümkün kılınmıştır.⁷²⁶ Dolayısıyla iptal edilebilirlikten bahsedilebilmesi için her şeyden önce menfaatleri korunmak istenenlere iptal hakkı tanınması gerekmektedir.

Mevzuatta özel olarak BASK kararlarının iptalini konu alan bir hüküm bulunmadığı gibi başkaca iptal hükümlerinin kıyasen BASK kararlarına uygulanmasına izin verecek bir hüküm de mevcut değildir. Benzer şekilde, eTTK'da iptal edilebilirliğine ilişkin açık bir hüküm bulunmayan tahvil sahipleri genel kurulu kararlarının iptali durumu öğretici tarafından irdelenmiştir. eTTK m. 429-432 hükümlerinde tahvil sahipleri genel kurulu düzenlenmekle birlikte bu kurulun aldığı kararlar aleyhine iptal davası açılabilmesi olanağı kanunda belirtilmemiştir. Bu dönemde birçok yazar anonim şirket genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerin tahvil sahipleri genel kurulu kararlarının iptaline ilişkin de uygulanacağını savunmuştur.⁷²⁷ Nitekim, anonim şirket genel kurul kararlarının iptali, cumhuriyet

⁷²⁶ Dural ve Sarı, c. I, par. 1167, 1172; Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 761; Serozan, Medeni 18, par. III §7 26c; Eren, Borçlar 17, s. 361-362; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 22.

⁷²⁷ Bu görüş özünde iki şekilde temellendirilmiştir. Bunlardan ilkinde, eTTK m. 429'da tahvil sahipleri genel kuruluna çağrıya ilişkin anonim şirket genel kurul çağrısı hükümlerinin uygulanacağını belirtmesinden hareket edilerek her ne kadar bu yönde açık bir atfı olmasa da anonim şirket genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerin tahvil sahipleri genel kurulu kararlarına da uygulanacağı savunulmuştur. Bu yönde bkz. İmregün, O.: *Anonim Ortaklıklar*, 4. Baskı, İstanbul 1989, s. 415; Acar, S.: *Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması*, (Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2001), s. 92, <https://carsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11421/9851/155787.pdf?sequence=1&isAllowed=y>; Yıldız, *Tahvil Sahipleri 08*, s. 38-39. Açık olmamakla birlikte benzer doğrultuda bkz. Arar, K.: *Kara Ticareti: Şirketler Hukuku*, Ankara 1952, s. 257. Aksi yönde Arslanlı ise her ne kadar eTTK'daki anonim şirket genel kuruluna ilişkin hükümlerin tahvil sahipleri genel kurulu açısından da uygulanmasının aklı yatkın bir çözüm olduğunu belirtse de anonim şirket genel kuruluna ilişkin yapılan atfın toplantıya çağrı ve çağrı usulü ile sınırlı olmasının diğer konularda anonim şirket genel kuruluna dair hükümlere (bilinçsiz bir kanuni boşluk mevcut olması durumu hariç) başvurulamayacağı anlamına geldiğini vurgulamıştır. Buna ilişkin bkz. Arslanlı, II-III:s. 300-301. Tahvil sahipleri genel kurulu kararlarının iptalinin kanunda açıkça düzenlenmesi gerekliliğini vurgulamakla birlikte anonim şirket genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanması gerektiğine ilişkin bkz. Poroy, R., Tekinalp, Ü., ve Çamoğlu, E.: *Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku*, 12. Baskı, İstanbul 2010, par. 727. İkinci temellendirme ise tahvil sahipleri genel kurulu kararlarının da bir çeşit genel kurul kararı olarak nitelendirilmesi suretiyle anonim şirket

dönemindeki tüm ticaret kanunlarında ifadesini bulmuştur.⁷²⁸ Oysa, BASK kararlarının iptaline ilişkin olarak TTK m. 445-445, 448-451 hükümlerinin doğrudan ya da kıyasen uygulanması mümkün değildir. Nitekim, BASK kararlarına ilişkin bu hükümlere herhangi bir gönderme⁷²⁹ yapılmadığı gibi burada bilinçsiz bir kanun boşluğu⁷³⁰ olduğundan hareket edilerek boşluğun doldurulması suretiyle anonim şirket genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerin kıyasen uygulanması söz konusu olamaz. Ayrıca BASK'ı “başkaca genel kurul” şeklinde nitelendirerek BASK kararlarının özünde bir çeşit anonim şirket genel kurul kararı olduğunu savunmak suretiyle de bu sonuca ulaşamaz.⁷³¹

BASK kararlarının iptaline ilişkin SPKn'da hüküm bulunmamasının kanun koyucunun bilinçli bir tercihi olup olmadığı belirsizdir.⁷³² Bu durumun belirsizliğinden bağımsız ve BASK kararlarının yokluğuna veya kesin

genel kurul kararlarının iptaline ilişkin hükümlerin kıyasen uygulama alanı bulacağı şeklindedir. eTTK'da düzenlenen tahvil sahipleri genel kurulu, üyelerinin pay sahibi olması zorunluluğu bulunmayan ve anonim şirket bağlamında gündeme gelen “başkaca genel kurul”lardan bir tanesi olarak değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, anonim şirket bağlamında söz konusu olan bir genel kurul olması nedeniyle anonim şirket genel kurul kararlarının iptaline ilişkin eTTK m. 381-384 hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle tahvil sahipleri genel kurulunun aldığı kararların iptalinin dava konusu yapılabileceği savunulmuştur. Bu yönde bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 23-24.

⁷²⁸ Bkz. TK1926 m. 381-384, eTTK m. 381-384 ve TTK m. 445-446, 448-450.

⁷²⁹ BASK bağlamında anonim şirket genel kuruluna ilişkin hükümlere BASK Tebliği m. 3/1/ç ve m. 6/3'te yalnızca BASK toplantılarının elektronik ortamda yapılmasıyla sınırlı olarak atıf yapılmıştır. Bu hükümlerden hareketle BASK ve BASK kararları hakkında anonim şirket genel kuruluna ilişkin başkaca hükümlerin de uygulanabilir olduğu sonucuna varılamaz.

⁷³⁰ Kanunun bir konuyu düzenlememiş olması (kanunun susması) her durumda kanun boşluğu olduğu anlamını taşımamaktadır. Konunun düzenlenmemesinin bir ihmalden, unutkanlıktan veya söz konusu durumun hâkim tarafından tamamlanmasının istenmesinden kaynaklanması durumunda boşluk söz konusu olacak; aksi halde menfi bir çözümün benimsendiğinin ve hâkimin hukuk yaratma yetkisi olmadığının kabul edilmesi gerekecektir. Bu konuda bkz. Dural ve Sarı, c. I, par. 849-855.

⁷³¹ TTK m. 407-451 hükümlerinde düzenlendiği şekliyle anonim şirket genel kurulunun kimlerden oluştuğu, görev ve yetkileri, toplanma ve karar alma usulleri detaylı şekilde ortaya konulmuşken ne BASK'ı bir çeşit genel kurul olarak nitelendirmek ne de BASK kararlarını genel kurul kararı olarak nitelendirmek mümkün değildir. Ayrıca, BASK kararları, eTTK'daki genel kurul (umumi heyet) ve tahvil sahipleri genel kurulu (tahvil sahiplerinin umumi heyeti) isimlendirmelerinden farklı olarak ismen bile olsa genel kurul kararını çağrıştırmamaktadır. Ayrıca BASK'ın hukuki niteliğine ilişkin bkz. §4.I.B Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulunun Hukuki Niteliği.

⁷³² Nitekim, anonim şirket yönetim kurulu kararlarının kural olarak iptali olanağının öngörülmemesinin bilinçli bir tercih olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum TTK m. 391 gerekçesinde açıkça vurgulanmıştır.

hükümsüzlüğüne ilişkin mevzuatta hususi bir hüküm olmamasından farklı olarak, BASK kararlarının iptal edilebilirliğine ilişkin bu doğrultuda bir hükmün mevcut olmaması bir eksikliktir.⁷³³ Bu eksikliğin temel olarak iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, iptal hakkının menfaati korunmak istenen kişilere tanınmasından hareketle başta borçlanma aracı sahipleri olmak üzere belirli menfaat sahiplerine korunma sağlanması gerekliliğidir. İkinci neden ise anonim şirket genel kurul kararları bağlamında gündeme gelen sakınma ilkesinin (butlanın ikincilliği ilkesi, butlanın istisnailiği ilkesi) BASK kararları açısından uygulanmasına duyulan ihtiyaçtır. Şeklen mevcut olan bir hukuki işlemin hükümsüzlüğünün herhangi bir süre ile bağlı olmaksızın ileri sürülebilmesi, işlem güvenliği açısından önemli bir sakınca teşkil etmektedir.⁷³⁴ Sakınma ilkesine göre, iptal edilebilirlik kural olup kesin hükümsüzlük istisnadır; kesin hükümsüzlük ancak ağır hukuka aykırılıklarda gündeme gelen, iptal yaptırımının ortaya çıkan hukuka aykırılığı gidermekte yeterli olmadığı durumlarda başvurulana, bir hukuka aykırılık durumunun kesin hükümsüzlük mü iptal sebebi mi teşkil ettiğinde tereddüt yaşanan durumlarda iptal edilebilirliğin tercih edilmesi gerektiği dolayısıyla kullanılmasından mümkün olduğunca sakınılan ve iptal yaptırımına göre ikincil nitelik taşıması gereken bir hükümsüzlük türü olarak ortaya çıkmaktadır.⁷³⁵ Bu ilkenin BASK kararlarının hükümsüzlüğü açısından da benimsenerek işlem güvenliğinin artırılması suretiyle borçlanma aracı sahiplerinin

⁷³³ Nitekim Alman hukukunda da BASK kararlarının yokluğu veya kesin hükümsüzlüğü ayrıca düzenlenmemekle birlikte § 20 SchVG hükmü BASK kararlarının iptal edilebilirliğine hasredilmiştir. Alman kanun koyucunun bu yaklaşımı da yokluk ve kesin hükümsüzlükten farklı olarak BASK kararlarının iptal edilebilirliğinin kanuni düzenlemesine duyulan ihtiyacı doğrular niteliktedir.

⁷³⁴ Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 11-12, 15-16.

⁷³⁵ Sakınma ilkesi, TTK m. 447 gerekçesinde de “butlanın ikincilliği ilkesi” şeklinde kendine yer bulmuştur. Anonim şirket genel kurul kararları açısından sakınma ilkesine ilişkin bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 15-18; Forstmoser, P., Meier-Hayoz, A., ve Nobel, P.: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, par. §25 4-5, 86; Yüce, A.A.: Anonim Şirketlerde Sermaye Borcunun Takas Yoluyla Ödenmesi, İstanbul 2021, s. 307-308.

korunabilmesi, kesin hükümsüzlükten sakınıldığında başvurulabilecek iptal yaptırımının mevcudiyetine bağlıdır. Görüldüğü üzere, bu iki nedenden ilki BASK kararının iptal edilmesindeki menfaat dolayısıyla ikincisi ise kesin hükümsüzlük yaptırımının ikincilliğinin sağlanmasındaki menfaat dolayısıyla gündeme gelmektedir. Açıklanan nedenlerle bu yöndeki eksikliğin giderilmesi ve BASK kararlarının iptal edilebilirliğinin mevzuatta öngörülmesi gerekmektedir.

TTK m. 446/1/b’de ifadesini bulan “etki kuralı”, bir genel kurul kararının hükümde belirtilen türden gerekçelerle iptal edilebilmesi için bu aykırılıkların genel kurul kararının alınmasında etkili olması gerektiğini ifade eder.⁷³⁶ Anılan hükümde sayılan iptal gerekçeleri; çağrının usulüne göre yapılmaması, gündemin gerektiği gibi ilan edilmemesi, genel kurula katılma yetkisi olmayanların veya temsilcilerinin toplantıya katılıp oy kullanmaları ve pay sahibinin oy kullanmasına haksız olarak izin verilmemesidir.⁷³⁷ Etki kuralı, iptal nedeni ile iptali talep edilen genel kurul kararı arasındaki bir nedensellik (illiyet) bağı şeklinde değerlendirilmektedir.⁷³⁸ Etki kuralının temelinde yatan mantık, kararın meydana gelişine ilişkin usule uyulsaydı bile alınacak kararın sonucu değişmeyecekse genel kurul kararının tekrar alınmasının önlenmesidir.⁷³⁹ Aynı amaçla, BASK kararlarının iptaline ilişkin ihdas edilecek

⁷³⁶ Mildon, Y.: *Genel Kurul Kararlarının İptalinde Etki Teorisi*, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 2019, S. 1, s. 538; Akdağ Güney, N.: *Genel Kurul Kararlarının İptali Davasında Etki Kuralı*, içinde Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, ed. Yasin Barış Özelçi ve İbrahim Bektaş, Ankara 2021, s. 12; Kırca, İ.: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 3. Baskı, İstanbul 2022, s. 117; Kesici, B.: *Anonim Ortaklık Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, (Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, 2023), s. 216.

⁷³⁷ Sayılan iptal gerekçelerinin tamamı “kararın meydana gelişine” ilgili olup “kararın konusu” ile ilgili değildir. Bu konuda bkz. Kırca, Hükümsüzlük 22, s. 90. Kararın içeriği (konusu) yönüyle hukuka aykırı olması durumunda etki kuralına başvurulamayacaktır. Buna ilişkin bkz. Akdağ Güney, *Etki Kuralı*, s. 36-37.

⁷³⁸ Hirsch, s. 299; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 241-242; Kırca, Hükümsüzlük 22, s. 88-91; Mildon, s. 538-539; Kesici, s. 216.

⁷³⁹ Mildon, s. 540; Kırca, Hükümsüzlük 22, s. 91; Akdağ Güney, *Etki Kuralı*, s. 13; Kesici, s. 217. Etki kuralının amacına ilişkin ayrıntılı değerlendirme için bkz. Kesici, s. 217-218.

düzenlemelerde de etki kuralına açıkça yer verilmesi isabetli olacaktır. Bu suretle, kararın neticesine etki etmeyecek, “kararın meydana gelmesine ilişkin” hukuka aykırılıklara dayanılarak BASK kararlarının iptalinin talep edilememesi öngörülmektedir.

BASK kararları açısından iptal edilebilirliğin söz konusu olması için iptal hakkının sağlanması gerektiği gibi bu hakkın ancak dava yoluyla kullanılabilir şekilde sağlanması da önemlidir. Nitekim, bazı inşai hakların tek taraflı irade beyanıyla kullanılması, özellikle kamu düzeni ve hukuki durumun şüphesiz olarak açıklığa kavuşturulması düşünülerek kanun koyucu tarafından sakıncalı görülmüş; hukuki işlemin ancak bu yöndeki bir mahkeme kararıyla gerçekleştirilmesi düzenlenmiştir.⁷⁴⁰ Yokluk ve kesin hükümsüzlüğün tespiti davaları, HMK m. 106’da ifadesini bulduğu şekliyle tespit davaları olup BASK kararları açısından ayrıca bir düzenleme olmaksızın açılması mümkün olan davalardır. Bunların aksine iptal davası, bozucu bir inşai davadır.⁷⁴¹ HMK m. 108/2’de vurgulandığı üzere inşai dava, bir inşai (yenilik doğuran) hakkın⁷⁴² dava yoluyla kullanılmasının zorunlu olduğu durumlarda açılabilir. İnşai dava, her durumda bir inşai hakka dayanmak zorunda olup ancak kanunda belirtilen durumlarda açılabilir.⁷⁴³ Dolayısıyla, BASK kararlarını konu alan bir iptal davasının söz konusu olabilmesi için menfaatleri korunmak

⁷⁴⁰ Pekcanitez, H.: *Dava Hakkında Genel Bilgiler*, içinde Pekcanitez Usûl Medenî Usûl Hukuku, ed. Hakan Pekcanitez vd., 15. Baskı, İstanbul 2017, s. 984-985; Pekcanitez, H., Atalay, O., ve Özkes, M.: *Medenî Usûl Hukuku Ders Kitabı*, 6. Baskı, İstanbul 2018, s. 212.

⁷⁴¹ Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 57; Büyük, E.I.: *Medeni Usul Hukukunda İnşai Dava ve İnşai Hüküm*, İstanbul 2021, s. 152. İptal davasının “yenilik doğurucu bir eda davası” olduğu yönünde bkz. Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 250.

⁷⁴² İnşai hak kavramına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Büyük, s. 7-13.

⁷⁴³ Pekcanitez, s. 984; Pekcanitez, Atalay, ve Özkes, s. 211; Budak, A.C. ve Karaaslan, V.: *Medenî Usul Hukuku*, 6. Baskı, İstanbul 2022, par. §8 9; Tanrıver, S.: *Medenî Usûl Hukuku C. I*, Ankara 2016, s. 570; Kuru, B.: *Medenî Usul Hukuku*, 3. Baskı, Ankara 2019, s. 142.

istenenlere iptal hakkı tanımak yeterli olmamakta bu hakkın dava yoluyla kullanılmasının da öngörülmesi gerekmektedir.

Her ne kadar HMK m. 108/3'te inşai dava sonucu verilen hükmün kanunda aksi belirtilmedikçe geçmişe etkili olmadığı vurgulanmışsa da anonim şirket genel kurul kararlarının iptalinin geçmişe etkili olduğu kabul edilmektedir.⁷⁴⁴ Bu nedenle BASK kararlarının iptali yaptırımının açıklanan şekilde mevzuatta düzenlenmesi durumunda hükmün geçmişe etkili olduğunun belirtilmesinin zorunlu olmadığına, dava sonucunda verilen iptal hükmünün geçmişe etkili olacağının kabulü gerekir.

d. Noksanlık

Kurucu unsurlarında eksiklik bulunmayan bir hukuki işlemin hüküm ifade etmesi için bir veya birden fazla tamamlayıcı unsurla tamamlanması gereken durumlarda “noksanlık” gündeme gelmektedir.⁷⁴⁵ Tamamlayıcı unsur veya unsurların gerçekleşmesi ile noksan olan hukuki işlem hüküm ifade edecek ya da bu unsur veya unsurların gerçekleşmeyeceği kesin olarak belirlendiğinde söz konusu hukuki işlem kesin olarak hükümsüz hâle gelecektir.⁷⁴⁶ Noksan olan unsurların tamamlanması

⁷⁴⁴ Pekcanitez, s. 986; Tanrıver, I:s. 572; Kuru, s. 144; Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 255-256; Moroğlu, Hükümsüzlük 20, s. 336. HMK m. 108/3'te bir gerçek olmayan kanun boşluğu olduğu ve inşai hükümlerin geçmişe etkili olup olmadığının ilgili hukuki ilişkinin özelliklerine göre dürüstlük kuralına göre belirlenmesi gerektiğine ilişkin bkz. Budak ve Karaaslan, par. §8 16. Benzer şekilde kanun boşluğu olması ve HMK m. 108/3 hükmünün eleştirisi için bkz. Kırca, Hükümsüzlük 17, 2:s. 256-257.

⁷⁴⁵ “Noksanlık” terimi yerine “eksiklik” terimi de kullanılmaktadır. Ayrıca, açıklanan şekilde tamamlayıcı unsurun sağlanıp sağlanmayacağının belirsiz olduğu dönemde hukuki işlemin askıda olduğu belirtilerek bu durumu ifade etmek için “askıda geçersiz”, “askıda hükümsüz” kavramlarına da başvurulmaktadır. Buna ilişkin bkz. Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 767; Dural ve Sarı, c. I, par. 1174-1175; Eren, Borçlar 17, s. 350-351; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 33-34; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 18, c. 1, par. 554-555; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 381; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 1003; Serozan, Medeni 18, par. III §7 26d. “Askıda hükümsüzlük” kavramının, “noksanlık” kavramını da içine alan daha geniş bir kavram olduğu yönünde bkz. Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 34; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 381-382.

⁷⁴⁶ Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 767; Eren, Borçlar 17, s. 351; Dural ve Sarı, c. I, par. 1175; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 18, c. 1, par. 555; Serozan, Medeni 18, par. III §7 26d; Antalya ve Topuz,

durumunda hukuki işlemin baştan itibaren mi yoksa noksanlığın giderildiği andan itibaren mi hüküm doğuracağı tamamlayıcı unsurun niteliğine göre belirlenmektedir.⁷⁴⁷

BASK bağlamında noksanlık, yalnızca Tertip BASK kararları açısından söz konusu olmaktadır. Nitekim, usulüne göre alınan ve kurucu unsurları tamam olan Tertip BASK kararı açısından kanuni şart ve dolayısıyla tamamlayıcı unsur niteliğinde olan ihraççının yönetim kurulunun onayı ve Genel BASK kararı ile reddedilmemiş olma durumları; zamansal olarak Tertip BASK kararının kurucu unsurları tamamlandıktan sonra ortaya çıkmaktadır ve Tertip BASK kararının geçerli olarak hüküm ve sonuç doğurabilmesi için gerekli unsurlardır. İhraççının yönetim kurulunun onay verip vermeyeceğinin bilinmediği ve ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmakla birlikte Genel BASK tarafından reddedilip reddedilmeyeceği bilinmediği dönemde Tertip BASK kararları askıdadır. Tamamlayıcı unsurlar sağlanırsa Tertip BASK kararı baştan itibaren hüküm ve sonuçlarını doğuracak,⁷⁴⁸ noksanlığın giderilmeyeceği kesin olarak anlaşıldığında ise Tertip BASK kararı baştan itibaren kesin hükümsüz olacaktır.

Tertip BASK’a ilişkin değinilen iki kanuni şarttan Genel BASK kararı ile reddedilmemiş olma unsuru, Tertip BASK’a ilişkin gündeme gelebilecek hükümsüzlük türüne ilişkin bazı tereddütleri beraberinde getirmektedir. BASK

Medeni Hukuk, c. 1, par. 1003; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 33; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 381-382.

⁷⁴⁷ Oğuzman ve Barlas, Medenî 22, par. 768; Dural ve Sarı, c. I, par. 1175; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 33; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 18, c. 1, par. 556; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 1004.

⁷⁴⁸ Noksanlığın giderilmesi özel hukuk kişilerinin rızaları ile sağlanmaktaysa hukuki işlemin başlangıçtan itibaren hükümlerini doğuracağı yönünde bkz. Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 33; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 1004.

Tebliği'nde, Genel BASK'ın alacağı karar ile söz konusu karara konu olan Tertip BASK kararının reddedebileceği düzenlenmiştir. Bu durum, hükümsüzlük hâllerinden “bozulabilir geçerlilik”⁷⁴⁹ kavramını çağrıştırmaktaysa da gerçekte yine noksanlık hâli söz konusu olmaktadır. Bunun temel nedeni, noksanlık ile bozulabilir geçerlilik arasındaki farkta yatmaktadır. Noksanlık söz konusu olduğunda, eksik olan unsurlar tamamlanana kadar hukuki işlem hüküm doğurmazken; bozulabilir geçerlilikte geçerlilik şartının eksikliğine rağmen hukuki işlem baştan itibaren hüküm doğurmaktadır. BASK Tebliği m. 4/2 ve 4/5'ten anlaşıldığı üzere Tertip BASK kararı, Genel BASK'ın karar alıp almayacağını belirli olmadığı dönemde hüküm doğurmamakta; ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış Tertip BASK kararının Genel BASK tarafından reddedilmeyeceğinin kesinleşmesi⁷⁵⁰ ile baştan itibaren hüküm doğurmaktadır. Bu nedenle, her ne kadar Genel BASK'ın alacağı red kararı fonksiyonel olarak bir iptal olanağına benzese de açıklanan çerçevede gündeme gelen hükümsüzlük çeşidi bozulabilir geçerlilik değil noksanlık olacaktır.

V. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ TEMSİLCİSİ

A. Genel Olarak Borçlanma Aracı Sahipleri Temsilcisi

Borçlanma aracı sahipleri açısından doğan birlikte hareket problemine ilişkin öngörülen hukuki mekanizmalardan bir diğeri de BAST'dır.⁷⁵¹ Buna ilişkin SPKn'da sadece m. 31/A/4 hükmünde borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere

⁷⁴⁹ “Bozulabilir geçerlilik” isimlendirmesi pek çok yazar tarafından kullanılmakta ve bu hal, anılan terimi kullanmayanlarca da hükümsüzlük türlerinden “iptal edilebilirlik” altında değerlendirilmektedir. Bu konuda bkz. Oğuzman ve Barlas, Medeni 22, par. 765; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 18, c. 1, par. 553; Dural ve Sarı, c. I, par. 1171; Serozan, Medeni 18, par. III §7 26c; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §43 22-25; Eren, Borçlar 17, s. 361-362. Ayrıca bkz. Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 382; Antalya ve Topuz, Medeni Hukuk, c. 1, par. 1001.

⁷⁵⁰ Tertip BASK kararının kesinleşmesine ilişkin bkz. §4.II.C.2 Tertip Bask Kararlarının Yürürlüğe Girmesi.

⁷⁵¹ Aynı yönde bkz. Thole, § 7, par. 1.

temsilci atanabileceği belirtilmekle yetinilmiş; temsilcinin işlevi, yetkileri, belirlenmesi gibi noktalara değinilmemiştir. Ancak, SPKn m. 31/A/6'da SPK'nın SPKn m. 31/A'nın uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemek konusunda yetkilendirilmesi doğrultusunda SPK, BAST'a ilişkin ikincil düzenlemeler hazırlamıştır. Kanun koyucunun SPKn m. 31/A'da BASK ve BAST'ı aynı kanun maddesinde ele alması yaklaşımı SPK tarafından da benimsenmiş ve BASK ve BAST'a ilişkin düzenlemeler bir arada BASK Tebliği'nde yer almıştır.

B. Terim

SPKn m. 31/A'da borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere temsilci atanabileceği belirtilmekle yetinilmiş, bu temsilciyi ifade etmek üzere herhangi bir terim kullanılmamıştır. BASK Tebliği m. 5'in kenar başlığında ve içeriğinde ise söz konusu temsilci "borçlanma aracı sahipleri temsilcisi" olarak isimlendirilmiştir. Buna karşın, SPK tarafından hazırlanan borçlanma araçlarına ilişkin izahname ve ihraç belgesi kılavuzları⁷⁵² ile bunların ihraççılar tarafından kullanılması sonucu hazırlanan birçok izahname ve ihraç belgesinde⁷⁵³ ise "BASK temsilcisi" terimi kullanılmaktadır. SPK tarafından hazırlanan örnekleri temel almaları dolayısıyla ihraççıların kullandığı terim daha anlaşılabilir nitelikteyken; SPKn'da bir terim tercihi yapılmaması dolayısıyla sahip olduğu düzenleme yetkisi kapsamında bunun tercihinin yapan SPK'nın, BASK Tebliği'nde kendi geliştirdiği terimi kullanmayıp söz konusu tebliğde hiç kullanılmayan bir terimi uygulamaya yerleştirmesi şaşırtıcıdır. Kaldı ki BASK temsilcisi terimi, temsil edilenin borçlanma araçları sahipleri değil BASK olduğu

⁷⁵² Bu örnekler için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.2; Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.2; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 6-7.

⁷⁵³ Örnekleri için bkz. EK-B.

izlenimini uyandırmaktadır. Oluşumu değişken nitelik gösteren ve belki de herhangi bir şekilde karar alması hiç gündeme gelmeyecek özel nitelikte bir kurul olan BASK⁷⁵⁴ olmaksızın da bir borçlanma aracı sahipleri temsilcisi olabilecektir. Bu nedenle, “BASK temsilcisi” ifadesi yerine “borçlanma aracı sahipleri temsilcisi” (BAST) kavramının kullanılması daha doğrudur.

İsvBK m. 1158-1163 hükümlerinden oluşan bölümün kenar başlığında ve İsvBK m. 1165, 1180, 1186’da terim, borçlanma aracı temsilcisi (*Anleihensvertreter*, *bond representative*) olarak kullanılmıştır. Ancak İsviçre hukukunda, borçlanma aracının şartlarında aksi kararlaştırılmadıkça anılan temsilcinin yalnızca borçlanma aracı sahiplerini değil ihraççıyı da temsil ettiği İsvBK m. 1158/1’de açıkça belirtildiği için bu temsilcinin ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasında aracı veya çift taraflı fonksiyon yerine getirdiği belirtilmektedir.⁷⁵⁵ Benzeri fonksiyonun SPKn m. 31/A ya da BASK Tebliği’nde benimsenmemiş olması nedeniyle kullanılan terimin farklı olması anlaşılabilir nitelikte olup “borçlanma aracı temsilcisi” teriminin Türk hukukunda tercih edilmemiş olması yerinde olmuştur.⁷⁵⁶ Alman hukukunda ise §§ 7-8 SchVG’de “borçlanma aracı sahiplerinin ortak temsilcisi” (*Gemeinsamer Vertreter*

⁷⁵⁴ BASK’ın hukuki niteliğine ilişkin bkz. §4.I.B Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulunun Hukuki Niteliği.

⁷⁵⁵ Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 1; Kuhn, H.: *Art. 1158 OR*, içinde GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere - Bucheffektengesetz Art. 772-1186 OR und BEG, ed. Vito Roberto ve Hans Rudolf Trüeb, 3. Baskı, CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Zürich, Basel, Genf 2016, par. 6; Lang, C. ve Klöti, U.: *Art. 1158 OR*, içinde OR Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, ed. Jolanta Kren Kostkiewicz vd., 4. Baskı, OFK - Orell Füssli Kommentar, Zürich 2023, par. 1. Belirtmek gerekir ki İsvBK m. 1158/2 hükmünde, borçlanma aracı temsilcisinin borçlanma aracı sahipleri tarafından seçilmesi durumunda borçlanma aracı sahiplerinden oluşan alacaklılar birliğini temsil edeceği belirtilmiştir. Bu şekilde belirlenen temsilcinin, ihraççıyı temsil etmeyeceği anlaşılmaktadır.

⁷⁵⁶ Kaldı ki “borçlanma aracı temsilcisi” terimi, temsil edilenin kim olduğuna işaret etmemesi bakımından da eksiktir.

der Gläubiger, joint representative of the noteholders) terimi benimsenerek temsilcinin borçlanma aracı sahiplerini temsil ettiği vurgulanmıştır.

C. BAST'ın Hukuki Niteliği

BAST, TBK m. 40 vd. hükümlerine göre borçlanma aracı sahiplerinin doğrudan temsilcisi ve TBK m. 502 vd. hükümleri kapsamında borçlanma aracı sahiplerinin vekilidir. Vekâlet sözleşmesi ve temsil yetkisi pek çok zaman birlikte bulunmakla beraber birinin varlığı diğerinkini zorunlu kılmamaktadır. Nitekim vekâlet, “iç ilişkiye yönelik bir sözleşme” olup; temsil yetkisinin verilmesi, bu sözleşmeden soyut, “tek taraflı bir hukuki işlemle gerçekleşen yetkilendirme işlemidir”.⁷⁵⁷ BAST'ın hukuki niteliğine ilişkin mevzuatta herhangi bir açık hüküm bulunmadığından, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsiline ilişkin diğer hukuk düzenlerinde öngörülen mekanizmaların hukuki niteliğinin değerlendirilmesi faaliyetiyle birlikte temsil yetkisinin ve vekâlet ilişkisinin mevcut olduğu sonuçlarına ulaşılabilmektedir.

İngiliz hukukunda, mevzuatta borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsiline özgülenmiş herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak İngiliz hukuku altındaki yerleşik uygulamanın, vekâlet ve trust olmak üzere iki tür temel hukuki mekanizma üzerine oturtulduğu söylenebilir.⁷⁵⁸ Tamamen İngiliz hukuku uygulaması etrafında şekillenmiş olduğundan çok farklı görevleri yerine getirebilmek için başvurulabilen vekiller, yerine getirdiği görevlere ve konumuna göre farklı şekillerde

⁷⁵⁷ Gümüş, M.A.: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 3. Baskı, İstanbul 2018, s. 428.

⁷⁵⁸ Bu yönde bkz. Fuller, Capital Markets, par. 3.01-3.07; Fuller, Corporate Borrowing, par. 12.1-12.2; Tennekon, R.C.: The Law & Regulation of International Finance, London 1991, s. 218, 224-225; Wood, International Bonds, par. 32-005; Gullifer ve Payne, s. 373-376, 382, 390-403. Trusta ilişkin ayrıca bkz. §5.III.F.1 Trust Kavramı.

isimlendirilmektedir.⁷⁵⁹ Zaman zaman borçlanma aracı sahiplerinin menfaatine iş görmesi de mümkün olabilen vekil, esasen ihraççının vekili konumunda olup; borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini değil ihraççının menfaatlerini gözetmektedir.⁷⁶⁰ Buna karşın, borçlanma araçlarına ilişkin trust yapısı ile gündeme gelen *bond trustee*, ihraççının değil borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini gözetmekle yükümlüdür.⁷⁶¹ Bu şekliyle İngiliz hukuku uygulamasında vekil, ihraççının temsilcisiyken; *bond trustee*, borçlanma aracı sahiplerinin temsilcisidir.⁷⁶² Borçlanma aracı sahiplerini temsil ettiği ve ihraççının değil borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruması gerektiği⁷⁶³ göz önünde bulundurulduğunda; İngiliz hukuku uygulamasındaki *bond trustee* ile BAST benzer konumdadırlar. Fonksiyonel bir yaklaşımla, *prima facie*, BAST bağlamında gündeme gelen hukuki ilişkinin bir trust olarak nitelendirilmesi düşünülebilirse de Türk hukukunda genel bir trust yapısının mümkün olmaması⁷⁶⁴ dolayısıyla gündeme gelen hukuki ilişkiyi bir trust, BAST'ı ise bir *trustee* olarak nitelendirmek mümkün değildir.

İsvBK m. 1158-1163 hükümlerinde düzenlenen borçlanma aracı temsilcisinin hukuki niteliği İsviçre doktrininde tartışılmıştır. Bu tartışmada, Anglo-Sakson hukuk düzenlerinde borçlanma araçlarına ilişkin gündeme gelen *trustee* ile fonksiyonel benzerliği dolayısıyla borçlanma aracı temsilcisi ile oluşan yapının bir

⁷⁵⁹ Buna ilişkin bkz. Fuller, Capital Markets, par. 3.01-3.02, 3.04-3.10, 3.13-3.39; Tennekon, s. 218-223; Fuller, Corporate Borrowing, par. 12.2; Gullifer ve Payne, s. 385, 391, 402; Wood, International Bonds, par. 25-043, 25-044, 27-029-27-034, 27-036, 32-005.

⁷⁶⁰ Bu yönde bkz. Wood, International Bonds, par. 27-029, 32-005; Fuller, Corporate Borrowing, par. 12.2, 16.14; Fuller, Capital Markets, par. 3.01, 3.27, 15.45; Rawlings, P.: *The changing role of the trustee in international bond issues*, Journal of Business Law, 2007, S. January, s. 46.

⁷⁶¹ Bu yönde bkz. Wood, International Bonds, par. 25-042, 28-015, 29-034, 32-004-32-005; Rawlings, s. 48-49, 56-57; Gullifer ve Payne, s. 391; Fuller, Corporate Borrowing, par. 12.2-12.3; Fuller, Capital Markets, par. 3.01, 3.11; Tennekon, s. 230-232.

⁷⁶² Fuller, Capital Markets, par. 3.01.

⁷⁶³ BAST'ın borçlanma aracı sahiplerini temsil ettiğine ve borçlanma aracı sahiplerinin menfaatini koruması gerektiğine ilişkin ayrıca bkz. §4.V.B Terim, §4.V.E.1 BAST'ta Aranacak Nitelikler.

⁷⁶⁴ Bu konuda bkz. §5.III.F.3 Trustın Türk Pozitif Hukukunda Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi.

trust olup olmadığından hareket edilmiştir. Kıta Avrupası hukuk sistemine tabi diğer pek çok hukuk düzeninde olduğu üzere; trustın İsviçre medeni hukuku ile uyumlu olmaması dolayısıyla farklı bir çözümün benimsenmesinin gerekliliği vurgulanmıştır.⁷⁶⁵ Bu kapsamda İsviçre hukukunda, borçlanma aracı temsilcisinin hukuki niteliğini açıklamak üzere iki temel yaklaşım gündeme gelmiştir. Başvurulan hukuki mekanizmalardan ilki, trusta çeşitli açılardan benzeyen, kimi zaman teknik olmayan bir şekilde inançlı işlemle aynı anlamda kullanılan *Treuhand* kurumudur ve borçlanma aracı temsilcisi bu kapsamda *Treuhänder* olarak nitelendirilmektedir.⁷⁶⁶ Diğer yaklaşım ise borçlanma aracı temsilcisini İsvBK m. 31-39 hükümlerinde düzenlenen temsil ilişkisi temelinde açıklamaktadır. Buna göre borçlanma aracı temsilcisi, borçlanma aracı sahiplerinin doğrudan temsilcisi konumundadır.⁷⁶⁷ Ancak, borçlanma aracı temsilcisinin yetkilerinin, İsvBK genel hükümlerde düzenlenen temsilcinin yetkilerinin ötesine geçtiğinin de altı çizilmektedir.⁷⁶⁸ İsviçre hukukuna ilişkin eski literatürde, borçlanma aracı temsilcisinin *Treuhänder* olduğu görüşü baskın olarak benimsenmiştir.⁷⁶⁹ Güncel durumdaki baskın görüş, borçlanma aracı temsilcisinin İsvBK genel hükümleri kapsamında temsilci olduğu yönündedir.⁷⁷⁰ Buradaki temel fark, *Treuhänder*, kendi sahip olduğu hakları kendi adına ve bir başkası

⁷⁶⁵ Buna ilişkin bkz. Daeniker, D.: *Anlegerschutz bei Obligationenanleihen*, Zurich 1992, s. 122.

⁷⁶⁶ Daeniker, s. 122-123. *Treuhand*, İsviçre hukukunda somut düzenlemesini bulan bir hukuki kurum değildir. Cermen hukukunda inançlı işlemlerin en eski görünüş biçimi olarak değerlendirilen *Treuhand*'a ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Özsunay, E.: *Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler*, İstanbul 1968, s. 14-19; Ayanoğlu Morali, A.: *Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler*, (Doktora Tezi, İstanbul, Galatasaray Üniversitesi, 2006), s. 42-44; Özdemir, F.: *İnanç Konusunun Üçüncü Kişilerden Elde Edildiği İnançlı İşlemler*, 2019, s. 20-24; Kurtulan Güner, G.: *Trust ve Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi*, 1. Baskı, İstanbul 2020, s. 48-53; Berktaş Yüksel, E.: *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler*, İstanbul 2022, s. 11-15.

⁷⁶⁷ Daeniker, s. 123-125; Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4; Lang ve Klöti, 1158, par. 3; Kuhn, 1158, par. 2.

⁷⁶⁸ Bu yönde bkz. Daeniker, s. 124; Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4.

⁷⁶⁹ Daeniker, s. 123; Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4.

⁷⁷⁰ Daeniker, s. 124; Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4; Kuhn, 1158, par. 2; Lang ve Klöti, 1158, par. 3.

yararına kullanırken; temsilcinin, kendi sahip olduğu hakları kullanmamasında ortaya çıkmaktadır.⁷⁷¹

İsviçre hukukundaki yaklaşımlar BASK Tebliği m. 5 ile birlikte değerlendirildiğinde, BAST'ın borçlanma aracı sahiplerinin temsilcisi olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. BAST'ın hukuki niteliğine ilişkin BASK Tebliği, SPKn veya TTK'da hüküm bulunmadığından genel hüküm niteliğinde olan TBK hükümleri çerçevesinde bir niteleme yapılması gerekmektedir.⁷⁷² BAST'ın hukuki niteliğinin belirlenmesi kapsamında akla gelen çözümlerden birisi, TBK m. 620 vd. hükümlerinde düzenlenen adi şirketin temsiline ilişkin hükümlerin uygulanmasıdır. Ancak, BAST açısından adi şirketin temsiline ilişkin hükümlerin uygulama alanı bulması söz konusu değildir. Nitekim, ne bir bütün olarak bir veya birden çok tertipteki borçlanma aracı sahipleri, ne de Tertip BASK veya Genel BASK, adi şirket teşkil etmemektedir.⁷⁷³ BASK'ın adi şirket teşkil ettiği yönündeki Alman hukukundaki ilgili görüş benimsense bile, söz konusu adi şirket, ancak BASK kararı almak üzere borçlanma aracı sahiplerinin harekete geçmeleri ile ve yalnızca bu faaliyete katılan borçlanma aracı sahiplerinin ortak oldukları bir adi şirket teşkil edecektir.⁷⁷⁴ BAST'ın, BASK'ı değil ilgili tertip veya tertiplerdeki tüm borçlanma aracı sahiplerini temsil ettiği⁷⁷⁵ ve herhangi bir BASK veya BASK kararı gündeme gelmeksizin izahname veya ihraç belgesinde belirtmek suretiyle de BAST'ın belirlenebileceği⁷⁷⁶ göz önünde bulundurulduğunda; adi şirketin temsiline ilişkin hükümlerin BAST bakımından

⁷⁷¹ Buna ilişkin bkz. Daeniker, s. 122-125; Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4.

⁷⁷² Borçlanma araçlarına uygulanacak hükümlere ilişkin bkz. §1.IV.C Borçlanma Araçlarından Doğan Hukuki İlişkinin Niteliği.

⁷⁷³ Bu konuda bkz. §4.I.B Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulunun Hukuki Niteliği.

⁷⁷⁴ Alman hukukundaki söz konusu görüş için bkz. §4.I.B Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulunun Hukuki Niteliği.

⁷⁷⁵ Bu konuda bkz. §4.V.B Terim.

⁷⁷⁶ Bu konuda bkz. §4.V.D BAST'ın Seçilmesine ve Görevden Alınmasına İlişkin Esaslar.

uygulanmayacağı açıktır. Bu nedenle, TBK'nın temsile ilişkin m. 40 vd. hükümleri, niteliğine uygun düştüğü ölçüde BAST'a ilişkin de uygulanacak ve BAST bu kapsamda bir doğrudan temsilci olarak değerlendirilecektir.

Borçlanma aracı temsilcisine ilişkin gündeme gelen ilişkinin sözleşmesel nitelikte olduğu İsviçre hukukunda kabul edilmektedir. Bu kapsamda gündeme gelen sözleşme türü vekâlet sözleşmesi olarak nitelendirilmektedir.⁷⁷⁷ Ancak, belirli durumlarda *sui generis* bir sözleşmenin varlığı da savunulmaktadır. İsviçre Federal Mahkemesi, borçlanma aracı temsilcisine ilişkin gündeme gelen hukuki ilişkiyi “içeriği münhasıran borçlanma aracı hükümleri tarafından belirlenen, vekâlet benzeri, üç taraflı, *sui generis* bir sözleşme” olarak nitelendirmiş ve İsvBK m. 394 vd. hükümlerinde düzenlenen vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin doğrudan uygulama alanı bulmayacağını belirtmiştir.⁷⁷⁸ Bu *sui generis* sözleşme yaklaşımının yalnızca, borçlanma aracı temsilcisinin borçlanma aracının hükümlerinde belirtilmek suretiyle ihraççı tarafından belirlendiği durumda geçerli olduğu vurgulanmaktadır. Buna karşın, borçlanma aracı temsilcisinin borçlanma aracı sahiplerinin alacakları bir kararla belirlenmesi durumunda vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin doğrudan uygulanacağı belirtilmektedir.⁷⁷⁹ İsviçre hukukunda vekâlet nitelemesine ilişkin yaşanan tereddüdün temelinde İsvBK m. 1158/1 uyarınca borçlanma aracı temsilcisinin ihraççıyı da temsil edebilmesi olduğu göz önünde bulundurulduğunda, BAST'ın hangi yöntemle⁷⁸⁰ belirlendiği fark etmeksizin TBK m. 502/2 hükmü

⁷⁷⁷ Daeniker, s. 131-132.

⁷⁷⁸ İsviçre Federal Mahkemesi'nin 26.05.1936 tarihli anılan kararı için bkz. BGE 62 II, s. 144.

⁷⁷⁹ Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4; Lang ve Klöti, 1158, par. 3.

⁷⁸⁰ Bu konuda bkz. §4.V.D BAST'ın Seçilmesine ve Görevden Alınmasına İlişkin Esaslar.

uyarınca⁷⁸¹ BAST bağlamında bir vekâlet ilişkisinin ortaya çıktığı sonucuna varılabilir.

İsviçre öğretisinde, temsile ve vekâlete ilişkin genel hükümlere kıyasla özel hüküm niteliğindeki, borçlanma araçlarına ilişkin İsvBK m. 1157-1186 hükümlerinin öncelikli olarak uygulanacağı belirtilmektedir.⁷⁸² Bu doğrultuda borçlanma aracı temsilcisinin sorumluluğu, varsa borçlanma araçlarına ilişkin özel hükümlere, yoksa genel hükümlere göre vekâlet sözleşmesi kapsamında vekilin sorumluluğu doğrultusunda değerlendirilecektir.⁷⁸³ Benzer şekilde, BAST'a ilişkin ayrıntılı düzenleme bulunmadığından, vekâlete ilişkin hükümlerin BAST'a ilişkin gündeme gelen hukuki ilişki bakımından da uygulanacağı sonucuna varılacaktır.

D. BAST'ın Seçilmesine ve Görevden Alınmasına İlişkin Esaslar

BASK Tebliği m. 5/1 hükmü uyarınca BAST iki şekilde belirlenebilir. İlk yöntem, izahname veya ihraç belgesinde belirtmek suretiyle bu belirlemeyi ihraççının yapmasıdır.⁷⁸⁴ İkinci yöntem ise borçlanma aracı sahiplerinin bir BAST seçmesidir. İhraççının bir veya daha fazla tertip borçlanma aracı sahiplerini temsil etmek üzere, ilgili borçlanma araçlarının tedavüldeki itibari değerleri toplamının salt çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin olumlu oyuyla BAST seçilebilir. Hiç

⁷⁸¹ TBK m. 502/2 ve vekâlet sözleşmesine ilişkin ayrıca bkz. §5.III.C.3.b Teminat Yöneticisinin Hukuki Niteliği.

⁷⁸² Bu yönde bkz. Reutter ve Steinmann, par. Art. 1158 OR 4; Kuhn, *1158*, par. 3; Lang ve Klöti, *1158*, par. 3.

⁷⁸³ Bu yönde bkz. Lang ve Klöti, *1158*, par. 3.

⁷⁸⁴ SPK tarafından hazırlanan kılavuzlarda birden fazla dokümandan oluşan izahnamenin ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notu ile ihraç belgesinde, BAST'ın ihraççı tarafından belirlenmesi durumunda söz konusu dokümanlarda “belirlenen kişiye ilişkin ad-soyad, unvan (tüzel kişi olması halinde tüzel kişinin temsilcisi de açıkça belirtilecektir), iletişim bilgileri vb.” bilgilerin yer alması gerektiği belirtilmektedir. Buna ilişkin bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 12.2; Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.2; Sermaye Piyasası Kurulu, *İhraç Belgesi Örneği*, s. 6-7.

şüphesiz borçlanma aracı sahipleri bu seçimi bir Tertip BASK kararı ile gerçekleştireceklerdir. Zira, borçlanma aracı sahiplerinin birlikte karar almasını sağlayan tek yapı BASK'tır. BASK, ya Tertip BASK ya da Genel BASK şeklinde ortaya çıkabileceği ve Genel BASK'ın Tertip BASK'a kıyasla ikincil nitelikte⁷⁸⁵ olup karar alabileceği tek konu bulunduğu göz önünde bulundurulduğunda; Genel BASK'ın BAST seçimine ilişkin karar alması mümkün değildir.⁷⁸⁶

BAST'ın seçilmesi veya görevden alınması için alınacak Tertip BASK kararı, çeşitli bakımlardan alelade Tertip BASK kararlarından farklılaşmaktadır. BAST seçiminde aranan nisap, Tertip BASK toplantılarında karar almak için varsayılan olarak aranan nisaptan daha düşüktür.⁷⁸⁷ Ayrıca, BAST seçimi için alınacak karardaki nisabın farklılaştırılması da mümkün değildir. Nitekim, aranacak nisabın hafifletilmesine dayanak sağlayacak herhangi bir hüküm bulunmadığı gibi Tertip BASK kararlarında aranacak nisabın ağırlaştırılmasına ilişkin BASK Tebliği m. 4/2'deki imkân da uygulama alanı bulmayacaktır.⁷⁸⁸

Farklılaşan diğer nokta ise BAST seçimine ilişkin Tertip BASK hüküm ve sonuç doğurmasına ilişkindir.⁷⁸⁹ Söz konusu kararın, ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmasına gerek olmadığı gibi Genel BASK'ın alacağı kararla BAST seçimini reddetmesi imkânı da bulunmamaktadır. BAST'ın belirlenmesi diğer tertip borçlanma aracı sahiplerinin haklarına etki etmeyeceğinden Genel BASK'ın alacağı

⁷⁸⁵ Genel BASK'ın Tertip BASK'a kıyasla ikincil nitelikte olduğu yönünde bkz. Hacıömeroğlu ve Meral, s. 116.

⁷⁸⁶ Genel BASK'ın karar alabileceği konulara ilişkin bkz. §4.III.A Genel BASK'ın Karar Alabileceği Konular.

⁷⁸⁷ Tertip BASK kararlarında aranacak nisaplara ilişkin bkz. §4.II.B.3.d Nisaplar.

⁷⁸⁸ Tertip BASK kararlarındaki nisapların farklılaştırılmasına ilişkin bkz. §4.II.B.3.d.ii Nisaplarda Değişiklik.

⁷⁸⁹ Bu konuda bkz. §4.II.C.2 Tertip Bask Kararlarının Yürürlüğe Girmesi.

kararla BAST seçimini reddetmesi imkânı gündeme gelmeyecektir.⁷⁹⁰ BAST'ın görev ve yetkilerini, taşıması gereken nitelikleri, alacağı ücretin kim tarafından ödeneceği gibi hususları izahname veya ihraç belgesinin ilk şeklinde belirten veya bunlara ilişkin alınacak Tertip BASK kararı yönetim kurulunca onaylanan ihraççının, gerekli nitelikleri taşıyan bir BAST'ın seçimine ilişkin Tertip BASK kararını onaylamasının gerekli görülmesi, BAST'ın amacı ve fonksiyonları ile uyumlu olmayacaktır. Dolayısıyla Tertip BASK'ın aldığı kararın ihraççının yönetim kurulu tarafından üç iş günü içerisinde onaylanmaksızın geçerli olmayacağı kuralını ortaya koyan BASK Tebliği m. 4/2 hükmünün BAST'ın seçimi ve görevden alınması için uygulanmaması, ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasındaki menfaatler dengesinin sağlanabilmesi için gereklidir. Örneğin, izahname veya ihraç belgesinde ihraççı tarafından belirlenen bir BAST'ın görevden alınmasına ilişkin kararın ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmasını beklemek akla yatkın olmayacaktır. BAST'ın seçilmesine veya görevden alınmasına ilişkin Tertip BASK kararının ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanması gerektiğinin kabulü, BAST'ın kim olacağına dair ihraççının yönetim kuruluna az ya da çok söz hakkı verilmiş olduğunun da kabulünü gerektirir. Bu durumda, borçlanma aracı sahiplerinin BAST'ı seçme ve görevden alma yetkilerinin içi boşalmaktadır.

İhraççının BAST'ı belirleyebiliyor olması *prima facie* sorunlara yol açabilecek gözükmemektedir. Sonuçta BAST'ın borçlanma aracı sahiplerinin çıkarlarının korunmasına hizmet etmesi beklenirken bu temsilcinin, borçlanma aracı sahipleriyle menfaat çatışması yaşaması neredeyse kaçınılmaz olan ihraççı tarafından belirlenmesi, BAST mekanizmasının fonksiyonunu ortadan kaldıracabileceği endişelerine neden

⁷⁹⁰ Bu konuda bkz. §4.III.C Genel BASK'ın Koşulu Olarak Hakların Olumsuz Etkilenmesi.

olabilir. Ancak bu endişeler iki nedenle yersizdir. İlk olarak, ister ihraççı isterse borçlanma aracı sahipleri tarafından belirlenmiş olsun BAST, borçlanma aracı sahipleri tarafından her an azledilebilir. BASK Tebliği m. 5/1’de belirtildiği üzere BAST’ın temsil ettiği tedavüldeki borçlanma araçlarının itibari değerinin salt çoğunluğunu temsil eden borçlanma aracı sahiplerinin oyu ile BAST azledilebilir. Oysa, borçlanma aracı sahiplerinin aktif olarak borçlanma araçlarına ilişkin harekete geçmemeleri, sahip oldukları borçlanma araçlarına ilişkin konulara ilgisiz kalmaları, borçlanma aracı sahipliğinin dağınık yapıda⁷⁹¹ olması gibi nedenlerle ilgili tertipte güç boşluğu oluşabilir. Bu durumda Tertip BASK’ta gereken nisabın sağlanamaması veya sağlanamayacak olması nedeniyle ihraççı tarafından seçilen bir BAST’ın, gerek ihraççının bu durumu öngörerek BAST belirlemesini yapmış olması gerekse de BAST’ın azledilme ihtimalinin düşük olmasına güvenmesi⁷⁹² nedeniyle borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini yeterince gözetmeyeceği düşünülebilir.⁷⁹³ İkinci neden ise BAST’ın itibarını korumak istemesinden kaynaklanmaktadır. Zira, yetkinliğine ve borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruma yükümlülüğünü yerine getirmesindeki özene dair soru işaretleri oluşan, bu yönde olumsuz itibarı olan bir BAST’ın, başkaca ihraçlar kapsamında BAST olarak tercih edilmesinde tereddütler yaşanması olağan karşılanmalıdır. Dolayısıyla ihraççı tarafından belirlenmiş olsa bile borçlanma aracı sahiplerinin çıkarlarını gözetmek BAST’ın kendi lehine de olacaktır.

⁷⁹¹ Borçlanma aracı sahipliğinin dağınık yapıda olmasına ilişkin bkz. dn. 595.

⁷⁹² Ekonomik vekâlet teorisi çerçevesinde anılan durum gözetim, denetim ve koordinasyon maliyetleri nedeniyle ekonomik anlamda vekil konumunda olan BAST’ın müvekkil konumundaki borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinden uzaklaşmasıyla vekâlet maliyetleri gündeme gelmektedir. Ekonomik vekâlet teorisi ve vekâlet maliyetleri için bkz. §3.II Vekâlet Problemi (Agency Problem).

⁷⁹³ Böylesi bir durumun borçlanma aracı sahipleri tarafından seçilen bir BAST için de söz konusu olması daha düşük bir ihtimalle de olsa mümkündür. Sözgelimi, BAST borçlanma aracı sahiplerince seçildikten sonra güç boşluğu oluşmuş olabilir.

BAST'ın gerçek veya tüzel kişi olabileceği BASK Tebliği m. 5/1'de vurgulanmış ve farklı tertip borçlanma araçlarının sahiplerini temsil etmek için aynı veya farklı BAST belirlenebileceğinin altı çizilmiştir. BAST'ın ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasındaki ilişkiler açısından geliştirilen bir hukuki müessese olduğu ve farklı tertip borçlanma araçları arasında bir fonksiyonunun olmadığı düşünülünce farklı tertipler için aynı BAST'ın belirlenmesi bir sakınca teşkil etmeyecektir.

E. BAST'ta Aranacak Nitelikler, BAST'ın İşlevleri ve Alacağı Ücret

1. BAST'ta Aranacak Nitelikler

Tüzel kişi BAST'ın görevlendireceği gerçek kişi ile gerçek kişi BAST'ın taşınması gereken nitelikler BASK Tebliği m. 5/2'de sayılmıştır. Buna göre, BAST'ın SPKn'daki ve TCK m. 53'teki süreler geçmiş olsa bile BASK Tebliği m. 5/2/a'da sayılan⁷⁹⁴ suçlardan mahkûm olmaması gereklidir. Ayrıca, BAST'ın iş ve işlemlerinde, ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasında ortaya çıkacak menfaat çatışmalarında borçlanma aracı sahiplerinin haklarını koruması gerektiği ve bu korumanın eşit işlem ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilmesi zorunluluğu BASK Tebliği m. 5/2/b'de vurgulanmıştır.⁷⁹⁵ BAST'ın bu doğrultuda hareket edecek mesleki eğitime, bilgiye, tecrübeye, işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması gerektiği belirtilmişse de anılan kriterlerin ölçütleri somutlaştırılmamıştır. BAST'ın taşınması

⁷⁹⁴ Bu suçlar, “kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, terörizmin finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme” olarak sayılmıştır.

⁷⁹⁵ Bu kapsamda BAST'a ilişkin gündeme gelebilecek potansiyel menfaat çatışmaları için bkz. Küçükgüngör, M.A.: *Halka Açık Anonim Şirketlerde Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Kolektif Temsil*, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 2022, C. 12, S. 1, s. 219-220.

gereken asgari niteliklerin objektif şekilde BASK Tebliği'nde somutlaştırılması, anılan kriterlerin sağlanıp sağlanmadığının tespitini kolaylaştıracağından isabetli olacaktır. Örneğin; SPK'nın hazırladığı diğer ikincil düzenlemelerde çeşitli görevleri yerine getirecek kişilerde aranan niteliklere benzer şekilde⁷⁹⁶ Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansına sahip olmak, yükseköğrenim görmüş olmak, finansal piyasalarda en az 5 yıl tecrübeye sahip olmak gibi niteliklerin aranması BAST'ın taşıması gereken niteliklerin varlığına işaret eden somut kriterler olarak belirlenebilir.

2. BAST'ın İşlevleri ve Alacağı Ücret

BAST'ın temel fonksiyonu, ihraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasında yaşanan menfaat çatışmalarında borçlanma aracı sahiplerinin haklarının korunmasıdır.⁷⁹⁷ Ancak SPK, bu doğrultuda BAST sisteminin nasıl işleyeceğinin ayrıntılarını ortaya koymamış, yalnızca borçlanma aracı sahiplerini koruyucu bir hukuki kurum olan BAST'a ilişkin hukuki çerçeveyi çizmekle yetinmiştir. Bu doğrultuda, BASK Tebliği m. 5/3'te BAST'ta aranacak nitelik ve şartlar, BAST'ın belirlenmesi, değiştirilmesi, görev ve yetkileri ile alacağı ücret ve diğer ödemelere ilişkin diğer hususların izahname veya ihraç belgesinde düzenleneceği belirtilerek görece geniş sayılabilecek bir hareket alanı bırakılmıştır. Türk kanun koyucunun ve bu konuda düzenleme yetkisi olan SPK'nın benimsediği yaklaşım, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsilini mevzuatta ayrıntılı düzenleyen Alman ve İsviçre hukukları ile bu konuda mevzuatta doğrudan herhangi bir düzenlemenin olmadığı

⁷⁹⁶ Örneğin; PDMK Tebliği m. 9/1-2'de fon kurulu üyeleri, KS Tebliği m. 13/5'te VKŞ yönetim kurulu üyeleri, TYS Tebliği m. 14/1'te teminat yöneticisinin birim yöneticisi açısından bu şekilde objektif kriterler ortaya koyulmuştur.

⁷⁹⁷ Bu temel fonksiyon esasen anonim şirketler açısından gündeme gelen üçüncü tür olarak değerlendirilen şirket alacaklıları ile şirket arasındaki vekâlet problemi dolayısıyla ortaya çıkan vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır. Buna ilişkin bkz. §3.II Vekâlet Problemi (Agency Problem).

ancak sözleşme özgürlüğü çerçevesinde uygulamanın yerleşmiş olduğu İngiliz hukuku arasında bir orta yol olarak değerlendirilebilir.

BAST'ın alacağı ücret ve diğer ödemelere ilişkin hususların izahname veya ihraç belgesinde düzenleneceği, BASK Tebliği m. 5/3'te belirtilmiştir. Buna karşın bu belirlemenin ne şekilde yapılabileceğine ilişkin herhangi bir açıklama bulunmamaktadır. Bu kapsamda örneğin, BAST'ın alacağı ücretin izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek suretiyle borçlanma aracı sahipleri tarafından ödeneceğinin belirlenmesi suretiyle borçlanma aracı sahiplerine yükümlülük yüklenmesi, borçlanma araçlarının ekonomik fonksiyonu ve hukuki niteliği göz önünde bulundurulduğunda mümkün değildir.⁷⁹⁸ Bu bağlamda, Alman kanun koyucunun benimsediği yaklaşım örnek alınabilecek niteliktedir. § 7(6) SchVG hükmünde, borçlanma aracı sahiplerinin ortak temsilcisinin alacağı makul ücretin ihraççı tarafından ödenmesi gerektiği düzenlenmiştir. Borçlanma aracı sahiplerinin ortak temsilcisinin, borçlanma araçları sahiplerinin alacakları kararla ya da borçlanma aracının hüküm ve koşullarında belirtilerek belirlenmiş olması, ücretin ödenmesi yöntemini farklılaştırmamaktadır.

⁷⁹⁸ Borçlanma araçlarının ekonomik ve hukuki niteliğine ilişkin bkz. §1.III Borçlanma Araçlarının Ekonomik Niteliği, §1.IV.C Borçlanma Araçlarından Doğan Hukuki İlişkinin Niteliği.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SÖZLEŞMESEL KORUMA MEKANİZMALARI

§5. BORÇLANMA ARAÇLARININ TEMİNATLI İHRACI

I. BORÇLANMA ARAÇLARI VE TEMİNAT KAVRAMI

A. Kurumsal Finansmanda Teminata Duyulan İhtiyaç

Teminat, alacaklıya borcun ifa edilmemesi durumunda borçlunun veya bir üçüncü kişinin malvarlığı değerlerine başvurma olanağı sağlayan hakları ifade eden bir kavram olup teminatın asli işlevi borcun ifa edilmemesi riskinin sınırlandırılmasıdır.⁷⁹⁹ Borçlanma aracı sahiplerinin başta ödememe riskine⁸⁰⁰ karşı korunmalarında ve ihraççının borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerini tam ve zamanında yerine getirmemesi riskinin sınırlandırılmasında kullanılabilecek hukuki mekanizmaların en önemlilerinden birisi teminatlardır.

En basit hâliyle teminat, borçlunun iflası durumunda alacaklının alacağını tahsil olasılığını artırmaktadır.⁸⁰¹ Teminata neden başvurulduğu esasında basit gözüксе de kurumsal finansman bağlamında güvenceyi sağlayanın neden teminat

⁷⁹⁹ Çetiner, B.: *Teminat Hukukunun Temel Esasları*, içinde Teminat Hukuku, ed. Bilgehan Çetiner ve Abdullah Furkan Korkmaz, Ankara 2023, s. 45, 47. Ayrıca, kavramın farklı kapsamlardaki kullanımları için bkz. Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 46-47. Farklı tanımlar için bkz. Kuntalp, E.: *Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk*, içinde Prof. Dr. Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1995, s. 266; Ayanoğlu Morali, s. 34. "Teminat sözleşmesi" kavramına ve anlamlarına ilişkin bkz. Tandoğan, H.: *Borçlar Hukuku - Özel Borç İlişkileri C. 2*, 4. Baskı, İstanbul 2010, s. 684-686; Özen, B.: *Kefalet Sözleşmesi*, 4. Baskı, İstanbul 2017, s. 1-2; Ayan, S.: *Kefalet Sözleşmesi*, Ankara 2018, s. 5-8; Aksoy, H.C.: *Sendikasyon Kredisi Alacaklarının Fer'i Teminatlarla Güvence Altına Alınması*, 1. Baskı, İstanbul 2019, s. 51.

⁸⁰⁰ Bu yönde bkz. Gullifer ve Payne, s. 369. Ödememe riskine ilişkin bkz. §3.III.B.4 Ödememe Riski.

⁸⁰¹ McCormack, G.: *Secured Credit under English and American Law*, Cambridge 2004, s. 5. Benzer yönde bkz. Goode ve Gullifer, par. 1-01; Wood, P.R.: *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, 3. Baskı, London 2019, par. 4-002. Kurumsal finansman ile sınırlı olmaksızın genel anlamıyla teminat sözleşmelerinin ekonomik işlevine ilişkin bkz. Ayan, *Kefalet Sözleşmesi*, s. 8-10.

gösterdiği ve güvence altına alınan alacağın sahibinin neden teminat talep ettiğinin anlaşılması önemlidir.

Teminat sağlayan açısından bakıldığında, özellikle alakasızlık savı olarak da bilinen Modigliani-Miller teoreminden hareket ederek belirli varsayımlar altında bir anonim şirketin pay ihraç ederek veya borçlanarak finansman sağlamanın söz konusu şirkete maliyetinin aynı olduğu kabul edilmektedir.⁸⁰² Bu noktada, teminat sağlanması durumunda borçlunun finansman maliyeti, temerrüt riskinin kısmen de olsa azalmış olması dolayısıyla azalacağından daha düşük olması beklenecektir.⁸⁰³ Öte yandan, “teminatlı borçlanmanın bulmacası” olarak adlandırılan durum ortaya çıkacak yani teminatlı borçlanma ile söz konusu borçlanmanın maliyeti düşerken sonraki borçlanmaların özellikle de teminatsız olanların maliyeti artacaktır.⁸⁰⁴ Borçlananlar

⁸⁰² Modigliani-Miller teoremi için bkz. §1.III.A İhraççı Bakımından.

⁸⁰³ Ferran, E., Howell, E.J. (Elizabeth J., ve Steffek, F.: Principles of Corporate Finance Law, 3. Baskı, Oxford 2023, s. 378-379. Benzer yönde bkz. Gullifer ve Payne, s. 348; Wood, Security Interests, par. 4-002.

⁸⁰⁴ Bu sonuca elbette tam rekabet piyasasının geçerli olduğu gibi belirli varsayımlar altında ulaşılmaktadır. Schwartz, A.: *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, The Journal of Legal Studies 1981, C. 10, S. 1, s. 7-9; Schwartz, A.: *The Continuing Puzzle of Secured Debt*, Vanderbilt Law Review 1984, C. 37, S. 5, s. 1054; Schwartz, A.: *Taking the Analysis of Security Seriously*, Virginia Law Review 1994, C. 80, S. 8, s. 2079-2080, <https://doi.org/10.2307/1073552>; Beale, H. vd.: *The Law of Security and Title-Based Financing*, Infectious Diseases in Critical Care Medicine, Third Edition, 3. Baskı, Oxford 2018, s. 1.07, <https://doi.org/10.1093/law/9780198795568.001.0001>; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 379; Gullifer ve Payne, s. 350. Bu kapsamda, Modigliani-Miller teoremine benzer şekilde kredi piyasalarının tam rekabet piyasası olduğu varsayımında “teminatın alakasızlığı” (*the irrelevance of security*) şeklinde adlandırarak bu durumu inceleyen yaklaşım için bkz. Buckley, F.H.: *The Bankruptcy Priority Puzzle*, Virginia Law Review 1986, C. 72, S. 8, s. 1397-1404, <https://doi.org/10.2307/1073043>. Borçlanmanın bulmacasının bir şirketin teminatlı şekilde borçlanmasının sağlayacağı maliyet avantajının teminatsız alacaklıların talep edeceği daha yüksek faizin oluşturacağı fazladan mali yükü aşması durumunda teminatlı borçlanmayı tercih etmek akla yatkın olacaktır. Ferran, Howell, ve Steffek, s. 379. Bu konuda bkz. White, J.J.: *Efficiency Justifications for Personal Property Security*, Vanderbilt Law Review 1984, C. 37, S. 3, s. 479-502. Varsayımlar terkedilip mevcut durum incelendiğinde teminatlı borçlanmanın daha avantajlı olacağına ve şirketler için ideal teminatlı borçlanma oranı olabileceğine ilişkin analiz için bkz. Buckley, s. 1404-1451. Borçlanmanın bulmacasına rağmen teminatlı borçlanmanın sağlayabileceği diğer avantajlar dolayısıyla başvurulabilecek bir yöntem olmasına ilişkin bkz. Gullifer ve Payne, s. 350-358; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 378-381. Teminat ile belirli alacaklılara koruma sağlanırken alacağı teminatla güvence altına alınmamış alacaklılar açısından ortaya çıkan dezavantajlar nedeniyle hukukun teminatlı borçlanmaya çeşitli sınırlar getirdiği yönünde bkz. Gullifer ve Payne, s. 274.

açısından bakıldığında teminat sağlanmasının nedeni pratiktir. Zira ihraççılar, alacaklı konumundakilerin teminat sağlanması yönündeki taleplerini çoğu zaman karşılamak durumunda kalmaktadırlar.⁸⁰⁵ Burada özellikle büyük ölçekli ve köklü halka açık şirketlerin dilediklerinde teminat sağlamaksızın borçlanma imkânı bulunmaktayken görece küçük şirketlerin daha iyi şartlarda borçlanabilmesinin hatta bazen herhangi bir şekilde borçlanabilmesinin yolu teminat sağlanmasından geçmektedir.⁸⁰⁶ Teminat sağlamak suretiyle risk ve getirinin farklılaştırılması yoluyla farklı risk üstlenme gücüne/isteğine sahip yatırımcılara hitap edilebilmesi de teminatlı borçlanmanın bir kurumsal borçlanma yöntemi olarak tercih edilmesinin nedenlerindendir.⁸⁰⁷

Alacaklı perspektifinden bakıldığında alacağın teminatla güvence altına alınmasının en öne çıkan nedeni borçlunun borca batık olması durumunda teminatsız alacaklılara göre daha avantajlı konumda olacak olmasıdır.⁸⁰⁸ Ayrıca, temerrüt durumunda takip hukukunun teminatsız bir alacağa kıyasla teminatlara ilişkin sağladığı görece hızlı takip olanakları dolayısıyla gelecekte ortaya çıkabilecek kayıpların azaltılabilmesi için daha çabuk hareket edilebilecektir.⁸⁰⁹ Teminat ile korunan bir alacaklı, kritik zamanlarda borçlu ile olan ilişkilerini, sahip olduğu teminat kapsamında kontrol ederek daha rahat hareket edebilme ve zaman zaman borçlunun

⁸⁰⁵ Beale vd., par. 1.08.

⁸⁰⁶ Law Commission: *Company Security Interests*, par. 1.2, https://cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaccede923f.s3.amazonaws.com/uploads/sites/30/2015/03/lc296_Company_Security_Interests.pdf. Benzer doğrultuda bkz. Goode ve Gullifer, par. 1-02; Wood, *Security Interests*, par. 4-002.

⁸⁰⁷ Ferran, Howell, ve Steffek, s. 380. Ayrıca bkz. White, s. 494-502.

⁸⁰⁸ Beale vd., par. 1.10; McCormack, s. 5; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 377; Wood, *Security Interests*, par. 4-002. Nitekim, borçlunun borca batık olması durumunda borçlunun malvarlığının tamamı tüm alacaklıların alacaklarının tamamını karşılamaya yetmemektedir. Bu halde, teminat ile güvence altına alınmamış alacakların kısmen veya tamamen tahsil edilememesi söz konusu olacaktır. Teminat ile korunan alacaklılar ise borçlunun malvarlığı değerlerine diğer alacaklılara kıyasla öncelikli olarak veya üçüncü bir kişiye ait malvarlığı değerlerine başvurma olanağına sahip olduklarından daha avantajlı konumda olacaklardır.

⁸⁰⁹ Beale vd., par. 1.09; McCormack, s. 8-9; Gullifer ve Payne, s. 275-276.

faaliyetlerini bu kapsamda gözlemleyebilme olanağına sahiptir.⁸¹⁰ Teminatsız bir alacaklı için kontrol ve gözlem imkânları ancak detaylı sözleşmesel koruma mekanizmalarının varlığı ile mümkün olabilecektir.⁸¹¹ Alacaklılar açısından teminatın bir diğer avantajı ise borçlanacak şirketin finansal durumunun detaylı şekilde incelenmesine gerek kalmadığından bu sürecin masraflarını bertaraf etmesidir zira potansiyel alacaklının yalnızca gerekli teminata ilişkin inceleme ve değerlendirme yapması yeterli olacaktır.⁸¹²

B. Borçlanma Araçları Açısından Önem Arz Eden Teminat

Sınıflandırmaları

1. Reel – Kişisel Teminat Ayırımı

Teminatlar, alacaklıya sağladıkları yetkiye göre reel ve kişisel teminatlar olmak üzere iki gruba ayrılır.⁸¹³ Reel teminat, teminatın bir malvarlığı unsuru üzerinde

⁸¹⁰ McCormack, s. 7-8; Beale vd., par. 1.09. Benzer yönde bkz. Ferran, Howell, ve Steffek, s. 379; Gullifer ve Payne, s. 276.

⁸¹¹ Beale vd., s. 1.09. Nitekim, sağlanan teminatın niteliğine bağlı olmakla birlikte alacaklının gözetlemesi gereken malvarlığı değerleri de belirli olacak ve bunlara ilişkin daha kolay kontroller yapılabilecektir. Borçlunun durumunun gözlemlenebilmesi için başvurulacak yöntemlerin başında taahhütler gelmektedir. Taahhütlere ilişkin bkz. §6.I Genel Olarak Sözleşmesel Taahhütler.

⁸¹² Söz konusu avantaj hem sözleşmenin kurulması aşamasında hem de sözleşme kurulduktan sonraki aşamalar için geçerlidir. McCormack, s. 9; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 378. Elbette bu durum esasen reel teminatlar açısından söz konusudur. Nitekim, kişisel teminatlar söz konusu olduğunda teminatı verenin finansal durumunun da incelenmesi gerekecektir.

⁸¹³ Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 47; Çetiner, B.: *Taşınmaz Teminatı*, İstanbul 2015, s. 15. Uluslararası doktrinde reel teminat yerine malvarlıksal (*proprietary*) teminat kavramı da kullanılmaktadır. Bu yönde bkz. Beale vd., par. 1.04. Doktrinde sıklıkla benimsenen aynı – şahsi teminat ayrımı çoğu noktada reel – kişisel teminat ayrımıyla örtüşmektedir. Nitekim, her iki ayırmadaki kişisel teminat kavramı aynı kapsam ve anlamda kullanılmaktadır. Ayrıca, aynı teminat kavramı içinde değerlendirilen teminatların tamamı esasen reel teminattır. Ancak, teminatların sınıflandırılmasında herhangi bir ayırımı benimsenmesi durumunda tüm teminatların bu sınıflandırma altındaki bir çeşit içerisinde değerlendirilebilmesi gerekir. Bu noktada, aynı – şahsi teminat ayrımı yetersiz kalmaktadır. Şöyle ki, aynı teminat kavramı iki açıdan sınıflandırma anlamında yetersizdir. Bunlardan ilki, alacak ve diğer haklar üzerinde kurulan rehin haklarının aynı hak niteliğinde olup olmadığının tartışmalı olması dolayısıyladır. Örneğin, alacak rehminin aynı hak olduğu kabul edilmediği takdirde bir teminat olarak alacak rehni, ne aynı ne de şahsi teminatlar altında değerlendirilebilmektedir. İkinci nokta ise, alacak ve diğer hakların teminat amaçlı temlik anlamında ortaya çıkmaktadır. Nitekim, bir alacak teminat amaçlı devredildiği takdirde bir aynı haktan söz edilemeyeceği gibi bu durumda meydana gelen teminatın şahsi teminat olarak değerlendirilmesi de mümkün olmamaktadır. Açıklanan

hak sağlanması suretiyle kurulması durumunda söz konusu olmaktadır.⁸¹⁴ Teminata konu malvarlığı unsuru üzerinde sağlanan hak aynı hak olabileceği gibi nisbi bir hak da olabilir. Reel teminatlarda; sağlanan hakkın aynı hak olması durumunda meydana gelen teminatlar aynı teminat, aynı hak dışında bir hak olması durumunda ise hak teminatı olarak nitelendirilebilir.⁸¹⁵ Aynı teminatların temelinde yatan hak ya mülkiyet hakkıdır ya da sınırlı bir aynı haktır.⁸¹⁶ Hem aynı teminatlar hem de hak teminatları, kanunda düzenlenmiş olabileceği gibi kanunda düzenlenmemiş de olabilir. Rehin ve mülkiyeti muhafaza kaydıyla satış, kanunda düzenlenen aynı teminatların; teminat amaçlı inançlı devir ise kanunda düzenlenmemiş aynı teminatların örneğidir.⁸¹⁷

nedenlerle reel – kişisel teminat ayrımının benimsenmesi isabetlidir. Aynı – şahsi teminat ayrımına ilişkin bkz. Köprülü ve Kaneti, s. 251; Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 280-289; Barlas, N.: *Yeni Medenî Kanunun Aynı Teminatlara İlişkin Düzenlemeleri*, içinde Bilgi Toplumunda Hukuk: Ünal Tekinalp'e Armağan, İstanbul 2003, s. 569-571; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 52-55; Akkuş, s. 91. Alacak ve diğer haklar üzerinde kurulan rehinin hukuki niteliğine ilişkin bkz. Köprülü ve Kaneti, s. 11; Sirmen, A.L.: Alacak Rehni, Ankara 1990, s. 5-10; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3796; Taşkın, Z.D.: Mevduat Rehni Özelinde Alacak Rehni, İstanbul 2023, s. 33-40.

⁸¹⁴ Çetiner, bu yönde bir tanımlama yapmaktaysa da söz konusu tanım, malvarlığı unsurunun teminat verene ait olmasını ve teminat olarak sağlanan hakkın alacaklı lehine sağlanmasını aradığından sınırlayıcıdır. Nitekim, SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında borçlanma araçlarının teminatlı ihraç edilmesi durumunda teminata konu varlık, TYS Tebliği m. 3/1/1, 5/6, 11/7 hükümleri uyarınca ihraççı dışındaki üçüncü kişi tarafından sağlanabileceği gibi teminata konu varlık teminatla güvence altına alınan alacağın alacaklısı konumunda olmayan teminat yöneticisine ya devredilmekte ya da teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis edilmektedir. Anılan tanım için bkz. Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 49; Çetiner, Taşınmaz, s. 15.

⁸¹⁵ Benzer yönde bkz. Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 49. Çetiner, aynı kavramları kullanmakla birlikte ayrımı malvarlığı unsuru üzerinde sağlanan hakkın niteliğine göre değil bizatihi malvarlığı unsurunun eşya veya hak olmasına göre yapmaktadır. Çetiner'in benimsediği şekilde alacak ve diğer haklar üzerindeki rehinin aynı hak olarak değerlendirilmemesi durumunda bu iki durum örtüşse de belirlemenin malvarlığı unsurunun ne olduğuna göre değil onun üzerinde tesis edilen hakkın hukuki niteliğine göre belirlenmesi daha doğrudur.

⁸¹⁶ Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 280. TMK'da mülkiyeti saklı tutma kurumunun öngörülmesiyle aynı teminatın temelinde yatan hakkın mülkiyet hakkı olabilmesinin kabulünün mümkün olduğuna ilişkin bkz. Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 282; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 53. Alacak ve diğer haklar üzerindeki rehinin hukuki niteliğine ilişkin bkz. Köprülü ve Kaneti, s. 11; Sirmen, Alacak, s. 5-10; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3796; Taşkın, s. 33-40.

⁸¹⁷ Bu yönde bkz. Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 282-287. Sınırlı sayı ilkesinin tüm aynı teminatlar bakımından mı yoksa bir teminat türü olan rehin tipleri açısından mı geçerli olduğuna ilişkin tartışma için bkz. Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 53-54. Bu konuda ayrıca bkz. Develioğlu, H.M.: Kefalet Sözleşmesini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri, İstanbul 2009, s. 12-13.

Alacağın rehni, kanunda düzenlenmiş hak teminatlarına; alacağın teminat amaçlı inançlı temliki de kanunda düzenlenmemiş hak teminatlarına örnek teşkil eder.

Kişisel teminat ise borçlu dışındaki bir üçüncü kişinin alacaklıya taahhütte bulunmak suretiyle borçlunun yanı sıra kişisel borç altına girmesi durumunda söz konusu olan teminat türüdür.⁸¹⁸ Teminat veren üçüncü kişi, bu kişisel borç dolayısıyla tüm malvarlığı ile sorumlu olmaktadır.⁸¹⁹ Kişisel teminatlar, şartları oluştuğu takdirde alacaklının talep edebileceği bir alacak hakkı verir.⁸²⁰ Bu yönüyle kişisel teminatlar, reel teminatın bir alt grubu olan hak teminatlarına benzerlik göstermektedir zira her iki teminat türünde de esasen bir alacak hakkı sağlanması söz konusu olmaktadır. Bu noktada kişisel teminatları ister aynı teminat ister hak teminatı olsun reel teminatlardan ayıran husus teminatla güvence altına alınan alacağın alacaklısının diğer alacaklılara göre öncelikli olarak yararlanacağı malvarlığı değerlerinin bulunmamasıdır.⁸²¹

Kurumsal finansmanın şirket borçlanması yoluyla yapıldığı yöntemlere ve bu yöntemlerden biri olarak borçlanma araçlarına ilişkin sıklıkla gündeme gelen ve öğretinin de odaklandığı teminat türü reel teminatlardır.⁸²² Nitekim, genel olarak teminatlar arasında da reel teminatlar, kişisel teminatlar karşısında daha fazla tercih edilebilir olarak değerlendirilmektedir.⁸²³ Bu kapsamda, borçlanma araçlarından doğan alacakların reel teminatlarla güvence altına alınmasına ilişkin SPKn m. 31/B ve

⁸¹⁸ Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 287; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 55. Aksi yönde Çetiner, kişisel teminatın asıl borçlu tarafından da verilebileceğini belirtmektedir. Yazar; borçlunun borç tanınması, sözleşme cezası taahhüdünde bulunması, taahhüt (*covenant*) sağlaması gibi durumları da teminat sağlanması kapsamında değerlendirerek kişisel teminatın asıl borçlu tarafından sağlanabileceğini ifade etmektedir. Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 48.

⁸¹⁹ Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 290; Ayanoğlu Moralı, s. 34; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 55.

⁸²⁰ Develioğlu, s. 13; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 55.

⁸²¹ Bu yönde bkz. Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 296; Ayan, Kefalet Sözleşmesi, s. 12.

⁸²² Bu yönde bkz. Beale vd., par. 1.04; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 377.

⁸²³ Reel teminat kavramını kullanmayarak aynı teminatların daha tercih edilir olduğunu belirten görüş için bkz. Kurtulan Güner, s. 86. Benzer yönde bkz. Ayanoğlu Moralı, s. 34.

TYS Tebliği ile hususi bir sistemin geliştirilmesi isabetlidir. Hâl bu olmakla birlikte, borçlanma araçlarından doğan alacakların kişisel teminatlarla güvence altına alınması da mümkündür. Nitekim, SPKn m. 4/4 ve BA Tebliği m. 4/7 hükümlerinde “garanti” verilmesinden bahsedilmektedir. Garanti, yalnızca teknik anlamıyla garanti sözleşmesini ifade etmek için kullanılmamaktadır. Nitekim, uygulamada garanti ile genel olarak kişisel teminatlar ifade edildiği⁸²⁴ gibi sermaye piyasası mevzuatında da garanti kavramı yer yer genel anlamda teminatları ifade etmek için kullanılmaktadır.⁸²⁵ Dolayısıyla, borçlanma araçlarından doğan alacakların da kişisel teminatlarla güvence altına alınabileceğinin kabulü gerekmektedir. Borçlanma araçlarından doğan alacakların teminat ile güvence altına alınması kapsamında mevzuatta hususi olarak düzenlemeye konu olması nedeniyle bu çalışmada SPKn m. 31/B ve YYS Tebliği’nde düzenlenen reel teminat sistemine odaklanılmaktadır.

SPKn m. 31/B ve YYS Tebliği ile düzenlenen teminat sisteminde, YYS Tebliği m. 5’te sayılan teminata konu olabilecek varlıkların tamamı malvarlığı unsuru olup bunların bir kısmı açıklananlar kapsamında aynı teminat kalanları ise hak teminatı olarak değerlendirilecektir. Ayrıca, YYS Tebliği m. 5’te sayılan teminata konu olabilecek varlıklardan birçoğu finansal teminat⁸²⁶ niteliğindedir.⁸²⁷

⁸²⁴ Develioğlu, s. 14.

⁸²⁵ SPKn m. 4/4 ve BA Tebliği m. 4/7 hükümlerindeki “garanti” kavramının bu şekilde anlaşılması gerektiği yönünde bkz. Manavgat, Halka Arz, s. 756, 759. Sermaye piyasası mevzuatından bağımsız olarak “garanti”nin tüm teminat sözleşmelerini ifade ettiği yönünde bkz. Kahraman, Z.: Saf Garanti Taahhütleri, İstanbul 2017, s. 7. Ancak, örneğin YYS Tebliği m. 13/2’de garanti kavramı genel anlamda teminatları ifade etmek için değil, bir teminat türünü ifade etmek için kullanılmıştır. Dolayısıyla, sermaye piyasası mevzuatında bile garanti kavramının yeknesak bir anlamda kullanılmadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

⁸²⁶ “Finansal teminat, finansal varlıkların teminat olarak kullanıldığı ve borcun uygun şekilde ifa edilmesini sağlamaya yönelik fon arz eden alacaklıya sağlanan bir güvencedir.” Söz konusu tanım ve finansal teminat kavramına ilişkin bkz. Benli, s. 6-7.

⁸²⁷ Finansal teminatların tamamı reel teminat teşkil etmektedir. Finansal teminatların aynı teminatların bir alt grubu olduğu yönünde bkz. Benli, s. 49. Ayrıca bkz. §5.II.D.2 Teminata Konu Olabilecek Varlıklar.

2. Fer'i (Bağımlı, Bağlı) – Asli (Bağımsız, Soyut) Teminat Ayrımı⁸²⁸

Fer'i teminatlar; varlıkları, kurulmaları, kapsamaları, uygulanabilirlikleri açısından güvence altına aldıkları alacağa sıkı şekilde bağlıdırlar.⁸²⁹ Bu yönüyle fer'i hak niteliğindeki fer'i teminatların güvence altına alınan alacağın kaderine tabi olduğu belirtilmektedir.⁸³⁰ Teminatın varlığının teminat ile güvence altına alınan asıl bir borcun varlığına veya geçerli olmasına bağlı olmadığı hâllerde asli teminat söz konusu olmaktadır.⁸³¹ Bu nedenle asli teminatlar, alacak sona erse bile varlıklarını sürdürürler.⁸³²

Alacak ile onu güvence altına alan teminat arasındaki fer'ilik ilişkisinin sağlanması bu yönde bir kanun hükmü olmasına bağlıdır.⁸³³ Bu nedenle, SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği ile ortaya çıkan teminat yapısının fer'i nitelikte olabilmesi, bu yönde kanuni düzenleme olmasına bağlı olup, böylesi düzenlemenin bulunmaması hâlinde asli teminatın varlığından söz edilecektir. SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği'nde fer'iliğin varlığına işaret edecek herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Aksine, SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 7/1, 10/2, 11/1, 17/1 hükümlerinde belirtildiği üzere borçlanma araçlarından doğan alacağın sona ermesi durumunda teminata konu varlıkların teminat yöneticisi tarafından iadesi öngörülmektedir. Teminatın güvence altına alınan alacağa sıkı şekilde bağlı olmadığına işaret eden teminat yöneticisinin anılan iade yükümlülüğü, isimli bir sözleşme olan TYS hükümleri dolayısıyla

⁸²⁸ Bu ayrıma ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 56-58; Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 50-53.

⁸²⁹ Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 50. Benzer yönde bkz. Ayan, Kefalet Sözleşmesi, s. 11; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 56-57.

⁸³⁰ Bu yönde bkz. Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 56; Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 50.

⁸³¹ Ayan, Kefalet Sözleşmesi, s. 11; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 58.

⁸³² Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 58.

⁸³³ Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 50.

doğduğundan nisbi niteliktedir ve fer'ilikten söz edilmesine imkân vermemektedir.⁸³⁴ Hâl bu olmakla birlikte, anılan bağlamda fer'iliğin söz konusu olabileceği bir ihtimal de bulunmaktadır. SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminatın, teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi suretiyle sağlandığı durumda, tesis edilen sınırlı ayni hakkın fer'i niteliği kanunda düzenlenmiş olabilir.⁸³⁵ Örneğin, teminat yöneticisi lehine ipotek tesis edilmesi durumunda, ipoteğin fer'i niteliği dolayısıyla TYS sistematığı içerisinde de fer'i teminat söz konusu olabilecektir. Ancak buradaki fer'ilik ilişkisi TYS sistematığı ve ilgili hükümler uyarınca değil bizatihi ipoteğin fer'i niteliği dolayısıyla söz konusu olmaktadır.⁸³⁶ Anılan ihtimal dışında TYS ile ortaya çıkan teminatlar asli nitelikte olacaktır.

II. SPKN M. 31/B VE TYS TEBLİĞİ UYARINCA TEMİNATLI İHRACA İLİŞKİN GENEL ESASLAR

A. Kapsam

1. Genel Olarak

SPKn m. 31/B hükmü ile borçlanma aracı sahiplerinin korunmasının hedeflendiği madde metninden açıkça anlaşılamamaktadır. Nitekim, hükümde

⁸³⁴ Asli teminatlar, alacak sona erse bile kendiliğinden sona ermeyip varlıklarını sürdüreceklerdir. Borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülükleri yerine getirildiğinde, TYS kapsamında sağlanan teminatlar kendiliğinden sona ermemektedir. Bu durumda, teminat yöneticisinin iade yükümlülüğü kapsamında teminat konusu olan varlıkların teminat verenlere iadesi gerekmektedir. Anılan iade yükümlülüğü, teminatın güvence altına alınan alacağa sıkı şekilde bağlanması sonucunu doğurmayıp fer'ilik ilişkisini sağlayabilecek nitelikte değildir. Nitekim, fer'iliğe ilişkin TBK m. 131/1 hükmünden hareketle fer'i teminatla güvence altına alınan alacağın sona ermesiyle fer'i teminatın kendiliğinden sona ermesi gerekmektedir. Fer'ilik ilişkisinin bir hukuki işlemle sağlanmasının önündeki en önemli engelin, yapılacak işlemin istisnai hâller dışında her daim nisbi nitelikte olması olduğuna ilişkin bkz. Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 52.

⁸³⁵ Teminat yöneticisi lehine tesis edilebilecek sınırlı ayni haklara ilişkin bkz. §5.II.D.2.a.ii Sınırlı Ayni Hak Tesis Edilmesi.

⁸³⁶ TBK m. 131/1'de rehnin fer'iliği vurgulanmakta, TMK m. 883 hükmünden ise ipoteğin fer'i niteliği anlaşılmaktadır. Rehnin fer'iliğine ilişkin ayrıca bkz. Tandoğan, 2:s. 687-688; Ayan, Kefalet Sözleşmesi, s. 11; Aksoy, Sendikasyon 2019, s. 56; Çetiner, *Temel Esaslar*, s. 50.

“borçlanma aracı” ifadesi dahi yer almamaktadır. SPKn m. 31/B/1’de SPK tarafından belirlenecek sermaye piyasası araçlarının söz konusu araçlardan doğan yükümlülüklerin vadesinde yerine getirilmesini sağlamak üzere teminat altına alınabileceği belirtilmişse de bu sermaye piyasası araçlarının neler olabileceğinden söz edilmemiştir.⁸³⁷

SPKn m. 31/B/11’de, maddenin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisinin SPK’da olduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda SPK tarafından hazırlanarak 26.01.2022’de yürürlüğe giren TYS Tebliği ile TYS ve teminat yöneticisi ayrıntılı düzenlemesine kavuşmuştur.⁸³⁸ SPKn m. 31/B’ye benzer şekilde TYS Tebliği’nde merkez alınan kavram “sermaye piyasası aracı”dır. Ancak, TYS Tebliği m. 3/1/j’de, TYS Tebliği’ndeki “sermaye piyasası aracı” teriminin BA Tebliği’ndeki anlamıyla borçlanma araçlarını ve SPK’nın uygun göreceği diğer sermaye piyasası araçlarını ifade ettiği düzenlenmiştir. Mevcut durumda SPK’nın uygun gördüğü başkaca sermaye piyasası araçları olmadığı göz önüne alındığında, SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği’nin borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin vadesinde yerine

⁸³⁷ Bu haliyle SPKn m. 31/B/1 hükmü, vadeden söz edilmesi dolayısıyla anonim şirket paylarını dışlar ve *prima facie* borçlanma araçlarını işaret eder gözükmektedir. “Sade vanilya” borçlanma araçlarının vadesi olsa ve BA Tebliği m. 3/1/b, 3/1/i, 3/1/m, 4/5, 7/1, 8/2, 12/1, 14/1, 14/3, 17/1, 18/6, 19/1-2, 20/1, 21/1, 22/1, 24/1, 25/5, 26/1, 27/1, 31/1 hükümlerinden bir borçlanma aracının vadesi olması gerektiği anlaşılsa da vadesiz borçlanma araçları da söz konusu olabilir. Uluslararası uygulamada *perpetual* (daimî, sürekli) borçlanma aracı olarak adlandırılan ve vadesi olmayan borçlanma araçları da bulunmaktadır. Örneğin, Basel III düzenlemeleri kapsamında öngörülen sermaye yeterliliği gereklilikleri çerçevesinde Türk pozitif hukukunda da vadesiz borçlanma araçları öngörülmüştür. Bu kapsamda, ilave ana sermaye (Additional Tier 1 capital) hesaplamasına dâhil edilecek borçlanma araçlarının taşıması gereken şartlardan biri olarak vadenin olmaması, Bankaların Özkaynaklarına İlişkin Yönetmelik (RG 05.09.2013/28756) m. 7/2’de sayılmıştır. Dolayısıyla, SPKn m. 31/B/1’de bahsi geçen “vade” ifadesi borçlanma araçlarını çağrışırsa da belirli durumlarda borçlanma araçlarının vadesiz olacağı unutulmamalıdır.

⁸³⁸ 31/A ve 31/B maddeleri SPKn’na aynı kanunla (7222 sayılı Kanun) ve aynı tarihte (20.02.2020) eklenmiş olmasına rağmen söz konusu maddelere ilişkin ikincil düzenlemelerin SPK tarafından hazırlanarak yürürlüğe konulması arasında hatırı sayılır süre farkı bulunmaktadır. BASK Tebliği 11.09.2020’de yürürlüğe girerken TYS Tebliği ise 26.01.2022’de yürürlüğe girmiştir. Bu haliyle, SPKn’na maddelerin eklendiği tarih ile TYS Tebliği yürürlüğe girene kadar geçen süre, BASK Tebliği yürürlüğe girene kadar geçen sürenin yaklaşık 3,5 katıdır. TYS Tebliği’nin Türk hukukunda aşına olunmayan bir hukuki mekanizmaya ilişkin olması bu durumun muhtemel sebebidir.

getirilmesini teminen teminat altına alınmasını sağlamak suretiyle borçlanma aracı sahiplerine koruma sağlamaktadır. Nitekim TYS Tebliği m. 8/4'te, ihraçtan sonra teminat yönetim sözleşmesinde yatırımcıların sermaye piyasası araçlarından doğan alacaklarını tam ve zamanında almalarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin ancak bu yönde bir BASK kararı ile mümkün olabileceği belirtilmektedir.⁸³⁹ BASK'ın, ancak borçlanma araçları bağlamında gündeme geldiği göz önünde bulundurulduğunda, TYS Tebliği'nin konusunun esasen borçlanma araçlarının teminatlı ihracı olduğu konusunda şüphe yoktur.⁸⁴⁰

2. Borçlanmayı Temsil Eden Diğer Menkul Kıymetler Açısından

SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında ihraç edilen borçlanma araçları ile TemMK'lar esasen çeşitli açılardan benzerlik göstermektedirler. Her iki sermaye piyasası aracı türü de borçlanmayı temsil eden menkul kıymet⁸⁴¹ olup sahibine belirli bir alacak hakkı sağlamakta ve bu menkul kıymetlerden doğan alacaklar teminat altına alınmaktadır. Bununla birlikte bu iki menkul kıymet türü çeşitli açılardan ayrılmaktadır.

İlk olarak, borçlanma araçlarını teminatlı ihraç edebilecekler ile TemMK ihraç edebilecekler birbirinden farklıdır.⁸⁴² Bu bakımdan öne çıkan temel fark, borçlanma araçlarının teminatlı ihracı ile reel sektör ihraççılarının sermaye piyasalarından doğrudan teminatlı olarak borç finansmanı olanağına sahip olmasıdır.

⁸³⁹ Hiç şüphesiz burada bahsi geçen ve karar alması gereken BASK bir Tertip BASK'tır. Tertip BASK'a ilişkin bkz. §4.II Tertip BASK.

⁸⁴⁰ Aynı yönde bkz. Karacan, A.İ.: Sermaye Piyasasında Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, Krediler ile Teminat Sözleşmeleri, İstanbul 2021, s. 396; Balkan, N.: *Borçlanma Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nun 31/B Hükümünün İncelenmesi*, REGESTA Ticaret Hukuku Dergisi 2023, C. 8, S. 1, s. 57.

⁸⁴¹ Borçlanmayı temsil eden menkul kıymet kavramına ilişkin bkz. §1.II.B.4 Tercih Edilen Terimler ve Anlamları.

⁸⁴² Bu konuda bkz. §2.I İhraç Edebilecekler.

VTemMK ve İTemMK ihraç edilebilecekler çok daha sınırlı olup bu ihraççıların tamamı finansal kuruluştur. Ayrıca, teminata konu olabilecek varlıkların kapsamı da belirli unsurlar açısından kesişmekle birlikte her iki tür açısından farklıdır.⁸⁴³ Bir diğer fark ise teminat sisteminin işlemlerine ilişkindir. Borçlanma araçlarının teminatlı ihracında teminat konusu varlıkların teminat yöneticisine devri veya teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi gerekirken TemMK’larda böylesi bir durum söz konusu değildir. Kural olarak, anılan ilk hâlde teminata konu varlıkların idaresi ve korunması teminat yöneticisi tarafından⁸⁴⁴ gerçekleştirilirken ikinci hâlde bizatihi ihraççı tarafından⁸⁴⁵ gerçekleştirilmektedir.⁸⁴⁶ Bu doğrultuda, borçlanma araçlarının teminatlı ihracı bağlamında gündeme gelen teminat yöneticisinin teminat konusu varlıklara ilişkin rolü aktifken TemMK’lar bağlamında gündeme gelen teminat sorumlusunun rolü görece pasiftir. Nitekim, teminat yöneticisi teminat konusu varlıkların sahibi olarak bunlar üzerinde tasarrufta bulunabilme yetkisine sahipken teminat sorumlusunun böylesi yetkileri bulunmamaktadır. TemMK Tebliği m. 23’te teminat sorumlusunun görevleri düzenlenmiş ve bu kapsamda teminat sorumlusunun görevleri bir denetçinininki gibi gözetim, raporlama ve bildirim üzerine inşa edilmiştir.

Teminatlı ihraç edilen borçlanma araçları her hâlükârda BA Tebliği kapsamında borçlanma aracı olup dar anlamda borçlanma aracı kavramının içinde yer

⁸⁴³ TYS Tebliği m. 5’te borçlanma araçlarının teminatlı ihracında teminata konu olabilecek varlıklar belirtilirken TemMK Tebliği m. 9’da VTemMK ve İTemMK kapsamında teminat olarak gösterilebilecek varlıklar ayrı ayrı sayılmıştır.

⁸⁴⁴ Bu durum SPKn m. 31/B/2, TYS Tebliği m. 4/1, 6/4, 7/1, 11/1, 12/2, 15/2 hükümlerinden anlaşılmaktadır.

⁸⁴⁵ Bu durum SPKn m. 59/2, TemMK Tebliği m. 13 hükümlerinden anlaşılmaktadır.

⁸⁴⁶ Ancak, TYS Tebliği m. 11/5 uyarınca TYS’de düzenlenmesi koşuluyla teminat yöneticisinin yükümlülüklerini kısmen veya tamamen devredebileceğinden teminata konu varlıkların idaresi ve korunması da bir başkası tarafından gerçekleştirilebilecektir. TemMK Tebliği’nde ise dışarıdan hizmet alınması düzenlenmiş ve TemMK Tebliği m. 14/1’de teminat varlıkların idaresinin hizmet sağlayıcıya, bu varlıklara ilişkin nakdin yönetilmesinin nakit yöneticisine bırakılabileceği; TemMK Tebliği m. 14/2’de ise teminat varlıkların idaresine ilişkin uzmanlaşmış kuruluşlardan dışarıdan hizmet alınabileceği düzenlenmiştir.

almaktayken TemMK'lar ise TemMK Tebliği hükümlerine tabi olup dar anlamda borçlanma aracı kavramı içerisinde değerlendirilmemektedirler.⁸⁴⁷

VİDMK, TemMK, kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası, PDMK esasen menkul kıymetleştirme uygulamasına dayanmaktadır. Sayılan borçlanmayı temsil eden diğer menkul kıymetlerin teminatla güvence altına alınmaları özel olarak düzenlendiğinden SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminat altına alınmalarına gerek bulunmamaktadır.⁸⁴⁸ Nitekim, menkul kıymetleştirme (*securitization*) yönteminin farklı uygulamaları olan bu menkul kıymetlerde söz konusu uygulamaya hizmet eden varlık havuzu bu menkul kıymetlerin teminatını teşkil etmektedir.

B. Teminatlı İhracın Temel Sistematiği

SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında borçlanma araçlarının teminatlı ihracına ilişkin detaylar irdelenmeden sistemin ana hatlarının ortaya konulması önemlidir. Sistemin en dikkat çekici yanı, SPKn m. 31/B/1 ve TYS Tebliği m. 4/1'de belirtildiği üzere borçlanma araçlarına teminat teşkil edecek varlıkların güvence altına alınan alacağın sahibi olan borçlanma aracı sahiplerine değil bir üçüncü kişi olan teminat yöneticisine devredilmesi veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi suretiyle teminatın sağlanmasıdır.

Borçlanma araçlarını teminatlı ihraç edecek bir ihraççı, SPKn m. 31/B/1, 31/B/4, TYS Tebliği m. 13-14'te belirtilen niteliklerdeki bir teminat yöneticisi ile teminat yönetim sözleşmesi akdedecektir. İhraççının SPK'dan bu kapsamda ayrı bir

⁸⁴⁷ Kavram kullanımına ilişkin bkz. §1.II.B Kavramın İçeriğinin Tespiti.

⁸⁴⁸ Karacan, Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, s. 396; Balkan, s. 57-58.

ihraç tavanı başvurusunda bulunması ve bu başvuruda SPKn m. 8/1’de belirtildiği üzere TYS’yi de SPK’ya iletmesi gerekmektedir. TYS Tebliği m. 5’te sayılan nitelikleri taşıyan varlıklar teminat teşkil etmek üzere borçlanma araçlarının satışına başlanmadan teminat yöneticisine devredilir veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilir. Teminata konu varlıkların belirli olması ve gerek ihraççının malvarlığından gerekse de teminat yöneticisinin malvarlığından ayrıştırılması zorunludur zira SPKn m. 31/B/6 ve TYS Tebliği m. 6/1’de teminata konu varlıkların teminat yöneticisinin malvarlığından ayrı olduğu, ayrı izleneceği ve teminat yöneticisinin borçları nedeniyle haciz veya rehin konusu olamayacağı, iflas masasına dâhil edilemeyeceği ve üzerlerine ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz konulamayacağı vurgulanmıştır. Bu bağlamda TYS Tebliği m. 18’de belirtilen şekilde kayıtların tutulması gerekmektedir.

Teminat yöneticisinin TYS kapsamında yükümlülükleri iki grup altında incelenebilir. Bunlardan ilki, borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin vadesinde gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin henüz belirli olmadığı dönemdeki yükümlülükler olup, TYS Tebliği m. 11/1’de belirtildiği üzere teminat yöneticisi kendisine devredilen veya üzerinde sınırlı ayni hak tesis edilen teminata konu varlıkların “sevk ve idaresinin sağlanması, korunması, muhafazası, bunlara ilişkin hukuki yollara müracaat edilmesi” hususlarında yetkili ve görevlidir. İkinci gruptaki yükümlülükler ise borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin vadesinde gerçekleşip gerçekleşmediğinin belirli hâle geldiği durumlarda söz konusu olmaktadır. Eğer temerrüt veya temerrüt ile aynı sonucu doğuran durumlar ortaya çıkmışsa teminat yöneticisi teminata konu varlıkları paraya çevirerek buradan elde ettiği miktarı borçlanma aracı sahipleri arasında paylaşmak ve eğer arta kalan değer olursa bunu

teminat verene iade etmekle yükümlüdür. Eğer borçlanma aracı itfa edilirse bu durumda teminata konu varlıkların teminat verene iade edilmesi söz konusu olacaktır. Ayrıca, TYS Tebliği m. 15-16'da teminat yöneticisi tarafından belirli hâllerde teminat raporu hazırlanması ve bu raporun kamuya açıklanması öngörülmüştür.

C. Teminatlı İhraç Süreci

Borçlanma araçlarının teminatlı ihracında esasen herhangi bir borçlanma aracının ihracında izlenmesi gereken aşamalar takip edilecektir.⁸⁴⁹ Ancak bu adımların bazılarında teminatlı ihraç süreci özellik göstermektedir. TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraçta, TYS Tebliği m. 4/5'te belirtildiği üzere bu amaçla SPK'dan ayrıca bir ihraç tavanı alınması gerektiği gibi alınan teminatlı ihraç tavanı kapsamında gerçekleştirilecek ihraçlar yalnızca teminatlı olabilecektir.⁸⁵⁰ Ayrıca, ihraç tavanına ilişkin alınacak yetkili organ kararında TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraç gerçekleştirileceğinin açıkça belirtilmesi gerektiği TYS Tebliği m. 4/6'da düzenlenmiştir.⁸⁵¹

Ayrıca, teminatlı ihraca konu borçlanma araçlarının satışına başlanabilmesinin TYS Tebliği m. 4/3'te belirtilen ön koşulu, teminata konu varlıkların teminat yöneticisine devredilmiş veya bunlar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmiş olmasıdır. Bu kapsamdaki işlemlerin en geç satıştan

⁸⁴⁹ Bu aşamalar için bkz. §2.II İhraç Aşamaları.

⁸⁵⁰ İhraç tavanına ilişkin bkz. §2.II.B.2 İhraç Tavanı.

⁸⁵¹ BA ihracında yetkili organ kararına ilişkin bkz. §2.II.A Yetkili Organ Kararı.

bir iş günü önce tamamlanması gerekmekte olup işlemlerin tamamlandığının TYS Tebliği m. 4/3'te belirtilen usulde⁸⁵² ilan edilmesi gerekmektedir.

Borçlanma araçlarının teminatlı ihraç edilmesi zorunluluğu olmadığı gibi SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği ile benimsenen sistem haricinde de borçlanma araçlarından doğan alacakların reel veya kişisel teminatlarla güvence altına alınması suretiyle de ihracın gerçekleştirilmesi mümkündür.⁸⁵³ Hâl bu olmakla birlikte, TYS Tebliği m. 4/2'de SPK'nın ihraççı, ihraççı türü, ihraççının finansal durumu, ihraç tutarı veya sermaye piyasası aracının türüne göre ihracın TYS Tebliği kapsamında teminat altına alınmasını zorunlu tutabileceği düzenlenmiştir. Bu hükümdeki sayma sınırlı şekilde yapılmış olduğundan, SPK ancak sayılan hususlara ilişkin ölçütler belirlemek suretiyle TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihracı zorunlu tutabilecek, başkaca diğer konularda ölçütler belirlemek suretiyle böylesi bir zorunluluk öngöremeyecektir. Bu zorunluluğa ilişkin bir diğer husus ise, SPKn m. 31/B/1'de "teminat altına alınabilir" ifadesi kullanıldığından bu kapsamda teminatlı ihracın bir zorunluluk olmadığı anlaşılmaktadır. SPKn m. 31/B/11'de, SPKn m. 31/B hükmünün uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirleme yetkisi SPK'ya verilmiş; SPKn m. 31/B/2'de de TYS'ye ilişkin usul, esas ve asgari unsurları belirleme yetkisinin de SPK'da olduğu vurgulanmıştır. Bu kapsamda SPK, düzenleyici idari işlem olan TYS Tebliği'ni tesis etmiştir. TYS Tebliği bir düzenleyici idari işlem olup, bir idari işlemin taşıması

⁸⁵² Kural, ilanın KAP'ta yapılması olmakla birlikte borçlanma araçlarının tahsisli olarak veya borsada işlem görmeyecek şekilde nitelikli yatırımcıya satılması durumunda ilanın MKK aracılığıyla ve MKK'nın belirlediği esaslar uyarınca yapılacağı düzenlenmiştir.

⁸⁵³ Nitekim, garanti gibi kişisel teminat sağlanması mümkün olduğu gibi rehin gibi reel teminat da sağlanması mümkündür. Bu konuda bkz. Sermaye Piyasası Kurulu: *Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ Basın Duyurusu*, <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2022/sermaye-piyasasi-araclarinin-teminatli-ihracina-iliskin-usul-ve-esaslar-hakkinda-teblig-basin-duyurusu>. Ayrıca bkz. §5.I.B.1 Reel – Kişisel Teminat Ayırımı.

gereken yetki, şekil, neden, konu ve amaç unsurları açısından bir hukuka aykırılık barındırmaması gerekir.⁸⁵⁴ SPKn 31/B/1’de söz konusu madde kapsamında teminatlı ihracın ihtiyari olduğu, bu kapsamda yapılacak ihracın teminatlı olup olmaması yönündeki kararın ihraççı tarafından verileceği anlaşılmaktadır. Kanun hükmünde ihtiyari olduğu düzenlenmiş olan bir konuda idarenin düzenleyici işlemiyle bir zorunluluk öngörülmesi, söz konusu idari işlemin yetki ve konu unsurları yönünden hukuka aykırı olması sonucunu doğuracaktır.⁸⁵⁵ Bu nedenle TYS Tebliği m. 4/2 hükmünün ikinci cümlesi, 2577 sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu m. 2/1/a hükmü kapsamında iptal davasına konu olabilecektir.

D. Teminata Konu Varlıklar

1. Teminata Konu Varlıkların Değeri

SPK’nın, teminata konu varlıkların teminat yöneticisine devredildiği tarihteki değerinin, teminatlı ihraç edilecek borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin bu tarihte hesaplanan değerine eşit veya bu tutardan yüksek olmasını isteyebileceği TYS Tebliği m. 4/4’te belirtilmiştir. Bu hükümden anlaşıldığı üzere, borçlanma araçlarının SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraç edilecek olması durumunda, borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin tamamının teminatla güvence altına alınması gerekmemektedir. Bu kapsamdaki ihraç,

⁸⁵⁴ İdari işlemin unsurlarına ilişkin bkz. Akyılmaz, B., Sezginer, M., ve Kaya, C.: Türk İdare Hukuku, 17. Baskı, Ankara 2023, s. 404-475; Ulusoy, A.D.: Türk İdare Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2022, s. 403-454; Atay, E.E.: İdare Hukuku, 6. Baskı, Ankara 2019, s. 472-536.

⁸⁵⁵ Bu doğrultuda SPK, konu bakımından yetkisiz olup anılan hüküm dolayısıyla “pozitif kanuna aykırılık” söz konusu olmaktadır. Bu kapsamda idari işlemin yetki ve konu bakımından hukuka aykırılığı, konu bakımından yetki ve pozitif kanuna aykırılığa ilişkin bkz. Gözler, K.: İdare Hukuku C. I, 3. Baskı, Bursa 2019, s. 909-910, 1050-1052; Akyılmaz, B., Sezginer, M., ve Kaya, C.: Türk İdari Yargılama Hukuku, 4. Baskı, Ankara 2020, s. 425-428, 468-470; Ulusoy, s. 406, 451-453; Tan, T. ve Bayazıt, B.: İdare Hukuku, 10. Baskı, Ankara 2021, s. 809-810, 815, 849-854; Gözübüyük, Ş. ve Tan, T.: İdare Hukuku: İdari Yargılama Hukuku C. II, 9. Baskı, Ankara 2017, s. 421-424, 431-434, 502-511; Atay, İdare, s. 475-476, 514-516.

kısmi güvence sağlanması suretiyle gerçekleştirilebilecektir. Ancak bu durumda SPK, güvencenin ödeme yükümlülüklerinin tamamına eşit veya daha fazla olmasını ihraççıdan talep etme yetkisine sahiptir. Bu kapsamda SPK'nın takdir yetkisi bulunmaktadır. Kısmi güvencenin sağlanmasının, ihraççı açısından borçlanmanın belirli bir maliyette tutulmak istenmesi ya da potansiyel yatırımcıların risk üstlenme gücünün veya isteğinin belirli bir düzeyde olması dolayısıyla ihracın o risk seviyesinde gerçekleştirilmek istenmesi gibi çeşitli nedenleri olabilir.

2. Teminata Konu Olabilecek Varlıklar

a. Varlık Türleri

i. Genel Olarak

SPKn m. 31/B/1'de teminata konu varlıkların neler olabileceğinin SPK tarafından belirleneceği anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, TYS Tebliği m. 5/1'de teminata konu olabilecek varlıklar sayılmıştır.⁸⁵⁶ Hükümde sayılan varlıkların görece

⁸⁵⁶ Hükümde bu varlıklar şu şekilde sayılmıştır: “a) Nakit (Türk Lirası/konvertibl döviz).

b) 9/1/2014 tarihli ve 28877 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1)’nin 16 ncı maddesinde belirlenen nitelikleri haiz, aynı Tebliğin 15 inci maddesinin birinci fıkrasında sayılan varlıklar.

c) Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen döviz cinsinden tahviller, Devlet iç borçlanma senetleri, Hazine ve Maliye Bakanlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi tarafından ihraç edilen kira sertifikaları.

ç) Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazarda işlem gören paylar.

d) Bankalar tarafından ihraç edilmiş özkaynak hesaplamasına dahil edilecek nitelikteki hariç borçlanma araçları.

e) Herhangi bir kısıtlama içermeksizin ilk talepte derhal ödeme taahhüdünü içeren banka teminat mektupları.

f) Yatırım fonu katılma payları.

g) Borsada işlem gören standart kıymetli madenler.

ğ) İpoteğe dayalı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler.

h) Niteliğine uygun olması durumunda sigortalanması şartıyla 20/10/2016 tarihli ve 6750 sayılı Ticari İşlemlerde Taşınır Rehni Kanununun 5 inci maddesinin birinci fıkrasının (a), (e), (f), (g), (ğ), (h) ve (ı) bentlerinde yer alan varlıklar.

ı) Sigortalanması şartıyla, 4721 sayılı Kanunun 704 üncü maddesinde belirtilen taşınmaz mallar.

i) Bu fıkra da sayılan teminat olarak kabul edilebilecek varlıklar üzerinde tesis edilebilecek sınırlı ayrı haklar.

j) Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar.”

düşük riskli ve nakde çevrilmesinin kolay (likiditesi yüksek) olduğu söylenebilir. Sözgelimi, teminata konu olabilecek payın herhangi bir anonim şirket payı olması hatta bir payın borsada işlem görmesi bile tek başına yeterli görülmemiş yalnızca Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar’da işlem gören payların TYS kapsamında teminata konu olabileceği düzenlenmiştir.⁸⁵⁷ Benzer şekilde, herhangi bir tür borçlanma aracı değil yalnızca bankalarca ihraç edilecek borçlanma araçlarının teminata konu olabileceği kararlaştırılmış bunlar arasında da özkaynak hesaplamasına dâhil edilecek nitelikteki borçlanma araçları kapsam dışında bırakılmıştır.⁸⁵⁸ Teminata konu olabilecek varlıklar arasında taşınırlar, taşınmazlar ve başta alacak hakları olmak üzere haklar bulunmaktadır.

ii. Sınırlı Ayni Hak Tesis Edilmesi

(1) Teminatın Sağlanmasında Genel Olarak Sınırlı Ayni Haklar

Teminata konu olabilecek unsurlardan özellikle üzerinde durulması gerekenler ise teminat yöneticisi lehine sağlanacak sınırlı ayni haklardır. TYS kapsamında teminat sağlanmasının yöntemlerinden biri olarak teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi, SPKn m. 31/B/1-2 ve TYS Tebliği m. 3/1/l, 4/1, 4/3, 5/1/i, 5/4-6, 6/1, 7/1-2, 10/1, 11/1, 17/1, 18/2 hükümlerinde belirtilmektedir.

TYS Tebliği m. 3/1/k’da, TYS Tebliği’nde “sınırlı ayni hak” teriminin TMK m. 779-972 hükümlerinde tanımlanan hakları ifade etmek için kullanıldığı ifade

⁸⁵⁷ Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar’da işlem görebilecek paylara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Borsa İstanbul A.Ş.: *Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi*, böl. 5, <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf>; *Pazarlar*, Borsa İstanbul, erişim 28 Eylül 2023, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar>.

⁸⁵⁸ Özkaynak hesaplamasına dâhil edilecek borçlanma araçları sonralandırılmış (*subordinated*) nitelikte olduklarından ihraççının iflası durumunda diğer alacaklılara göre sonraki sırada yer almaktadırlar ve daha yüksek risk barındırmaktadırlar.

edilmiştir. Belirtilen maddeler, TMK'nın eşya hukukuna ilişkin dördüncü kitabının sınırlı ayni haklara ilişkin ikinci kısmının tamamını kapsamaktadır. Dolayısıyla, TYS Tebliği'ndeki hâliyle herhangi bir sınırlı ayni hakkın TYS kapsamında teminat yöneticisi lehine tesis edilebileceği gibi bir sonuca *prima facie* ulaşılmaktadır. Nitekim, ne SPKn m. 31/B'de ne de TYS Tebliği'nde hangi sınırlı ayni hakların borçlanma araçlarının teminatlı ihracı kapsamında teminat teşkil edebileceğine ilişkin bir açıklık bulunmaktadır.⁸⁵⁹ TMK'da sınırlı ayni haklara ilişkin ilkeler ayrıca belirtilmiş olmamakla birlikte sınırlı ayni hakların tamamına ilişkin genel ilke ve kurallar tespit edilebilmektedir.⁸⁶⁰

Sınırlı ayni haklara ilişkin bir diğer önem arz eden konu ise sınırlı ayni hakların konusunu nelerin oluşturabileceğidir. Sınırlı ayni hakların konusu, söz konusu sınırlı ayni hakkın tipine göre değişmekle birlikte genel anlamda taşınır veya taşınmaz eşya olabileceği gibi haklar ve alacaklar da olabilmektedir.⁸⁶¹ Bu nedenle, TYS Tebliği m. 5/1/i'deki “bu fıkra da sayılan teminat olarak kabul edilebilecek varlıklar üzerinde tesis edilebilecek sınırlı ayni haklar” ifadesi de göz önünde bulundurulduğunda TYS Tebliği m. 5/1'de sayılan taşınır, taşınmazlar ve alacaklar dâhil hakların sınırlı ayni hakkın konusunu oluşturabilmesi mümkündür.

Sınırlı ayni haklara ilişkin genel ilkelerden konu bağlamında önem arz eden ise sınırlı sayı (*numerus clausus*) ilkesidir. Hem sınırlı ayni hakların türleri hem de bu türler içerisindeki alt bölümleri sınırlı sayı ilkesine tabidir ve kanunda yazılı

⁸⁵⁹ SPKn m. 31/B/1-2 ve TYS Tebliği m. 3/1/k-1, 4/1, 4/3, 5/1/i, 5/4-6, 6/1, 7, 10/1, 11/1, 17/1, 18/2 hükümlerinde yalnızca teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edileceği belirtilmiş hangi tür sınırlı ayni hakların kurulacağına işaret edilmemiştir.

⁸⁶⁰ Köprülü ve Kaneti, s. 9.

⁸⁶¹ Köprülü ve Kaneti, s. 9-11; Nomer ve Ergüne, par. 960-951; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 616-618; Sirmen, Eşya, s. 511.

olmayan sınırlı ayni hak tipleri yaratılması mümkün olmadığı gibi kanunda belirtilen sınırlı ayni hakların şekil veya içeriğinin kural olarak⁸⁶² değiştirilmesi de mümkün değildir.⁸⁶³ TMK m. 779-972 hükümlerinde sınırlı sayıda düzenlendiği şekliyle sınırlı ayni haklar; irtifak hakları, taşınmaz yükü ve rehin hakları olmak üzere üç tiptir.⁸⁶⁴ Dolayısıyla, teminat yöneticisi lehine tesis edilen sınırlı ayni hak ancak irtifak hakkı, taşınmaz yükü veya rehin hakkından birisi olabilecektir. Ancak anılan sınırlı ayni hak türlerinin TYS bağlamında incelenmesi sonucunda ortaya çıkan tablo tüm sınırlı ayni hakların borçlanma araçlarının teminatlı ihracına ilişkin gerekli işlevi yerine getiremediği sonucunu göstermektedir.

(2) İrtifak Hakları

İrtifak hakları, hak sahibinin belirlenmesine göre taşınmaz lehine irtifaklar ve kişisel irtifaklar olmak üzere iki çeşittir.⁸⁶⁵ TYS kapsamında sınırlı ayni hakkın teminat yöneticisi lehine kurulması gerektiğinden, TMK m. 779-793 hükümlerinde düzenlenen taşınmaz lehine irtifak hakkı gündeme gelmeyecektir.⁸⁶⁶ Ayrıca, kişisel

⁸⁶² Bazı tür irtifakların içerik yönünden sınırlı ve sayılı olmadıklarına ve bu nedenle sınırlı sayı ilkesinin tür sınırı şeklinde anlaşılması gerektiğine ilişkin bkz. Köprülü ve Kaneti, s. 14-15; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2676.

⁸⁶³ Köprülü ve Kaneti, s. 13; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 614-615. Ayrıca bkz. Nomer ve Ergüne, par. 22; Sirmen, Eşya, s. 35-36; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 127-129. Ayrıca bkz. Şahin, M.F.: Taşınmaz Lehine İrtifak Hakkı, Ankara 2023, s. 34-35. Sınırlı sayı ilkesinin temelinde ayni haklara egemen olan kamu güvenliği ilkesi bulunmaktadır. Köprülü ve Kaneti, s. 14.

⁸⁶⁴ Nomer ve Ergüne, par. 943; Sirmen, Eşya, s. 509-510. Bu üç tipin irtifak hakları, taşınmaz yükü ve teminat (güvence) hakları şeklinde isimlendirilmesine ilişkin bkz. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2679-2682. Ayrıca bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 621-622; Sirmen, Eşya, s. 30-31; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 103-107.

⁸⁶⁵ Köprülü ve Kaneti, s. 43-44; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2743-2750; Sirmen, Eşya, s. 524-525; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 642-644; Nomer ve Ergüne, par. 1411-1412.

⁸⁶⁶ Elbette, teminat yöneticisinin maliki olduğu bir taşınmaz lehine irtifak hakkı kurulması hâlinde, bu taşınmazın değerinin artacağı ve böylece teminat değerinin daha yüksek olacağı, bu sebeple taşınmaz lehine irtifak haklarının da dolaylı olarak teminata konu olabileceği düşünülebilir. Ancak, SPKn m. 31/B/1-2 ve TYS Tebliği m. 3/1/1, 4/1, 4/3, 5/4, 5/6, 6/1, 7/1, 10/1, 11/1 hükümlerinden anlaşıldığı üzere, sınırlı ayni hak tesis edilmesi suretiyle teminat sağlanabilmesi ancak sınırlı ayni hakkın teminat yöneticisi lehine sağlanması yoluyla mümkün olabilecektir. Bu nedenle, teminat yöneticisinin mülkiyetinde bulunun bir taşınmaz lehine irtifak hakkı sağlanması suretiyle SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminat sağlanması olanaklı değildir. Anılan yöntemle, yalnızca teminata konu

irtifaklar da kendi içerisinde el değiştiremeyen kişisel irtifaklar ve el değiştirebilen kişisel irtifaklar olmak üzere ikiye ayrılır.⁸⁶⁷ El değiştiremeyen kişisel irtifaklar ancak lehine kuruldukları kişiyle kaimdirler ve lehine kuruldukları kişiden bir başka kişiye devredilemedikleri gibi mirasçılarına da geçmezler. El değiştiremeyen kişisel irtifaklar iki çeşit olup bunlar intifa ve oturma (süknâ) hakkıdır.⁸⁶⁸ İntifa ve oturma hakkı haricindeki irtifak hakları ise el değiştirebilen (bağımsız) şekilde yani lehine kuruldukları kişiden bir başkasına devredilebilir ve mirasçılarına geçebilir şekilde kurulabilecekleri gibi el değiştiremeyen şekilde de kurulabilirler.⁸⁶⁹ Üst hakkı, kaynak hakkı ve diğer irtifak haklarından oluşan bu gruptaki irtifak hakları düzensiz kişisel irtifaklar olarak adlandırılmaktadır.⁸⁷⁰

TYS kapsamında teminat yöneticisinin, teminata konu olan varlıkları gerektiğinde paraya çevirerek ihraççının borçlanma aracı sahiplerine olan yükümlülüklerinin ifasını sağlaması gerektiğinden; teminat yöneticisi lehine tesis

olacak taşınmazın değerinin artırılması sağlanabilecek, teminata konu unsur bizatihi taşınmaz lehine tanınan irtifak hakkı olamayacaktır.

⁸⁶⁷ Köprülü ve Kaneti, s. 44; Nomer ve Ergüne, par. 1413.

⁸⁶⁸ Köprülü ve Kaneti, s. 44; Nomer ve Ergüne, par. 1414; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2743; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 644-645; Sirmen, Eşya, s. 524. Bunların “düzenli kişiye bağlı irtifak hakları” şeklinde isimlendirildikleri yönünde bkz. Sirmen, Eşya, s. 524. “Devredilemeyen kişiye bağlı irtifak hakları” şeklindeki isimlendirme için bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 645.

⁸⁶⁹ Köprülü ve Kaneti, s. 44-45; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2744; Nomer ve Ergüne, par. 1415; Sirmen, Eşya, s. 524-525. El değiştirebilen kişisel irtifakları da kendi içerisinde ikiye ayıran yaklaşım için bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 645-646.

⁸⁷⁰ Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2744. “Düzensiz kişiye bağlı irtifaklar” şeklindeki isimlendirme için bkz. Sirmen, Eşya, s. 524. “Düzensiz irtifak hakları” biçimindeki adlandırma için bkz. Nomer ve Ergüne, par. 1415. Köprülü/Kaneti, “düzensiz irtifaklar” terimini kullanmakla birlikte bu terim, üst hakkı ve kaynak hakkını kapsamına almayıp yalnızca TMK m. 838’de (eTMK m. 753’te) ifadesini bulan diğer irtifak haklarını ifade etmektedir. Köprülü ve Kaneti, s. 45, 180.

Düzensiz kişisel irtifaklardan üst hakkı ve kaynak hakkı; TMK m. 826/2 ve 837/2’de belirtildiği üzere varsayılan olarak, taraflar aksini belirtmedikçe el değiştirebilir nitelikteyken diğer irtifak hakları için durum tam tersidir. Diğer irtifak hakları, TMK m. 838/2 uyarınca varsayılan olarak el değiştiremezken tarafların aralarında anlaşması suretiyle el değiştirebilir biçimde kurulabilirler. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2745-2746; Sirmen, Eşya, s. 525; Nomer ve Ergüne, par. 1415. Varsayılan el değiştirilebilirlik durumundan hareketle üst hakkı ve kaynak hakkının “devredilebilen kişiye bağlı irtifak hakları”, diğer irtifak haklarının ise “karışık kişiye bağlı irtifak hakları” şeklinde gruplandırıldığı yaklaşım için bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 645.

edilen sınırlı aynı hakların paraya çevrilebilme kabiliyetinin olması gerekmektedir. Sınırlı aynı hakkın paraya çevrilebilmesi ise irtifak hakları bağlamında hakkın devredilebilir nitelikte olmasını gerektirmektedir. Bu yönüyle, el değiştiremeyen kişisel irtifaklar olan intifa hakkı ve oturma hakkının teminat yönetim sözleşmesi kapsamında teminat yöneticisi lehine tesis edilemeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır. Oysa, el değiştiremeyen irtifak haklarından intifa hakkı özelinde hususiyet arz eden bir durum bulunmaktadır.⁸⁷¹ TMK m. 806/1’de, taraflarca aksi kararlaştırılmamışsa veya durum ve koşullardan hak sahibinin intifa hakkını bizzat kullanması gerektiği anlaşılmıyorsa intifa hakkının kullanılmasının bir başkasına devredilebileceği düzenlenmiştir. Böylesi bir durumda intifa hakkının sahibi değişmemekte ancak sağladığı yararlanma (kullanma ve semerelerinden yararlanma - *usus* ve *fructus*) yetkisi bir başkasına devredilmektedir. İntifa hakkının kullanılmasının devri ivazlı olabilir.⁸⁷²

Bundan hareketle, teminat yöneticisi lehine intifa hakkı tesis edildiği takdirde, intifa hakkının kullanılmasının ivazlı olarak üçüncü kişiye devredilmesi suretiyle paraya çevrilebileceği savunularak TYS Tebliği m. 5/1’de sayılan varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine intifa hakkı tesis edilebilmesi mümkün müdür? Bu sorunun cevabının verilebilmesi “paraya çevirme” kavramının ne anlama geldiğine göre değişecektir. Eğer paraya çevrilmeye konu olan varlıktan herhangi bir şekilde nakdi getiri sağlanması paraya çevrilme olarak değerlendirilebilirse bu durumda TYS kapsamında borçlanma araçlarının teminatlı ihracında, intifa hakkı da teminat yöneticisi lehine tanınabilecek sınırlı aynı haklar arasında yer alacaktır. Örneğin,

⁸⁷¹ İntifa hakkının devredilmezliğine ve bunun hukuk düzeni tarafından benimsenmesinde rol oynayan faktörlere ilişkin bkz. Özen, İntifa Hakkı, s. 293-294.

⁸⁷² Özen, İntifa Hakkı, s. 297.

paraya çevrilecek varlığın kiralanması suretiyle nakdi getiri elde edilmesi veya bir taşınmaz üzerinde ivazlı şekilde sınırlı ayni hak tesis edilmesi paraya çevirme olarak değerlendirilebilirse, intifa hakkının kullanılmasının TMK m. 806 uyarınca devredilmesi durumu da paraya çevirme olarak değerlendirilecektir. Şayet paraya çevirme kavramı yalnızca paraya çevrilen varlığın satılması suretiyle nakdi bir getiri elde edilmesini kapsıyorsa, satış sözleşmesi kapsamında satışa konu olan varlığın devredilmesi gerekeceğinden fakat intifa hakkı el değiştiremeyen bir irtifak hakkı olduğundan; TYS kapsamında borçlanma araçlarının teminatlı ihracında teminat yöneticisi lehine TYS Tebliği m. 5/1’de sayılan varlıklar üzerinde intifa hakkı kurulması suretiyle teminat sağlanması söz konusu olmayacaktır.

Paraya çevirme, “hacizli (mahcuz) veya rehinli malların satılarak paraya çevrilmesi” şeklinde tanımlanmıştır.⁸⁷³ Benzer şekilde İİK’nın haciz yoluyla takibe ilişkin 4. babının “paraya çevirme” başlıklı III. bölümünde de genel itibariyle benimsenen ifade de “satış” ifadesidir. Ancak, burada kullanıldığı şekliyle “satış”, borçlar hukuku anlamında satış sözleşmesini karşılamamaktadır.⁸⁷⁴ Bu nedenle paraya çevirme kapsamında kullanılan ifade “satış” olmakla birlikte bu ifadeden, TBK m. 207 vd. hükümlerinde düzenlenen satış sözleşmesinde olduğu gibi paraya çevrilen hakkın sahipliğinin devredilmesinin zorunlu olduğu anlamı çıkmamaktadır. Buradan hareketle, TYS Tebliği m. 6/4, 9/2, 9/6, 11/1, 15/3, 17/1 hükümlerinde teminata konu

⁸⁷³ Söz konusu tanım için bkz. Ejder, Y.: Hukuk Sözlüğü, 10. Baskı, Ankara 2011, s. 1089. Benzer şekilde bir başka tanıma göre “rehnin yahut haciz altında veya iflâs masasında bulunan malların ve hakların o husustaki kanun hükümlerine göre pazarlık veya açık artırma ile satılıp para haline getirilmesidir”. Türk Hukuk Kurumu: Türk Hukuk Lûgatı, 3. Baskı, Ankara 1991, s. 277.

⁸⁷⁴ Dönmez, R.M.: Anonim ve Limited Şirketlerde Hisse Haczi ve Paraya Çevrilmesi, 4. Baskı, İstanbul 2011, s. 132-133.

varlıkların paraya çevrilmesine ilişkin kullanılan “satış” ifadesini de aynı şekilde değerlendirmek isabetli olacaktır.

İİK m. 83/1’de intifa hakları “kısmen haczi caiz olan şeyler” arasında sayılmıştır. TMK m. 806/1 uyarınca kullanımı başkasına devredilebilen intifa hakkının haczedilebileceği kabul edilmektedir.⁸⁷⁵ Bu yaklaşım özünde intifa hakkının kullanımını intifa hakkının kendisiyle bir ve bütün saymaktadır.⁸⁷⁶ Ancak bizatihi intifa hakkının haczedilmesiyle intifa hakkının kullanılmasına yönelik hakkın haczedilmesi birbirinden farklıdır.⁸⁷⁷ İİK m. 121/1’deki saymanın tahdidi olmaması dolayısıyla taşınır, alacak ve taşınmaz dışındaki tüm hakların paraya çevrilmesi İİK m. 121 kapsamında olacaktır.⁸⁷⁸ Bu kapsamda, sınırlı ayni hakların paraya çevrilmesi de İİK m. 121 kapsamında gerçekleştirilecektir. İİK m. 121/1’de intifa hakkının satılması gerekirse nasıl bir yol izleneceği belirtilmiştir. Bu hükümdeki “satış” ifadesinin de

⁸⁷⁵ Kuru, B.: İcra ve İflas Hukuku El Kitabı, 2. Baskı, Ankara 2013, s. 447; Kuru, B.: İcra ve İflâs Hukuku Ders Kitabı, 2. Baskı, Ankara 2018, s. 169; Kuru, B., Arslan, R., ve Yılmaz, E.: İcra ve İflâs Hukuku, 28. Baskı, Ankara 2014, s. 242; Erturgut, M.: İcra ve İflâs Hukukunda Menkullerin Paraya Çevrilmesi, Ankara 2000, s. 199. Haczin konusunun intifaya konu olan şeyin “hasılatı, temettüü (kâr payı), semereleri ve muaccel kiralari” olduğu yönünde bkz. Kuru, El Kitabı, s. 447; Pekcanıtez, H. vd.: İcra ve İflâs Hukuku, 11. Baskı, Ankara 2013, s. 305; Kuru, Ders Kitabı, s. 169; Kuru, Arslan, ve Yılmaz, s. 243. Benzer şekilde bkz. Muşul, T.: Haciz ve Hacze İştirak, Ankara 2019, s. 381. Haczin konusu olan malın intifa hakkı konusu olan malın kullanımı olduğu yönünde bkz. Erturgut, s. 199-200.

⁸⁷⁶ Bu yönde bkz. Kuru, El Kitabı, s. 447; Kuru, Ders Kitabı, s. 169; Kuru, Arslan, ve Yılmaz, s. 243. İntifa hakkının kullanılmasının devredilmesiyle intifa hakkının devredilmesi pratik sonuçları açısından benzeşse de intifa hakkı devredilememektedir. Bu iki durumun birbirinden farklarına ilişkin bkz. Özen, İntifa Hakkı, s. 299-302. İntifa hakkının kullanımının devredilmesinden bahsetmeyip bizatihi intifa hakkının kendisinden “başkasına devri mümkün olan intifa” hakkı şeklinde bahsetmek suretiyle intifa hakkının kullanılmasının devrinin intifa hakkının devri olarak değerlendirildiği yaklaşım için bkz. Pekcanıtez vd., s. 305. Benzer şekilde şahsa bağlı olan ve olmayan intifa haklarından bahsederek şahsa bağlı intifa hakkının devri ve dolayısıyla haczinin caiz olmadığını belirtmek suretiyle şahsa bağlı olmayan intifa hakkının devri ve haczinin mümkün olduğuna işaret eden; TMK m. 806/1 kapsamında intifa hakkının kullanımının devrine değinmeyen yaklaşım için bkz. Atalı, M., Ermenek, İ., ve Erdoğan, E.: İcra ve İflâs Hukuku, 6. Baskı, Ankara 2022, s. 211. Benzer şekilde bkz. Muşul, s. 381. Karş. Erturgut, s. 199-200.

⁸⁷⁷ Bu farklılıkların detaylı incelemesi için bkz. Özen, İntifa Hakkı, s. 306-309.

⁸⁷⁸ Kuru, El Kitabı, s. 634; Pekcanıtez vd., s. 380; Atalı, Ermenek, ve Erdoğan, s. 317; Kuru, Arslan, ve Yılmaz, s. 321.

paraya çevirme anlamında kullanıldığı değerlendirilmektedir.⁸⁷⁹ Dolayısıyla intifa hakkının paraya çevrilmesi için bizatihi intifa hakkının kendisinin devredilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu hâliyle, intifa hakkının kullanımının TMK m. 806/1 uyarınca devredilebilir olması durumunda bu kullanım hakkının ivazlı devredilmesi ile intifa hakkının paraya çevrilmesi sağlanabilecektir. Her ne kadar intifa hakkı, el değiştiremez bir irtifak hakkı olsa da intifa hakkının paraya çevrilmesi açıklanan şekilde mümkün olduğundan; borçlanma araçlarının SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği uyarınca teminatlı ihracı kapsamında teminat yöneticisi lehine tanınacak intifa hakkı da teminata konu varlıklar arasında değerlendirilecektir.

TYS kapsamında teminat yöneticisi lehine düzensiz kişisel irtifak tesis edilmesi düşünülebilir. Elbette, teminat yöneticisi lehine üst hakkı veya kaynak hakkı tanınması durumunda TMK m. 826/2 veya m. 837/2 uyarınca devredilemeyeceğinin kararlaştırılmamış olması veya diğer irtifaklar söz konusu olduğunda TMK m. 838/2 uyarınca devredilebilir olduklarının kararlaştırılmış olması gerektiği kabul edilmelidir. Ayrıca, teminata konu varlıkların paraya çevrilebilir olması gerekliliği göz önünde bulundurulduğunda, teminat yöneticisi lehine tanınan el değiştirebilir nitelikteki irtifak haklarının para ile ölçülebilen maddi bir değerinin olması gerektiği de şüphesizdir.⁸⁸⁰

⁸⁷⁹ Bu yönde bkz. Kuru, El Kitabı, s. 634; Pekcanıtez vd., s. 380; Kuru, Ders Kitabı, s. 223; Atalı, Ermenek, ve Erdoğan, s. 317; Kuru, Arslan, ve Yılmaz, s. 321. İntifa hakkının paraya çevrilmesi usulüne ilişkin bkz. Kuru, El Kitabı, s. 635; Kuru, Ders Kitabı, s. 223-224; Kuru, Arslan, ve Yılmaz, s. 322; Ruhi, A.C. ve Ruhi, C.: İcra ve İflâs Hukukuna Göre İhale, İhale Süreci ve İhalenin Feshi, 6. Baskı, Ankara 2022, s. 51. Ayrıca bkz. Atalı, Ermenek, ve Erdoğan, s. 317-318. Satışa konu olabilecek malın, intifa hakkı konusu olan malın kullanımı olduğu yönünde bkz. Erturgut, s. 200.

⁸⁸⁰ Bunun para borçları bakımından benimsenen paraya çevirme ilkesi kapsamında oldukça önemli olduğu yönünde bkz. Atalı, M.: *Taşınmazların Paraya Çevrilmesinde Kıymet Takdiri ile İhale Kararı Arasındaki Süre ve Bunun İhale Kararına Etkisi*, içinde Prof. Dr. Selçuk Öztekin'e Armağan, İstanbul 2022, s. 373.

TYS Tebliği m. 5/1/1 hükmünde teminata konu olabilecek taşınmaz malların TMK m. 704'te belirtilen taşınmaz mallar olduğu vurgulanmıştır. TMK m. 704'te, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli hakların taşınmaz mülkiyetine konu olacağı düzenlenmiştir. Bu şekilde taşınmaz olarak değerlendirilecek bağımsız ve sürekli hakların başında ise üst hakkı, kaynak hakkı ve diğer irtifak hakları gelmektedir.⁸⁸¹ Söz konusu irtifak hakları, YYS kapsamında teminata konu olabilecek varlıklardan sınırlı aynı haklar değil taşınmazlar arasında değerlendirilecek ve taşınmazlara ilişkin hükümlere tabi olacaklardır. Örneğin, YYS Tebliği m. 5/1/1 uyarınca teminata konu olabilmeleri ancak sigortalınamaları şartıyla mümkün olacaktır.

(3) Taşınmaz Yüğü

Taşınmaz yükünün TMK m. 839/2 uyarınca kişiye bağı (bir kişi lehine) ya da eşyaya bağı (bir başka taşınmazın maliki lehine) olarak kurulması mümkündür.⁸⁸² Borçlanma araçlarının teminatlı ihracında teminata konu varlığın sınırlı aynı hak olması söz konusu sınırlı aynı hakkın teminat yöneticisi lehine tanınmış olmasına bağı olduğundan, YYS kapsamında taşınmaz yükünün teminata konu varlık olabilmesi ancak kişiye bağı olarak kurulması ile mümkün olabilecektir. Aksi taraflarca kararlaştırılmadıkça, kişiye bağı kurulan taşınmaz yüğü bir başkasına devredilebilir ve mirasçılara geçebilir.⁸⁸³ Devredilebilir olma niteliğı taşınmaz yükünün paraya çevrilmesi bakımından elzemdir. El değıştirebilen irtifaklara benzer

⁸⁸¹ Bu yönde bkz. Genç Arıdemir, A.: Kat Mülkiyeti I, İstanbul 2021, s. 229; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 690-703.

⁸⁸² Sirmen, Eşya, s. 571; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 726. Kişiyeye bağı olan türü “kişisel” şeklinde isimlendirmekle birlikte aynı doğrultuda bkz. Köprülü ve Kaneti, s. 230-231.

⁸⁸³ Sirmen, Eşya, s. 572; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 726; Köprülü ve Kaneti, s. 245-246; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3155.

şekilde, tarafların devredilebilir olmadığını kararlaştırmadığı kişiye bağlı taşınmaz yükünün İİK m. 121 kapsamında paraya çevrilebileceği düşünülebilir. Bu şekliyle taşınmaz yükünün TYS kapsamında teminata konu varlık olan sınırlı ayni haklardan biri olabileceği sonucuna ulaşılabilecektir.

Taşınmaz yükünün iki durumda hukuken farklı şekilde nitelendirilmesi söz konusu olabilecektir. Bunlardan ilki bağımsız ve sürekli şekilde kurulan taşınmaz yükünün tapu kütüğüne ayrı sayfaya kaydedilmesi⁸⁸⁴ dolayısıyla taşınmaz hükümlerine tabi olmasıdır.⁸⁸⁵ Diğer durum ise TMK m. 842’de düzenlendiği üzere bir para alacağını güvence altına almak amacıyla kurulan taşınmaz yükünün irat senedine ilişkin hükümlere tabi olmasıdır. İrat senedi, niteliği itibariyle bir taşınmaz yükü olup taşınmazın değerini tedavül ettirme amacı taşıyan bir taşınmaz rehni türüdür.⁸⁸⁶ Nitekim, TMK m. 903/1’de irat senedinin bu niteliği vurgulanmıştır. Bu durumda, özünde taşınmaz yükü olmakla birlikte bir rehin türü olan irat senedine ilişkin hükümler uygulama alanı bulacak ve para alacağının taşınmaz yükü ile teminat altına alınması olanağı engellenmiş olacaktır.⁸⁸⁷

⁸⁸⁴ Taşınmaz yükünün taşınmaz hükümlerine tabi olup olamayacağı tartışmalıdır. Kişiye bağlı taşınmaz yükü, aksi kararlaştırılmadıkça devredilebilir ve mirasla geçebilir olması dolayısıyla bağımsızdır. Tek, G.S.: *İrtifak Hakkına Bağlı Taşınmaz Yükü*, İstanbul Hukuk Mecmuası 2019, C. 77, S. 1, s. 222. Karş. Köprülü ve Kaneti, s. 227. Bağımsız bir taşınmaz yükünün TMK m. 998’de belirtildiği üzere süresiz veya en az otuz yıl süreli tesis edilmesi dolayısıyla sürekli olması durumunda; esasen bağımsız ve sürekli bir hak olarak tapu siciline kaydedilebilir ve TMK m. 704, 998 hükümleri kapsamında taşınmaz olarak değerlendirilebilir nitelikte olması konusundaki tartışmayla Tapu Sicili Tüzüğü m. 10 hükmü dolayısıyla bunun yürürlükteki mevzuat hükümleri dolayısıyla mümkün olmadığına ilişkin bkz. Tek, s. 222-223. Aksi yönde, kişiye bağlı taşınmaz yükünün bağımsız ve sürekli bir hak olarak tapu kütüğüne ayrı bir sayfaya kaydedilmek suretiyle taşınmazlar hakkındaki hükümlere tabi olacağı yönünde bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 726.

⁸⁸⁵ Taşınmaz hükümlerine tabi olunmasına ilişkin ayrıca bkz. §5.II.D.2.a.ii(2) İrtifak Hakları.

⁸⁸⁶ Sirmen, Eşya, s. 651; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3522. Ayrıca bkz. Köprülü ve Kaneti, s. 228-229.

⁸⁸⁷ Kuntalp, *Teminat Kavramı*, s. 281-282.

TMK m. 839/1’de taşınmaz yükünün “bir taşınmazın malikini yalnız o taşınmazla sorumlu olmak üzere diğer bir kimseye bir şey vermek veya yapmakla yükümlü” kılacağı düzenlenmiştir. Bu şekliyle taşınmaz yükünün, edim yükümü ve taşınmazın edim yükümünün güvencesi olması şeklinde iki önemli unsuru vardır.⁸⁸⁸ Taşınmaz yükünün iki unsurundan biri olan edim yükümü, TMK m. 839/3 hükmü doğrultusunda kişiye bağlı taşınmaz yükünde ancak yüklü taşınmazın ekonomik niteliğinden doğan bir edim olabilir.⁸⁸⁹ Anılan hükümde, irat senedi bakımından anılan sınırlamanın geçerli olmayacağı belirtilmiştir. Söz konusu edim yükümünün her hâlükârda parayla ifade edilebilir olması gerekir.⁸⁹⁰ Taşınmaz yükü bağlamında taşınmazın güvence olması fonksiyonu yalnızca anılan edim yükümü açısından söz konusu olacağından ve edim yükümünün de taşınmazın ekonomik niteliğinden doğması gerektiğinden; borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirilmesini teminat altına almak amacıyla taşınmaz yüküne başvurulmasının tercih edilmesinin beklenmesi gerçekçi olmayacaktır.

Açıklananlar doğrultusunda, kişiye bağlı olarak kurulan ve devredilebilirliği tarafların anlaşmasıyla kısıtlanmamış taşınmaz yükünün, TYS Tebliği m. 5/1 kapsamında teminata konu varlık olduğunun kabul edilmesi gerekmektedir. Ancak, teminata konu varlık olarak taşınmaz yüküne gerçek anlamda başvurulmayacağı açıktır. Nitekim, kişiye bağlı taşınmaz yükünün edim unsurunun yüklü taşınmazın ekonomik niteliğinden doğması gerekliliğinin getirdiği zorluklar ve bu gerekliliğin irat senedi ile aşılabileceği fakat bu durumda bir rehin hakkının söz

⁸⁸⁸ Sirmen, Eşya, s. 569; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3138. Benzer doğrultuda bkz. Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 722-723; Köprülü ve Kaneti, s. 224-226; Tek, s. 221.

⁸⁸⁹ Sirmen, Eşya, s. 569; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 722-723; Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 3142.

⁸⁹⁰ Sirmen, Eşya, s. 570; Tek, s. 221.

konusu olacağı; bağımsız ve sürekli bir hak olarak taşınmaz yükünün tapu kütüğüne ayrı sayfaya kaydedilmesi durumunda ise taşınmaz niteliğinde değerlendirileceği düşünüldüğünde bu sonuca ulaşılmaktadır. Tüm bunlara ek olarak TMK’da görece ayrıntılı düzenlenmiş olmasına rağmen taşınmaz yükünün ülkemizde oldukça az uygulanageldiği⁸⁹¹ de göz önünde bulundurulduğunda TYS kapsamında bir sınırlı ayni hak türü olarak taşınmaz yükünün teminata konu varlıklardan olmasının mümkün olmakla beraber uygulamasının pek muhtemel olmayacağı söylenebilecektir.

(4) *Rehin*

Rehin hakkı, nesnenin değerine ilişkin bir sınırlı ayni hak olup temel işlevi bir alacağa ayni bir teminat sağlamaktır.⁸⁹² Temel işlevinin teminat sağlaması olması dolayısıyla rehin hakkının sınırlı ayni haklar arasında borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirilmesinin güvence altına alınmasına en çok hizmet edecek olan tür olduğu düşünülebilir. Nitekim rehin hakkı, başlıca ayni teminat olarak değerlendirilmektedir.⁸⁹³ İntifa dışındaki irtifak hakları ve taşınmaz yükü sadece taşınmaz eşya üzerinde kurulabilmekteyken irtifak haklarının bir türü olan intifa hakkı ile rehin hakkı hem taşınır hem taşınmaz eşya üzerinde hem de devredilebilen haklar ve alacaklar üzerinde kurulabilmektedir.⁸⁹⁴ Dolayısıyla, TYS Tebliği m. 5/1’de sayılan varlıkların tamamının rehin hakkına konu olabileceği açıktır. Bu nedenle, irtifak haklarından ve taşınmaz yükünden farklı olarak teminat yöneticisi lehine bir sınırlı ayni hak olarak rehin tesis edilmesinin uygulanabilirliği nettir.

⁸⁹¹ Köprülü ve Kaneti, s. 223; Akipek, Akıntürk, ve Ateş, s. 722.

⁸⁹² Köprülü ve Kaneti, s. 6. Ayrıca bkz. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 105. Rehin haklarının “teminat (güvence) hakları” şeklinde adlandırılması da esasen bu niteliklerini vurgulamaktadır. Anılan isimlendirme için bkz. Oğuzman, Seliçi, ve Oktay Özdemir, Eşya, par. 2681.

⁸⁹³ Köprülü ve Kaneti, s. 251.

⁸⁹⁴ Sirmen, Eşya, s. 511.

b. Varlıkların Taşınması Gereken Diğer Nitelikler

Her ne kadar TYS Tebliği kapsamında teminata yalnızca TYS Tebliği m. 5/1’de sayılan türden varlıklar konu olabileceksen de bir varlığın sayılan türler arasında olması bizatihi yeterli olmayabilir. Nitekim, TYS Tebliği m. 5/4 uyarınca kamunun ihraç ettiği borçlanmayı temsil eden menkul kıymetler⁸⁹⁵ haricindeki varlıkların Türkiye sınırları içerisinde olması veya varlık bir alacaksa alacağın borçlusunun Türkiye’de yerleşik olması zorunluluğu bulunmaktadır. Özellikle teminatların paraya çevrilmesini gerektiren durumlarda bu şartın varlığı önem kazanmaktadır. Nitekim, farklı hukuk düzenlerinde takip hukukuna ilişkin farklı hukuki rejimlere tabi olan varlıkların paraya çevrilmesi; borçlanma aracı sahiplerine sağlanan korumanın zayıflamasına, sürecin öngörülebilirliğinin azalmasına ve karmaşılaşmasına neden olacaktır. Bu nedenle, teminata konu varlıklar açısından anılan şartın getirilmiş olması isabetlidir.

TYS Tebliği m. 5/4’te ayrıca, varlıkların devrini veya üzerlerinde sınırlı ayni hak tesis edilmesini kısıtlayıcı yükümlülüklerin bulunmaması gerektiği belirtilmiştir. Bu hususun tebliğde açıkça belirtilmesine gerek bulunmamaktadır. Şöyle ki, TYS Tebliği m. 4/3’te belirtildiği üzere teminata konu varlıkların teminat yöneticisi lehine sağlanmasına ilişkin işlemler tamamlanmadan borçlanma araçlarının satışına başlanamayacağından, teminata konu varlıkların devredilmesi veya üzerlerinde sınırlı ayni hak tesis edilmesini engelleyen bir durum bulunması durumunda böylesi varlıklarla teminatlı ihraç gerekli işlemler tamamlanmadığından zaten gerçekleştirilemeyecektir.

⁸⁹⁵ Bunlar TYS Tebliği m. 5/1/c’de sayılanlardır.

TYS Tebliği m. 5/4'te belirtilen şartların varlığının sürekli olarak sağlanması gerekmeyip belirli bir anda gerçekleşmiş olması aranmıştır. Belirlenen bu an, teminata konu varlıkların teminat yöneticisine devredildiği veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis edildiği tarihtir. Bu durumda söz gelimi, bu tarihten sonra alacak hakkı borçlusunun Türkiye'de yerleşik kişi olma durumunun değişmesi herhangi bir etki etmeyecektir. Özellikle teminatlı ihraç edilen borçlanma aracının vadesinin uzun olduğu durumlarda, borçlanma araçları itfa edilmeden böylesi gelişmelerin yaşanması daha olasıdır. Bu durum, borçlanma araçlarının ihracı aşamasında borçlanma aracı sahipleri tarafından öngörülme-yen bazı olumsuzlukların ortaya çıkmasına sebep olabilir.

SPK, YYS Tebliği m. 5/3 uyarınca varlıkların niteliği ve likiditesi gibi özelliklerini dikkate alarak bunların çeşitlendirilmesini ve/veya değiştirilmesini talep etmeye, hangi oranda teminat olarak kabul edilebileceklerini belirlemeye ve bunların düzenli veya arızı olarak yeniden değerlemesinin yapılmasını talep etmeye yetkilidir. Bu hüküm dolayısıyla, teminata konu edilmek istenen varlık YYS Tebliği'nde belirtilen objektif nitelikleri sağlasa bile bu varlıkların teminata konu edilip edilemeyeceğine ilişkin son kararı SPK verecektir. SPK'nın sayılan yetkileri yalnızca ihraca ilişkin işlemler gerçekleştirilirken değil sürekli olarak mevcuttur. Bu nedenle, borçlanma aracının ihracından sonra da SPK anılan yetkilerini kullanabilecektir. Örneğin; yukarıda bahsi geçen, teminata konu alacağın borçlusunun sonradan Türkiye'de yerleşik kişi olma vasfını kaybetmesi durumunda SPK yapacağı değerlendirme sonucunda teminata konu varlığın değiştirilmesini veya çeşitlendirilmesini talep edebilecektir.

Teminata konu varlıkların TYS Tebliği'nde belirtilen nitelikleri eksiksiz olarak sağladığının belirli aralıklarla kontrol edilmesi gerektiği TYS Tebliği m. 7/2/ğ hükmünden anlaşılmaktadır. Buna göre, ihraççı veya teminat yöneticisinden hangisinin hangi aralıklarla ve hangi şekilde tespit edileceğinin TYS'de açıkça kararlaştırılması gerekmektedir.

c. Piyasa Değeri ve Değerleme

TYS Tebliği m. 5/5 hükmüne göre, teminata konu olabilecek varlıklardan belirli türde olanların piyasa değerinin, bu varlıklar teminat yöneticisine devredilmeden veya teminat yöneticisi lehine bu varlıklar üzerinde sınırlı ayni hak tesis edilmeden belirlenmesi gerekmektedir. Piyasa değerinin belirlenmesi, SPK'nın değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda değerlendirilmesi gereken varlıklar; alacaklar, her türlü kazanç ve iratlar, başka bir sicile kaydı öngörülme ve idari izin belgesi niteliğinde olmayan her türlü lisans ve ruhsatlar, kira gelirleri, kiracılık hakkı, makine ve teçhizat, araç, ekipman, alet, iş makinaları, elektronik haberleşme cihazları dâhil her türlü elektronik cihaz gibi menkul işletme tesisatı, ticari işletme veya esnaf işletmesi, taşınmazlar ve teminat yöneticisi lehine tesis edilecek sınırlı ayni haklardır. Bu kapsamda taşınmazların değerlemesi için iki farklı değerlendirme şirketinden alınacak raporlardaki değerlerden düşük olanının esas alınması gerekmektedir. Ayrıca, TYS Tebliği m. 5/2'de, teminata konu olacak taşınmazın üzerinde sınırlı ayni hak bulunması durumunda sınırlı ayni hakkın değerinin taşınmazın değerinden düşülmesi suretiyle taşınmazın arta kalan değerinin hesaplanması ve teminata konu olacak değer olarak bu değer dikkate alınması zorunluluğu belirtilmektedir.

TYS Tebliği m. 5/1’de sayılan diğer varlıkların değerlemeye konu olmasına gerek olmaması akla yatkındır zira bu varlıkların piyasa değerinin tespit edilebilmesi için ayrıca değerlendirilmesine gerek bulunmamaktadır. Ayrıca, YYS Tebliği m. 5/3 uyarınca SPK, varlıkların düzenli veya arızı olarak değerlemesinin yapılmasını talep edebilecektir. İlaveten, YYS’de teminata konu varlıkların vade içerisinde değerlendirilmesinin yapıp yapılmayacağının açıkça belirtilmesi gerektiği YYS Tebliği m. 7/2/h’de düzenlenmiştir. Bu kapsamda, teminata konu varlıkların açıklananlara ek olarak değerlendirilmesinin yapılması da YYS ile öngörülebilecektir.

3. Teminata Konu Varlıklara İlişkin Genel Esaslar

a. Devrin veya Sınırlı Ayni Hak Tesisinin Amacı

Teminata konu varlıkların teminat yöneticisine devrinin veya bunlar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesinin yalnızca borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin vadesinde yerine getirilmesi amacıyla yapılacağı YYS Tebliği m. 6/1’de vurgulanmıştır. Yükümlülüklerin vadesinde yerine getirilmesinden anlaşılması gereken, borcun gereği gibi ifa edilmesidir. İfa modalitelerine uygun olmayan bir ifa, ifa olarak tanımlanamaz.⁸⁹⁶ Bu nedenle, borcun hiç ifa edilmemesi kadar gereği gibi ifa edilmemesi de “borcun ifa edilmemesi” kapsamında değerlendirilmektedir.⁸⁹⁷ Bu nedenle, borçlanma aracından doğan yükümlülüklerinin hiç veya kısmen yerine getirilmemesi durumlarında, borç ilişkisinin ifa edilmemesi söz konusu olacaktır.⁸⁹⁸ Açıklananlar doğrultusunda devrin

⁸⁹⁶ Eren, F.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 23. Baskı, Ankara 2018, s. 932. Benzer şekilde bkz. Antalya, O.G.: Marmara Hukuk Yorumu - Borçlar Hukuku C. V/1, 3, ed. Osman Gökhan Antalya, 2. Baskı, Ankara 2019, par. 5-9.

⁸⁹⁷ Eren, Borçlar 18, s. 1053; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 3, c. V/1, 3, par. 988-991.

⁸⁹⁸ Borçlanma aracından doğan borç ilişkisinin ihlali; kusurlu imkânsızlık, temerrüt veya gereği gibi ifa etmeme şeklinde ortaya çıkabilecektir. Buna ilişkin bkz. Eren, Borçlar 18, s. 1053. Borç ilişkisinin

veya sınırlı aynı hak tesisinin amacının, borçlanma araçlarından doğan borçların ifasının güvence altına alınması olduğu söylenebilir.

b. Teminata Konu Varlıkların Teminat Yöneticisinin Malvarlığından Ayrılığı ve Ayrı İzlenmesi

SPKn m. 31/B/6 ve TYS Tebliği m. 6/1 uyarınca teminat yöneticisine devredilen veya teminat yöneticisi lehine üzerinde sınırlı aynı hak tesis edilen teminat konusu varlıklar teminat yöneticisinin malvarlığının bir parçası hâline gelmeyecek ve teminat yöneticisinin malvarlığından ayrı olarak izlenecektir. Teminata konu varlıkların teminat yöneticisinin malvarlığına dâhil olmamasının bir yansıması olarak SPKn m. 31/B/6 ve TYS Tebliği m. 6/1’de vurgulandığı üzere bu varlıklar, teminat yöneticisinin borçları nedeniyle kamu alacakları için olsa bile haciz, rehin, ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz konusu olamayıp iflas masasına dâhil edilemeyecektir. SPKn m. 31/B/6 hükmüne aykırılık hâlinde SPK, SPKn m. 31/B/9 hükmündeki atıf dolayısıyla SPKn m. 92/1, 92/3 hükümlerinde öngörülen tedbirleri alabilecektir.

Teminat yöneticisinin borçları dışındaki nedenlerle teminata konu varlıkların haczedilmesi, yok olması, kanuna dayanan bir işlem veya mahkeme kararı gereği teminat yöneticisinin mülkiyetinden çıkması, tedbir uygulanması durumunda aynı değerde yeni varlıkların üç iş günü içerisinde tesis edilmesi gerektiği TYS Tebliği m. 5/6’da düzenlenmiştir. Bu doğrultuda gerçekleşebilecek durumlara örnek olarak teminata konu taşınmazın kamulaştırılması gösterilebilir. Hükümden anlaşıldığı üzere, tesis edilen yeni varlıkların aynı değerde olması aranmış olup aynı türden olmasına

hükümlerine göre edimin tam ve doğru bir şekilde yerine getirilmemesi durumunda, borcun gereği gibi yerine getirilmemesi kapsamında “kötü ifa” söz konusu olacaktır. Bu kapsamda, borçlanma aracından doğan bir ödeme yükümlülüğünün kısmen yerine getirilmesi durumunda kötü ifa gündeme gelecek ve esasen “borcun ifa edilmemesi” durumu söz konusu olacaktır.

gerek bulunmamaktadır. Kullanılan “aynı değerde” ifadesinin ise yeni varlığın birebir aynı değerde olması gerektiği şeklinde değil, en az önceki varlık değerinde olması gerektiği şeklinde anlaşılması hükmün amacına uygun ve uygulanabilir olacaktır.

Teminata konu varlıklar teminat yöneticisine devredildiği veya bunlar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edildiği için, hakkın niteliği ne olursa olsun (mülkiyet, sınırlı ayni hak veya alacak hakkı) hak sahibi teminat yöneticisidir. Teminata konu varlıkların teminat yöneticisinin malvarlığından ayrılığının sağlanması ve teminat yöneticisinin borçları dolayısıyla teminata konu varlıklara el atılmasının önlenmesi bu varlıkların teminat yöneticisinin malvarlığından ayrıştırılabilir nitelikte izlenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu doğrultuda, TYS Tebliği m. 6/2’de bankalar, MKK ve diğer finansal kuruluşlar nezdinde tutulan teminata konu varlıklara ilişkin hesapların teminat yöneticisinin malvarlığı kapsamındaki hesaplardan ayrıştırılması gerekliliği vurgulanmaktadır. TYS Tebliği m. 6/3’te ise teminata konu varlıklar için teminat yöneticisi tarafından bankalar nezdinde açtırılacak hesaplara ilişkin bankadan alınması gereken onay düzenlenmektedir.

c. Varlıklara İlişkin Giderler

Teminata konu varlıkların teminat yöneticisi tarafından idaresi, korunması, satışı gibi işlemler için yapılacak vergi dâhil giderlerin teminata konu varlıklardan karşılanamayacağı TYS Tebliği m. 6/4’te vurgulanmıştır. Bu kapsamda giderlerin kim tarafından karşılanacağını TYS’de açıkça kararlaştırılması gerektiği TYS Tebliği m. 7/2/e’de belirtilmiştir. İlgili özel düzenlemeler nedeniyle teminata konu varlıklara ilişkin giderlerin teminata konu varlıklardan karşılanmasının zorunlu

olması durumunda, kesinti yapılan tutarların ihraççı tarafından üç iş günü içerisinde karşılanması ve bu hususun TYS’de yer alması gereklilikleri TYS Tebliği m. 6/4’te düzenlenmiştir.

d. Varlıkların Gerekli Nitelikleri Taşıdığının Kontrolü

Teminata konu varlıkların TYS Tebliği’nde veya izahname ya da ihraç belgesinde belirtilen nitelikleri taşıyıp taşımadığının teminat yöneticisi tarafından kontrol edilmesi gerekliliği TYS Tebliği m. 11/3’te ifadesini bulmuştur. Söz konusu kontrolün teminat tesisi sırasında gerçekleştirilmesi gerektiği gibi gerekli nitelikleri daha sonradan kaybeden varlıkların tespit edilmesi durumunda teminat yöneticisi bunların gerekli nitelikleri taşıyan varlıklarla değiştirilmesini ihraççıdan talep etmekle yükümlüdür. Hükümde, bu değişimin beş iş günü içerisinde gerçekleştirilmesi gerektiğinin altı çizilmiştir.

III. TEMİNAT YÖNETİM SÖZLEŞMESİ

A. Teminat Yönetim Sözleşmesinin Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme

Niteliği

Teminat yönetim sözleşmesi, isimli⁸⁹⁹ ve tipik⁹⁰⁰ bir borç sözleşmesi⁹⁰¹ olup üçüncü kişi yararına sözleşme niteliği taşımaktadır. Kural olarak, bir borç sözleşmesi yalnızca sözleşmenin tarafları açısından hukuki sonuç doğurur ve yalnızca sözleşmenin tarafları arasında bir menfaat ilişkisi meydana getirir.⁹⁰² Bu durum, borç ilişkisinin kural olarak nisbi nitelik taşımasının bir yansımasıdır.⁹⁰³ Ancak, sözleşme kurulurken sözleşmenin tarafları ifanın üçüncü kişiye yapılmasını yani sözleşmeye taraf olmayan üçüncü bir kişi yararına bir edim kararlaştırmışlarsa bu durumda üçüncü kişi yararına sözleşme söz konusu olur.⁹⁰⁴ Üçüncü kişi yararına sözleşmenin

⁸⁹⁹ Sözleşmelerin kanunda düzenlenmiş olup olmadıklarına göre yapılan ayırmda, unsurları ve unsurlarının bir araya geliş tarzı kanunda açık olarak düzenlenmiş sözleşmeler “isimli sözleşme” olarak adlandırılmaktadır. Kanunda ismen belirtilmekle birlikte esaslı unsurları düzenlenmemişse bir sözleşmeyi isimli sözleşme olarak nitelendirmek mümkün değildir. Buna ilişkin bkz. Kuntalp, E.: Karışık Muhtevalı Akit, 2. Baskı, Ankara 2013, s. 1, 3-4; Oktay, S.: *İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşluklarının Tamamlanması*, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 1996, C. 55, S. 1-2, s. 263-265. Oktay, bir sözleşmeyi isimli sözleşme olarak nitelendirmek için isminin belirtilmesine gerek olmadığını, sözleşmenin esaslı unsurlarının kanunda düzenlenmesinin gerekli ve yeterli olduğunu vurgulamaktadır. TYS, SPKn m. 31/B ve TSY Tebliği’nde ismi belirtilerek esaslı unsurları ile detaylı düzenleme konusu olan bir sözleşme olduğundan isimli bir sözleşmedir.

⁹⁰⁰ Kanun veya uygulama tarafından tipleştirilen sözleşmeler “tipik sözleşme” olarak adlandırılmaktadır. Bu ayırım sözleşmenin kanunda düzenlenip düzenlenmemesini esas alan isimli-isimsiz sözleşme ayırımından farklı olup, kanunda düzenlenmeyen sözleşmelerin de tipik sözleşme olması mümkündür. Kuntalp, Karışık Muhtevalı, s. 7. Bu bakımdan TYS, kanun tarafından tipleştirilen bir sözleşme örneğidir. Tipik sözleşmenin isimli sözleşme ile eş anlamlı kullanımına ilişkin ayrıca bkz. Eren, Borçlar 17, s. 207.

⁹⁰¹ Borç sözleşmesi kavramına ilişkin bkz. Eren, Borçlar 17, s. 206.

⁹⁰² Çilenti Konuralp, A.: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020, s. 5; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §2 26. Benzer yönde bkz. Oğuzman, M.K. ve Öz, M.T.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler C. 1, 18. Baskı, İstanbul 2020, par. 73; Kartal, D.B.: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2021, s. 5. Ayrıca bkz. Akyol, Ş.: Tam Üçüncü Şahıs Yararına Sözleşme, İstanbul 2008, s. 1-8; Öz, T.: *TBK m. 129*, içinde İstanbul Şerhi: Türk Borçlar Kanunu, ed. Turgut Öz vd., 3. Baskı, İstanbul 2019, par. 1.

⁹⁰³ Bu yönde bkz. Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §2 23; Oğuzman, M.K. ve Öz, M.T.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler C. 2, 13. Baskı, İstanbul 2017, par. 1247; Aslan, Y.C.: Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020, s. 47-48; Çilenti Konuralp, s. 7-9.

⁹⁰⁴ Eren, F. ve Dönmez, Ü.: Eren Borçlar Hukuku Şerhi C. III, Ankara 2022, par. m. 129-130 1; Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 858; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1249, 1256; Çilenti Konuralp, s. 5-6; Aslan, s. 45; Öz, 129, par. 1; Kartal, s. 5.

taraflarından üçüncü kişi yararına edimin borçlusu “vaat eden”; vaat edene üçüncü kişi yararına edimde bulunmayı kabul ettiren, sözleşmenin diğer tarafı “vaat ettiren”, sözleşmeye taraf olmadığı hâlde lehine edim taahhüdünde bulunulan üçüncü kişi ise “lehtar” ya da “yararlanan” olarak isimlendirilmektedir.⁹⁰⁵ Üçüncü kişi yararına kararlaştırılan edim her türden olabilir.⁹⁰⁶

Açıklananlar doğrultusunda TYS’nin üçüncü kişi yararına bir sözleşme olduğu konusunda şüphe bulunmamaktadır. Nitekim, TYS’nin temel fonksiyonu sözleşmeye taraf olmayan borçlanma aracı sahiplerinin ilgili borçlanma araçlarından doğan alacaklarının teminatla güvence altına alınmasıdır. Bu kapsamda, ihraççı vaat ettiren teminat yöneticisi ise vaat eden konumundadır. Teminatlı ihraç edilen borçlanma aracının sahipleri de lehlerine TYS’de edim taahhüt edildiğinden lehtar olarak değerlendirileceklerdir. Teminat yöneticisinin TYS kapsamındaki yükümlülüklerinin birçoğu esasında borçlanma aracı sahipleri lehine taahhüt edilmiş edimlerdir. Bu edimler verme, yapma ve yapmama olmak üzere her türden ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi sonucu elde edilen miktarın borçlanma aracı sahiplerine dağıtılması verme, teminata konu varlıkların korunması ve işletilmesi yapma, teminat yöneticisinin TYS kapsamında

⁹⁰⁵ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 1-2; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1251; Çilenti Konuralp, s. 87-90; Öz, 129, par. 2. “Vaat eden” yerine “borçlu”, “vaat ettiren” yerine “alacaklı” ve “lehtar” yerine “üçüncü kişi” terimlerini kullanmayı benimseyen yaklaşım için bkz. Akyol, s. 9; Aslan, s. 56. Benzer doğrultuda bkz. Kartal, s. 38. Anılan kullanımlar, TBK m. 129 hükmündeki kullanımlarla uyumlu olsa da üçüncü kişi yararına sözleşme bağlamındaki ilişkileri daha açık seçik nitelemesi bakımından çalışma kapsamında “vaat eden”, “vaat ettiren” ve “lehtar” deyimleri tercih edilmiştir.

⁹⁰⁶ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 6; Öz, 129, par. 12; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1291; Kartal, s. 10. Benzer yönde bkz. Akyol, s. 12-13. Bu kapsamda; üçüncü kişi lehine taahhüt edilen edim verme, yapma veya yapmama edimleri olabilir.

üstlendiği görevler dolayısıyla elde ettiği bilgileri menfaat amacıyla kullanamaması ise yapmama edimleridir.⁹⁰⁷

TYS kapsamında borçlanma aracı sahipleri lehine edim taahhüt edilmiş olduğu aşikâr olmakla birlikte yine YYS ile lehine edim taahhüdünde bulunulmuş bir başka lehtardan söz etmek de mümkündür. Nitekim, teminata konu varlığın ihraççı dışındaki bir üçüncü kişi tarafından sağlandığı durumda söz konusu üçüncü kişi teminat veren lehine de YYS’de edim taahhütleri bulunacaktır. Nitekim; tam iade, kısmi iade veya arta kalan değerin iadesi⁹⁰⁸ ya da teminata konu malvarlığı unsurlarının idaresi edimleri YYS’nin tarafı olmayan üçüncü kişi teminat veren lehinedir. Dolayısıyla, üçüncü kişi teminat verenin de üçüncü kişi yararına sözleşme niteliğinde olan YYS kapsamında lehtar olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Ancak, borçlanma aracı sahiplerinden farklı olarak üçüncü kişi teminat verenin lehtarlığı ancak teminata konu malvarlığı unsurlarının ihraççı dışındaki üçüncü bir kişi tarafından sağlanması durumunda söz konusu olacaktır.

Üçüncü kişi yararına sözleşme çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılabilir.⁹⁰⁹ Bu sınıflandırmalardan en öne çıkanı, sözleşmeden yararlanan üçüncü kişinin sözleşme dolayısıyla bir alacak hakkı elde edip etmemesine göre yapılan, tam – eksik üçüncü kişi yarına sözleşme ayrımıdır. Tam üçüncü kişi yararına sözleşmede lehtar, lehine taahhüt edilen edimin ifasını bağımsız olarak vaat edenden talep yetkisine ve bu kapsamda doğrudan doğruya ve aslen bir alacak hakkına sahip olmaktadır.⁹¹⁰ Tam

⁹⁰⁷ Teminat yöneticisinin anılan yükümlülükleri için bkz. §5.III.C.3.e Teminat Yöneticisinin Yükümlülükleri.

⁹⁰⁸ Anılan iade yükümlülüklerine ilişkin bkz. §5.III.C.2.b.i İhraççının Hakları.

⁹⁰⁹ Çeşitli sınıflandırmalar için bkz. Çilenti Konuralp, s. 26-47; Aslan, s. 73-110.

⁹¹⁰ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 17; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1258; Kocayusufoğlu, c. 1, par. §2 29; Çilenti Konuralp, s. 35; Aslan, s. 75; Akyol, s. 10. Tam üçüncü kişi yararına sözleşmeyi ifade etmek için “gerçek üçüncü kişi lehine

üçüncü kişi yararına sözleşmede vaat eden söz konusu edimi ifa etmeyi hem vaat ettirene hem de lehtara karşı borçlanmış olmaktadır.⁹¹¹ Eksik üçüncü kişi yararına sözleşmede ise lehtar edimin ifasını bizzat talep edememekte, sözleşmeden yalnızca vaat ettiren lehine bir alacak hakkı doğmaktadır.⁹¹² Lehtarın alacak hakkı bulunmadığından vaat eden, yalnızca vaat ettirene karşı bir borç altına girmektedir.⁹¹³ Her ne kadar lehtarın alacak hakkı bulunmasa da vaat ettirenin alacak hakkı, ifanın lehtara yapılması doğrultusundadır.⁹¹⁴ Bu nedenle, eksik üçüncü kişi yararına sözleşmenin bir ifa modalitesinden ibaret olduğu belirtilmektedir.⁹¹⁵

Bir üçüncü kişi yararına sözleşmenin ne zaman tam ne zamansa eksik üçüncü kişi yararına sözleşme olduğunun yani lehtarın ne zaman bağımsız bir alacak hakkına sahip olup ne zaman olmadığının nasıl tespit edileceğinin belirlenmesi önemlidir. Bu doğrultuda hareket noktasını üçüncü kişi yararına sözleşmeyi konu alan TBK m. 129 oluşturmaktadır. TBK m. 129/1’de sözleşmenin taraflarından birinin sözleşmeye üçüncü kişi yararına bir edim yükümlülüğü koydurmuşsa edimin ifasının üçüncü kişiye gerçekleştirilmesini isteyebileceği belirtilmiştir. Bu hüküm eksik

sözleşme”, “üçüncü kişi yararına hak veren sözleşme” gibi kavramlar da kullanılmaktadır. Buna ilişkin bkz. Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 17; Akyol, s. 10; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §2 29-30.

⁹¹¹ Çilenti Konuralp, s. 35. Dolayısıyla vaat ettiren de lehtarın yanında bağımsız bir alacak hakkına sahip olmaktadır. Çilenti Konuralp, s. 87-88. Bu yönde ayrıca bkz. Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1307-1308; Kartal, s. 52. Ancak, irade özgürlüğü kapsamında vaat ettirenin alacak hakkı sahibi olmayıp münhasıran lehtarın alacak hakkı sahibi olacağı durumların ortaya çıkmasının mümkün olduğu ve bu türdeki sözleşmelerin “münhasır tam üçüncü kişi yararına sözleşme” olarak isimlendirilmesine ilişkin bkz. Akyol, s. 11.

⁹¹² Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 1239-130 12-13; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1258-1259; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §2 28; Çilenti Konuralp, s. 36; Akyol, s. 10; Aslan, s. 73; Kartal, s. 51. Eksik üçüncü kişi yararına sözleşmeyi ifade etmek için “olağan üçüncü kişi yararına sözleşme”, “yetki veren üçüncü kişi yararına sözleşme”, “basit üçüncü şahıs yararına sözleşme”, “gerçek olmayan (eksik) üçüncü kişi lehine sözleşme” gibi kavramlar da kullanılmaktadır. Buna ilişkin bkz. Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 12; Akyol, s. 10; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §2 28; Aslan, s. 73.

⁹¹³ Çilenti Konuralp, s. 36.

⁹¹⁴ Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1259; Çilenti Konuralp, s. 37, 39; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 13, 15; Aslan, s. 74.

⁹¹⁵ Çilenti Konuralp, s. 37.

üçüncü kişi yararına sözleşme kurumunun yasal dayanağı olarak değerlendirilmektedir.⁹¹⁶ Üçüncü kişi veya üçüncü kişiye halef olanların tarafların amacına veya örf ve âdete uygun düşmek koşuluyla edimin ifasını talep edebilecekleri TBK m. 129/2’de düzenlenmiştir. Bu hükümle özünde tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin ne zaman söz konusu olacağı belirtilmiş ve dolayısıyla eksik üçüncü kişi yararına sözleşmenin kural, tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin ise istisna olduğu bir sistem benimsenmiştir.⁹¹⁷ İfanın üçüncü kişiye yapılmasının kararlaştırıldığı bir sözleşmede lehtarın alacak hakkına sahip olması ya TBK m. 129/2’de belirtildiği üzere tarafların amaçlarının veya örf âdetin⁹¹⁸ bu yönde olmasına ya da bu yönde bir kanun hükmü olmasına bağlıdır.⁹¹⁹

TYS’nin üçüncü kişi yararına bir sözleşme olduğu belirlendikten sonra tam üçüncü kişi yararına bir sözleşme mi yoksa eksik üçüncü kişi yararına sözleşme mi olduğunun belirlenmesi elzemdir. Böylelikle lehtar konumundaki borçlanma aracı

⁹¹⁶ Bu yönde bkz. Çilenti Konuralp, s. 37; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 12-13; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1263; Aslan, s. 74. Çilenti Konuralp, ayrıca şahsen ifanın zorunlu olmadığını düzenleyen TBK m. 83 hükmünün de bir diğer yasal dayanak olduğunu belirtmekle birlikte eksik üçüncü kişi yararına sözleşmenin kanunda ayrıca düzenlenmemiş olsaydı bile sözleşme serbestisinin bir yansıması olarak uygulanabilir olduğunu vurgulamaktadır.

⁹¹⁷ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 17-18;

Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, par. §2 31; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1263-1264; Kartal, s. 53.

⁹¹⁸ Burada örf ve âdet ile kastedilenin örf ve âdet hukuku olmayıp iş (alış-veriş) hayatındaki alışkanlıklar ve âdetler olduğu yönünde bkz. Tekinay, S.S.: Borçlar Hukuku, 3. Baskı, İstanbul 1974, s. 182; Kocayusufpaşaoğlu, c. 1, n. §2 37. Örf ve âdet kavramının yanlış çeviri sonucu benimsendiği, burada kullanılması gereken kavramın “teamül” olduğu yönünde bkz. Akyol, s. 21. Örf ve âdet ile kastedilenin “iş çevresindeki teamüller” olduğu yönünde bkz. Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 20.

⁹¹⁹ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 19; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1269; Akyol, s. 21; Çilenti Konuralp, s. 41-42; Öz, 129, par. 24; Kartal, s. 54. Kartal, bu üç duruma ek olarak sözleşmede boşluk bulunan hâllerde sözleşme boşluğunun tamamlanması suretiyle de tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin varlığından söz edilebileceğini belirtmektedir. Ancak, bu husus TBK m. 129/2’de belirtilmediği gibi ayrıca bir kanuni düzenlemenin de konusu değildir. Bu nedenle, sözleşmenin tamamlanması yoluyla tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin varlığının tespiti olsa olsa TBK m. 129/2’de belirtilen “tarafların amacı” kapsamında değerlendirilebilir ve sözleşmenin tamamlanması suretiyle tarafların farazi amacına ulaşılması suretiyle tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin gündeme gelebileceği şeklinde ele alınabilir. Anılan görüş için bkz. Kartal, s. 76-82.

sahipleri ile üçüncü kişi teminat verenin TYS dolayısıyla bir alacak hakkına sahip olup olmadığı ortaya konacaktır. TYS'nin tam üçüncü kişi yararına sözleşme olarak değerlendirilebilmesi için ya tarafların amaçlarının ya örf ve âdetin ya da bir kanun hükmünün⁹²⁰ TYS bağlamında lehtar konumunda olanlara alacak hakkı sağlar yönde olmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu kapsamda, öncelikle bu yönde emredici bir kanun hükmünün olup olmadığına bakılması, böylesi bir hüküm yoksa tarafların amacının ortaya konulması, tarafların lehtarlara alacak hakkı sağlamak ya da sağlamamak yönündeki iradeleri tespit edilemiyorsa da bu yönde bir örf ve âdetin bulunup bulunmadığının kontrol edilmesi gerekmektedir.

Kanun hükmü ile lehtarın alacak hakkına sahip olacağı belirlemesinin yapılmış olması durumunda, kural olarak tarafların aksini kararlaştırması bir sonuç doğurmaz. Tarafların amaçları ile kanun hükmünden sapmaları, ancak ilgili kanun hükmü bunun aksinin taraflarca belirlenebileceğini düzenlemişse mümkün olacaktır.⁹²¹ Her ne kadar teminat yöneticisinin yükümlülükleri ayrıntılı şekilde düzenlenmiş ve lehtarlar lehine edim yükümlülükleri belirtilmiş bulunsa da ne SPKn m. 31/B hükmünde ne de TYS Tebliği hükümlerinde lehtar konumunda olan borçlanma aracı sahipleri ile üçüncü kişi teminat verenin TYS dolayısıyla alacak hakkı sahibi olduğuna ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır.

Tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin varlığı, bu kapsamda tarafların amacının (iradelerinin) açık şekilde dışa vurulması sonucu belirlenebileceği gibi

⁹²⁰ Her ne kadar “kanunda düzenlenmiş” tam üçüncü kişi yararına sözleşmelere örnek olarak verilen örnekler ekseriyetle teknik anlamda “kanun” maddelerine dayandırılan sözleşmeler olsa da burada kullanılan “kanun” ifadesinin “mevzuat” olarak anlaşılması ve ikincil düzenlemeleri de kapsamına alır şekilde değerlendirilmesi uygun olacaktır. Bahsedilen örnekler için bkz. Öz, 129, par. 28; Çilenti Konuralp, s. 42; Akyol, s. 40-46; Aslan, s. 76-77; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1270-1273; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 21; Kartal, s. 55-66.

⁹²¹ Öz, 129, par. 27. Bu yönde ayrıca bkz. Kartal, s. 54.

yorum faaliyetiyle tarafların örtülü iradelerinin ortaya çıkartılması yöntemiyle de tespit edilebilir.⁹²² Elbette sözleşme özgürlüğü kapsamında taraflar bu yönde açık bir belirleme yapabileceklerdir ve SPKn m. 31/B ile TYS Tebliği hükümleri böylesi bir belirlemeyi yasaklamamaktadır. Nitekim, TYS Tebliği m. 7’de TYS’nin içermesi gereken hususlar ve asgari içeriği belirtilmiş ancak bunlar haricinde hükümlere yer verilmesi yasaklanmamıştır. Ancak, tarafların böylesi bir belirlemeyi açıkça yapmadığı ve SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği’ndeki asgari nitelikleri sağlayan herhangi bir TYS bakımından yorum faaliyetiyle tarafların örtülü iradelerinin lehtarlar alacak hakkı sağlamak olduğu söylenebilir. Bu noktada, lehtarın menfaatinin, lehtarın lehine olan edim ile çok sıkı bir ilişki içerisinde olduğu durumlarda tarafların iradelerinin yorumlanması suretiyle tam üçüncü kişi yararına sözleşmenin varlığına işaret ettiği belirtilmektedir.⁹²³ Anılan çok sıkı ilişkinin varlığının mevcut olduğu hâllerden bir tanesi olarak doğrudan lehtarın bir ihtiyacını karşılamak için yapılmış sözleşmeler gösterilmektedir.⁹²⁴ TYS’de lehtar olarak borçlanma aracı sahiplerinin menfaati ile edimler arasında bu şekilde çok sıkı ilişki varlığının mevcut olduğu düşünülebilir.

Taraf iradelerinin değerlendirilmesinde sözleşmenin amacı da bir ölçüt olarak gündeme gelmektedir.⁹²⁵ Bu bağlamda, vaat ettirenin lehtara daha güvenceli bir hukuki durum oluşturmak için taraf olduğu sözleşmelerin amaçları dolayısıyla tam üçüncü kişi yararına sözleşme olarak değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir.⁹²⁶ TYS’nin temel amacının ihraççının borçlanma aracından doğan ödeme

⁹²² Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 19; Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1265; Akyol, s. 22-23; Çilenti Konuralp, s. 43; Kartal, s. 66-67.

⁹²³ Çilenti Konuralp, s. 44.

⁹²⁴ Çilenti Konuralp, s. 45.

⁹²⁵ Çilenti Konuralp, s. 45-46. Bu yönde ayrıca bkz. Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 19; Akyol, s. 27.

⁹²⁶ Çilenti Konuralp, s. 46.

yükümlülüklerinin teminatla güvence altına alınması suretiyle borçlanma aracı sahiplerine koruma sağlanması olduğu göz önünde bulundurulduğunda borçlanma aracı sahiplerinin TYS kapsamında alacak hakkına sahip olduğu sonucuna varılabilir.

Tarafların amacı kapsamında tam üçüncü kişi yararına sözleşme olduğu genel olarak kabul edilen çeşitli örnekler bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi hem borçlanma aracı sahiplerinin hem de üçüncü kişi teminat verenlerin alacak hakkına sahip olduğuna işaret eder niteliktedir. Buna göre, lehtarın banka hesabına para yatırılması şeklinde bir edimi içeren sözleşmenin tarafların amacı dolayısıyla tam üçüncü kişi yararına sözleşme olacağı kabul edilmektedir.⁹²⁷ Ayrıca, üçüncü kişi teminat verenin kısmi iade kapsamında gündeme gelen talep (alacak) hakkının kabulü de TYS kapsamında üçüncü kişi teminat verenin alacak hakkına sahip olduğuna işaret eder niteliktedir.

Örf ve âdetin lehtara alacak hakkı tanındığının kabul edilmesi yönündeki etkisi, ancak yorumla tarafların amacının belirlenemediği hâllerle sınırlıdır.⁹²⁸ Tarafların amacının açıklandığı şekilde belirlenmesi dolayısıyla örf ve âdetin ne olduğunun belirlenmesi TYS kapsamında bir etki yapmayacaktır. Kaldı ki TYS kapsamında lehtarların alacak hakkı sahibi olması doğrultusunda değerlendirilebilecek herhangi bir örf ve âdet de tespit edilememiştir. Bir sözleşmenin hayatın olağan akışı gereği lehtara alacak hakkı kazandıracak nitelikte olması da örf ve âdet altında değerlendirilmiştir.⁹²⁹

⁹²⁷ Oğuzman ve Öz, Borçlar II, c. 2, par. 1266. Bu yönde ayrıca bkz. Kartal, s. 71.

⁹²⁸ Öz, 129, par. 26.

⁹²⁹ Çilenti Konuralp, s. 47.

Tam üçüncü kişi yararına sözleşmede lehtarın sahip olduğu alacak hakkı, hak sahibinin hukuk alanında bağımsız bir hak olarak doğrudan doğruya doğar ve lehtar söz konusu alacak hakkını aslen kazanır.⁹³⁰ Hem borçlanma aracı sahiplerinin hem de üçüncü kişi teminat verenin TYS kapsamında sahip olduğu alacak hakkı bu anlamda hak sahipleri tarafından bağımsız bir hak olarak aslen kazanılmaktadır.

B. TYS'ye İlişkin Genel Esaslar

1. TYS'nin Şekli

SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 7/1'de TYS'nin yazılı şekilde yapılması gerektiği vurgulanmıştır.⁹³¹ TBK m. 12/2'de kanunda sözleşmeler için öngörülen şekil şartının kural olarak geçerlilik şartı olduğu belirtilmiş ve buna aykırılık durumunda sözleşmelerin hüküm doğurmayacağı belirtilmiştir. Bu nedenle, TYS'nin yazılı şekilde⁹³² yapılması bir geçerlilik şartıdır.⁹³³ Yazılı şekil şartına uyulmadan yapılan TYS'ler kesin hükümsüz olacaktır.⁹³⁴

⁹³⁰ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m. 129-130 33. Bu yönde ayrıca bkz. Akyol, s. 177-178, 180; Kartal, s. 173.

⁹³¹ Teminat yöneticisinin görev ve yetkilerinin niteliği dolayısıyla TYS'nin resmi şekilde, noterde re'sen düzenlenmesinin uygun olduğu yönünde bkz. Karacan, Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, s. 415. Re'sen düzenleme yöntemine ilişkin bkz. Özbilen, A.B.: Sözleşmelerin Şekli ve Şekil Yönünden Hükümsüzlüğü, İstanbul 2016, s. 117-119.

⁹³² Yazılı şeklin unsurlarına ilişkin bkz. Kocayusufoğlu, c. 1, par. §26 1-35; Eren, Borçlar 17, s. 288-297; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 113-121; Özbilen, s. 56-103.

⁹³³ Kanunda aksi belirtilmedikçe yazılı şekil şartının geçerlilik şartı olduğuna ilişkin bkz. Özbilen, s. 45.

⁹³⁴ Öğreti ve Yargıtay kararlarındaki baskın görüş, TBK m. 12/2'deki "hüküm doğurmaz" ifadesinden anlaşılması gereken kesin hükümsüzlük yaptırımı olması gerektiğidir. Buna ilişkin bkz. Özbilen, s. 177-181, 198. Bu konudaki yokluk, iptal edilebilirlik ve kendine özgü hükümsüzlük görüşleri başta olmak üzere diğer yaklaşımlar için bkz. Özbilen, s. 181-198. Ayrıca bkz. Eren, Borçlar 17, s. 305-310; Kocayusufoğlu, c. 1, par. §29 2-7; Akman, Burcuoğlu, ve Altop, s. 100-101.

Usulüne göre hazırlanmış ve taraflarca imzalanmış TYS'nin veya TYS taslağının teminatlı ihraç tavanına⁹³⁵ ilişkin belgelerle birlikte SPK'ya iletilmesi gerektiği TYS Tebliği m. 8/1 ve 8/3 hükümlerinde belirtilmiştir.

2. Tertip İhraçlarında TYS

TYS'nin, ihraç tavanının tamamını kapsayacak şekilde tek seferde yapılması mümkün olduğu gibi ihraç tavanı içerisinde gerçekleştirilecek tertip ihraçları için ayrı ayrı da yapılabileceği TYS Tebliği m. 8/1-3 hükümlerinden anlaşılmaktadır. TYS'nin ihraç tavanının tamamını kapsayacak şekilde hazırlanması durumunda, teminata konu varlıkların hangi tertibe, hangi oranda ve miktarda özgülendiğinin açıkça belirtilmesi suretiyle ihraç tavanı kapsamındaki her bir tertip için net bir şekilde ayrıştırılması gerekliliği TYS Tebliği m. 8/2'de düzenlenmiştir. Yurt içinde halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlarda, ihraç tavanının tamamı için tek TYS akdedilmesi durumunda her bir tertip ihracında SPK'ya ayrıca başvurulmasının gerek olmadığı TYS Tebliği m. 8/1'de belirtilmiştir.

İhraç tavanı kapsamındaki farklı tertipler için ayrı ayrı TYS'ler imzalanması da mümkündür. Bu durumda, ihraç tavanı başvurusunda hazırlanan TYS taslağının SPK'ya sunulması TYS Tebliği m. 8/3'te yeterli görülmüştür. Usulüne göre hazırlanmış ve imzalanmış TYS, her bir tertip ihracından önce tertip ihracına ilişkin belgelerle birlikte SPK'ya iletilecektir. Aynı varlıkların aynı ihraç tavanı kapsamında farklı tertiplerdeki borçlanma araçları için teminat olması durumunda, hangi varlığın

⁹³⁵ Bkz. §5.II.C Teminatlı İhraç Süreci.

hangi tertibe hangi oranda ve miktarda özgülendiğinin ilgili TYS’lerde açıkça belirtilmesi gerekmektedir.

Tebliğ’de açıkça düzenlenmemekle birlikte, aynı ihraç tavanı içerisinde gerçekleştirilecek farklı tertip borçlanma aracı ihraçlarında birden çok tertip ihracını kapsayan ancak ihraç tavanının tamamını kapsamayan şekilde TYS akdedilmesinin de mümkün olduğu kabul edilmelidir. Bu durumda, ihraç tavanına ilişkin belgelerle birlikte TYS taslağı SPK’ya sunulacak, aynı TYS kapsamında ihraç edilecek tertiplerden ilkinе ilişkin belgelerle birlikte birden çok tertibi kapsayacak TYS’nin SPK’ya sunulması gerekecektir.

3. TYS’de Değişiklik Yapılması

SPKn m. 31/B ve TYS Tebliğı kapsamında teminatlı olarak ihraç edilen borçlanma araçlarına ilişkin TYS’de sonradan değişiklik yapılabilmesi mümkündür.⁹³⁶ Ancak, yapılacak değişikliğin borçlanma aracı sahiplerinin borçlanma araçlarından doğan alacaklarını tam ve zamanında almalarını etkileyecek nitelikteki değişikliklerin yapılabilmesi için bu yönde bir BASK kararı alınması zorunluluğu TYS Tebliğı m. 8/4’te öngörülmüştür.⁹³⁷ Hükümde hangi tür BASK’ın gündeme geleceğı belirtilmemiş olsa da alınması gereken karar bir Tertip BASK kararıdır.⁹³⁸ Bu

⁹³⁶ TYS Tebliğı’nde belirtilmemekle birlikte TYS’de yapılacak değişiklikler için SPK onayının aranacağı yönünde bkz. Balkan, s. 62. Yazar, bunun gerekçesi olarak TYS’nin “resmi onaya tabi tutulmuş bir sözleşme” olduğunu belirtmiştir. Ancak TYS, resmi onaya tabi olan bir sözleşme olmadığı gibi yapılacak herhangi bir değişiklikte de SPK’nın onayı gerekmeyecektir.

⁹³⁷ Anılan hükümde, izahname veya ihraç belgesinde yatırımcıların borçlanma araçlarından doğan alacaklarını tam ve zamanında almalarını etkileyecek nitelikteki değişiklikler için de BASK kararı alınması gerektiğı vurgulanmıştır. Ancak bu durum esasen BASK Tebliğı m. 3/1/k ve 4/1 hükümlerinde belirtilen “yatırımcıların yatırım kararını etkileyecek nitelikteki” değişiklik olacağından, BASK Tebliğı hükümleri kapsamında Tertip BASK kararı alınması gerekecektir. Bu nedenle, TYS Tebliğı m. 8/4’te izahname veya ihraç belgesindeki değişiklikler için BASK kararının gerekecek olmasının belirtilmesi isabetsizdir zira bu konu SPKn m. 31/B ve TYS Tebliğı’ne yabancısıdır.

⁹³⁸ Tertip BASK’a ve Tertip BASK kararlarına ilişkin §4.II Tertip BASK.

hükümden çıkartılacak bir diğer sonuç ise borçlanma aracı sahiplerinin borçlanma araçlarından doğan alacaklarını tam ve zamanında almasını etkilemeyecek nitelikte TYS’de yapılacak değişiklikler için herhangi bir BASK kararına ihtiyaç duyulmayacaktır. Örneğin, TYS Tebliği m. 7/2/f uyarınca teminat yöneticisine ödenecek ücretin TYS’de belirtilmesi gerekeceğinden, bu kapsamda teminat yöneticisinin alacağı ücretin dönem içerisinde taksitler hâlinde ödenmesine ilişkin TYS hükmünün ücretin dönem sonunda tek seferde ödenmesini öngörecektir şekilde değiştirilmesi durumunda herhangi bir BASK kararına ihtiyaç duyulmayacaktır.

TYS’ye ilişkin TYS Tebliği’nde hüküm bulunmayan hâllerde mahiyetine uygun düştüğü ölçüde SPK’nın diğer düzenlemeleri ile genel hükümlerin kıyasen uygulanacağı TYS Tebliği m. 8/5’te belirtilmiştir. Ancak bu hüküm çeşitli açılardan sorunludur. Nitekim, TYS’de hüküm olmayan hâllerde genel hükümlerin kıyasen uygulanacağının ifade edilmesi doğru değildir. Bir borç sözleşmesi olan TYS’ye başta TBK hükümleri olmak üzere genel hükümler kıyasen değil doğrudan uygulanacaktır. Örneğin, TYS Tebliği m. 7/1’de TYS’nin yalnızca yazılı şekilde yapılacağı belirtilmiş ancak yazılı şekle ilişkin herhangi bir detay verilmemiştir. Yazılı şeklin unsurları, TYS’de sonradan yapılacak değişikliklerin şekli gibi hususlarda TYS’de hüküm bulunmamaktadır. Bu durumda hiç şüphesiz TBK m. 12 vd. şekle ilişkin hükümler kıyasen değil doğrudan uygulama alanı bulacaktır.

C. Tarafları

1. Tarafların Belirlenmesi

Teminat yönetim sözleşmesinin tarafları, SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 7/1’de belirtildiği üzere borçlanma aracı ihraççısı ile teminat yöneticisidir.⁹³⁹

2. İhraççı

a. Genel Olarak

SPKn m. 3/1/h’deki ihraççı tanımıyla uyumlu şekilde ancak daha dar kapsamlı olarak TYS Tebliği m. 3/1/e’de ihraççı, TYS Tebliği’nde tanımlanan sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere SPK’ya başvuruda bulunan veya TYS Tebliği’nde tanımlanan sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişi olarak tanımlanmıştır. TYS Tebliği’ndeki sermaye piyasası aracı tanımından hareketle; teminat yönetim sözleşmesinin tarafı olarak ihraççının, borçlanma aracı ihraççısı olarak anlaşılması gerekmektedir.⁹⁴⁰

⁹³⁹ Bu yönde bkz. Balkan, s. 70. Karacan, üçüncü kişi teminat verenin TYS’ye taraf olması veya teminat yöneticisi ile ayrı bir sözleşme yapması gerektiğini savunmaktadır. Bu yönde bkz. Karacan, Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, s. 415. Ancak, teminata konu malvarlığı unsurlarının üçüncü kişi tarafından sağlanması üçüncü kişinin ifası niteliğinde olduğundan, üçüncü kişi teminat verenin TYS’nin tarafı olmasına gerek olmadığı gibi SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 7/1 hükümleri dikkate alındığında mümkün de değildir. Üçüncü kişinin teminat yöneticisi ile ayrı bir sözleşme akdetmesine de gerek bulunmamaktadır. Üçüncü kişi teminat verenin durumuna ilişkin bkz. §5.III.C.2.b İhraççının Hakları ve Yükümlülükleri.

⁹⁴⁰ TYS Tebliği’ndeki sermaye piyasası aracının mevcut durumda borçlanma aracı olarak anlaşılması gerektiği ve borçlanma aracı ihraç ehliyetine ilişkin bkz. §2.I.A Borçlanma Aracı İhraç Ehliyeti, §5.II.A Kapsam.

b. İhraççının Hakları ve Yükümlülükleri⁹⁴¹

i. İhraççının Hakları

TYS kapsamında ihraççının haklarının başında iadeye ilişkin şartların oluşması hâlinde teminata konu varlıkların kısmen veya tamamen iadesini teminat yöneticisinden isteyebilmesi gelmektedir. İhraççıya iade üç farklı şekilde gündeme gelebilmektedir. Bu ihtimaller; tam iade, kısmi iade ve arta kalan değer iadesidir. Tam iade, borçlanma araçlarından doğan tüm yükümlülüklerin borçlanma aracı sahiplerine tam ve vadesinde yerine getirilmesi üzerine teminata konu tüm varlıkların iade edilmesini kapsamaktadır. Tam iade, SPKn m. 31/B/2, TYS Tebliği m. 7/1, 11/1 hükümlerinden anlaşılmaktadır.

Arta kalan değer iadesi ise borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülükleri kapsamında temerrüde düşülmesi veya temerrüde eşdeğer bir durumun ortaya çıkması sonucu teminata konu varlıkların teminat yöneticisi tarafından paraya çevrilmesi, borçlanma aracı sahiplerinin alacaklarının paraya çevrilen tutardan ödenmesi sonrası arta kalan değer olması durumunda gündeme gelmektedir. Arta kalan tutarın iadesi SPKn m. 31/B/2, TYS Tebliği m. 11/1 hükümlerinde öngörülmektedir.

Kısmi iade TYS Tebliği m. 10/2’de düzenlenmiş olup iki durumda gündeme gelmektedir. İhraççı, ilgili borçlanma aracından doğan dönemsel ödeme yükümlülüklerin yerine getirilmesi üzerine veya ilgili ihraç kapsamında borçlanma araçlarının bir kısmının satılamaması durumunda; kısmen ödenen veya kısmen itfa

⁹⁴¹ TYS Tebliği’nde “ihraççının hak ve yükümlülükleri” ifadesi benimsenmiş olduğundan “ihraççının hakları ve borçları” yerine söz konusu ifade tercih edilmiştir.

edilen yükümlölüklerle veya satılamayan borçlanma araçlarına denk düşen oranda teminata konu varlığın iadesi talep edebilir. Kısmi iadenin gündeme gelmesi için hükümde iki koşulun gerçekleşmesi aranmıştır. Bunlar, kısmi iadenin izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslara uygun olması ve kısmi iadede sonra kalan teminata konu varlıkların hâlihazırda devam etmekte olan ödeme yükümlölüklerinin tutarına eşit veya daha yüksek olmasıdır.

Tam iade ve arta kalan değerin iadesinin teminat verene yapılacağı anılan hükümlerde açıkça belirtildiğinden teminata konu malvarlığı unsurunu sağlayan üçüncü kişi olması durumunda söz konusu unsurun ilgili üçüncü kişiye yapılacağı şüphesizdir. Ancak kısmi iadeyi talep hakkına ilişkin TYS Tebliğı m. 10/2 hükmü yalnızca ihraççı temel alınarak düzenlenmiştir. Buradan hareketle kısmi iadenin yalnızca ihraççının sağladığı teminata konu malvarlığı unsurları açısından mı gündeme geleceğı yoksa üçüncü kişinin sağladığı malvarlığı unsurları açısından da mı geçerli olacağı belirsizdir. Üçüncü kişinin sağladığı malvarlığı unsurları açısından kısmi iadenin talep edilebileceğı kabul edilse bile kısmi iade talebinin yalnızca ihraççı tarafından mı yapılabileceğı yoksa teminat veren üçüncü kişinin de kısmi iadeyi talep edip edemeyeceğı belirsizdir. Tam iadeye ve arta kalan değerin iadesine ilişkin benimsenen yaklaşımla birlikte değerlendirildiğinde TYS Tebliğı m. 10/2'deki "ihraççı" kavramının "teminat veren" şeklinde anlaşılması isabetli olup üçüncü kişinin teminat olarak sağladığı malvarlığı unsurlarının kısmi iadeye konu olabileceğinin ve böylesi bir durumda teminat sağlayan üçüncü kişinin de kısmi iade talebinde bulunabileceğinin kabulü gerekmektedir.

Kısmi iadeye dair altı çizilmesi gereken bir diğer husus ise şartları gerçekleşse bile teminat verenin talebi olmaksızın teminat yöneticisinin kendiliğinden

kısmi iadede bulunamayacağıdır. Nitekim, teminat yöneticisinin koruması gereken menfaatler ilgili borçlanma araçlarının sahiplerinin menfaatleri olduğuna göre teminat verenin talebi olmaksızın şartları gerçekleşse bile kısmi iadenin yapılması borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerine hizmet etmeyecektir.⁹⁴² Bu nedenle, bu yöndeki talebin varlığının her durumda teminat yöneticisi tarafından aranması zorunludur.

Kısmi iadeye ilişkin bir başka husus ise teminata konu unsurların birden çok teminat veren tarafından sağlanması durumunda gündeme gelmektedir. Örneğin, borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülükleri toplamının 300 birim olduğu; ihraççının 100, iki farklı üçüncü kişi teminat verenin de 100'er birime karşılık gelen miktarda teminat sağladığı bir senaryoda 100 birime karşılık gelen dönemsel ödeme yükümlülüğünün ihraççı tarafından yerine getirildiğini ve kısmi iadeye ilişkin aranan iki şartın da mevcut olduğunu varsayalım. Bu durumda kısmi iade kime gerçekleştirilecektir? Her şeyden önce, yukarıda açıklandığı üzere kısmi iadenin gündeme gelebilmesi için bu yönde talebin olması gerekmektedir. Örnekteki gibi bir durumda her üç teminat verenin de talepte bulunduğu durumda teminat yöneticisi kimin talebini karşılayacaktır? Bu sorunun cevabı yine teminat yöneticisinin koruduğu menfaatlerle alakalı olup teminatın kim tarafından verildiğinden bağımsız olarak teminat yöneticisinin yapacağı değerlendirme üzerine ilgili borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerine en uygun düşen seçeneği tercih ederek kısmi iadeyi gerçekleştirmesi gerekmektedir.⁹⁴³ Verilen örnekte her bir teminat veren 100 birime denk düşen tutarda teminat sağlamış olsa da bunlar arasından riski en yüksek olan

⁹⁴² Teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruma yükümlülüğüne ilişkin bkz. §5.III.C.3.e.iii(2) Borçlanma Aracı Sahiplerinin Menfaatlerinin Korunması Yükümlülüğü.

⁹⁴³ Teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruma yükümlülüğüne ilişkin bkz. §5.III.C.3.e.iii(2) Borçlanma Aracı Sahiplerinin Menfaatlerinin Korunması Yükümlülüğü.

kısmı veya likiditesi en düşük olan 100 birimlik kısmı iade etmesi borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerine en iyi şekilde hizmet edecektir. Ancak, teminat verenlerin yalnızca birinin veya ikisinin kısmi iadeyi talep etmesi durumunda teminat yöneticisinin yapacağı değerlendirme bu yöndeki talepler arasında olabilecektir. Teminat veren sayısının bir olması durumunda da teminata konu malvarlığı unsurlarından hangilerinin kısmi iadeye konu olacağı hangilerinin teminata konu olmaya devam edeceğinin belirlenmesinde bu yönde borçlanma aracı sahiplerinin menfaatleri temel alınarak bir değerlendirme yapılması gerekecektir.

ii. İhraççının Yükümlülükleri

İhraççının TYS'den doğan hak ve yükümlülükleri esasen TYS Tebliği m. 10'da düzenlenmiştir. Bu doğrultuda ihraççının temel yükümlülüğü, TYS Tebliği m. 10/1'de TYS kapsamında teminata konu olacak varlıkları teminat yöneticisine devretmek veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis etmektir. Anılan hüküm olmasaydı da SPKn m. 31/B/1, TYS Tebliği m. 3/1/1, 6/1, 7/1 hükümlerinden ihraççının bu yükümlülüğünün varlığına ulaşılabilirdi. Ancak ihraççının hak ve yükümlülüklerinin ayrıca bir madde altında toplanması sistematik açıdan faydalıdır.

Bu hüküm kapsamında dikkat çekilmesi gereken bir diğer nokta daha bulunmaktadır. Her ne kadar teminata konu varlıkların teminat yöneticisine devredilmesi veya bunlar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesi ihraççının TYS'den doğan borcu olsa da bu borcun bizzat ihraççı tarafından ifa edilmesine gerek bulunmamaktadır. Nitekim, TBK m. 83'te belirtildiği üzere “borcun bizzat borçlu tarafından ifa edilmesinde alacaklının menfaati bulunmadıkça,

borçlu borcunu şahsen ifa etmekle yükümlü değildir”. İfanın bir başkasına bırakılıp bırakılamayacağı her borç ilişkisinde ayrı ayrı incelenmesi gereken bir durumdur.⁹⁴⁴ Kural, ifanın üçüncü kişi tarafından da gerçekleştirilebileceği olmakla birlikte bazı durumlarda ifanın üçüncü kişi tarafından gerçekleştirilmesi zorunlu olabilir.⁹⁴⁵ Böyle durumlarda, üçüncü kişinin ifası borçluyu borçtan kurtarır.⁹⁴⁶ TYS kapsamında teminata konu varlığın teminat yöneticisine devrinin veya üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesinin bizzat TYS’nin tarafı olan ve bu yönde borç altına giren ihraççı tarafından yerine getirilmesine gerek bulunmamaktadır. TYS Tebliği m. 3/1/1’de teminata konu varlığın teminat yöneticisine devrinin veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edilmesinin üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilebileceği açıkça vurgulanmıştır. Ayrıca, TYS Tebliği m. 5/6’daki koşullar gerçekleştiğinde teminata konu yeni varlıkların tesis edilmesinin ihraççının yanı sıra üçüncü kişi tarafından da gerçekleştirilebilecek olması, TYS Tebliği m. 11/7’de teminata konu varlıkların zilyetliğinin ihraççıya ya da üçüncü kişide bırakılabileceğinin belirtilmesi ve teminat yöneticisinin iade borcuna ilişkin iadenin yapılacağı kişi olarak SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 11/1, 17/4 hükümlerinde “ihraççı” değil “teminat veren” kavramlarının tercih edilmesi de bu durumu destekler niteliktedir. Borcun bir başkası tarafından ifa edilmesi, ifa edenin

⁹⁴⁴ Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 792. Benzer yönde bkz. Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 793-796.

⁹⁴⁵ Tercier, P., Pichonnaz, P., ve Develioğlu, H.M.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, İstanbul 2016, par. 1035.

⁹⁴⁶ Eren, F.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 20. Baskı, Ankara 2016, s. 950; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2022, c. III, par. m.83 20. Her ne kadar üçüncü kişinin ifasının sonuçlarını açıklamak üzere borçlanılan edim borçlu tarafından ifa edilmiş olsaydı doğacak sonuçlar şeklinde bir anlatım benimsenmişse de bu ifade ifanın üçüncü bir kişi tarafından gerçekleştirilmesinin zorunlu olduğu hâller göz önüne alındığında her durumda isabetli olmamaktadır. Söz konusu hâller için bkz. Tercier, Pichonnaz, ve Develioğlu, par. 1036-1037.

sözleşmeye taraf olması sonucunu doğurmamaktadır.⁹⁴⁷ Bu nedenle, ihraççının teminata konu varlığı sağlamasına yönelik borcu üçüncü bir kişi tarafından ifa edilirse ihraççı olmayan teminat veren TYS'nin tarafı hâline gelmeyecektir.

SPKn m. 31/B/4 ve TYS Tebliği m. 10/3'te, ihraççı için ihraççının merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan yükümlülüğü öngörülmüştür. Bu yükümlülük kapsamında tescil ve ilan edilecek hususlar teminat yöneticisinin ticaret unvanı, yetkileri ve hangi ihraç kapsamında atandığıdır. Söz konusu tescil ve ilanın TYS imzalanıp ilgili ihraç kapsamında borçlanma araçlarının satışına başlanmadan önce ve teminat yöneticisinin değişmesi durumunda yeni teminat yöneticisiyle TYS'nin imzalanmasından sonra üç iş günü içerisinde yapılması gerekmektedir.

TYS Tebliği m. 16/2'de ihraççının özel durum açıklaması yapmakla yükümlü olduğu bir durum belirtilmiştir. Buna göre, teminat yöneticisinin TYS'den kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda ihraççının SPK'nın kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerinde belirtilen usulde özel durum açıklaması yapması gerekliliği öngörülmüştür.

Ayrıca TYS Tebliği m. 12/2 kapsamında ihraççı açısından öngörülen yükümlülükler de bulunmaktadır.⁹⁴⁸

⁹⁴⁷ Hatemi, H. ve Gökyayla, K.E.: Borçlar Hukuku Genel Bölüm, 3. Baskı, İstanbul 2015, par. §25 55; Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 3, c. V/1, 3, par. 70.

⁹⁴⁸ Söz konusu yükümlülükler için bkz. §5.III.E.3 Olağan Dışı Sona Erme Hâlleri.

3. Teminat Yöneticisi

a. Genel Olarak

SPKn m. 31/B’de teminat yöneticisinin teminat yönetim sözleşmesinin tarafı olduğu anlaşılmakla birlikte teminat yöneticisinin kim olduğunun bütün detayları ortaya konmamıştır. Nitekim, SPKn m. 31/B/7 hükmünde SPK, teminat yöneticisinin niteliklerine ilişkin usul ve esasları belirlemeye açıkça yetkili kılınmıştır. SPKn m. 31/B/1 hükmünde teminat yöneticisinin genel saklama yetkisine sahip bir yatırım kuruluşu olması gerektiği vurgulanmış; TYS Tebliği m. 3/1/m’de teminat yöneticisi, Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’de⁹⁴⁹ düzenlenen genel saklama yetkisine sahip yatırım kuruluşlarından SPK tarafından onaylanarak ilan edilenler olarak tanımlanmıştır.

Bu doğrultuda, teminat yöneticisinin bir yatırım kuruluşu olması gerekliliğinin yanı sıra genel saklama yetkisine de sahip olup bu yetkiye sahip olduğunun SPK tarafından da onaylanarak ilan edilmesi gerekmektedir.⁹⁵⁰ Bu nitelikleri haiz olmayan bir teminat yöneticisi olamayacağından, bunların imzaladığı TYS’ler de ehliyet noksanlığı nedeniyle kesin hükümsüz olacaktır. TYS Tebliği m. 14’te teminat yöneticisi ve personeline aranacak nitelikler sayılmıştır. TYS Tebliği m. 14/1’de teminat yöneticisinin TYS kapsamındaki görev ve sorumluluklarını yerine

⁹⁴⁹ III-37.1, RG 11.7.2013/28704.

⁹⁵⁰ 22.07.2024 itibarıyla genel saklama yetkisine sahip olduğu SPK tarafından onaylanarak ilan edilen 21 yatırım kuruluşu bulunmaktadır. Bunlardan 19’u banka iken 3’ü ise aracı kurumdur. İlgili izinlere sahip yatırım kuruluşları için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu: *Banka Faaliyet İzinleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, erişim 22 Temmuz 2024, <https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/bankalar>; Sermaye Piyasası Kurulu: *Aracı Kurum Faaliyet İzinleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, erişim 22 Temmuz 2024, <https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/araci-kurumlar>. Balkan, SPKn m. 31/B/4 hükmünde belirtilen SPK’nın “onayladığı her teminat yöneticisi” ifadesinden hareketle ihraççının teminat yöneticisi seçiminin SPK tarafından onaylanması gerektiği sonucuna varmıştır. Ancak anılan hükümde ifade edilen “onaylama”, yatırım kuruluşlarının genel saklama yetkisine sahip olduğunun SPK tarafından onaylanmasına ilişkindir.

getirebilmesini teminen bir birim yöneticisi ve yeterli sayıda personel istihdam etmesi gerektiği vurgulanmış TYS kapsamında sağladığı hizmet dolayısıyla edindiği bilgilere ilişkin gerekli sistematığı oluşturması gerektiği belirtilmiştir. TYS Tebliği m. 14/2’de ise teminat yöneticisinin TYS kapsamında üstlendiği görev ve sorumlulukları yerine getirebilmesini teminen istihdam edeceği personelde bulunması gereken nitelikler ayrıntılı biçimde sayılmıştır. TYS Tebliği m. 14/1 uyarınca belirlenecek birim yöneticisinin bu niteliklere ek olarak belirli deneyim ve yetkinlik şartlarını da sağlaması zorunluluğu bulunmaktadır. TYS Tebliği m. 14 esasen TYS Tebliği m. 11/1, 11/4, 13/4 hükümlerinde belirtilen yatırımcıların menfaatlerinin korunması, teminat yöneticisinin sadakat ve özeni ile elde ettiği bilgilerin gizliliğini sağlama yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin güvence altına alınmasına yönelik asgari standartları somutlaştırmaktadır.

b. Teminat Yöneticisinin Hukuki Niteliği

Teminat yöneticisinin hukuki niteliği SPKn m. 31/B’de veya TYS Tebliği’nde açıkça ortaya konmamıştır. Ancak, TBK m. 502/2’de vekâlete ilişkin hükümlerin, niteliğine uygun düştüğü ölçüde TBK’da düzenlenmemiş işgörme sözleşmelerine de uygulanacağı belirtilmiştir. Ayrıca, kanunda düzenlenen işgörme sözleşmelerinin, kanunda düzenlenmeyen hususlarında da vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin niteliğine uygun düştüğü ölçüde uygulanması gerektiği belirtilmektedir.⁹⁵¹

İşgörme sözleşmeleri, işgörme edimi içeren sözleşmelerdir.⁹⁵² Bir işgörme sözleşmesi türü olarak vekâlet sözleşmesinde vekil, belirli bir işin görülmesini veya

⁹⁵¹ Yavuz, 2:s. 1263; Gümüş, s. 421.

⁹⁵² Eren, F.: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 11. Baskı, Ankara 2023, par. 1817. “İşgörme kavramı, fiziki veya fikri nitelikte ya da her ikisini de içeren irade ürünü olumlu bir insan davranışını ifade eder.” Eren, F. ve Dönmez, Ü.: Eren Borçlar Hukuku Şerhi C. V, Ankara 2023, s. 1558. İşgörme

bir işlemin yapılmasını borçlanır.⁹⁵³ Bu doğrultuda işgörme borcunun konusu, maddi fiil, hukuki işlem veya hukuk işlem benzeri olabilir.⁹⁵⁴ Vekâlet sözleşmesinde vekilin faaliyeti, bir başkasının yararına, bir başkasının çıkarının korunmasına yönelik olup üçüncü kişi yararına da vekâlet sözleşmesi yapılabilmektedir.⁹⁵⁵

İsimli bir sözleşme olan teminat yönetim sözleşmesinde, teminat yöneticisi, işgörme edimi olarak nitelendirilebilecek teminata konu varlıkları idare etmek, koşulları gerçekleştiğinde teminatları paraya çevirmek gibi çeşitli edimlerin borçlusudur.⁹⁵⁶ Bu nedenle, TYS’yi bir işgörme sözleşmesi olarak nitelendirmek mümkün olup; vekâlet sözleşmesine ilişkin TBK m. 502 vd. hükümleri, TBK m. 502/2 hükmü dolayısıyla, niteliğine uygun düştüğü ölçüde TYS’ye de uygulanacaktır. TYS’de teminat yöneticisinin borçlandığı edimlerin üçüncü kişi yararına olması, açıklandığı üzere vekâlet sözleşmesinin üçüncü kişi yararına olabilmesiyle de uyumludur.⁹⁵⁷ Bu kapsamda, TYS’nin tarafları olarak ihraççı vekâlet veren, teminat yöneticisi ise vekil konumundadır. Borçlanma aracı sahipleri ise sözleşmenin tarafı olmayıp yararına iş görülen üçüncü kişiler olarak değerlendirilecektir. Açıklananlar doğrultusunda, başta vekil konumunda olan teminat yöneticisinin yükümlülükleri olmak üzere TYS kapsamında değerlendirme yapılırken, SPKn m. 31/B ve TYS

edimi, her zaman bir yapma edimi niteliğinde olup “katlanma ve kaçınma edimleri vekâlet sözleşmesinde sadece yan yükümlerin konusu olabilir.” Gümüş, s. 414.

⁹⁵³ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1553, 1558; Yavuz, 2:s. 1261.

⁹⁵⁴ Yavuz, 2:s. 1262. Aynı yönde bkz. Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1559.

⁹⁵⁵ Zevkliler, A. ve Gökyayla, K.E.: Borçlar Hukuku: Özel Borç İlişkileri, 20. Baskı, İstanbul 2020, s. 635; Yavuz, 2:s. 1269-1271; Eren, Özel Hükümler, par. 2428-2429; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1561-1562; Gümüş, s. 416-417.

⁹⁵⁶ Teminat yöneticisinin TYS kapsamında yükümlülüklerine ilişkin bkz. §5.III.C.3.e Teminat Yöneticisinin Yükümlülükleri.

⁹⁵⁷ TYS’nin üçüncü kişi yararına sözleşme olmasına ilişkin bkz. §5.III.A Teminat Yönetim Sözleşmesinin Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme Niteliği.

Tebliği’nde açıklık olmayan noktalarda, niteliğine uygun düştüğü ölçüde vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerden ve öğretilerdeki görüşlerden istifade edilebilecektir.

c. Teminat Yöneticisinin Bağımsızlığı

İhraççı ile borçlanma aracı sahipleri arasındaki menfaat çatışmasında teminat yöneticisinin bulunduğu konum borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini gözetmesini gerektirmektedir. Nitekim, TYS Tebliği m. 11/1’de teminat yöneticisinin, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasıyla yetkili ve görevli olduğu belirtilmiş; TYS Tebliği m. 11/4’te ise mevzuat ve TYS kapsamında teminat yöneticisinin üstlendiği görev ve sorumlulukları yerine getirirken ilgili sermaye piyasası aracına sahip olan yatırımcıların menfaatlerini gözetmesi gerektiği vurgulanmıştır. TYS Tebliği’nin “teminat yöneticisi” başlıklı dördüncü bölümünde yer alan m. 13 “teminat yöneticisinin bağımsızlığı” kenar başlığını taşımaktadır. Bu doğrultuda, teminat yöneticisinin bağımsızlığı ile kastedilen hiç şüphesiz teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığıdır.

Teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığının sağlanmasına yönelik olarak TYS Tebliği m. 13/1’de teminat yöneticisinin ihraççı ile ilişkili taraf olamayacağı düzenlenmiştir.⁹⁵⁸ Teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığının güvence altına alınmasına ilişkin olarak bir başka sınırlandırma ise TYS Tebliği m. 13/2’de öngörülmüştür. Buna göre, TYS’nin imzalanmasından sona ermesine kadar geçen süre boyunca teminat yöneticisi ve/veya teminat yöneticisinin yönetim kontrolüne sahip pay sahibi ile ihraççı ve/veya ihraççının yönetim kontrolüne sahip

⁹⁵⁸ TYS Tebliği m. 3/1/f’de ilişkili tarafın, TMS/TFRS’de tanımlanan anlamda olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca bkz. §4.II.B.3.d.iii Nisapların Hesaplanması.

pay sahibi arasında belirli işlemlerin yapılamayacağı düzenlenmiştir.⁹⁵⁹ Bu işlemler; halka arza aracılık hizmeti sağlanması, herhangi bir surette borç ilişkisi kurulması ve teminat verilmesi⁹⁶⁰ olarak sayılmıştır. Ancak bu işlemler mutlak olarak yasaklanmamıştır. Nitekim, teminat yöneticisi ile ihraççı arasında imzalanan TYS'nin akdedilmesinden sona ermesine kadar olmak üzere bir zaman sınırı ve TYS kapsamındaki borçlanma araçlarının tedavüldeki nominal değerinin yüzde otuzu veya fazlasına denk olacak tutarda olmak üzere bir de üst miktar sınırı öngörülmüştür. Bu durumda, anılan zaman aralığı dışında herhangi bir miktar sınırı olmaksızın veya anılan zaman aralığında olmakla birlikte belirtilen miktarın altındaki tutarlarda her üç tür işlemin anılan taraflar arasında gerçekleştirilmesi mümkündür.

TYS Tebliği m. 13/3'te TYS Tebliği m. 13/2'de sayılan iş ve işlemlerle bağlantılı bir yasak getirilmiştir. Buna göre; teminat yöneticisi veya teminat yöneticisinin yönetim kurulu üyeleri, genel müdürü veya yönetim kontrolüne sahip pay sahibinin TYS Tebliği m. 13/2'de belirtilen işlemleri gerçekleştiren üçüncü kişilerin yüzde yirmi veya üzeri oranda oy hakkı sağlayan ortağı veya imza yetkilisi olamayacağı düzenlenmiştir. Bu hükmün lafzı çeşitli açılardan açık değildir. İlk olarak, söz konusu işlemleri gerçekleştiren üçüncü kişilerin işlemleri kimlerle gerçekleştirdiği durumlarda yasağın söz konusu olacağı açık değildir. Ayrıca, TYS

⁹⁵⁹ TYS Tebliği m. 3/1/o'da yönetim kontrolü ile ifade edilenin SPKn m. 26'da tanımlanan kontrol gücü olduğu belirtilmiştir. SPKn m. 26'daki yönetim kontrolü kavramına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Türkyılmaz, İ.: Sermaye Piyasasında Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015, s. 42-72; Sönmez, Y.Z.: *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı-Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması Ve Buna Bağlı Sonuçlar*, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2018, C. 4, S. 2, 263-325; Paslı, A.: *Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*, içinde Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), ed. Mehmet Helvacı vd., İstanbul 2019, s. 294-297.

⁹⁶⁰ Teminat verilmesinde sınırlandırmanın kapsamı genişletilerek teminat yöneticisinin yönetim kurulu üyeleri ve genel müdürü tarafından ihraççı lehine veya ihraççı tarafından sayılanlar lehine de teminat (rehin, garanti, kefalet, ipotek, taahhüt vb.) verilemeyeceği vurgulanmıştır.

Tebliği m. 13/2'deki iş ve işlemler ile kastedilenlerin yalnızca sayılan üç işlem türü mü olduğu yoksa buna ek olarak yukarıda anılan zamana ve miktara ilişkin sınırlamaların da geçerli olup olmayacağı net değildir. TYS Tebliği m. 13'ün temel amacının teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığını sağlamak olduğu göz önünde bulundurulduğunda, üçüncü kişilerin ihraççı ile gerçekleştireceği işlemler açısından söz konusu yasağın geçerli olduğuna şüphe yoktur. Üçüncü kişilerin TYS Tebliği m. 13/2'de belirtildiği gibi ihraççının yönetim kontrolüne sahip pay sahibi ile işlemlerinde de TYS Tebliği m. 13/3'teki yasak gündeme gelecek midir? Bu sorunun olumlu cevaplanması gerekir zira teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığının sağlanmasına ilişkin olarak ihraççının yönetim kontrolüne sahip pay sahibi ile yapılacak işlemler de TYS m. 13/2'deki sınırlamanın kapsamındadır ve üçüncü kişilerin ihraççının yanı sıra ihraççının yönetim kontrolüne sahip pay sahibi ile yapacağı işlemlerin de benzer şekilde bağımsızlığı etkileyeceği düşünülmelidir.

TYS Tebliği m. 13/2-3 hükümlerinin anlamlı bir bütün oluşturabilmesi için TYS Tebliği m. 13/2'deki zaman ve miktar kısıtlarının TYS Tebliği m. 13/3 açısından da geçerli olduğunun kabulü gerekmektedir. Nitekim, TYS sona erdikten sonra veya TYS sona ermeden belirli miktara kadar teminat yöneticisinin bizatihi kendisi bile sayılan işlemleri yapabilecekken; teminat yöneticisinin bir üçüncü kişinin yüzde yirmi ve üzeri oy hakkı sağlayan ortağı olmasının herhangi bir zaman veya miktar ile sınırlı olmaksızın yasaklanması akla yatkın olmayacaktır. Bu nedenle, TYS Tebliği m. 13/3'teki yasağın TYS'nin akdedilmesinden sona ermesine kadarki dönem boyunca geçerli olduğu ve TYS kapsamındaki borçlanma araçlarının tedavüldeki nominal değerinin yüzde otuzuna kadar tutarlara kadar olan işlemler dolayısıyla belirtilen yasağın gündeme gelmeyeceği sonucuna ulaşılmalıdır.

TYS Tebliği m. 13/2’de miktara ilişkin yüzde otuz oranının veya m. 13/3’teki üçüncü kişilerdeki oy hakkına ilişkin yüzde yirmi oranının hangi ölçütler göz önünde bulundurularak tespit edildiği açık değildir.

Her ne kadar YYS Tebliği m. 13’te objektif kriterlerle teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığı güvence altına alınmaya çalışılmışsa da anılan hükümde sayılmayan bir bağımsızlık ölçütü de bulunmaktadır. Buna göre, YYS Tebliği m. 13’te sayılan durumlar mevcut olmasa bile SPK, teminat yöneticisinin bağımsızlığının sağlanmadığı sonucuna varabilecektir. Bu durum, YYS Tebliği m. 12/5’te bağımsızlığın zedelenmesi nedeniyle YYS’nin sona ermesi hükmünden anlaşılmaktadır.⁹⁶¹ Bu hâliyle, teminat yöneticisinin bağımsızlığına objektif olarak önceden öngörülemez nedenlerle hâle gelmesi durumunda bizzat SPK’ya gözetim ve müdahale edebilme olanağı tanınması borçlanma aracı sahiplerine *ex post* güvence sağlaması dolayısıyla isabetlidir. SPK’nın gözetimi ve müdahalesi olasılığının mevcut olması nedeniyle teminat yöneticisinin bağımsızlığını etkileyebilecek durumlar oluşturmaktan kaçınması ise borçlanma aracı sahiplerine *ex ante* koruma sağlamaktadır.

d. Teminat Yöneticisinin Ücret Alma Hakkı

Teminat yöneticisinin yatırım kuruluşu⁹⁶² ve dolayısıyla bir anonim şirket olması gerekliliği göz önünde bulundurulduğunda, teminat yöneticisinin YYS kapsamında yerine getireceği faaliyetleri bir ücret karşılığında yapacağı muhakkaktır. SPKn m. 31/B/7’de teminat yöneticisine hizmetlerinin karşılığında ödeme yapılmasına

⁹⁶¹ Bu duruma ilişkin bkz. §5.III.E.3 Olağan Dışı Sona Erme Hâlleri.

⁹⁶² Teminat yöneticisinin taşınması gereken niteliklere ilişkin bkz. §5.III.C.3 Teminat Yöneticisi.

ilişkin usul ve esasları belirlemeye SPK yetkili kılınmışsa da TYS Tebliği'nde yalnızca m. 7/2/f'de teminat yöneticisine ödenecek ücretin ve ödeme esaslarının TYS'de belirlenmesi gerektiği vurgulanmıştır. Ücretin miktarı ve ödeme esasları, sözleşme özgürlüğü kapsamında ihraççı ve teminat yönetici arasında kararlaştırılacaktır.

Teminat yöneticisi ve borçlanma aracı sahipleri açısından önem taşıyan husus ise teminat yöneticisinin muaccel hâle gelmiş ücreti teminata konu varlıklardan tahsil kabiliyetinin olup olmadığıdır. TYS her ne kadar borçlanma aracı sahiplerinin alacaklarının teminat altına alınması için yapılan bir sözleşme olsa da teminat yöneticisinin TYS kapsamında talep edeceği ücret bir alacak hakkı niteliğinde olup bu alacak hakkının teminatla güvence altına alınması zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu kapsamda teminat yöneticisi, TYS'den doğan ücret hakkını teminata konu unsurlardan tahsil edemeyecek ancak TYS'ye hüküm konulmak suretiyle teminat yöneticisinin ücret alacağına ayrıca teminat sağlanması mümkün olabilecektir.

e. Teminat Yöneticisinin Yükümlülükleri⁹⁶³

i. Teminata Konu Varlıkları İdare Yükümlülüğü

Teminata konu varlıklar teminat yöneticisine devredildikten veya bunlar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis edildikten sonra teminat yöneticisi söz konusu varlıkları idareyle yükümlüdür. Bu yükümlülük, söz konusu varlıklar paraya çevrilinceye veya teminat verilene iade edilinceye kadar devam etmektedir. Bu yükümlülük SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 11/1'de teminata konu varlıkların “sevk ve idaresinin sağlanması, korunması, muhafazası, hukuki yollara

⁹⁶³ Teminat yöneticisinin hak ve yükümlülükleri buna ilişkin kenar başlığını taşıyan TYS Tebliği m. 11'de düzenlenmekle birlikte TYS Tebliği m. 13/4, 14-19 hükümlerinde de çeşitli yükümlülükler somutlaştırılmaktadır.

müracaat edilmesi” olarak ifade edilmiştir. Bu kapsamda örneğin, teminata konu varlığın Borsa İstanbul A.Ş. Yıldız Pazar’da işlem gören paylardan olması durumunda, teminat yöneticisinin, teminata konu payları ihraç eden anonim şirketin genel kurul toplantılarına katılması, genel kurul toplantılarında oy kullanması, bilgi ve inceleme hakkından yararlanması; teminata konu varlığın borçlanma aracı olması durumunda gündeme gelebilecek Tertip BASK ve Genel BASK toplantılarına katılarak oy kullanması bu kapsamda değerlendirilecektir.

Teminata konu varlıkların gerektiği gibi idaresi hem borçlanma aracı sahiplerinin hem de teminat verenlerin menfaatlerine hizmet etmektedir. Teminata konu varlıkların gerektiği gibi korunması, sevk ve idaresinin sağlanması ile teminata konu varlıkların değeri korunarak tam, kısmi ve arta kalan değer iadesinde teminat verenlerin menfaatleri, teminatların paraya çevrilerek borçlanma aracı sahipleri arasında paylaştırılması durumunda ise borçlanma aracı sahiplerinin menfaatleri korunmaktadır.

ii. Teminatların Paraya Çevrilmesi Yükümlülüğü⁹⁶⁴

(1) Temerrüt Durumunun Tespiti

Teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin korunması bağlamında en önemli yükümlülüğü SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 11/1’de de belirtildiği üzere borçlanma aracından doğan ödeme yükümlülüklerinde temerrüde düşülmesi

⁹⁶⁴ Teminat yöneticisinin iade yükümlülüğü, teminat verenler (ihraççı veya üçüncü kişi) açısından bir hak niteliğinde olduğundan ve ihraççının hakları altında açıklandığından burada tekrar ele alınmamıştır. İade yükümlülüğüne ilişkin bkz. §5.III.C.2.b.i İhraççının Hakları.

durumunda teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi ve elde edilen tutarın borçlanma aracı sahipleri arasında paylaştırılmasıdır.

TYS Tebliği m. 9/1, borçlanma aracından doğan ödeme yükümlülüklerinin izahname veya ihraç belgesinde belirtilen sürede yerine getirilmemesinin temerrüt sayılacağını belirtmiştir. Bu kapsamda süresinde yerine getirilmeyen ödeme yükümlülüğünün anapara, faiz veya başka türden olması bir fark yaratmamaktadır. Hükümde, temerrütle aynı sonucu doğuracak, temerrüde eşdeğer hâllerin de TYS’de belirlenebileceği düzenlenmiştir. SPKn m. 31/B/5 ve TYS Tebliği m. 9/2’de de temerrüt hâlinin yanı sıra kanun veya sözleşme hükümlerinde öngörülen sebeplerle teminattan alacağın karşılanacağı belirtilmiştir. Bu kapsamda temerrüde eşdeğer durumlar bağlamında akla gelen ilk durum borçlanma aracına ilişkin taahhütlerin (*covenants*) bulunması ve bir taahhüdün ihlal edilmesi dâhil öngörülen diğer temerrüt hâlleridir.⁹⁶⁵

TYS Tebliği m. 11/1’de belirtildiği üzere temerrüt, temerrüde eşdeğer veya kanunda teminatların paraya çevrilmesini öngören bir durum meydana geldiğinde, teminat yöneticisi teminatları paraya çevirmekle yükümlüdür. Bu yükümlülüğün yerine getirilmesinin zorunlu bir uzantısı olarak teminat yöneticisi; temerrüt, temerrüde eşdeğer bir durum veya kanunda öngörülen durumun gerçekleşip gerçekleşmediğini kontrol etmekle yükümlüdür. Bu bağlamda, belirli bir durumda teminata konu varlıkların paraya çevrilmesinin gerekip gerekmeyeceğinin değerlendirmesini yapacak olan teminat yöneticisidir.

⁹⁶⁵ Bu konuda bkz. §6.II.D Taahhütlere Aykırılığın Sonuçları.

Bu noktada akla gelen bir soru, temerrüde eşdeğer olacağı izahname veya ihraç belgesinde belirtilen ancak TYS’de belirtilmeyen bir hâl olduğunda ve bu hâl gerçekleştiğinde teminata konu varlıkların paraya çevrilmesinin gerekip gerekmeyeceğidir. Nitekim TYS Tebliği m. 9/1 hükmü, temerrüdü tanımlamış ve temerrütle aynı sonucu doğuracak durumların TYS’de belirtilmesi gerekliliğini vurgulamıştır. Ancak, TYS Tebliği m. 7/1’de TYS’nin tanımı yapılırken ihraççının borçlanma aracından doğan ödeme yükümlülüklerini izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslara uygun olarak yerine getirilmesini sağlamak üzere teminat tesis edilmesinden bahsedildiğinden, izahname veya ihraç belgesinde temerrüde eşdeğer olan durumların belirtilmesi ancak bu durumların TYS’de açıkça belirtilmemesi hâlinde de teminata konu unsurlar paraya çevrilmelidir. Aksi halde, izahname veya ihraç belgesinde sonuçlarının temerrüde eş olduğu belirtilen durumlarda teminatların paraya çevrilmesine ilişkin ayrıksı durumlar oluşabilecek ve özünde temerrüde eş tutulmamış olacaklardır.

(2) Paraya Çevirme Usulü

Temerrüt veya temerrüde eşdeğer bir durumun meydana gelmesi durumunda teminat yöneticisi TYS Tebliği m. 9/5 uyarınca teminata konu varlıklardan ihraççının borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerini karşılayacak kadarlık kısmını paraya çevirecektir. Bu kapsamda, teminata konu varlıkların tamamının paraya çevrilmesi gerekmediğinden varlıkların hangilerinin paraya çevrileceğine karar verme görev ve yetkisinin teminat yöneticisinde olduğunun kabulü gerekir.

SPKn m. 31/B/5 ve TYS Tebliği m. 9/2 hükümleri uyarınca teminat yöneticisi, herhangi bir ön şartı yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın teminata konu varlıkları satabilecektir.⁹⁶⁶ Ancak, teminata konu varlıkların türleri baz alınarak bunların paraya çevrilmesine ilişkin çeşitli kurallar TYS Tebliği m. 9/3-4 hükümlerinde belirtilmiştir. Bu kapsamda ilk bakışta anılan hükümlerden teminat yöneticisinin teminata konu varlıkları paraya çevirirken gerekli şartları sağlamak koşuluyla dilediği satış yöntemini kullanabileceği gibi bir sonuç çıkartılabilecekse de TYS Tebliği m. 11/1’de belirtilen teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruma görev ve yetkisi ile birlikte değerlendirildiğinde, teminat yöneticisinin borçlanma araçlarının menfaatlerine en uygun düşen şekil ve yöntemle teminata konu varlıkları paraya çevirmesi gerekmektedir.⁹⁶⁷

(3) Borçlanma Aracı Sahiplerine Ödemenin Yapılması

Borçlanma aracı sahiplerine yapılacak ödeme MKK aracılığıyla gerçekleştirilebileceği ve bu yöntemin tercih edilmesi durumunda bu hususa TYS’de yer verileceği TYS Tebliği m. 9/7’de düzenlenmiştir. Bu hükmün mefhumu muhalifinden anlaşıldığı üzere, teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi sonucunda elde edilen tutarın yatırımcılara ödenmesi için sair yöntemlere başvurulması mümkündür. Özellikle, borçlanma aracı sahibi sayısının az olduğu durumlarda teminat yöneticisinin yapacağı ödemenin doğrudan nakit olarak, banka transferi veya benzeri

⁹⁶⁶ Söz konusu hükümlerde teminat yöneticisinin “herhangi bir ihbar veya ihtarda bulunma, süre verme, adli veya idari merciden izin ya da onay alma, teminatın açık arttırma ya da başka bir yol ile nakde çevrilmesi gibi herhangi bir ön şartı yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın, teminata konu varlıkları satıp bedellerini yatırımcılar arasında” paylaştırabileceği açıkça düzenlenmiştir.

⁹⁶⁷ Bu konuda ayrıca bkz. §5.III.C.3.e.iii(2) Borçlanma Aracı Sahiplerinin Menfaatlerinin Korunması Yükümlülüğü.

bir yöntemle gerçekleştirilmesi tercih edilebilir nitelikte olup bu yöntemlerin kullanılması önünde bir engel bulunmamaktadır.

Ödemenin yapılmasına ilişkin bir diğer husus ise teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi sonucu elde edilen tutarın tüm borçlanma aracı sahiplerinin alacaklarını karşılamaya yetmemesi durumunda gündeme gelecek oransal ödeme yöntemidir. TYS Tebliği m. 9/6'ya göre teminata konu varlıkların paraya çevrilmesiyle elde edilen toplam tutarın ihraççının ödeme yükümlülüklerine bölünmesiyle “ödeme oranı” elde edilecektir. Sonrasında, her bir birim borçlanma aracının sağladığı alacak ile ödeme oranının çarpılması suretiyle birim borçlanma aracına yapılacak ödeme tespit edilecek ve her bir borçlanma aracı sahibine sahip olduğu borçlanma aracı sayısına göre ödeme gerçekleştirilecektir. Oransal ödeme, borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin kısmen teminat altına alınması⁹⁶⁸ dolayısıyla gündeme gelebileceği gibi teminata konu varlıkların piyasa değerinde yaşanan aşağı yönlü hareketler veya teminatların hızlı bir şekilde paraya çevrilmesi ihtiyacı dolayısıyla varlıkların piyasa değerinden düşük bedelle paraya çevrilmesi nedeniyle söz konusu olabilir.

iii. Özen ve Sadakat Yükümlülükleri

(1) *Vekâlet Sözleşmesinden Hareketle Özen ve Sadakat*

Yükümlülüklerinin Belirlenmesi

Teminat yöneticisinin görev ve sorumluluklarını yerine getirirken, borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini gözeterek, iyi niyet ve dürüstlük kuralları

⁹⁶⁸ Kısmen teminat altına almaya ilişkin bkz. §5.II.D.1 Teminata Konu Varlıkların Değeri.

çerçevesinde, sadakat, özen ve titizlikle yürütmesi gerektiği TYS Tebliği m. 11/4'te vurgulanmıştır. Teminat yöneticisinin özen ve sadakat borçlarının içeriğini ve kapsamını belirlemek için vekâlet sözleşmesine ilişkin açıklamalar yol gösterici niteliktedir.⁹⁶⁹

Sürekli borç ilişkilerinde özen kavramından, hem asli edim yükümünün kötü ifasına dayalı sözleşme ihlaline ilişkin hem de sözleşmesel sorumluluğun kusur unsurunun belirlenmesinde olmak üzere iki işlevde yararlanılmaktadır.⁹⁷⁰ TBK m. 506/2'de bu iki işlevden ilki, TBK m. 506/3'te ise ikincisi söz konusudur. TBK m. 506/2'de vekilin, “üstlendiği iş ve hizmetleri, vekâlet verenin haklı menfaatlerini gözeterek, sadakat ve özenle yürütmekle” yükümlü olduğu belirtilmiştir. TBK m. 506/3'te, “vekilin özen borcundan doğan sorumluluğunun belirlenmesinde, benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken” davranışın esas alınacağı belirtilmiştir. Anılan hükümler, TBK m. 502/2 uyarınca, niteliğine uygun düştüğü ölçüde teminat yöneticisi bakımından da geçerli olacaktır.

Vekilin gerekli özeni göstermesi, vekâlet sözleşmesi kapsamında lehine iş görülenin yararına işgörme ile ilgilidir.⁹⁷¹ Özen yükümlülüğünün konusu, işgörme ile amaçlanan sonucun gerçekleşmesi için, işlerin olağan akışına ve hayat deneyimlerine göre gereken davranış ve girişimlerde bulunulması ve amaçlanan sonucu engelleyecek davranışlardan kaçınılmasıdır.⁹⁷² Özen borcu, dürüstlük kuralının işgörme

⁹⁶⁹ TYS'ye vekâlet sözleşmesi hükümlerinin uygulanmasına ilişkin bkz. §5.III.C.3.b Teminat Yöneticisinin Hukuki Niteliği.

⁹⁷⁰ Sözleşme ihlali için aranan objektif özen ölçüsünün, kusurun tespiti için aranan objektifleştirilmiş özen ölçüsünden her zaman için daha yüksek olduğu belirtilmektedir. Gümüş, s. 443. Objektif ve sübjektif özen ölçütleri için bkz. Tandoğan, 2:s. 410-411; Yavuz, 2:s. 1306-1308.

⁹⁷¹ Zevkliler ve Gökyayla, s. 652. Yazar, “vekâlet verenin yararına” demişse de TYS'nin üçüncü kişi yararına sözleşme olması dolayısıyla açıklanan şekilde anlaşılması gerekmektedir.

⁹⁷² Tandoğan, 2:s. 410; Zevkliler ve Gökyayla, s. 652; Akipek Öcal, Ş.: *Madde 506*, içinde Vekalet Sözleşmeleri Kısa Şerhi, ed. Hakan Tokbaş, İstanbul 2017, s. 75; Yavuz, 2:s. 1306.

sözleşmelerindeki görünümü şeklinde nitelendirilmektedir.⁹⁷³ Özen yükümü öğretide genellikle yan yüküm olarak değerlendirilmektedir.⁹⁷⁴

Yapılan iş karmaşılaştıkça, iş vekilin bilgi derecesinin yüksek olmasını gerektiriyorsa, vekil söz konusu faaliyetini bir ruhsat veya izin dâhilinde yerine getiriyorsa, vekâlet ücret karşılığı yapılıyorsa bu durumlarda vekilin göstereceği özen daha fazla olmalıdır.⁹⁷⁵ Bu kapsamda, teminat yöneticisinin genel saklama yetkisine sahip bir yatırım kuruluşu olması gerektiği, işgörmeyi bir ücret karşılığı yaptığı, yerine getirmesi gereken faaliyetin belirli bir uzmanlık gerektirdiği göz önüne alındığında teminat yöneticisinin göstermesi gereken özen seviyesinin yüksek olduğu söylenebilir.

Vekâlet ilişkisinde genellikle taraflar arasında yoğun bir güven ilişkisi bulunduğundan vekil, vekâlet verene bağlı olmak ve sadakat göstermek zorundadır.⁹⁷⁶ TBK m. 506/2’de ifadesini bulan sadakat yükümü, sözleşmenin amacı çerçevesinde vekâlet verenin menfaatlerinin vekil tarafından korunmasını ve vekilin davranışlarının vekâlet verenin menfaatine tabi olmasını gerektirir.⁹⁷⁷ Sadakat yükümü, esasen özen yükümünü tamamlamaktadır.⁹⁷⁸ Özen yükümü işin görülmesiyle birlikte sona ererken, sadakat yükümü iş bittikten sonra da devam eder.⁹⁷⁹ TYS’nin üçüncü kişi yararına sözleşme niteliği ve teminat yöneticisinin vekâlet veren konumundaki ihraççıdan

⁹⁷³ Akipek Öcal, s. 75.

⁹⁷⁴ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1601; Gümüş, s. 444; Eren, Özel Hükümler, par. 2501. Ayrıca bkz. Zevkliler ve Gökyayla, s. 654-655.

⁹⁷⁵ Zevkliler ve Gökyayla, s. 653-654; Akipek Öcal, s. 75.

⁹⁷⁶ Akipek Öcal, s. 72-73; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1602; Eren, Özel Hükümler, par. 2508.

⁹⁷⁷ Gümüş, s. 439; Akipek Öcal, s. 72; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1602; Eren, Özel Hükümler, par. 2508-2509; Zevkliler ve Gökyayla, s. 655; Yavuz, 2:s. 1316-1317; Tandoğan, 2:s. 407.

⁹⁷⁸ Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1602-1603.

⁹⁷⁹ Yavuz, 2:s. 1317; Tandoğan, 2:s. 409.

bağımsızlığı⁹⁸⁰ ile birlikte değerlendirildiğinde, TYS bağlamında gündeme gelen sadakat yükümünün borçlanma aracı sahipleri lehine değerlendirilmesi yerinde olacaktır.

Vekilin; sır saklama ve gizlilik yükümü, aydınlatma yükümü, rekabet etmeme yükümü, menfaat uyuşmazlıklarını önleme yükümü gibi yükümler, sadakat yükümünün somutlaşmış hâlleridir.⁹⁸¹ Özen yükümü ile sadakat yükümünün birbirini tamamladığı göz önünde bulundurulduğunda; teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruması yükümlülüğü, bilgilerin gizliliğinin sağlanması yükümlülüğü ve TYS kapsamında elde edinilen bilgilerden menfaat elde etme yasağı özen ve sadakat yükümlülüklerinin teminat yöneticisi bakımından SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği'nde somutlaşan hâlleridir.

(2) Borçlanma Aracı Sahiplerinin Menfaatlerinin Korunması

Yükümlülüğü

Teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruma görev ve yetkisi, SPKn m. 31/B/2 ve TYS Tebliği m. 11/1 hükümlerinde vurgulanmıştır. Ayrıca, teminat yöneticisinin görev ve sorumluluklarını yerine getirirken borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini gözeterek iyi niyet ve dürüstlük kuralları çerçevesinde, sadakat, özen ve titizlikle yürütmesi gerektiği TYS Tebliği m.

⁹⁸⁰ Bkz. §5.III.A Teminat Yönetim Sözleşmesinin Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme Niteliği, §5.III.C.3.c Teminat Yöneticisinin Bağımsızlığı.

⁹⁸¹ Bu yönde bkz. Gümüş, s. 439-440; Akipek Öcal, s. 73-74; Eren ve Dönmez, Eren Borçlar Hukuku Şerhi, 2023, V:s. 1603-1608; Eren, Özel Hükümler, par. 2510-2514; Zevkliler ve Gökyayla, s. 656-657; Yavuz, 2:s. 1318-1320. Ayrıca bkz. Aytaç, Z.: *Anonim Ortaklıkta Denetçilerin Sır Saklama Yükümlülüğü*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 1979, C. 10, S. 1, s. 182; Aksoy, M.R.: *Vekalet Sözleşmesinde Vekilin Sır Saklama Yükümlülüğü*, Ankara 2022, s. 204-226.

11/4'te belirtilmiştir. Teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığı da borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin korunmasını tamamlamaktadır.⁹⁸²

Teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruma yükümlülüğü, teminat yöneticisinin belirli durumlarda belirli şekillerde hareket etmesini gerektirebilir. Örneğin, teminata konu varlıkların idaresi kapsamında teminat yöneticisinin, söz konusu varlıkların değerinin korunmasına ilişkin önlemler alması gerekir. Ayrıca, TYS Tebliği m. 5/7'de belirtildiği üzere aksi TYS'de kararlaştırılmamışsa teminata konu varlıklara ait dönemsel gelirler teminata konu varlık değerine eklenecektir. Eklenen bu değerlerin, borçlanma aracı sahiplerinin menfaatine uygun şekilde değerlendirilmesi gerekir. Örneğin, teminata konu varlığın anonim şirket payı olması durumunda, bu kapsamda elde edilecek kâr payının, hele ki enflasyonist ortamda Türk lirası cinsinden nakit olarak tutulması yerine hızlıca likidite edilebilir şekilde değerlendirilmesi gerekir. Teminatların paraya çevrilmesi kapsamında, temerrüt durumunun tespit edilebilmesi ve vakit kaybetmeksizin harekete geçilebilmesi için teminat yöneticisinin düzenli olan ve olmayan aralıklarla ihraççının finansal durumunu takip etmesi, temerrüt durumunun gerçekleşme ihtimali artmışsa buna göre hazırlıklı olması, temerrüt durumu gerçekleşmişse bunu gecikmeksizin tespit etmesi gerekir. SPKn m. 31/B/5 ve TYS Tebliği m. 9 hükümlerinden anlaşılabileceği üzere, teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi hususunda teminat yöneticisinin mümkün olduğunca hızlı hareket etmesi beklenecektir. Varlıkların hızlı bir şekilde paraya çevrilmesini temin edebilmek amacıyla teminat yöneticisi, temerrüt durumunun gerçekleşmesini beklemeksizin hangi varlığın ne şekilde satılabileceğine ilişkin bilgilerini, olası bir temerrüt durumu için güncel tutmalıdır. Böylelikle, temerrüt

⁹⁸² Teminat yöneticisinin bağımsızlığına ilişkin bkz. §5.III.C.3.c Teminat Yöneticisinin Bağımsızlığı.

durumu gerçekleştiğinde, teminata konu varlıklara ilişkin nasıl hareket edileceğine karar vermek için zaman kaybedilmeyecektir. Ayrıca teminat yöneticisi, teminata konu varlıkları paraya çevirirken, bu varlıkların satışından en yüksek gelirin elde edilmesini hedeflemeli ve bu doğrultuda hareket etmelidir. Başvurulabilecek çeşitli satış yöntemlerinden bu amaca en iyi hizmet edenin seçilmesi borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin korunması bakımından gereklidir. Teminata konu varlıkların tamamı paraya evrilmeyecekse, paraya çevrilecek varlıkların hangileri olduğu tespit edilirken ilgili varlıklara ilişkin piyasa koşulları, arz ve talep dengesi, gelecekte yaşanması muhtemel gelişmeler vb. hususlar değerlendirilerek en efektif belirleme yapılmalıdır. Örneğin, uluslararası piyasalardaki geçici bir aksaklık dolayısıyla bir süreliğine piyasa fiyatı düşen bir unsur yerine, piyasa fiyatı bu şekilde olumsuz etkilenmemiş bir unsurun satılarak teminatın paraya çevrilmesi gerekir.

(3) Bilgilerin Gizliliğinin Sağlanması Yükümlülüğü ve Bu

Bilgilerden Menfaat Elde Etme Yasağı

TYS Tebliği m. 13/4'te teminat yöneticisinin YYS kapsamındaki görevlerini yerine getirirken teminata konu varlıklara ve ihraya ilişkin elde ettiği bilgilerin gizliliğini sağlama yükümlülüğü düzenlenmiştir. Hükümde ayrıca anılan nitelikteki bilgilerin yatırım kuruluşlarının müşterilerine sundukları hizmetler dâhil menfaat elde etmek amacıyla kullanılamayacağı da vurgulanmıştır.

Teminat yöneticisinin, YYS kapsamındaki yükümlülüklerini yerine getirirken ihraya, ihranın finansal durumuna ve teminata konu varlıklara ilişkin gizliliğinin korunması gereken birçok bilgiye erişmesi muhtemeldir. Elde edilen bu bilgilerin gizliliğinin sağlanması, teminat yöneticisinin zen ve sadakat

yükümlülüklerinin bir görünüş biçimi olan sır saklama yükümlülüğü kapsamında değerlendirilecektir.⁹⁸³ TYS Tebliği m. 13/4'te gizliliği sağlanması gereken bilgiler TYS kapsamında elde edilen teminata konu varlıklara ve ihraççıya ilişkin tüm bilgilerdir. Buradan, gizliliğinin sağlanması gereken bilgilere ilişkin iki çıkarım yapılabilmektedir. İlk olarak, yalnızca TYS kapsamında elde edilen bilgilerin gizliliğinin sağlanması gerekmektedir. Başkaca faaliyetler dolayısıyla teminat yöneticisi ihraççıya veya teminata konu varlıklara ilişkin bilgilere ulaşmışsa bunla TYS Tebliği m. 13/4 kapsamına girmeyecektir.⁹⁸⁴ İkincisi ise, elde edilen bilgilerin ne kadar önemli veya önemsiz olduğu, sır niteliği taşıyıp taşımadığı hususunda bir ayrıma gidilmediğinden TYS kapsamında erişilen her türlü bilginin gizliliğinin sağlanması gerektiğidir.⁹⁸⁵ Ayrıca, vekilin sadakat yükümlülüğünün vekâlet sözleşmesi bittikten sonra bile devam edeceği⁹⁸⁶ göz önünde bulundurulduğunda, TYS sona erdikten sonra bile bilgilerin gizliliğinin sağlanması ve bu bilgileri teminat yöneticisinin menfaat elde etmek amacıyla kullanamayacağı söylenebilecektir.

Belirli koşullarda bilgilerin gizliliğinin sağlamasından vazgeçilmesi mümkün hatta zorunlu olabilir. Vekâlet sözleşmesindeki sır saklama yükümlülüğüne ilişkin değerlendirmelerden hareket edilerek üç durumda teminat yöneticisinin TYS kapsamında ihraççıya ve teminata konu varlıklara ilişkin edindiği bilgileri

⁹⁸³ Bu kapsamda bkz. §5.III.C.3.e.iii(1) Vekâlet Sözleşmesinden Hareketle Özen ve Sadakat Yükümlülüklerinin Belirlenmesi. Sır kavramına ilişkin bkz. Aytaç, *Sır Saklama*, s. 183-185; Aksoy, *Vekâlet Sözleşmesinde Vekilin Sır Saklama Yükümlülüğü*, s. 111-117; Yurtbaşı, F.: Anonim Ortaklıklarda Özel Denetim, İstanbul 2019, s. 362-363.

⁹⁸⁴ Benzer şekilde bir değerlendirme için bkz. Aytaç, *Sır Saklama*, s. 195.

⁹⁸⁵ Benzer şekilde bir değerlendirme için bkz. Aytaç, *Sır Saklama*, s. 195.

⁹⁸⁶ Buna ilişkin bkz. §5.III.C.3.e.iii(1) Vekâlet Sözleşmesinden Hareketle Özen ve Sadakat Yükümlülüklerinin Belirlenmesi.

açıklayabileceği söylenebilir.⁹⁸⁷ Bunlardan ilki, ihraççının veya üçüncü kişi teminat verenin rızası olması hâlidir. İkincisi, ihraççının veya üçüncü kişi teminat verenin haklı menfaatlerinin bilgilerin açıklanmasını zorunlu kılması durumudur. Üçüncüsü ise çeşitli kanunlardaki hükümler uyarınca, mahkemeler gibi bilgi isteyen yetkili makamlara ve mercilere söz konusu bilgilerin açıklanması zorunluluğudur.⁹⁸⁸

TYS Tebliği m. 13/4'te, teminat yöneticisinin TYS kapsamında elde edilen bilgileri açıklanmasının yanı sıra bu bilgileri açıklamaksızın bu bilgilerden menfaat elde etmesi hâli de yasaklanmıştır. Hükümden anlaşıldığı üzere menfaatin doğrudan elde edilmesinin yanında, bir yatırım kuruluşu olarak teminat yöneticisinin müşterilerine sunduğu hizmetler dolayısıyla dolaylı şekilde menfaat elde etmesi de yasaktır. Söz konusu menfaatin türüne ve içeriğine ilişkin herhangi bir sınırlama getirilmemiş olduğundan parasal, repütasyonel, yönetsel vb. her türlü menfaatin bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bilgilerin gizliliğinin sağlanması ve ulaşılan bilgilerden menfaat elde edilmesi yasağı borçlanma aracı sahiplerine değil ihraççı ve varsa üçüncü kişi teminat verenin menfaatlerine hizmet etmektedir. Zira, teminat yöneticisinin her ne kadar borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruması yükümlülüğü bulunsada borçlanma aracı sahiplerine ilişkin gizliliğinin sağlanması gereken bilgilere muhtemelen erişmeyecektir.

⁹⁸⁷ Söz konusu durumlara ilişkin bkz. Yavuz, 2:s. 1320; Tandoğan, 2:s. 453-455. Vekâlet sözleşmesi kapsamında, sır saklama yükümlülüğünün istisnalarına ilişkin detaylı inceleme için bkz. Aksoy, Vekalet Sözleşmesinde Vekilin Sır Saklama Yükümlülüğü, s. 379-504.

⁹⁸⁸ Yetkili makam ve mercilere bilgi verilmesine ilişkin ayrıca bkz. Aytaç, *Sır Saklama*, s. 209-212.

iv. Teminat Raporunun Hazırlanması ve Kamuya Açıklanması

Yükümlülüğü

TYS Tebliği m. 15/1’de teminat yöneticisinin hangi hâllerde teminat raporu hazırlaması gerektiği düzenlenmiştir. Buna göre, ilgili borçlanma araçlarının ihracını izleyen her altı aylık dönemin sonunda, temerrüt veya temerrüde eşdeğer hâllerin ortaya çıkması durumunda, teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi işlemi sonuçlandığında ve SPK tarafından istenecek diğer hâllerde teminat yöneticisi tarafından teminat raporunun on gün içinde hazırlanması öngörülmüştür. Makul gerekçelerin bulunması durumunda SPK tarafından ek süre verilebileceği YYS Tebliği m. 15/5’te belirtilmiştir. Teminat raporunun içeriği ve şekline ilişkin YYS Tebliği Ek-1’de yer alan teminat raporu örneğinden yararlanılacağı YYS Tebliği m. 15/1’de belirtilmekle birlikte altı aylık dönemlerin sonunda hazırlanacak teminat raporunda YYS Tebliği m. 15/2’de ve teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi işlemi sonuçlandığında hazırlanacak teminat raporunda ise YYS Tebliği m. 15/3’te belirtilen bilgilerin bulunması gerekmektedir.

Usulüne uygun hazırlanan teminat raporunun imzalanmasını takip eden iş günü kamuya açıklanacağı YYS Tebliği m. 16/1’de düzenlenmiştir. Teminat yöneticisi tarafından teminat raporunun kamuya açıklanmasının KAP’ta yapılacağı YYS Tebliği m. 16/2’de belirtilmektedir.⁹⁸⁹

Her ne kadar teminat raporunun SPK veya bir başka kişi veya kurum tarafından incelenmesi veya denetlenmesi öngörülmemişse de teminat raporunun

⁹⁸⁹ Ancak, ilgili borçlanma araçlarının tahsisli olarak veya borsada işlem görmeksizin nitelikli yatırımcılara satılması durumunda ilanların MKK aracılığıyla borçlanma aracı sahiplerine elektronik ortamda iletilmesi ve ihracının internet sitesinde yayımlanarak yatırımcıların erişimine açık tutulması öngörülmüştür.

hazırlanması, sunulması, gerçeğe uygunluğu ve doğruluğu buna ilişkin teminat yöneticisinin hukuki sorumluluğunun TYS Tebliği m. 15/4'te öngörülmesi suretiyle güvence altına alınmıştır.

Teminat yöneticisinin özel durum açıklaması yapması gereken hâller TYS Tebliği m. 17/1'de sayılmıştır. Bu hâller arasında; TYS'de değişiklik yapılması, teminat yöneticisinin bağımsızlığının⁹⁹⁰ zedelenmesi, teminata konu varlıkların değerinde belirli oranlarda azalma olması hâlleri, ihraççı bakımından temerrüt veya temerrütle eşdeğer durumların ortaya çıkması, teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi veya teminat verene iade edilmesi gibi durumlar sayılmaktadır. Teminat yöneticisinin yapacağı özel durum açıklamalarının, ihraççının tabi olduğu kamuyu aydınlatmaya ilişkin SPK düzenlemelerine ilişkin öngörülen usulde yapılması gerektiği vurgulanmaktadır. İhraççının ve teminat yöneticisinin yapacağı özel durum açıklamalarının usullerinde yeknesaklık sağlanması bakımından düzenlemenin bu şekilde yapılmış olması isabetlidir.

v. Kayıtların Tutulması ve Belgelerin Saklanması

Teminat yöneticisinin teminata konu varlıklara ilişkin olarak teminat defteri tutması gerekliliği TYS Tebliği m. 18/1'de öngörülmüştür. Farklı ihraçlardan doğan ödeme yükümlülüklerini güvence altına alan teminata konu varlıklara ilişkin farklı defterler tutulması gerektiği düzenlenmiştir. Teminat defterinin elektronik olarak tutulabileceğine dikkat çekilirken elektronik ortamda tutulan teminat defterinin

⁹⁹⁰ Teminat yöneticisinin bağımsızlığına ilişkin TYS Tebliği'nde ilgili madde olarak atıf m. 12'ye yapılmış olsa da TYS Tebliği'nde teminat yöneticisinin bağımsızlığı m. 13'te düzenlenmektedir. TYS Tebliği m. 12'de yalnızca teminat yöneticisinin m. 13 uyarınca bağımsızlığının zedelenmesi ve belirtilen süre içerisinde bağımsızlığı zedeleyen durumun giderilmemesi durumu TYS'nin sona erme hali olarak düzenlenmiştir. Bu nedenle ilgili atfın m. 13'e yapılmış olması gerekirdi. TYS'nin sona ermesine ilişkin bkz. §5.III.E Sona Ermesi.

değiştirilmemesi ve gerektiği kadar saklanabilmesine ilişkin olarak teminat yöneticisinin gerekli önlemleri alması gerekliliği vurgulanmıştır. Teminat defterinde tutulacak kayıtlarda asgari olarak bulunması gereken hususlar, TYS Tebliği m. 5/1’de sayılan teminata konu olabilecek varlık türleri açısından ayrı ayrı olmak üzere TYS Tebliği m. 18/2’de ayrıntılı olarak sayılmıştır.

Teminat defteri, teminattan kaynaklanan görev ve sorumlulukların ifasına ilişkin teminat yöneticisinin taraf olduğu tüm sözleşmelerle yaptığı tüm yazışmalar ve ilgili yetkili organ kararlarının TTK m. 82 uyarınca düzenlenme tarihlerinden itibaren 10 yıl boyunca teminat yöneticisi tarafından saklanması zorunluluğu TYS Tebliği m. 19/1’de öngörülmüştür. Bu kapsamda örneğin, ihraççının temerrüdü nedeniyle teminata konu varlıkların teminat yöneticisi tarafından paraya çevrilmesine ilişkin sözleşmenin saklanması gerekecektir. Ayrıca, TYS Tebliği m. 19/2’de ise teminata konu varlıklara ilişkin tüm bilgi ve belgelerin düzenlenme tarihlerinden itibaren ilgili borçlanma aracının itfasına, temerrüt veya temerrüde eşdeğer durumların ortaya çıkması durumunda ise borçlanma aracı sahiplerine yapılacak ödemelere ilişkin süreç tamamlana kadar ve her hâlükârda beş yıldan az olmamak üzere teminat yöneticisi tarafından saklanması gerekmektedir.

f. Teminat Yöneticisinin Yükümlülüklerle Aykırı Davranması ve Yükümlülüklerini Devretmesi

i. Yükümlülüklerle Aykırılık

SPKn m. 31/B/9’da SPKn m. 31/B/2’deki yükümlülükleri gerektiği gibi yerine getirmeyen teminat yöneticilerine SPKn m. 96/1 hükmünün uygulanacağı belirtilmiştir. SPKn m. 31/B/2’de temel olarak teminata konu varlıkların idaresi,

teminatların paraya çevrilmesi, iade ve borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin korunması yükümlülükleri belirtilmiştir. Ancak, gerek borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruma yükümlülüğü altında değerlendirilebilir olmaları gerekse de anılan hükümde TYS'nin tabi olduğu usul, esas ve asgari unsurları belirleme konusunda SPK'nın TYS Tebliği ile diğer yükümlülükleri öngörmüş olması dolayısıyla teminat yöneticisinin yukarıda açıklanan yükümlülüklerinden herhangi birinin ihlali hâlinde SPKn m. 96/1 hükmünün uygulanabileceği söylenebilir.

SPKn m. 96/1 uyarınca SPK, teminat yöneticisinden aykırılıkların giderilmesini isteyip mevzuata ve TYS'ye uygunluğun sağlanmasını isteyebileceği gibi teminat yöneticisinin faaliyetlerinin kapsamını sınırlandırabilir veya geçici olarak durdurabilir, teminat yöneticisinin yetkilerini tamamen veya belirli sermaye piyasası faaliyetleri itibarıyla iptal edebilir ya da öngöreceği diğer her türlü tedbiri alabilir.

ii. Yükümlülüklerin Devri

Teminat yöneticisinin, TYS'de bu yönde belirleme yapılması şartıyla TYS'den kaynaklanan operasyonel görevlerini kısmen veya tamamen üçüncü kişilere devredebileceği TYS Tebliği m. 7/2/g'den anlaşılmaktadır. Teminat yöneticisinin görevlerini üçüncü bir kişiye ayrı bir sözleşme yapmak suretiyle devredebileceği ve bu sözleşmeye Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ⁹⁹¹ m. 52/1'in kıyasen uygulanacağı TYS Tebliği m. 11/6'da düzenlenmiştir. Bu kapsamda, teminat yöneticisinin devrettiği görev ve yetkilere ilişkin denetleme ve gerekli bilgi ve belgeleri elde ederek saklama yükümlülükleri TYS Tebliği m. 11/5'te belirtilmiştir. Görev ve yükümlülüklerin üçüncü kişilere devredilmesinin teminat

⁹⁹¹ III-39.1, RG 17.12.2013/28854.

yöneticisinin sorumluluklarını ortadan kaldırmayacağı da TYS Tebliği m. 11/6’da açıkça ifade edilmiştir.

g. Teminat Yöneticisinin Sicillerdeki Yetkileri

SPKn m. 31/B/3 ve TYS Tebliği m. 11/2 uyarınca teminat yöneticisi; teminata konu varlıklara ilişkin her çeşit sicillerde “herhangi bir ayni hakkın, şerhin, takyidatın, hak ve alacağın tescili, kaydı ve bunlar için gerekli olan her türlü işlem dâhil olmak üzere teminatın tesisi, terkini, fekki, sona erdirilmesi” hususlarında gerekli tüm iş ve işlemleri kendi adına ve yatırımcılar hesabına getirmeye yetkilidir. Teminat yöneticisinin bu kapsamdaki iş ve işlemlerini yatırımcılar hesabına yapacağının vurgulanması, teminat yöneticisinin borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini koruması gerekliliğinin⁹⁹² bir yansımasıdır.

h. Teminat Yöneticisinin Sorumluluğu

SPKn m. 31/B/8, teminat yöneticisinin sorumluluklarını azaltan veya kaldıran anlaşma, hüküm veya ifadelerin geçersiz olduğunu düzenlemekten TYS Tebliği m. 11/7’de ise teminat yöneticisinin sorumluluklarını azaltan veya kaldıran sözleşmelerin geçersiz olduğu belirtilmiştir.⁹⁹³ Burada sözü geçen sorumluluk, şüphesiz teminat yöneticisinin hukuki sorumluluğudur. Bu kapsamda, TYS dolayısıyla

⁹⁹² Buna ilişkin bkz. §5.III.C.3.e.iii(2) Borçlanma Aracı Sahiplerinin Menfaatlerinin Korunması Yükümlülüğü.

⁹⁹³ TBK m. 115/3 ve 116/3 hükümlerinde düzenlendiği üzere, “uzmanlığı gerektiren bir hizmet, meslek veya sanat, ancak kanun veya yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütülebiliyorsa”, “borçlunun hafif kusurunda sorumlu olmayacağına ilişkin önceden yapılan” ve “borçlunun yardımcı kişilerin fiillerinden sorumlu olmayacağına ilişkin” anlaşmalar kesin olarak hükümsüz olacaktır. Bu kapsamda, teminat yöneticisi, uzmanlığı gerektiren bir hizmeti ancak SPK tarafından genel saklamaya ilişkin verilen faaliyet izniyle gerçekleştirebildiğinden anılan hükümler de teminat yöneticisinin sorumluluğunun sınırlanmasına engel olmaktadır.

teminat yöneticinin hukuki sorumluluğu ayrıca düzenlenmiş olmadığından, teminat yöneticisinin genel hükümler kapsamında sorumluluğu söz konusu olacaktır.

TBK m. 112’de belirtildiği üzere borcun hiç veya gereği gibi ifa edilmemesi durumunda “borçlu, kendisine hiçbir kusurun yüklenemeyeceğini ispat etmedikçe, alacaklının bundan doğan zararını gidermekle yükümlüdür.” Bu kapsamda, TYS kapsamında teminat yöneticisinin sorumlu tutulabilmesi için; TYS’nin ihlal edilmiş olması, zararın ortaya çıkması, ihlal ile zarar arasında uygun illiyet bağı olması ve teminat yöneticisinin kusuru gerekmektedir.⁹⁹⁴ Bu kapsamda, teminat yöneticisinin kusursuz olduğunu ispat etmek suretiyle sorumluluktan kurtulabilmesi mümkündür.⁹⁹⁵ Sözleşmesel kusurun objektif unsuru olarak borçlunun göstermesi gereken özenin derecesi, hem borcun içeriği, kapsamı ve niteliğine hem de “borçlu ile benzer sosyal ve mesleki özellikleri taşıyan bir borçlu tipinin bu tür borç ilişkilerinde göstereceği makul ve basiretli davranışa göre” belirlenecektir.⁹⁹⁶ Bu kapsamda, hem TYS ile teminat yöneticisinin üstlendiği borçların niteliği⁹⁹⁷ hem de teminat yöneticisinin SPK’dan aldığı genel saklama hizmeti faaliyet izni ile faaliyet gösteren yatırım kuruluşu olması gerektiği⁹⁹⁸ göz önünde bulundurulduğunda, teminat yöneticisinin göstermesi beklenecek özenin standardı oldukça yüksek olacak ve gerekli özeni

⁹⁹⁴ Sözleşmeden doğan sorumluluğun şartlarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Eren, Borçlar 18, s. 1078-1093.

⁹⁹⁵ TBK m. 112 uyarınca kusursuz olduğunu ispat yükü borçludadır. Eren, Borçlar 18, s. 1091-1092.

⁹⁹⁶ Antalya, Borçlar Hukuku V/1, 3, c. V/1, 3, par. 1741; Eren, Borçlar 18, s. 1089.

⁹⁹⁷ Teminat yöneticisinin yükümlülüklerine ilişkin bkz. §5.III.C.3.e Teminat Yöneticisinin Yükümlülükleri.

⁹⁹⁸ Bu konuda bkz. §5.III.C.3.a Genel Olarak.

gösterdiği gerekçesiyle teminat yöneticisinin kusursuz olduğunu ispatlaması görece zor olacaktır.⁹⁹⁹

SPKn m. 31/B/10'da teminat yöneticisinin teminata konu varlıkları tasarruf amacı dışında kullanması durumunda TCK m. 155/2 kapsamında hükmedilecek cezanın beş yıldan az olamayacağı düzenlenmiştir. TCK m. 155 güveni kötüye kullanma suçuna ilişkin olup TCK m. 155/2'de ise bu suçun nitelikli hâli düzenlenmiştir.

D. İçeriği

TYS'nin asgari içeriği YYS Tebliği m. 7'de ortaya konmuştur. YYS Tebliği m. 7/1'de esasen sözleşmenin tarafları olan ihraççı ile teminat yöneticisinin esas yükümlülükleri belirtilmektedir. YYS Tebliği m. 7/2'de ise YYS'de asgari olarak belirtilmesi ve belirlenmesi gereken hususlar vurgulanmıştır. Bunlar arasında temel olarak ilgili borçlanma araçları ile YYS'nin ilişkilendirilmesini sağlamaya yönelik hususlar olduğu gibi teminat yöneticisine ödenecek ücretin ne olduğu ve nasıl ödeneceği, teminata konu varlıkların zilyetliğinin kimde kalacağı, teminata konu varlıklara ilişkin masrafların kim tarafından karşılanacağı gibi hususlar da bulunmaktadır.

YYS Tebliği m. 7/2'deki asgari unsurların yanı sıra tarafların da SPKn m. 31/B ve YYS Tebliği hükümlerine aykırı olmamak kaydıyla YYS'nin içeriğini

⁹⁹⁹ Teminat yöneticisinin özen yükümlülüğüne ve kusurun belirlenmesinin ölçütü olarak objektifleştirilmiş özen ölçütüne ilişkin bkz. §5.III.C.3.e.iii(1) Vekâlet Sözleşmesinden Hareketle Özen ve Sadakat Yükümlülüklerinin Belirlenmesi.

şekillendirmesi mümkündür. Bu kapsamda örneğin, teminata konu varlıkların teminat yöneticisi tarafından sigorta ettirilmesi öngörülebilir.¹⁰⁰⁰

TYS Tebliği m. 5/7, bir yedek hüküm olup teminata konu varlıklara ait dönemsel gelirlerin aksi TYS’de kararlaştırılmadıkça teminata konu varlık değerine ekleneceğini düzenlemektedir. Bu kapsamda gündeme gelecek dönemsel gelirlere örnek olarak TYS Tebliği m. 5/1/ç’de sayılan türdeki paylardan doğan kâr payı gösterilebilir.

E. Sona Ermesi

1. Sona Erme Hâllerinin Sınıflandırılması

TYS’nin sona ereceği hâller TYS Tebliği m. 12’de düzenlenmiştir. Anılan maddede belirtilen sona erme hâllerini, madden metninde ismen ifade edilmemekle birlikte olağan ve olağan dışı sona erme hâlleri olmak üzere iki gruba ayırmak mümkündür.

2. Olağan Sona Erme Hâlleri

TYS’nin olağan sona erme hâlleri TYS Tebliği m. 12/1’de düzenlenmiştir. İlk olağan sona erme hâli, TYS ile güvence altına alınan ilgili borçlanma araçlarından doğan tüm yükümlülüklerin ifa edilmesi durumunda ilgili borçlanma araçlarının itfa edilmesiyle TYS’nin kendiliğinden sona ermesidir. Diğer olağan sona erme hâli ise temerrüt veya temerrüde eşdeğer bir durumun ortaya çıkması nedeniyle teminata konu

¹⁰⁰⁰ Balkan, s. 73.

malvarlığı değerlerinin paraya çevrilerek borçlanma aracı sahiplerine yapılacak ödemelerin tamamlanması üzerine TYS'nin kendiliğinden sona ermesidir.

TYS Tebliği m. 12/1'de sayılan sona erme hâlleri esasen ifa sonucunda borçların sona ermesi ve geniş anlamda borç ilişkisinin (bu örnekte TYS'nin) sona ermesi hâlleridir. TYS Tebliği m. 12/1 hükmü olmasaydı da TYS kapsamında tarafların borçları ayrıntılı düzenlenmiş olduğundan TYS kapsamında doğan tüm borçların sona ermesi ile geniş anlamda borç ilişkisi olan TYS'nin de sona ereceği sonucuna ulaşıldı. Nitekim, bir sözleşmeden doğan tüm borçlar sona erdiğinde ve bu sözleşme ilişkisi dolayısıyla yeni borç doğması söz konusu olmadığında sözleşme ilişkisi sona erecektir.¹⁰⁰¹ Borcun ve borç ilişkisinin en olağan sona erme hâli ifa sonucu sona ermedir.¹⁰⁰²

Buna rağmen TYS Tebliği m. 12/1'in lafzı malumun ilanı olmaktan öte, doğal bir durumu karmaşık ve anlaşılması güç bir hâle getirir niteliktedir. Zira, TYS m. 12/1'de ortaya konan sona erme hâlleri TYS kapsamında doğan tüm borçlar sona ermeden TYS'nin sona ermesini öngörmektedir. Borcun sona ermesi, geniş anlamda borç ilişkisi olan sözleşme ilişkisinin sona ermesinden farklıdır.¹⁰⁰³ Halbuki, geniş anlamda borç ilişkisi sona ermesine rağmen bu ilişkiden doğmuş bir borcun devam etmesi¹⁰⁰⁴ ya da geniş anlamda borç ilişkisi devam ederken bu kapsamda bir borcun sona ermesi de mümkündür.¹⁰⁰⁵ Hâl böyleyken, her bir sözleşme tipi için sözleşmenin

¹⁰⁰¹ Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 1745; Tekinay, s. 745.

¹⁰⁰² Hatemi ve Gökyayla, par. §29 2. Benzer yönde bkz. Eren, Borçlar 16, s. 1283.

¹⁰⁰³ Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 1744; Hatemi ve Gökyayla, par. §29 1; Ayan, M.: Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 12. Baskı, Ankara 2020, s. 499.

¹⁰⁰⁴ Bu kapsamda klasik örnek olarak kira sözleşmesi sona erse bile işlemiş kira bedelini ödeme borcunun devam etmesi verilmektedir. Örnek için bkz. Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 1744; Hatemi ve Gökyayla, par. §29 1. Ancak bu örnekteki borç, sözleşme sona ermeden sözleşmeden doğmuş ve henüz ifa edilmemiştir.

¹⁰⁰⁵ Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 1744-1745.

sona ermesi ilgili tipe özgü özellikler taşımaktadır.¹⁰⁰⁶ İlgili borçlanma aracından doğan ödeme yükümlülüğünün vadesinde ifa edilerek söz konusu borçlanma araçlarının itfası gerçekleştiğinde teminat yöneticisinin teminata konu varlıkları teminat verene iadesi¹⁰⁰⁷ gerekmektedir. SPKn m. 31/B/2, TYS Tebliği m. 7/1, 11/1 hükümlerinde öngörülen tam iade, TYS Tebliği m. 11/1’den anlaşıldığı üzere borçlanma aracının itfası üzerine teminat yöneticisi tarafından yerine getirilecektir. TYS Tebliği m. 7 ve 11 hükümleri tebliğin “Teminat Yönetim Sözleşmesi” başlıklı üçüncü bölümü içerisinde bulunmakta ve TYS’den doğan borçları ortaya koymaktadır. Bu kapsamda tam iade, ilgili borçlanma araçlarının itfası üzerine gerçekleşmesi gereken ve TYS’den doğan bir borçtur. Buna karşın, borçlanma araçlarının itfası TYS Tebliği m. 12/1’de TYS’nin sona erme hâli olarak düzenlenmiştir. Bu hâliyle anılan hüküm, sözleşmeden doğan tam iade borcu sona ermeden sözleşme ilişkisinin sona ermesini öngörmektedir. Aynı problem arta kalan değer iadesine ilişkin de söz konusudur. Nitekim, TYS Tebliği m. 12/1 hükmünde teminat varlıkların paraya çevrilerek yatırımcılara yapılacak ödeme işleminin tamamlanmasıyla TYS’nin sona ereceğini belirtmekteyse de yatırımcılara yapılacak ödemelerin tamamlanması sonucunda arta kalan değer¹⁰⁰⁸ olması durumunda bunun henüz teminat verene iadesi borcu sona ermeden TYS’nin sona ereceğini düzenlemektedir.

Açıklananlar doğrultusunda, TYS’nin bir sözleşmenin en olağan şekilde, ifa ile sona ermesini karmaşık şekilde ele alan TYS Tebliği m. 12/1 hükmünün TYS’nin ilgili borçlanma araçlarının itfası durumunda teminata konu varlıkların tam iadesi sonucunda, teminata konu varlıkların paraya çevrilmesi durumunda ise

¹⁰⁰⁶ Bu yönde bkz. Oğuzman ve Öz, Borçlar I 20, c. 1, par. 1746.

¹⁰⁰⁷ Tam iade olarak nitelendirilebilecek bu duruma ilişkin bkz. §5.III.C.2.b.i İhraççının Hakları.

¹⁰⁰⁸ Arta kalan değer iadesi durumuna ilişkin bkz. §5.III.C.2.b.i İhraççının Hakları.

yatırımcılara yapılacak ödeme işlemlerinin tamamlanması ve eğer arta kalan değer olursa bunun teminat verene iadesi sonucunda sona ereceği şeklinde anlaşılması gerekmektedir. TYS Tebliği m. 12/1 hükmünün kaleme alınışındaki eksikliğin giderilmesi ya hükmün tamamen kaldırılması ya da açıklanan şekildeki tam iade ve arta kalan değer iadesi hususlarının da eklenmesi suretiyle TYS'nin olağan şekilde sona ermesinin düzenlenmesiyle giderilebilecektir.

3. Olağan Dışı Sona Erme Hâlleri

TYS Tebliği m. 12/2'de, teminat yöneticisinin veya TYS Tebliği m. 7/2/g kapsamında görevlerini üçüncü kişilere devretmişse bu kişilerin teminata konu varlıkları TYS'ye uygun biçimde saklamadığı, muhafaza ve idare etmediği, korumadığı, TYS'de öngörülen şekilde kullanmadığı, işletmediği, söz konusu varlıkları amacı dışında kullandığı durumların ihraççı tarafından öğrenilmesi hâlinde ihraççının üç iş günü içerisinde uygunluğun sağlanması talebiyle teminat yöneticisine bildirimde bulunması gerekliliği düzenlenmiştir. Bu bildirim üzerine teminat yöneticisi beş iş günü içerisinde TYS'ye uygunluğu sağlamaz ise beşinci iş gününü takip eden üç iş günü içinde TYS'nin ihraççı tarafından feshi öngörülmüştür. Hükmün lafzından anlaşıldığı üzere, ihraççının açıklanan bildirimde bulunması ve TYS'yi feshi ihraççının takdirine bırakılmamış, ihraççının yükümlülüğü olarak öngörülmüştür. Bu hüküm kapsamında TYS'nin feshi hâlinde SPK'nın, teminata konu varlıkların değerlemesinin yaptırılmasını teminat yöneticisinden isteyebileceği belirtilmiştir. Ancak, SPK'nın isteyebileceği bu değerlemenin ne zaman ve kimden istenebileceği açık değildir. Zira, TYS Tebliği m. 12/6 uyarınca yeni bir teminat yöneticisi ile TYS akdedilmesi gerekeceğinden SPK'nın talebinin muhatabının hangi teminat yöneticisi olacağını kestirmek güçtür.

TYS Tebliği m. 12/2’de sayılan hâllerden yalnızca biri olan teminata konu varlıkların amacı dışında kullanıldığının SPK tarafından tespit edilmesi durumunda SPK’nın YYS’nin sona erdirilmesini isteyebileceği YYS Tebliği m. 12/3’te düzenlenmiştir. Bu hususta SPK’nın takdir yetkisi bulunup her hâlükârda YYS’nin sona erdirilmesi gerekmeyecektir.

TYS Tebliği m. 12/4’te ise esasen teminat yöneticisinin YYS akdedebilme ehliyetinin kaybı durumu ele alınmış bu durumun ortaya çıktığı tarih itibariyle YYS’nin sona ereceği belirtilmiştir. YYS’nin sona ereceği bir başka hâl ise YYS Tebliği m. 12/5’te açıklandığı üzere teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığının zedelenmesi durumunda bu durumun meydana gelmesinden itibaren otuz gün içerisinde teminat yöneticisinin ihraççıdan bağımsızlığının tekrar sağlanmaması durumudur. Burada vurgulanması gereken, bağımsızlığın zedelenmesi hâlleri YYS Tebliği m. 13’teki objektif hâllerle sınırlı tutulmamış, SPK’nın bu konuda yapacağı değerlendirme üzerine teminat yöneticisinin bağımsızlığının zedelendiği sonucuna ulaşması hâlinde de YYS Tebliği m. 12/5 kapsamında YYS’nin sona ereceğidir.

Açıklanan olağan dışı sona erme hâlleri ile olağan sona erme hâlleri arasında olmayan herhangi bir nedenle YYS’nin sona ermesinden itibaren beş iş günü içerisinde ihraççının yeni bir teminat yöneticisi ile YYS akdederek SPK’nın onayına sunması gerektiği YYS Tebliği m. 12/6’da hükme bağlanmıştır. Bu durumda eski teminat yöneticisi lehine tesis edilen tüm hak, imtiyaz ve yetkilerin ilgililerce yeni teminat yöneticisine devredileceği; söz konusu yeni YYS akdedilmesi ve hak devirleri tamamlanana kadar eski teminat yöneticisinin teminata konu varlıklar üzerindeki görev, hak ve sorumluluklarının devam edeceği düzenlenmiştir. Bu hükümden anlaşıldığı üzere yeni akdedilen YYS’nin hüküm ve şartlarının öncekiyle aynı olması

gerekmemektedir. Yeni akdedilen TYS kapsamında asgari olarak bulunması gereken tek husus önceki teminat yöneticisine sağlanan teminatların tamamının yeni teminat yöneticisine devredilmesidir.

F. Bir Trust Örneği Olarak Teminat Yönetim Sözleşmesi

1. Trust Kavramı

7222 sayılı Kanun ile SPKn’na eklenen m. 31/B “teminat yönetim sözleşmesi ve teminat yöneticisi” kenar başlığını taşımaktadır. Söz konusu madde esasen başta Anglo-Sakson hukuku olmak üzere geniş uygulama alanı bulan trust hukuki kurumunun sermaye piyasası hukukunda belirli biçimlerde uygulanabilirliğini sağlaması açısından çığır açıcudur.¹⁰⁰⁹

Karşılaştırmalı hukuktaki trusta ilişkin düzenlemelerden istifade edebilmek için ilk olarak SPKn m. 31/B ile getirilen hukuki mekanizmanın kanun koyucunun iddia ettiği gibi gerçekten bir trust olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceğinin netleştirilmesi zorunludur. Bu netleştirme faaliyetinin ilk aşaması şüphesiz trust kavramı ile neyin ifade edildiğinin ortaya konulmasıdır.

¹⁰⁰⁹ Nitekim, 7222 sayılı Kanun’un genel gerekçesinde “sermaye piyasalarının tabana yayılması, sermaye piyasalarına esneklik kazandırılması ve banka yoluyla finansmana alternatif sağlanması amacıyla 6362 sayılı Kanunda, karşılaştırmalı hukukta geniş bir uygulama alanı bulan “Trust” kurumunun Türk Sermaye Piyasasına “Teminat Yönetim Sözleşmesi” şeklinde kazandırılması ve buna ilişkin genel esasların” belirlenmesinin amaçlandığı belirtilmiştir. SPKn’na m. 31/B’nin eklenmesini öngören 7222 sayılı Kanun m. 29’un gerekçesinde ise “yurt dışında sermaye piyasalarında geniş bir uygulama alanı bulan “Teminat Yöneticisi-Trust- Yed-i Emin” kurumunun Türk sermaye piyasasına kazandırılması ve buna ilişkin genel esasların” belirlenmesinin hedeflendiği vurgulanmıştır.

Trust, *Equity*'nin¹⁰¹⁰ merkezinde yer alan bir kavram olup kökenleri 13. yüzyıla kadar uzanmaktadır.¹⁰¹¹ Öyle ki trust, İngiliz hukukçularının hukuka ilişkin en büyük ve en özgün katkısı olarak değerlendirilmiştir.¹⁰¹² Her ne kadar geçmişi yüzyıllar öncesine uzansa da trust teriminin anlamı “bir kristal gibi” berrak ve değişmez olmayıp adeta yaşayan ve büyüyen bir kavramı çevreleyen deri olarak

¹⁰¹⁰ *Equity*, esasen İngiliz hukuku altında ortaya çıkan, *Common Law* mahkemelerinin herhangi bir hukuki çözüm sağlamadığı ya da bu mahkemelerin sağladığı hukuki çözümün kabul edilmesinin hakkaniyete uygun düşmediği durumlarda *Chancery* mahkemeleri tarafından geliştirilen hukuk düzenini ifade etmektedir. Bu nedenle *Equity* iki temel özelliğiyle öne çıkmaktadır. Bunlardan ilki *Common Law*'un katılığı ve keskinliğini gidermek için var olduğundan esnek olmasıdır. İkincisi ise, *Lord Chancellor*'un vicdanı ve takdir yetkisinin kullanılması etrafında geliştiği için temellerinin hakkaniyet, ahlaklılık ve dürüstlüğe dayanmasıdır. Virgo, G.: *The Principles of Equity & Trusts*, 5. Baskı, Oxford 2023, s. 4. *Equity* kavramına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Virgo, s. 4-43; Kurtulan Güner, s. 13-21; McGhee, J. ve Elliott, S.: *Snell's Equity*, 34. Baskı, London 2020, par. 1-001-1-041; Penner, J.E.: *The Law of Trusts*, 11. Baskı, Oxford 2019, par. 1.1-1.31; Panesar, S.: *Equity and Trusts*, 4. Baskı, Harlow, England; New York 2020, s. 3-37; Watt, G.: *Trusts & Equity*, 10. Baskı, Oxford 2023, s. 4-9, 547-586; Hudson, A.: *Understanding Equity & Trusts*, 7. Baskı, London 2021, s. 1-13; Hudson, A.: *Principles of Equity and Trusts*, 2. Baskı, London 2021, s. 3-23; Hudson, A.: *Equity and Trusts*, 10. Baskı, London 2021, s. 3-33; Webb, C. ve Akkouch, T.: *Trusts Law*, 5. Baskı, London 2017, s. 4-14; Greenberg, D., ed.: *Equity*, içinde Jowitt's Dictionary of English Law, London, par. 6-10; Pettit, P.H.: *Equity and the Law of Trusts*, 12. Baskı, Oxford 2012, s. 1-12; Maitland, F.W.: *Equity - Also the Forms of Action at Common Law - Two Course*, ed. A. H. Chaytor ve W. J. Whittaker, 2. Baskı, London 1936, s. 1-22; Glister, J. ve Lee, J.: *Hanbury and Martin: Modern Equity*, 21. Baskı, London 2018, par. 1-001-1-051; Karayalçın, Y.: *İngiliz Hukukunda "Trust" ve Avrupa Hukuku*, içinde Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, ed. Selçuk Veziroğlu ve Özlem Erişgin, Ankara 1998, s. 656-658. Gerek “*equity*” gerekse de “*common law*” hukuk bağlamında çok çeşitli anlamlarda kullanıldığından, herhangi bir anlam karışıklığının meydana gelmesi mümkündür. Nitekim, burada kullanıldığı anlamın dışında “*common law*”, kanun koyucunun oluşturduğu hukuk dışında mahkemelerin içtihatlarıyla gelişen hukuku ifade edebildiği gibi Kıta Avrupası (*civil law*) hukuk geleneği gibi dünyada geniş uygulama alanı bulan Anglo-Sakson hukuk geleneği ile de eş anlamlı kullanılabilen bir terimdir. Kavramın çeşitli anlamları için bkz. *COMMON LAW Definition & Meaning - Black's Law Dictionary*, The Law Dictionary, erişim 02 Ekim 2023, <https://thelawdictionary.org/common-law/>; Greenberg, D., ed.: *Common Law*, içinde Jowitt's Dictionary of English Law, London. Burada ise *Chancery* mahkemeleri tarafından oluşturulan ve geliştirilen hukukun zıt anlamlısı olarak *Common Law* mahkemeleri tarafından oluşturulan ve geliştirilen hukuku ifade etmek için kullanılmaktadır. “*Equity*”nin farklı anlamları için bkz. Greenberg, *Equity*.

¹⁰¹¹ Virgo, s. 44. Trustın tarihine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, *Equity*, s. 35-37; Watt, s. 9-14; Panesar, s. 50-52; Penner, par. 1.20-1.31; Pettit, s. 12-15; Maitland, F.W.: *Maitland: Selected Essays*, ed. H. D. Hazeltine, G. Lapsley, ve P. H. Winfield, London 1936, s. 129-140; Maitland, *Two Course*, s. 24-42; Garton, J., Probert, R., ve Bean, G.: *Moffat's Trusts Law*, 7. Baskı, Cambridge 2020, s. 34-71; Matthews, P. vd.: *Underhill and Hayton: Law of Trusts and Trustees*, 20. Baskı, London 2022, par. 1.1 (20)-1.1 (23); Davies, P.S. ve Virgo, G.: *Equity & Trusts*, 3. Baskı, Oxford 2019, s. 23-24.

¹⁰¹² Maitland, *Selected Essays*, s. 129; Maitland, *Two Course*, s. 23. Trust, *Equity*'nin kazandırdığı en önemli ve en geniş uygulama alanı bulan mekanizmadır. Maitland, *Two Course*, s. 23. Ayrıca trust, “*Equity*'nin olağanüstü icadı” olarak nitelendirilmiştir. Pettit, s. 12.

değerlendirilmiştir.¹⁰¹³ Bu nedenledir ki trust geçmişten günümüze çok çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır.¹⁰¹⁴ Maitland'ın doksan yıl kadar önce ortaya koyduğu tanım yine de konunun irdelenebilmesi anlamında isabetli bir başlangıç noktası olabilecek niteliktedir. Bu tanıma göre; bir kişinin sahibi olduğu belirli hakları üçüncü kişinin yararına ya da belirli bir amacın gerçekleştirilmesine yönelik kullanmakla yükümlü olduğu durumlarda, bu kişinin söz konusu haklara anılan üçüncü kişi için ya da o amaca yönelik olarak “trustta” sahip olduğu söylenir ve bu kişiye *trustee* denilir.¹⁰¹⁵ Böylelikle trust; temel olarak kurucu, güvenilen ve lehtardan oluşan üçlü yapı¹⁰¹⁶ (*tripartite structure*) üzerine inşa edilmektedir.¹⁰¹⁷ Malvarlığı unsurunun sahibi (kurucu), üçüncü bir kişinin (lehtar) yararına bu malvarlığı unsurunu kurucunun

¹⁰¹³ Grbich, Y.: *Baden: Awakening the Conceptually Moribund Trust*, The Modern Law Review 1974, C. 37, S. 6, s. 648. Aynı yönde bkz. Virgo, s. 44. Esasen bu yaklaşım ve benzetme ABD Supreme Court yargıcı Oliver Wendell Holmes Jr.'ın kaleme aldığı, ABD Supreme Court'un *Towne v. Eisner* kararında sözcüklerin anlamının dinamikliğine ilişkin ifadesinin *trust* kavramına uyarlanmış halidir. Söz konusu mahkeme kararının ilgili kısmı için bkz. *Towne v. Eisner*, 245 U.S. 418, 425 (1918). *Trust* fikrinin yüzyıldan yüzyıla değiştiği yönünde bkz. Maitland, *Selected Essays*, s. 129.

¹⁰¹⁴ Bu tanımlardan bir kısmı için bkz. Tucker, L., Le Poidevin, N., ve Brightwell, J.: *Lewin on Trusts* C. I, ed. Thomas Fletcher, 20. Baskı, London 2020, par. 1-001-1-004; Virgo, s. 45-47; Gullifer ve Payne, s. 374; Hudson, *Equity*, s. 37-38; Panesar, s. 43-44; Thomas, G. ve Hudson, A.: *The Law of Trusts*, 2. Baskı, Oxford 2010, par. 1.01-1.16; Parkinson, P.: *Reconceptualising the Express Trust*, The Cambridge Law Journal 2002, C. 61, S. 3, s. 683, <https://doi.org/10.1017/S0008197302001769>; McGhee ve Elliott, par. 21-001; Hudson, *Principles*, s. 28; Matthews vd., par. 1.2-1.16; Pettit, s. 30-31; Webb ve Akkouch, s. 3; Özsunay, İnançlı Muameleler, s. 247-248; Karayalçın, s. 665-667; Öz, T.: *Parçalanmış Bir Mülkiyet: Trust*, içinde Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan Cilt II, ed. Baki İlkay Engin, İstanbul 2010, s. 1428-1429; Kurtulan Güner, s. 105-107; Berktaş Yüksel, s. 57-60. Parkinson, temel tanımlara ilişkin trust hukuku kadar karmaşanın olduğu başka bir hukuk alanı olmadığını vurgulamaktadır. Parkinson, s. 657. Benzer yönde bkz. Virgo, s. 50.

¹⁰¹⁵ Maitland, *Two Course*, s. 44. Türk hukuk doktrininde bu anlamda en faydalı olabilecek tanım Kurtulan Güner tarafından ortaya koyulmuştur. Yazar, trustı “kurucusunun belirli bir malvarlığı unsurunu güvenilene devrettiği, güvenilenin üzerinde mülkiyet hakkını kazandığı bu malvarlığı unsurunu kendi malvarlığından ayrı bir şekilde elinde tuttuğu ve bu şey üzerinde yine bir tür mülkiyet hakkına sahip lehtar yararına yönettiği bir hukuki yapı...” şeklinde tanımlamış ve “hukuki yapı” ifadesini tercih etmesinin nedeni olarak trustın tüzel kişiliğe sahip olmamasını belirtmiştir. Kurtulan Güner, s. 426.

¹⁰¹⁶ Söz konusu üçlü yapıyı ortaya koymak için ayrıca “kurucu – güvenilen – lehtar üçgeni”, “sihirli üçgen” (*magic triangle*) gibi ifadeler de kullanılmaktadır. Söz konusu kullanımlar için bkz. Kurtulan Güner, s. 109-114; Hudson, *Equity*, s. 41-42; Virgo, s. 45; Davies ve Virgo, s. 24, 34; Gvelesiani, I.: *The trust and the waqf (comparative analysis)*, *Trusts and Trustees* 2020, C. 26, S. 8-9, s. 737, 739, 744.

¹⁰¹⁷ Bu yapı esasen iradi *trust* anlamında ortaya çıkmaktadır. İradi *trusta* ilişkin bkz. §5.III.F.2.a Referans Alınacak Hukuk Sistemi ve Trust Türünün Belirlenmesi. Kurucu, güvenilen ve lehtara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Hudson, *Equity*, s. 42-47; Kurtulan Güner, s. 109-114.

belirlediği şartlarda sahip olması için bir kişiye (güvenilen) devrettiğinde bu üçlü yapı ortaya çıkmaktadır.¹⁰¹⁸

2. TYS'nin Trust Kavramı Bakımından Değerlendirilmesi

a. Referans Alınacak Hukuk Sistemi ve Trust Türünün Belirlenmesi

SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında borçlanma araçlarının teminatlı ihracı durumunda ortaya çıkan yapıya karşılaştırmalı hukukta teminat amaçlı trustlara ilişkin kaynaklardan yararlanılıp yararlanılamayacağının tespit edilmesi ve Türk kanun koyucunun 7222 sayılı Kanun'un genel gerekçesinde vurguladığı, ““Trust” kurumunun Türk Sermaye Piyasasına “Teminat Yönetim Sözleşmesi şeklinde kazandırılması” amacına ulaşıp ulaşılamadığının tespiti anlamında uygulanabilecek bir test, trustların benimsendiği bir hukuk düzeninde TYS ile söz konusu yapı meydana gelseydi bunun bir trust olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceğidir. Nitekim, trust hukuku kurallarının ve uygulamasının yerleşmiş olduğu bir bağlamda bile SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği hükümleri kapsamında teminat tesis edilmesi bir trust teşkil etmeyecekse kanun koyucunun amacının gerçekleşmediği ve karşılaştırmalı hukukta trusta ilişkin kaynaklardan istifade edilemeyeceği sonucuna ulaşılabacaktır. Bu anlamda trustın doğduğu hukuk düzeni olması, birçok ülke hukukundaki trust düzenlemelerine kaynaklık etmesi ve içtihat ile öğretinin son derece gelişmiş olması dolayısıyla açıklanan çerçeve içerisinde değerlendirme İngiliz hukukuna göre yapılacaktır.¹⁰¹⁹

¹⁰¹⁸ Benzer şekilde bkz. Hudson, Equity, s. 41-42.

¹⁰¹⁹ Trusta ilişkin değerlendirmelerin İngiliz hukuku temel alınarak yapıldığı Türk hukukundaki bir başka çalışma olarak bkz. Kurtulan Güner, s. 105, 155.

Trustlar farklı ölçütlere göre sınıflandırılmakta ve nitelendirilmektedirler.¹⁰²⁰ Borçlanma araçları anlamında gündeme gelen trustlar¹⁰²¹ açısından ise en önem arz eden trust çeşidi, iradi (*express, intentional*) trusttır.¹⁰²² Bu nedenle TYS ile sağlanan teminat mekanizmasının İngiliz hukukundaki iradi trusta ilişkin standartlara göre bir trust olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği değerlendirilecektir. İradi trust, trustların temel biçimi olup trust kurucusu tarafından iradi olarak meydana getirilen trustlardır.¹⁰²³ İradi trusttan bahsedebilmek için üç belirlilik kuralının (*three certainties rule*) sağlanması gerekmektedir. Bu kapsamda, trust kurma iradesinin belirliliği, trusta konu malvarlığının belirliliği ve trust lehtarının belirliliği olmak üzere üç belirlilik (*three certainties*) mevcut olmak zorundadır.¹⁰²⁴ Bu üç belirliliğin tamamının sağlanmadığı durumda geçerli olarak kurulmuş bir trusttan bahsetmek mümkün olmayacaktır. TYS ile borçlanma araçlarının teminatlı olarak ihracının İngiliz hukuku altında gerçekleştirildiği faraziyesinde ortaya çıkan hukuki yapı üç belirliliğin hepsini sağladığından trust olarak değerlendirilecektir. Aşağıda,

¹⁰²⁰ Bu sınıflandırmalara ilişkin bkz. Virgo, s. 59-65; Tucker, Le Poidevin, ve Brightwell, c. I, par. 1-028-1-035; Hudson, Equity, s. 39-41; Maitland, Two Course, s. 69-84; Thomas ve Hudson, par. 1.17-1.35; Glister ve Lee, par. 2-028-2-035; McGhee ve Elliott, par. 21-017-21-032; Panesar, s. 54-63; Davies ve Virgo, s. 28-36; Matthews vd., s. 3.1-8.14; Kurtulan Güner, s. 133-154.

¹⁰²¹ Bunlar *bond trust* ve *security trust* olarak adlandırılmaktadır.

¹⁰²² Nitekim tüm bond trustları ve security trustları iradi trust niteliğindedir. Liu, B.: *The contractual nature of bond trusts and security trusts*, Journal of Business Law, 2017, S. 8, s. 680. Ayrıca bkz. Gullifer ve Payne, s. 376.

¹⁰²³ Virgo, s. 61; Thomas ve Hudson, par. 1.18-1.19; Matthews vd., par. 1.1 (1), 3.1; McGhee ve Elliott, par. 21-019; Maitland, Two Course, s. 69-70; Hudson, Equity, s. 39; Tucker, Le Poidevin, ve Brightwell, c. I, par. 1-033; Davies ve Virgo, s. 29; Watt, s. 75-76; Penner, par. 2.2; Panesar, s. 54; Webb ve Akkouh, s. 4; Garton, Probert, ve Bean, s. 3; Glister ve Lee, par. 2-029; Kurtulan Güner, s. 135. Trustlara ilişkin çalışmadaki açıklamalarda temel alınan trust türü de özünde iradi trusttır.

¹⁰²⁴ *Knight v Knight* (1840) 3 Beav 148, 173; 49 ER 58, 68; Paterson ve Zakrzewski, par. 10.5.5; Gullifer ve Payne, s. 376; Virgo, s. 80-81; Glister ve Lee, par. 4-001; Davies ve Virgo, s. 66; Tennekon, s. 225; Tucker, Le Poidevin, ve Brightwell, c. I, par. 5-001; Penner, par. 7.2; Watt, s. 76-77; Hudson, Equity, s. 70-71; McGhee ve Elliott, par. 22-012; Thomas ve Hudson, par. 2.01-2.02; Kurtulan Güner, s. 155. Üç belirlilikten trust kurma iradesinin belirliliğini “ifadelerin belirliliği” şeklinde adlandıran yaklaşım için bkz. Garton, Probert, ve Bean, s. 77-78.

gerekli belirlilikler açıklanarak TYS ile ortaya çıkan yapının her bir belirlilik çeşidi altında incelemesi yapılmaktadır.

b. TYS'nin Üç Belirlilik Kuralı Bakımından Değerlendirilmesi

i. Trust Kurma İradesinin Belirliliği

İngiliz hukukuna göre trusttan bahsedilebilmesi için aranan ilk belirlilik trust kurma iradesine ilişkindir. Geçerli bir trust kurma iradesi, her şeyden önce kurucunun trust kurma ehliyetinin varlığına bağlıdır ve bu ehliyet esasen hukuki işlem ehliyeti ile örtüşmektedir.¹⁰²⁵ TYS Tebliği m. 3/1/1'de teminata konu varlıkların, “ihraççı veya üçüncü bir kişi tarafından teminat yöneticisine devredilen veya üzerinde sınırlı ayni hak tesis edilen varlık” olduğu belirtilmiştir. Borçlanma araçlarının ihraççısının anonim şirket olmasının¹⁰²⁶ yanı sıra söz konusu varlıklar üzerindeki mülkiyet veya sınırlı ayni hakların devredilebilmesinin ön koşulu ihraççının veya anılan üçüncü kişinin hukuki işlem ehliyetine sahip olmasıdır. Dolayısıyla, TYS anlamında her durumda trust kurma ehliyeti mevcut olacaktır.

Trust kurma iradesinin belirli olması gerekse de bu iradenin bariz bir şekilde anlaşılabilir olması zorunlu değildir. Kurucunun, bir kimsenin¹⁰²⁷ malvarlığı değerlerine üçüncü kişi yararına sahip olmasını istemesi yeterlidir.¹⁰²⁸ Kurucunun bu

¹⁰²⁵ Bu konuda bkz. Virgo, s. 81; Garton, Probert, ve Bean, s. 77; Tucker, Le Poidevin, ve Brightwell, c. I, par. 2-002, 5-002; Pettit, s. 45-47; Garton, Probert, ve Bean, s. 77; Watt, s. 101-102.

¹⁰²⁶ Bu hususta borçlanma aracı ihraç ehliyetine ilişkin bkz. §2.I.A Borçlanma Aracı İhraç Ehliyeti.

¹⁰²⁷ Söz konusu kimsenin üçüncü kişi yararına malvarlığı değerlerine sahip olmakla yükümlü olması gerekmektedir.

¹⁰²⁸ Virgo, s. 81; Matthews vd., par. 10.6. Kurucunun asgari olarak mevcut olabilmesi, uygulanabilmesi için trust yapısını gerektiren herhangi bir durumu oluşturmak istemesinin veya hukuken trust olarak değerlendirilecek bir yükümlülük yüklemek istemesinin yeterli olduğu yönünde bkz. Thomas ve Hudson, par. 2.05. “Yükümlülük yükleme” kavramının Türk hukukundaki yükleme kavramından farklı olmasına ilişkin bkz. Kurtulan Güner, s. 157.

isteğinin hukuki sonuçlarını¹⁰²⁹ bilmesi veya arzulaması ise gerekmemektedir.¹⁰³⁰

Ayrıca, trustın meydana gelmesi için belirli ifadelerin¹⁰³¹ veya “trust” teriminin kullanılmasına da gerek bulunmamaktadır.¹⁰³²

Açıklananlar doğrultusunda, borçlanma araçlarının SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraç edilmesi durumunda trust kurma iradesi her hâlükârda mevcut olacaktır. Trust kurma iradesinin belirliliği için aranan standartlar TYS sistematigi içerisinde evleviyetle sağlanmaktadır. TYS Tebliği m. 7’de TYS’nin içermesi gereken asgari unsurlar, TYS Tebliği m. 4/5’te TYS Tebliği kapsamında borçlanma araçlarının ihraç edilebilmesi için ayrıca ihraç tavanı alınması gerekliliği ve bu ihraç tavanı kapsamında yalnızca teminatlı ihraç gerçekleştirilebileceği, TYS Tebliği m. 4/6’daki yetkili organ kararında TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraç edileceğinin açıkçası belirtilmesi zorunluluğu göz önünde bulundurulduğunda; trust kurma iradesinin belirli olduğu şüphesizdir. İhraççının hedeflediğinin, borçlanma aracı sahipleri yararına teminata konu varlıkları bununla yükümlü olan teminat yöneticisinin elinde bulundurması olduğu son derece açıktır. Her ne kadar amaçlanan hukuki sonuç bizatihi trust kurmak olmasa, trusta ilişkin herhangi bir ifade kullanılmasa da ihraççının tüm gereklilikleri yerine getirerek TYS Tebliği kapsamında borçlanma araçlarının teminatlı ihracını gerçekleştirmesi gerekli belirliliğin sağlanmasına engel değildir.

¹⁰²⁹ Trust meydana gelmesi sonucu.

¹⁰³⁰ *Paul v Constance* [1977] 1 WLR 527. Thomas ve Hudson, par. 2.05; Matthews vd., par. 10.1.

¹⁰³¹ *North v Wilkinson* [2018] EWCA Civ 161, [2018] 4 WLR 41 [28] (David Richard LJ).

¹⁰³² Thomas ve Hudson, par. 2.03; Pettit, s. 48-49; Watt, s. 77-78; Webb ve Akkouch, s. 40-41; Glister ve Lee, par. 4-003; McGhee ve Elliott, par. 22-013; Virgo, s. 81-82; Gullifer ve Payne, s. 376; Matthews vd., par. 10.1, 10.3-10.4. Ayrıca bkz. *Deslauriers v Guardian Asset Management Ltd* [2017] UKPC 34, [2018] 2 All ER (Comm) 596 [40].

ii. Trusta Konu Malvarlığı Unsurlarının Belirliliği

İngiliz hukukuna göre trusttan bahsedilebilmesi için gerekli olan ikinci belirlilik, trusta konu malvarlığı unsurlarının belirliliğidir. İngiliz hukukunda maddi veya gayri maddi her çeşit malvarlığı değeri trusta konu olabilmektedir.¹⁰³³ Niteliği ne olursa olsun trusta konu malvarlığı unsurları açıkça belirlenmiş veya belirlenebilir olmalıdır.¹⁰³⁴ Nitekim, trusta konu malvarlığı unsurlarının diğer mallardan açıkça ve tam olarak ayırt edilebilir olması gerekir.¹⁰³⁵ Bu noktada, trusta konu malvarlığının belirliliğinin ne derece sağlanması gerektiği özellikle aynı türden malvarlığı unsurlarından belirli bir kısmının trusta konu olacağının ifade edilmesi durumunda özellik göstermektedir. Maddi ve gayri maddi malvarlığı unsurlarının durumu belirli şartlarda farklı değerlendirilmektedir.¹⁰³⁶

¹⁰³³ Virgo, s. 96; Pettit, s. 51; Glistler ve Lee, par. 4-005; Thomas ve Hudson, par. 3.01; Tucker, Le Poidevin, ve Brightwell, c. I, par. 2-034-2-041; Matthews vd., par. 12.1. Bu kapsamda; taşınmazlar, para, ticari işletme, anonim şirket payları, alacaklar, kripto varlıklar gibi çok çeşitli malvarlığı değerlerinin trusta konu olabileceği belirtilmektedir.

¹⁰³⁴ *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v Islington LBC* [1996] AC 669, 705 (Lord Browne-Wilkinson); Thomas ve Hudson, par. 3.01; Glistler ve Lee, par. 4-005; Matthews vd., par. 10.24-10.25; Virgo, s. 97; Kurtulan Güner, s. 158.

¹⁰³⁵ Hudson, Equity, s. 96. Örneğin, trust kurucusu Machiavelli'nin "The Prince" isimli kitabının ilk baskısının trusta konu olacağını belirtmiş ve belirtilen şekilde ilk baskı olan yalnızca tek kitaba sahipse belirlilik sağlanmıştır. Ancak, belirtilen şartı sağlayan birden fazla kopyaya sahipse gerekli belirlilik sağlanmamıştır.

¹⁰³⁶ Bu kapsamda maddi malvarlığı unsurlarından hangilerinin trusta konu olduğunun tek tek belirlenebilir olması gerekmektedir. Örneğin, trust kurucusunun 50 koyunundan 10 tanesinin trusta konu olduğu belirtmesi yeterli olmayıp hangi 10 koyun olduğunu da ifade etmesi gerekmektedir aksi halde geçerli bir trusttan söz edilemeyecektir. Virgo, s. 97-99; Kurtulan Güner, s. 159; Watt, s. 87. Ayrıca bkz. *Re London Wine Co (Shippers) Ltd* [1986] PCC 121. Gayrimaddi mal söz konusu olduğunda ise farklı sonuçlara ulaşmak mümkün gözükmektedir. Nitekim, *Hunter v Moss* [1994] 1 WLR 452 kararında 1000 paydan oluşan bir şirketin paylarının 950'sine sahip olan Moss, şirketin toplam sermayesinin %5'ine karşılık gelen miktarının trusta konu olacağını ifade etmiştir. 50 paya karşılık gelen kısmın trust oluşturmaya yeterli olduğuna hükmedilmiştir. Nitekim aynı şirketin aynı sınıf paylarının tamamı özdeş kabul edilmekte ve hangi payların seçildiğinin bir önemi olmamaktadır. Buradan hareketle gayri maddi mallar açısından bunun bir kural olduğunu belirtenler olsa da bu yaklaşıma eleştiriyle yaklaşanlar da bulunmaktadır. Bu konuda detaylı bilgi için bkz. Virgo, s. 97-99; Panesar, s. 116-119; Watt, s. 88-89; Hudson, Equity, s. 102-104; Penner, par. 7.70-7.73.

TYS Tebliği m. 5/1'e göre teminata konu olabilecek varlıkların¹⁰³⁷ tamamı İngiliz hukukunda trusta konu olabilecek nitelikte olup evleviyetle trusta ilişkin şartları sağlamaktadırlar.¹⁰³⁸ Burada esas önem arz eden YYS Tebliği m. 5/1'de sayılan türdeki varlıkların trusta konu olabilmesi için yeteri kadar belirlenmesi gerekliliğinin YYS kapsamında sağlanıp sağlanmadığıdır. YYS Tebliği m. 6/1'de teminata konu varlığın "teminat olarak devredildiği veya üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı aynı hak tesis edildiği" hususunun ilgili sicilde beyanlar hanesine kaydedileceği düzenlenmiştir. Ayrıca, YYS Tebliği m. 6/2'ye göre teminata konu varlıklardan; bankalar, MKK veya diğer finansal kuruluşlar nezdinde tutulmakta olan varlıklar teminat yöneticisinin kendi varlığından ayrı hesaplarda izlenecektir.¹⁰³⁹ Hiç şüphesiz belirli bir sicilde izlenen veya anılan şekilde hesaplarda izlenen nitelikteki söz konusu varlıklara ilişkin belirliliğin sağlandığı hususunda herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır. Ancak YYS Tebliği m. 5/1'de sayılan ve teminata konu olabilecek varlıklardan tamamı söz konusu nitelikte değildir. Örneğin, YYS Tebliği m. 5/1/b, h hükümlerindeki atıflar dolayısıyla gündeme gelen çok çeşitli türde alacaklar, her türlü kazanç ve iratlar, başka bir sicile kaydı öngörülmeleyen ve idari izin belgesi niteliğinde olmayan her türlü lisans ve ruhsatlar ile YYS Tebliği m. 5/1/i hükmü dolayısıyla gündeme gelecek çeşitli sınırlı aynı haklar açısından durum böyledir. YYS Tebliği m. 18/2'de teminata konu olan varlıklara ilişkin teminat yöneticisi tarafından tutulacak teminat defterindeki kayıtlarda asgari olarak bulunması gereken bilgiler teminata konu olabilecek varlık türleri bazında detaylı olarak belirtilmiştir. Bu kayıt standartları, herhangi bir sicilde

¹⁰³⁷ Bu varlıklar hakkındaki açıklamalar için bkz. §5.II.D.2 Teminata Konu Olabilecek Varlıklar.

¹⁰³⁸ Ancak trusta konu olabilecek varlıkların tamamının YYS Tebliği kapsamında teminata konu varlık olamayacağı açıktır. YYS Tebliği m. 5/1'de sayılanlar görece daha dar kapsamlı belirlenmiştir.

¹⁰³⁹ Teminata konu varlıklara ilişkin açtırılacak banka hesabının ayrıştırılması gerekliliği ayrıca YYS Tebliği m. 6/3'te düzenlenmiştir.

veya hesaplar üzerinde izlenmeyen varlıklar açısından da belirliliği sağlar niteliktedir. Ayrıca, SPKn m. 31/B/6 ve TYS Tebliği m. 6/1’de belirtildiği üzere türü ne olursa olsun teminata konu varlıklar her durumda teminat yöneticisinin malvarlığından ayrıdır ve ayrı izlenecektir. Bunun sağlanabilmesinin ön koşulu ise teminata konu varlıkların şüpheyne mahal bırakmayacak şekilde belirli olmasıdır. Açıklananlar doğrultusunda, borçlanma araçlarının SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminatlı ihraç edilmesi durumunda ortaya çıkan yapıda teminata konu varlıklar, İngiliz hukukunda trusta konu malvarlığı unsurlarının belirliliği gerekliliğini de her durumda sağlayacağı sonucuna ulaşılmaktadır.

iii. Trust Lehtarının Belirliliği

İradi trustlara ilişkin İngiliz hukukundaki üçüncü belirlilik trust lehtarının¹⁰⁴⁰ belirliliğidir. Anılan belirliliğin sağlanıp sağlanmadığının tespitinde iradi trustlarda lehtarın belirlenmesinde güvenilenin (*trustee*) lehtar seçiminde takdir hakkının olup olmasına göre bir ayrım yapmak gerekmektedir.¹⁰⁴¹ Lehtarın belirlenmesinde güvenilenin takdir hakkının olmadığı değişmez trust (*fixed trust*)¹⁰⁴² ve takdir hakkının olduğu “ihtiyari trust” (*discretionary trust*) olmak üzere iradi trustlar iki gruba ayrılabilir.¹⁰⁴³ Borçlanma araçları açısından gündeme gelen bond

¹⁰⁴⁰ Bu ilke esasen trust nesnesinin belirliliğidir (*certainty of object*). Trust nesnesi, genel olarak trustın lehtarını ifade etmekle birlikte amaç trustları (*purpose trusts*) bakımından trustın nesnesi lehtar değil belirlenen amaç olmaktadır. Virgo, s. 102; Tucker, Le Poidevin, ve Brightwell, c. I, par. 5-045. Borçlanma araçları kapsamında gündeme gelen trustlar, amaç trustları olmadığından ilke “trust lehtarının belirliliği” olarak kullanılmıştır. Benzer şekilde bkz. Kurtulan Güner, s. 161. Yazar, bu ilkeyi “trust nesnesinin belirliliği” olarak değil “trust öznesinin belirliliği” olarak çevirmiştir.

¹⁰⁴¹ Bu yönde bkz. Hudson, Equity, s. 123.

¹⁰⁴² Kurtulan Güner bu trust türünü “belirli trust” olarak Türkçeleştirmiştir. Üç belirliliğin herhangi bir iradi trustta mevcut olması gerektiği göz önünde bulundurulduğunda bu ifade, belirli olmayan trust olma ihtimalini çağrıştırdığı için tercih edilmemiştir. Anılan kullanım için bkz. Kurtulan Güner, s. 136-137.

¹⁰⁴³ Değişmez trustta kurucu, lehtarların kim olduğunu ve trusta konu malvarlığı unsurlarından yararlanmalarının kapsamını belirlemiştir ve güvenilenin bu yönde bir takdir hakkı bulunmamaktadır. İhtiyari trustta ise bir grup olarak lehtarlar yine belirli olmakla birlikte güvenilen, bunlardan

trust ve security trustın her iki çeşidi de değişmez trust örneğidir zira güvenilenin lehtarın ve menfaatinin belirlenmesi konusunda takdir hakkı bulunmamaktadır. Bu nedenle değişmez trustlar bakımından trust lehtarının belirliliğinin ortaya konularak TYS ile oluşturulan yapıda bu belirliliğin sağlanıp sağlanmadığının buna göre tespiti gerekmektedir.

Değişmez trustlarda güvenilen, hangi lehtarların hangi oranda trusta konu malvarlığından menfaat elde edeceğinin belirlenmesine ilişkin herhangi bir takdir hakkına sahip olmayıp trustın nesnesi başlangıçtan itibaren değişmezdir. Bu nedenle, tüm lehtarların kimliği tespit edilebilir olmalıdır.¹⁰⁴⁴ Bu nedenle açık olmayan ifadelerle lehtarlar belirlenirse her ne kadar lehtarlar belirlenmiş gibi gözükse de kavramsal belirsizlik (*conceptual uncertainty*) dolayısıyla trust hükümsüz olacaktır.¹⁰⁴⁵ Lehtarların kimliğinin tespit edilmesi ispata ait belirsizlik (*evidential uncertainty*) nedeniyle sağlanamadığında da trust lehtarının belirliliği ilkesi

hangilerinin trusta konu malvarlığı unsurlarından ne oranda yararlanacağını belirlenmesine ilişkin takdir hakkına sahiptir. İhtiyari trustın söz konusu olması için iki hususun varlığı gerekmektedir. Bunlardan ilki, güvenilenin trusta konu malvarlığı unsurlarını belirli bir grubun menfaatine sunmak konusunda yükümlülüğü olmasıyken; ikincisi ise güvenilenin bu lehtar grubunun üyeleri arasında menfaatin paylaşılması noktasında belirli bir düzeyde de olsa takdir hakkının olmasıdır. Webb ve Akkough, s. 19; Thomas ve Hudson, par. 1.28-1.30, 4.03; Hudson, Equity, s. 126-127, 132; Penner, par. 3.4-3.7; Virgo, s. 61; Kurtulan Güner, s. 136-137.

¹⁰⁴⁴ Bu durum “tam liste testi” (*complete list test*) olarak adlandırılmakta olup trusta konu malvarlığı unsurları dağıtılacağı zaman ilgili trustın lehtarlarının tamamının olduğu bir listenin oluşturulabilir olması gerekliliğini vurgulamaktadır. Trust kurulduktan sonra bu listeye eklenenlerin ya da çıkanların olması önemsizdir, önemli olan trusta konu menfaatlerin paylaşılması anında tam bir listenin çıkarılabilir olmasıdır. Virgo, s. 103; Penner, par. 3.69, 7.75-7.76; Hudson, Equity, s. 127; Watt, s. 93; Pettit, s. 56; Kurtulan Güner, s. 161-162. Ayrıca bkz. *IRC v Broadway Cottages* [1955] Ch 20, 29 (Jenkins LJ); *Swain v Law Society* [1981] 3 All ER 797, 822 (Fox LJ). Örneğin, A kişisi hayattaki torunları için bir trust kurmuşsa, trust kurulduktan sonra yeni torunlarının olması veya torunlarından bazılarının yaşamını yitirmesi tam liste testinin sağlanmasını engellememektedir. Önemli olan trusttaki menfaatlerin dağıtılması anında A’nın hayattaki torunlarının tam olarak belirlenebilmesidir.

¹⁰⁴⁵ Virgo, s. 103; Webb ve Akkough, s. 55; Hudson, Equity, s. 147; Thomas ve Hudson, par. 4.14. Ayrıca bkz. Hudson, Equity, s. 140-142. Örneğin, lehtarların kurucunun arkadaşları olarak belirlendiği bir trust kavramsal belirsizlik nedeniyle kural olarak hükümsüz olacaktır. Ancak, belirlenmenin koşullu yapılması suretiyle anılan örnekteki trustın hüküm ifade etmesi sağlanabilecektir. Bu konuda bkz. Virgo, s. 104-106; Webb ve Akkough, s. 54-55; Penner, s. 3.69-3.70.

sağlanamayacaktır.¹⁰⁴⁶ Lehtarların kimliğinin tespit edilmesi yeterli olup bu lehtarların konumu, iletişim bilgileri gibi bilgilerine ulaşamıyor olması bir fark yaratmayacaktır.¹⁰⁴⁷ İlaveten, lehtarların tamamının kimliğinin listesi oluşturulabildiği sürece geçerli bir trusttan bahsedebilmek için lehtar sayısının ne kadar çok olduğunun bir önemi de bulunmamaktadır.¹⁰⁴⁸

TYS ile meydana getirilen teminat yapısında lehtar konumunda olanlar teminatlı olarak ihraç edilmiş borçlanma araçlarının sahipleridir. Her ne kadar TYS’de asgari olarak bulunması gereken unsurları sıralayan TYS Tebliği m. 7/2 hükmünde teminatın kim yararına sağlandığının belirtilmesi vurgulanmamış olsa da bunun belirtilmesine gerek de bulunmamaktadır. Nitekim, TYS’nin üçüncü kişi yararına sözleşme olması niteliği¹⁰⁴⁹ göz önünde bulundurulduğunda bu sözleşmeden yararlananlar, söz konusu sözleşme kapsamındaki teminatlarla güvence altına alınan ödeme yükümlülüklerini meydana getiren borçlanma araçlarının sahipleridir.¹⁰⁵⁰ TYS Tebliği m. 7/2/a-b’ye göre, TYS’nin tam olarak hangi ihraçtan doğan ödeme yükümlülüğüne ilişkin akdedildiğinin TYS’de yer alması gerekmektedir. Bu gereklilik lehtarların tespit edilmesi bakımından gerekli ve yeterlidir. Her türüyle borçlanma araçlarının kayden ihraç edileceği ve kayıtların MKS üzerinde tutulacağı dikkate alındığında, herhangi bir anda borçlanma araçlarına kimlerin sahip olduğu

¹⁰⁴⁶ İspata ait belirsizlik, lehtarların kim olduğu kavramsal olarak belirlenmişse de belge, bilgi eksikliği gibi nedenlerle lehtarların kimliklerinin netleştirilemediği durumda ortaya çıkmaktadır. Virgo, s. 103; Webb ve Akkouch, s. 55; Hudson, Equity, s. 147-148; Thomas ve Hudson, par. 4.18, 4.20-4.21. Örneğin, trustın lehtarları X okulunun 1965 mezunları olarak belirtilmiş ve o döneme ilişkin kayıtlar herhangi bir nedenle mevcut değilse ispata ait belirsizlik söz konusu olmaktadır. Nitekim, böylesi bir durumda tüm lehtarların kimliğini içeren tam listenin oluşturulması mümkün olmamaktadır.

¹⁰⁴⁷ Virgo, s. 103; Hudson, Equity, s. 148-149; Watt, s. 94.

¹⁰⁴⁸ Virgo, s. 103; Hudson, Equity, s. 149-150.

¹⁰⁴⁹ TYS’nin üçüncü kişi yararına sözleşme niteliğine ilişkin bkz. §5.III.A Teminat Yönetim Sözleşmesinin Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme Niteliği.

¹⁰⁵⁰ Üçüncü kişi yararına sözleşmede, sözleşmeden yararlanan üçüncü kişi de lehtar olarak adlandırılmaktadır. Bu yönde bkz. Çilenti Konuralp, s. 90; Aslan, s. 60-61.

bilinebildiğinden,¹⁰⁵¹ trust lehtarlarının belirliliği anlamındaki “tam liste testi” sağlanacaktır. Tüm lehtarların kimliklerine tutulan kayıtlar sayesinde ulaşılabilirdiğinden yukarıda anılan kavramsal belirsizlik ve ispata ait belirsizlik de TYS kapsamındaki lehtarların belirlenmesi anlamında söz konusu olmayacaktır. Kimliği tespit edilen borçlanma aracı sahiplerine ulaşamıyor olması veya bunların sayısının çok olması ise herhangi bir fark yaratmayacaktır. Netice itibariyle, TYS sistemiği, trust lehtarının belirliliği ilkesi kapsamında da gerekli şartları sağlamaktadır.

3. Trustın Türk Pozitif Hukukunda Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi

a. Trustın Tanımlanması Sorunu ve TYS’nin Değerlendirilmesi

i. Trustın Tanımlanmasına İlişkin İki Temel Yaklaşım

Her ne şekilde tanımlanırsa tanımlansın, trustın en karakteristik ve ayırt edici özelliği *trustee*’nin yükümlülüklerinin trusta ilişkin malvarlığı değerlerine istinaden olmasıdır.¹⁰⁵² Bu durum daha sistematik ifade edildiğinde, trustın mülkiyete ve yükümlülüğe ilişkin olmak üzere iki temel bileşeni olduğu vurgulanmaktadır.¹⁰⁵³ Trustı tanımlama girişimlerinin anılan iki temel bileşenden hangisinin ön plana çıkarıldığına göre bir ucunda mülkiyete ilişkin bileşenin, diğer ucunda ise yükümlülüğe ilişkin bileşenin bulunduğu çeşitlilikte, muhtelif noktalarda olduklarını söylemek mümkündür.¹⁰⁵⁴ Buna rağmen, çok çeşitli olsa da yapılan tanımların öne

¹⁰⁵¹ SPKn m. 13/5’te belirtildiği üzere kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülmesinde MKK’ya yapılan bildirim tarihinin esas alınacağının unutulmaması gerekir.

¹⁰⁵² Gullifer ve Payne, s. 394.

¹⁰⁵³ Jaffey, P.: *Explaining the Trust*, Law Quarterly Review 2015, C. 131, S. July, s. 393; Virgo, s. 45-47; Davies ve Virgo, s. 25.

¹⁰⁵⁴ Yukarıda atıfta bulunulan kaynaklardaki trust tanımları da açıklanan spektrumda çeşitli noktalardadır. Bu tanımlar için bkz. dn. 1014.

çıkan bileşene göre iki farklı temel teori üzerine inşa edildiği söylenebilir.¹⁰⁵⁵ Bu iki teorinin farklılaştıkları temel nokta, lehtarın trusta konu malvarlığı değeri üzerinde sahip olduğu hakkın kişisel ve dolayısıyla nisbi bir hak mı yoksa ayni ve dolayısıyla mutlak bir hak mı olduğu konusundadır.¹⁰⁵⁶ Lehtarın sahip olduğu hakkın ne türden olduğuna ilişkin nitelendirmenin sonucuna bağlı olarak bu hakkın belirli kişilere karşı mı yoksa herkese karşı mı ileri sürülebileceği belirlenmektedir. Bu konuda yüz yılı aşkın süredir devam eden tartışma halen neticelenmiş değildir.¹⁰⁵⁷ Trustın iki bileşeninden mülkiyete ilişkin olan tarihsel olarak daha fazla öne çıkmıştır.¹⁰⁵⁸ Buna paralel olarak trusta ilişkin tanımlar geleneksel olarak lehtarın trusta konu malvarlığına ilişkin sahip olduğu hakkın mutlak hak olması üzerine şekillenmiştir. Buna karşın özellikle son yıllarda yükümlülük bileşeninin öneminin arttığı ve trusta ilişkin yapılan tanımların önemli bir kısmının bu bileşeni öncekine kıyasla daha fazla dikkate aldığı gözlenmektedir.¹⁰⁵⁹

¹⁰⁵⁵ Bu yönde bkz. Jaffey, s. 378, 385-386; Liu, *The contractual nature of bond trusts and security trusts*, s. 682; Virgo, s. 46. Söz konusu ayrımın “geleneksel trust” ve “geniş anlamda trust” olarak isimlendirilmesine ilişkin bkz. Kurtulan Güner, s. 475, 478.

¹⁰⁵⁶ Bu konuda bkz. Garton, Probert, ve Bean, s. 212; Jaffey, s. 377; Waters, D.W.M.: *The Nature of the Trust Beneficiary's Interest*, The Canadian Bar Review 1967, C. 45, S. 2, s. 220-222; Maitland, Two Course, s. 23, 29-30, 112, 115-117; Maitland, F.W.: *Equity: A Course of Lectures*, Cambridge 1936, s. 23, 107; Hudson, *Equity*, s. 154-156, 168; Thomas ve Hudson, par. 7.47-7.50; Virgo, s. 358-362; Scott, A.W.: *The Nature of the Rights of the Cestui que Trust*, Columbia Law Review 1917, C. 17, S. 4, s. 273-274, 289-290; Stone, H.F.: *Nature of the Rights of the Cestui Que Trust*, Columbia Law Review 1917, C. 17, S. 6, s. 467, 473-477; Langbein, J.H.: *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, Yale Law Journal 1995, C. 105, S. 3, s. 647-648; Parkinson, s. 657-658, 683.

¹⁰⁵⁷ 1917’de her iki görüşü destekleyenlerin kimler olduğuna ilişkin bkz. Scott, s. 269.

¹⁰⁵⁸ Virgo, s. 46; Davies ve Virgo, s. 26.

¹⁰⁵⁹ Bu anlamda lehtarın sahip olduğu mutlak hakla birlikte güvenilenin lehtara karşı olan yükümlülüklerini ve lehtarın güvenilene karşı nisbi haklarını da açık şekilde vurgulayan tanımlar için bkz. Langbein, s. 671; Parkinson, s. 683; Virgo, s. 45-47; Davies ve Virgo, s. 25-26.

ii. TYS'nin İki Temel Yaklaşımına Göre Değerlendirilmesi

(1) Malvarlıksal Teori Bakımından

Anılan teorilerden daha geleneksel olarak değerlendirilebilecek olan ilki, trusta konu olan malvarlığı değerlerinden hareket etmekte olan, eşya hukuku veya mülkiyet temelli yaklaşım olarak da nitelendirilebilecek malvarlıksal (*proprietary*) teoridir.¹⁰⁶⁰ Türk hukuk öğretisinde de trustı tanımlamak için ekseriyetle benimsenen¹⁰⁶¹ bu teoriye göre, lehtarın trusta konu malvarlığı unsurları üzerinde sahip olduğu hak mutlak nitelikte olup herkese karşı ileri sürülebilmesi mümkündür. Bu durumda, trusta konu malvarlığı değerleri üzerinde aynı anda iki farklı çeşit olarak nitelendirilebilecek mülkiyet söz konusu olmakta, hukuki mülkiyet (*legal title*) *trustee*'ye (kendisine güvenilene) ait olurken hakkaniyete dayalı mülkiyet¹⁰⁶² (*equitable title*) ise lehtara ait olmaktadır. Bu durumda söz konusu malvarlığı unsurlarını yönetme görev ve yetkisi *trustee*'ye ait olurken bunlardan yararlanma yetkisi ise lehtara ait olmaktadır.¹⁰⁶³ Trusttan bahsedilebilmesi için hukuki mülkiyet ve hakkaniyete dayalı mülkiyetin ayrılması gerekli ve yeterlidir.¹⁰⁶⁴ Tanımlanan bu şekliyle bir trustın varlığından söz edilebilmesi ancak mülkiyetin anılan şekilde parçalanabilmesine bağlıdır ve Kıta Avrupası hukukçularının trustı kavramasını

¹⁰⁶⁰ Liu, *The contractual nature of bond trusts and security trusts*, s. 682. Aynı zamanda bu teoriyi, trustın işlevlerinden çok hukuki yapısına odaklandığından yapısal (*structural*) teori olarak isimlendirmek de akla yatkındır.

¹⁰⁶¹ Örneğin bkz. Özsunay, İnancılı Muameleler, s. 247-251; Karayalçın, s. 659-660; Öz, *Trust*, s. 1428; Berktaş Yüksel, s. 57-63.

¹⁰⁶² Burada kastedilen *equity* kapsamında tanınan ve ortaya çıkan mülkiyettir. *Equity* kavramına ilişkin bkz. §5.III.F.1 Trust Kavramı.

¹⁰⁶³ Webb ve Akkouh, s. 2; Öz, *Trust*, s. 1429; Berktaş Yüksel, s. 61-62.

¹⁰⁶⁴ Liu, *The contractual nature of bond trusts and security trusts*, s. 682.

güçleştiren durum da özünde budur.¹⁰⁶⁵ Nitekim Türk doktrininde trusta ilişkin yapılan değerlendirmelerin birçoğu da bu yaklaşım üzerine bina edilmiştir.¹⁰⁶⁶

Türk pozitif hukuku açısından lehtarın açıklandığı üzere trust yapısında mutlak bir hakka sahip olabilmesi mümkün değildir. Lehtarın, trusta konu malvarlığına ilişkin güvenilenin yanı sıra mülkiyet hakkına sahip olması Türk eşya hukukunda mülkiyet hakkının bölünemez olması; mülkiyet değil de bir çeşit sınırlı ayni hakka sahip olması ise ayni haklara ilişkin *numerus clausus* ilkesi nedeniyle söz konusu olmamaktadır.¹⁰⁶⁷ Durum bu olmakla birlikte, kanun koyucunun trust yapısında lehtarın sahip olduğu hakkı bir ayni hak ya da ayni haklar dışında bir mutlak hak olarak düzenlemesi de mümkündür.¹⁰⁶⁸ Türk hukukunda malvarlıksal teori uyarınca trustın söz konusu olabilmesi ancak bu kapsamda lehtara ayni hak tanınması suretiyle mümkün olabilecektir. Ancak, SPKn’da değişiklik yapan kanun koyucu, SPKn m. 31/B hükmüyle getirdiği sistemde böylesi bir değişikliği benimsememiştir. SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği’ne göre teminatlı olarak ihraç edilen borçlanma aracı sahipleri teminata konu olan malvarlığı unsurları üzerinde ayni hakka sahip olmadıklarından, TYS ile gündeme gelen teminat yapısını malvarlıksal teori kapsamında bir trust olarak nitelemek mümkün olmayacaktır.

¹⁰⁶⁵ Bu yönde bkz. Maitland, Lectures, s. 23.

¹⁰⁶⁶ Bu yönde bkz. Özsunay, İnançlı Muameleler, s. 247-251; Karayalçın, s. 659-660; Öz, *Trust*, s. 1428; Berktaş Yüksel, s. 57-63. Türk hukuk doktrininde her iki teoriyi de vurgulayan yaklaşım için bkz. Kurtulan Güner, s. 106-107, 471-480.

¹⁰⁶⁷ Kurtulan Güner, s. 476.

¹⁰⁶⁸ Aynı yönde bkz. Kurtulan Güner, s. 476-477. Lehtarın sahip olduğu hakkın ayni hak olarak düzenlenmesi ihtimalinde ayni hakkın konusunun taşınır ve taşınmaz eşya dışında haklar da olabileceğine ilişkin ayrıca bkz. §5.II.D.2.a.ii Sınırlı Ayni Hak Tesis Edilmesi.

(2) Yükümlülüklerle İlişkin Teori Bakımından

Trustee'nin yükümlülüklerinden hareket eden, lehtarın trusta konu malvarlığı üzerinde sahip olabileceği menfaati ancak güvenilene karşı bir nisbi hak olarak değerlendiren ve daha çok borçlar hukuku karakterli olarak değerlendirilebilecek yükümlülüklerle ilişkin (*obligational*) teoriye göre ise mülkiyet hakkının malvarlıksal teorideki gibi ayrıştırılması gündeme gelmemektedir.¹⁰⁶⁹ Hâl böyleyken, trusttan bahsedilebilmesi için aynı unsurlar üzerinde parçalanmış bir mülkiyet teorisine de ihtiyaç kalmamaktadır. Bu şekilde değerlendirildiğinde trust, diğer Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde olduğu gibi Türk hukukunda da mevcut eşya hukuku sistemi içinde uygulanabilmesi belirli şartlar altında söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, özellikle teminatlar söz konusu olduğunda trust tanımını işlevi ve etkileri bağlamında yapmak daha doğrudur.¹⁰⁷⁰

Nitekim, trusta hasredilmiş bir bölümün İsvBK'ya eklenmesi için kanun değişikliği taslağında başta taslak m. 529a olmak üzere öngörülen trust tanımı da esasen bu teori üzerine inşa edilmiştir. Anılan taslak m. 529a/1'de trust, varlıkların bir veya birden çok kurucu tarafından bir veya birden çok lehtarın menfaatine bir veya birden çok *trustee* tarafından yönetilmek üzere ayrı bir fona yerleştirilmesi olarak tanımlanmıştır. Ayrıca, Trustlara Uygulanacak Hukuk ve Trustların Tanınmasına İlişkin 1985 Tarihli Lahey Konvansiyonu (Lahey Trust Konvansiyonu) m. 2'de belirtilen trust tanımı da yükümlülüklerle ilişkin teoriyi benimser şekildedir. Anılan maddede trust, bir kişi (kurucu) tarafından varlıkların bir lehtarın menfaatine veya

¹⁰⁶⁹ Lehtarın trusta konu malvarlığı üzerinde kişisel hakkı olduğu yönünde bkz. Maitland, Lectures, s. 106-107, 115; Jaffey, s. 378-379. Yükümlülüklerle ilişkin teori, trustın işlevini daha fazla öne çıkardığından fonksiyonel (*functional*) teori şeklinde de adlandırılabilir.

¹⁰⁷⁰ Bu yönde bkz. Wood, Security Interests, par. 12-023.

belirlenen bir amaç doğrultusunda bir *trustee*'nin (güvenilenin) yönetimine bırakılması suretiyle sağlararası veya ölüme bağlı olarak meydana getirilen hukuki ilişki olarak tanımlanmıştır. Yine Konvansiyon'un aynı maddesinde trustın üç karakteristik özelliği¹⁰⁷¹ sıralanmıştır. Bu özelliklerden ilki, trusta konu varlıkların güvenilenin malvarlığına dâhil olmayarak ayrı bir malvarlığı (fon) oluşturmasıdır. İkincisi, söz konusu varlıkların sahipliğinin (mülkiyet hakkı veya diğer bir hakkın sahipliğinin) güvenilene veya güvenilen hesabına bir başkasına ait olmasıdır. Üçüncü özellik ise güvenilenin, trustın koşulları ve kanun tarafından kendisine yüklenen özel görevler uyarınca trusta konu varlıkları yönetmek, kullanmak ve tasarruf etmekle yetkili ve görevli olup buna ilişkin sorumlu tutulabilmesidir.¹⁰⁷² Görüldüğü üzere anılan iki tanımda da mülkiyetin bölünmesinden bahsedilmemekte, güvenilenin yükümlülüklerinden hareket edilmektedir.

İki zıt kutbunda trusta ilişkin iki temel bileşenin bulunduğu çeşitlilikte, malvarlıksal teoriyi benimsemeyen ve yükümlülüklerle ilişkin uca en yakın yaklaşımlar dahi trusttaki malvarlığının önemine vurgu yapmaktadırlar.¹⁰⁷³ Nitekim, güvenilenin yükümlülüklerinin malvarlığına istinaden olması trustı herhangi bir sözleşmeden ayırması bakımından olmazsa olmazdır. Aksi hâlde, trust mekanizmasının sözleşmeye kıyasla herhangi bir özgün yanı kalmayacaktır. Bu nedenle, yükümlülüklerle ilişkin teorinin tamamıyla benimsendiği, lehtarın trusta ilişkin hakkının nispi nitelikte olduğu durumda bile mevcut olması gereken husus trusta konu varlıkların güvenilenin

¹⁰⁷¹ Bu karakteristik özellikleri ayırıcı unsur olarak nitelemek de isabetlidir. Bu yönde bkz. Karayalçın, s. 680.

¹⁰⁷² Anılan üç özelliğin benzer şekildeki farklı çevirileri için bkz. Karayalçın, s. 680-681; Kurtulan Güner, s. 106.

¹⁰⁷³ Jaffey, s. 378-379.

malvarlığının parçası hâline gelmemesi ve onun iflası riskinden soyutlanmasıdır.¹⁰⁷⁴

Nitekim, finansman sağlayanlar açısından geleneksel trust yapısına ilişkin pratikte önem taşıyan tek unsur, trusta konu olan malvarlığının güvenilenin kredi riskinden soyutlanmasıdır.¹⁰⁷⁵ Bu nedenle, Türk hukukunda fonksiyonel bir trusttan bahsedilebilmesinin olmazsa olmaz ön koşulu, trusta konu varlıkların ayrı bir malvarlığı teşkil etmek suretiyle güvenilen konumundaki kişinin malvarlığından ayrıştırılması ve onun kredi riskinden soyutlanmasıdır. Gerek İsvBK'ya ilişkin değişiklik taslağındaki gerekse de Lahey Trust Konvansiyonu'ndaki trust tanımlarından hareket edilsin; Türk hukukunda sözleşme serbestisi kapsamında sağlanamayan yegâne unsur, trusta konu malvarlığı unsurlarının güvenilenin malvarlığından ayrıştırılmasıdır. Bunun sağlanması için mevzuatta bu yönde düzenleme yapılması kaçınılmazdır.

TYS ile getirilen hukuki mekanizmanın açıklanan çerçeveden değerlendirilmesi son derece önemlidir. SPKn m. 31/B/6'da YYS kapsamında teminat yöneticisinin sahip olduğu varlıkların teminat yöneticisinin malvarlığından ayrı olduğu ve ayrı izleneceği hükme bağlanmıştır. Yine aynı maddede, bu varlıkların kamu alacakları için dahi haciz, rehin, ihtiyati haciz ve ihtiyati tedbir konusu olamayacağı ve iflas masasına dâhil edilemeyeceği açıkça belirtilmiştir. SPKn m. 31/B/6'da anılan hususlar, YYS Tebliği m. 6/1'de de yinelenmiştir. Türk hukukunda öngörülen YYS ile borçlanma araçlarının teminatlı ihracı mekanizmasının,

¹⁰⁷⁴ Avrupalı hukukçuların, güvenilenin iflasına ilişkin durumu Anglo-Amerikan trustın belirleyici ögesi ve sadece sözleşmesel yöntemlerle ulaşılması en zor unsuru olarak değerlendirdiği yönünde bkz. Langbein, s. 667-668. Yazar, sözleşmesel nitelikteki çeşitli alternatiflerle güvenilenin iflası riskinin çeşitli yöntemlerle trust yapısı olmaksızın da belirli derecelerde bertaraf edilebileceğini savunmaktadır. Bu konuda bkz. Langbein, s. 668-669.

¹⁰⁷⁵ Trukhtanov, A.: *The Irreducible Core of Trust Obligations*, Law Quarterly Review 2007, C. 123, S. Jul, s. 346.

yükümlülüklerle ilişkin trust teorisi bağlamında yapılacak değerlendirme sonucunda trust olarak nitelendirilebilmesi için elzem olan hükümler bu hükümlerdir.

Yükümlülüklerle ilişkin teori kapsamında trust olduğu ortaya konulan SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği bağlamında borçlanma araçlarının teminatlı olarak ihraç edildiği yapıda ihraççı kurucu, teminat yöneticisi güvenilen, borçlanma aracı sahipleri ise lehtar olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁰⁷⁶

b. Kıta Avrupası'nda Trust Girişimleri

Bu çalışma kapsamında yer yer başvuru hukuk düzenlerinden İngiliz hukuku, trustın doğduğu hukuk düzeni Anglo-Sakson hukuk geleneğinin bir parçası olarak trustları bünyesinde barındırmaktadır. Buna karşın, Türk hukuku gibi Kıta Avrupası geleneğinin parçası olan Alman ve İsviçre hukuklarında durum bunun tam aksidir. Alman hukukunda trust müessesesi bulunmadığı gibi bunun yasalaşmasına yönelik bir girişim de mevcut değildir.¹⁰⁷⁷ Bunun temel nedeni olarak ise Alman hukukunda alternatif bir hukuki müessese olan *Treuhand* kurumunun varlığı gösterilmektedir.¹⁰⁷⁸

İsviçre hukukunda da trust hâlihazırda pozitif hukukun bir parçası olmasa da buna ilişkin son derece somut gelişmeler yaşanmıştır. Trustın İsviçre pozitif hukukunda benimsenmesi 20. yüzyılın ilk yarısından¹⁰⁷⁹ beri gündemde olsa da bu

¹⁰⁷⁶ Benzer şekilde bkz. Balkan, s. 60.

¹⁰⁷⁷ Kurtulan Güner, s. 47. Trustın Kıta Avrupası hukukçuları tarafından anlaşılmasının zorluğuna ilişkin bkz. Maitland, Two Course, s. 23; Kurtulan Güner, s. 105. Maitland, 19. ve 20. yüzyılın önde gelen Alman medeni hukukçularından Otto Friedrich von Gierke'nin trustı anlamakta zorluk çektiğini kendisine ifade ettiğini aktarmakta ve bunun nedenlerini sorgulamaktadır.

¹⁰⁷⁸ Kurtulan Güner, s. 48. *Treuhand* kurumuna ilişkin Türk doktrinindeki görece ayrıntılı açıklamalar için ayrıca bkz. Özsunay, İnançlı Muameleler, s. 14-19; Kurtulan Güner, s. 48-53; Berktaş Yüksel, s. 11-15.

¹⁰⁷⁹ Bu yönde bkz. Özsunay, İnançlı Muameleler, s. 247.

yönde atılan en somut adımlar oldukça yenidir.¹⁰⁸⁰ İsviçre, Lahey Trust Konvansiyonu'na 2007'de taraf olup onayladığından¹⁰⁸¹ beri diğer hukuklara göre kurulan trustlar İsviçre hukukunda da tanınmaktadır. Ocak 2022'de İsviçre Federal Konseyi, İsviçre Trustlarına ilişkin kanun tasarısını konuya ilişkin hazırladığı raporla birlikte kamuya duyurmuş ve kamuoyunun görüşünün alınması sürecini başlatmıştır.¹⁰⁸² Anılan tasarı ile İsvBK'ya m. 529a-529w hükümlerinin ve bu hükümlerle trustlara özgülenmiş bir bölümün eklenmesi öngörülmüştür.¹⁰⁸³ İsviçre Federal Konseyi, 15 Eylül 2023'te gerçekleştirdiği toplantısının sonucunda trustın İsviçre hukukuna dâhil edilmesi yönünde yeterli düzeyde siyasi uzlaş olmağından hazırladığı tasarımı takip etmeyeceğini belirterek İsviçre Parlamentosu'nun bu tasarımı reddetmesini talep etmiştir.¹⁰⁸⁴ Her ne kadar İsviçre hukukunda trustın kanunlaşması girişimi tamama erdirilemeyip terkedilmiş gözükse de yaşananlar Türk hukuku bakımından da önem arz etmektedir.

Kökenlerinin İngiliz hukukuna dayanmasının doğal sayılabilecek bir yansıması olarak trust, Kıta Avrupası ve diğer hukuk düzenlerinin aksine genel olarak

¹⁰⁸⁰ İsviçre hukukunda yaşanan gelişmelerin Türk hukuku ve doktrini açısından da yol gösterici olması gerektiği ve konunun tartışmaya açılmasına vesile olması gerektiği yönünde bkz. Kurtulan Güner, s. 47.

¹⁰⁸¹ Hague Conference on Private International Law: *Status Table*, Hague Conference on Private International Law, erişim 04 Ekim 2023, <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/status-table/?cid=59>.

¹⁰⁸² Der Bundesrat: *Vorschläge für die Einführung eines Schweizer Trusts*, Der Bundesrat - Das Portal der Schweizer Regierung, <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-86746.html>. Bu süreç öncesinde İsviçre'deki gelişmelere ilişkin bkz. Kurtulan Güner, s. 43-47.

¹⁰⁸³ Söz konusu taslak metni için bkz. Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft: *Obligationenrecht Vorentwurf (Einführung des Trusts)*, <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/81555.pdf>. Bu kapsamda ayrıca İsviçre Medeni Kanunu dâhil mevzuatta çeşitli değişikliklerin yapılması da öngörülmüştür.

¹⁰⁸⁴ Der Bundesrat: *Die Einführung eines Schweizer Trusts ist derzeit nicht mehrheitsfähig*, Der Bundesrat - Das Portal der Schweizer Regierung, <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-97717.html>.

Anglo-Sakson hukuk düzenlerine özgüdür.¹⁰⁸⁵ Hâl böyle olmakla birlikte, Anglo-Sakson hukuk düzenleri dışındaki birçok hukuk düzeninde trust mekanizmasının benimsenmesine ilişkin görüşler hatırı sayılı süredir gündeme gelmektedir. Karayalçın, Kıta Avrupası'nda yapılan çalışma ve tartışmalar sonucunda trustın Kıta Avrupası'nda benimsenmesine ilişkin ortaya konulan görüşleri üç grup altında değerlendirmiştir.¹⁰⁸⁶ Bu üç grup görüş; İngiliz-Amerikan hukukundaki trust müessesesinin benimsenmesi, trustın özel olarak düzenlenerek ana kanunlarda yer alması ve güven ağırlıklı işlemlerin özel kanunlarla düzenlenmesidir.¹⁰⁸⁷ Mevcut Kıta Avrupası hukuk sistemlerindeki bu yaklaşımlar, en köklü ve kapsamlı değişiklik gerektirenden başlayarak kapsam itibariyle daha dar kapsamlı değişiklikleri gerektirenler giden şeklinde sıralanmıştır. Esasen, TYS'nin Türk hukukunun bir parçası hâline gelmesiyle benimsenen yaklaşım güven ağırlıklı işlemlerin özel kanunlarla düzenlenmesi altında değerlendirilebilir. Buna karşın, İsvBK'ya bölüm eklenmesine ilişkin girişimleri ise bunun bir basamak üstüne çıkararak trustın özel olarak düzenlenmesi ve ana kanunlarda yer alması görüşü içerisinde değerlendirmek yanlış olmayacaktır.

Değişiklik tasarısıyla birlikte yayımlanan raporda trustın İsvBK'ya dâhil edilmesinin amacı; İsviçre'deki bireylere ve şirketlere varlıklarını korumaları için esnek, güvenilir ve uygun bir hukuki mekanizma sağlamak ve finans merkezi için yeni iş fırsatları oluşturmak olarak vurgulanmıştır.¹⁰⁸⁸ Görüldüğü üzere her ne kadar

¹⁰⁸⁵ Gullifer ve Payne, s. 373.

¹⁰⁸⁶ Karayalçın, s. 682.

¹⁰⁸⁷ Anılan görüşler için bkz. Karayalçın, s. 682-686.

¹⁰⁸⁸ Bundesrat (Schweiz), Bundesamt für Justiz (Schweiz), ve Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement, ed.: *Einführung des Trusts: Änderung des Obligationenrechts - Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens*, s. 2, <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/81554.pdf>.

yasalaşma süreci tamamlanamamışsa da İsviçre’de trusta ilişkin talebin temelinde trustın varlık yönetimi ve finansal piyasalardaki kullanımı bulunmaktadır. Bu doğrultuda, güven ağırlıklı işlemlerin özel kanunlarla düzenlenmesinin ilk rneği TYS ile ortaya çıkan yapı olmayıp daha önceki örneklerin birçoğu yine sermaye piyasası hukuku alanında kendine yer bulmuştur.¹⁰⁸⁹ İsviçre hukukundaki gelişmelerin Türk zel hukuku üzerindeki etkisi ve İsviçre’de trustın özel olarak düzenlenmesinin temelindeki gerekelerin¹⁰⁹⁰ Türk hukukunda da geçerli olduğu göz önüne alındığında gelecekte ülkemizde de trustın münhasıran düzenlenmesinin gündeme daha sık gelmesi muhtemeldir.

4. Borçlanma Araçları Bağlamında Trusta Duyulan İhtiyacın Temeli:

Trustın Teminat İşlevi

Trust, pek çok farklı iřlevi¹⁰⁹¹ yerine getirmek için kullanılabilen bir mekanizma olsa da TYS kapsamında önem taşıyanı teminat işlevidir.¹⁰⁹² SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği ile getirilen teminat sistemi haricinde de Türk hukukunda hâlihazırda mevcut olan reel ve kişisel teminatlarla borçlanma araçlarından doğan alacakların güvence altına alınması mümkündür. Durum böyleyken neden yeni bir sisteme ihtiyaç duyulduğunun ve sistemin işlevlerinin ortaya konması trusta uluslararası uygulamada borçlanma araçlarının teminatlı ihracı kapsamında başvurulmasının nedenleri belirtilmelidir.

¹⁰⁸⁹ Güncel olmamakla birlikte Karayalçın’ın verdiği örnekler için bkz. Karayalçın, s. 684-686.

¹⁰⁹⁰ özellikle de finansal alandaki ihtiyaçlara cevap verilebilmesi anlamındaki gerekçeler.

¹⁰⁹¹ Bunlara rnek olarak varlık yönetimi, vergiden kaçınma, teminat, miras planlaması, hayır işlerini geekleştirme gösterilebilir. Bu yönde bkz. Virgo, s. 49-50; Kurtulan Güner, s. 77-104; Webb ve Akkouch, s. 15-17.

¹⁰⁹² Trustın teminat işlevi ve bunun Türk hukuku açısından ayrıntılı değerlendirilmesine ilişkin bkz. Kurtulan Güner, s. 397-435.

Kurumsal finansmanın birden çok kişiden borçlanma suretiyle gerçekleştirildiği durumlarda¹⁰⁹³ teminatın bir trust yapısı altında güvenilene sağlanması avantajlıdır.¹⁰⁹⁴ Nitekim, bu şekilde teminatların belirli bir grubun menfaatleri için yönetilmesi özellikle de gruptaki kişi sayısı fazlaysa kullanışlıdır.¹⁰⁹⁵ Ayrıca, teminatla güvence altına alınan alacağın el değiştirmesi durumunda özellikle de teminatın fer'i nitelik taşımadığı hâllerde teminata ilişkin gerekli güncellemelerin yapılması gerekecektir. Ancak teminat amaçlı trust kullanıldığında teminata ilişkin herhangi bir değişiklik, devir, güncelleme yapılmasına gerek kalmaksızın ve hâlihazırdaki teminat veya önceliği değişmeksizin trustın lehtarlarının değişmesi suretiyle alacağın bütün olarak ya da kısmen devredilmesi mümkün olmaktadır.¹⁰⁹⁶ TYS ile sağlanan teminat sistematüğinde de teminatlar esasen asli yapıda olmakla birlikte, TYS'nin üçüncü kişi yararına sözleşme olması dolayısıyla lehtar değişse de teminat ile sağlanan korumadan borçlanma araçlarının yeni sahipleri de yararlanmaya devam etmektedir.

Teminat amaçlı trustın bir diğer avantajı, borçlunun (borçlanma araçları özelinde ihraççının) teminata ilişkin konularda yalnız tek bir muhatapla (TYS kapsamında teminat yöneticisi ile) gerekli işlemleri gerçekleştirmesidir. Böylelikle hem ihraççı hem de borçlanma aracı sahipleri bakımından işlemler görece

¹⁰⁹³ Bu durumların başında sendikasyon kredisi ve borçlanma aracı ihracı gelmektedir. Teminat amaçlı trustın finansal piyasalardaki kullanımları için bkz. Practical Law Finance: *Security trusts in finance transactions: overview*, erişim 10 Ocak 2024, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-519-6017>. Ayrıca bkz. §1.III Borçlanma Araçlarının Ekonomik Niteliği.

¹⁰⁹⁴ Her bir borçlanma aracı sahibinin teminatlı alacağı için ayrı takip yapması pratik olmadığı gibi alacaklılar arasında da rekabetin önüne geçilmektedir.

¹⁰⁹⁵ Practical Law Finance; Practical Law Capital Markets: *Debt securities: fiscal agent v trustee*, erişim 10 Ocak 2024, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-201-8517>; Practical Law Capital Markets: *Trusts and trustees in debt securities transactions*, erişim 10 Ocak 2024, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-619-5987>.

¹⁰⁹⁶ Practical Law Finance.

basitleşmekte ve hızlanmaktadır.¹⁰⁹⁷ Buna ek olarak, teminata konu unsurlarının yönetilmesinin tek elden sağlanması da bir başka avantajdır. Teminat yöneticisinin ve personelinin gerek teminata konu unsurların idaresi gerekse de ihraççının durumunun yakından gözlenmesi anlamında gerekli uzmanlığa sahip olması da borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin ideal şekilde korunabilmesini temin etmektedir. Teminat yöneticisinin hukuki ve cezai sorumluluğunun olması dolayısıyla teminata konu unsurların yönetilmesi, paraya çevrilmesi, iadesi, kamunun aydınlatılması gibi hususlarda yaşanabilecek güç boşluğunun da önüne geçilmektedir.

Ayrıca, güvenilenin (teminat yöneticisinin) malvarlığının ayrı olması ve ayrı izlenmesi dolayısıyla trust lehtarlarının (borçlanma aracı sahiplerinin) menfaatleri güvenilenin alacaklarının taleplerinden korunmaktadır.¹⁰⁹⁸ Dolayısıyla teminat amaçlı inancılı işlemle yukarıda sayılan avantajların birçoğu elde edilebilecekse de trust yapısı sayesinde borçlanma aracı sahiplerinin korunması tam anlamıyla güvence altına alınmaktadır.

Teminat amaçlı trust, teminatın paraya çevrilmesi hususunda yalnızca güvenilen yetkili olduğundan teminatlara ilişkin işlemlerin tek elden ve bütün borçlanma aracı sahipleri bakımından eşit olarak gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. Çeşitli şekillerde formüle edilebilecek teminat yapısından bazı borçlanma aracı sahiplerinin diğerlerinden bağımsız veya önce davranmak suretiyle fırsatçı davranmalarının da önüne geçilmektedir.¹⁰⁹⁹

¹⁰⁹⁷ Practical Law Finance.

¹⁰⁹⁸ Practical Law Finance.

¹⁰⁹⁹ Practical Law Finance.

Teminat amaçlı trustın uygulamadaki temel dezavantajı, trustın bazı hukuk düzenlerine yabancı bir yapı olması dolayısıyla tanınmamasıdır.¹¹⁰⁰

§6. TAAHHÜTLER (COVENANTS) VE DİĞER SÖZLEŞMESEL KORUMA MEKANİZMALARI

I. GENEL OLARAK SÖZLEŞMESEL TAAHHÜTLER

Şirket finansmanının borçlanma yöntemiyle yapıldığı durumlarda, şirket malvarlığının korunmasında şirkete borç verenlerin menfaati bulunmaktadır. Pay sahiplerinin genel kurulda oy hakkına sahip olmak suretiyle ellerinde tuttıkları şirketin yönetimine yön verebilme gücünün aksine, şirket alacaklılarının şirketin yönetimine doğrudan etki edebilme olanağı bulunmamaktadır. İşte bu noktada şirket alacaklılarının, şirketin idaresine etki edebilmesi taahhütler aracılığıyla sağlanabilmektedir. Zira, taahhütlere aykırılığın yaptırımının çoğu durumda temerrüde eşdeğer olması nedeniyle şirketin taahhütlere uygun davranması teşvik edilmektedir.¹¹⁰¹ Taahhütlerin fonksiyonu, borçlanan şirketin işlerini ve ilişkilerini nasıl yürüteceğine ilişkin özgürlüğünün kısıtlanması suretiyle; borç verenlere, borçlanan şirketin işleyişine belirli bir derecede de olsa etki edebilme imkânının sağlanmasıdır.¹¹⁰² Bu kapsamda taahhütler, borçlunun belirli davranışlarda bulunmasını engellemek suretiyle borçludan kaynaklanan risklerin azaltılmasını hedeflemektedir.¹¹⁰³

¹¹⁰⁰ Wood, International Bonds, par. 32-009; Wood, Security Interests, par. 12-015, 45-009. Ayrıca bkz. Practical Law Finance.

¹¹⁰¹ Wood, International Bonds, s. 10-001.

¹¹⁰² Ferran, Howell, ve Steffek, s. 356.

¹¹⁰³ Gürel, M.: Kredi Sözleşmelerinde Kredinin Geri Ödenmesini Sağlamak İçin Kullanılan Taahhütler (Covenants) ve Kredi Alacaklısının Kredi Alan Şirkete Karşı Sorumluluğu, İstanbul 2022, s. 2. Yazar, bu yönüyle taahhütlerin “atipik teminat” olarak değerlendirilebileceğini belirtmektedir.

Borca batık olmayan bir şirketin süregelen operasyonları, şirket alacaklıları açısından risk yaratabilir. Nitekim, gelecekte şirket alacaklılarının alacaklarını bir bütün olarak tahsil edememe ihtimalleri bulunmaktadır.¹¹⁰⁴ Bu risk, genel ekonomik durumun bozulması veya hükümet politikalarının değişmesi gibi şirket dışı faktörler nedeniyle söz konusu olabileceği gibi; şirketin gerektiği şekilde yönetilmemesi, şirket yöneticilerinin yetkin olmaması veya hileli davranması ya da pay sahipleri ile şirket alacaklılarının menfaatlerinin ayrıştığı¹¹⁰⁵ durumlarda pay sahiplerinin menfaatlerinin öncelenmesi gibi şirket içi faktörler dolayısıyla da söz konusu olabilir.¹¹⁰⁶ İhraççı şirketin alacaklısı konumundaki borçlanma aracı sahiplerinin, şirket içi faktörler dolayısıyla karşılaştıkları riskleri taahhütlerden istifade etmek suretiyle azaltması mümkün olmaktadır.

Kullanılan “taahhüt” terimi, kavram karışıklığına mahal verebilecek niteliktedir.¹¹⁰⁷ Hâl böyle olmakla birlikte, ülkemizdeki uygulamada da ağırlıklı olarak bu terim benimsenmektedir.¹¹⁰⁸ SPK tarafından borçlanma aracı ihracına ilişkin hazırlanan kılavuzlar¹¹⁰⁹ ile BASK Tebliği m. 4/6’da söz konusu kavramı ifade etmek için “taahhüt” terimi benimsenmiştir. Bu nedenlerle çalışmada taahhüt teriminin kullanımı tercih edilmektedir. Terimin İngilizce karşılığı olan “*covenant*” kelimesi de

¹¹⁰⁴ Bu durum esasen “ödememe riski” olarak adlandırılmaktadır. Ödememe riskine ilişkin bkz. §3.III.B.4 Ödememe Riski.

¹¹⁰⁵ Vekalet problemi (*agency problem*) adlandırılan bu duruma ilişkin bkz. §3.II Vekâlet Problemi (Agency Problem).

¹¹⁰⁶ Gullifer ve Payne, s. 83. Benzer doğrultuda bkz. Gürel, s. 2.

¹¹⁰⁷ “Taahhüt” kavramının ayrıntılı değerlendirmesi için bkz. Gürel, s. 9-13.

¹¹⁰⁸ Bu yönde bkz. Gürel, s. 11-13.

¹¹⁰⁹ Söz konusu kullanımlar için bkz. Sermaye Piyasası Kurulu, *SPAN Kılavuz*, par. 4.14.1.b; Sermaye Piyasası Kurulu, *İBD Kılavuz*, par. 5.2.3., 12.1.b.

farklı anlamlara gelebilmekte ve taahhütlerle aynı anlamda zaman zaman “*undertaking*” kavramı da kullanılmaktadır.¹¹¹⁰

Taahhüt (*covenant*) terimi, kurumsal finansman bağlamında esasen borçlunun hukuki işlem dolayısıyla ortaya çıkan yükümlülüklerinden borçlunun ödeme yükümlülükleri dışında kalanları ifade etmek için kullanılmaktadır.¹¹¹¹ Nitekim ödeme yükümlülükleri, şirkete borç veren konumunda olanların en temel hakkı olan anaparanın geri ödenmesi ve belirli bir miktar da ilave (genellikle faiz) ödemenin yapılmasına ilişkindir. Bu anlamda taahhütler ile borçlanma aracı sahipleri, temel olarak ödememe riskine karşı korunmaktadır.¹¹¹²

II. BORÇLANMA ARAÇLARI BAKIMINDAN TAAHHÜTLER

A. Borçlanma Araçlarına İlişkin Taahhütlerin Amaçları

Borçlanma araçları bakımından taahhütler, borçlanma aracına ilişkin izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek suretiyle borçlanma aracının hükümlerinde yer alan ve borçlanma aracı itfa edilinceye kadar ihraççının davranışlarını düzenleyen yükümlülükler şeklinde tanımlanabilir.¹¹¹³ Borçlanma araçları bağlamında gündeme gelen taahhütler kredi sözleşmelerine ilişkin söz konusu olanlardan genellikle daha sınırlı kapsama sahiptir.¹¹¹⁴ Borçlanma araçları bağlamında

¹¹¹⁰ Wood, International Bonds, par. 10-001. Ayrıca bkz. Gürel, s. 9; Campbell, M. ve Weaver, C.: Syndicated Lending: Practice and Documentation, 7. Baskı, 2019, s. 424, 533, 543.

¹¹¹¹ Wood, International Bonds, par. 10-001. Taahhütlerin, ödeme yükümlülüğünü sağlamak amacıyla öngörülen yan edim yükümlülüklerini ifade ettiği yönünde bkz. Gürel, s. 11.

¹¹¹² Gullifer ve Payne, s. 203.

¹¹¹³ Kredi sözleşmelerine ilişkin bu yönde yapılan tanım için bkz. Gürel, s. 8.

¹¹¹⁴ Ferran, Howell, ve Steffek, s. 442; Paterson ve Zakrzewski, par. 10.2.6; Wood, International Bonds, par. 29-008; Fuller, Capital Markets, par. 9.02. Bu durumun çok çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar arasında; tahvillerin genellikle daha uzun vadeli olması, basitlik ve standartlaşmanın işlem maliyetlerini düşürmesi, borçlanma aracı sahiplerinin ihraçtan önce ihraççı ile doğrudan müzakere masasında olmaması, borçlanma aracı sahiplerinin sahip oldukları borçlanma araçlarını çok daha kolay bir şekilde elden çıkarabilme imkânlarının olması gibi nedenler öne

taahhütler, genel itibariyle üç temel amacı gerçekleştirmek için kullanılmaktadır. Bu üç amaçtan ilki, borçlanma araçlarının piyasa değerinin korunmasıdır. İkincisi, ihraççının (veya bulunması durumunda garanti verenin) finansal zorluklarla karşılaşması durumunda taahhütlere aykırılığın yaptırımının temerrüde eşdeğer olmasıyla borçlanma aracı sahiplerine müzakere gücü sağlanmasıdır. Üçüncü amaç ise borçlanma aracı sahiplerine ihraççının finansal durumunu gözlemleme olanağının tanınmasıdır.¹¹¹⁵

B. Borçlanma Araçlarına İlişkin Taahhütlerin Türk Hukukunda Uygulanabilirliği

Türk hukukunda kredi sözleşmeleri bağlamında taahhütlerin geçerliliği, anonim şirket yönetim kurulunun şirketin özerkliğini sınırlandıran bir sözleşme akdedip akdedemeyeceği ve sahip olduğu temsil yetkisinin kapsamı bakımından irdelenmiştir.¹¹¹⁶ Borçlanma araçlarına ilişkin gündeme gelen taahhütlerin içeriği, pek çok durumda kredi sözleşmelerindeki taahhütlerle benzeşse¹¹¹⁷ de taahhütlerin geçerliliğine ilişkin yapılacak değerlendirme bakımından borçlanma araçlarının kredi sözleşmelerinden ayrıştırılması gerekmektedir. Nitekim borçlanma araçlarını bir sözleşme türü olarak değerlendirmek, temelinde soyut borç tanınmasının bulunması ve hukuki işlem teorisi bağlamında sözleşmenin kurulmasının gerçekleşmemesi dolayısıyla mümkün değildir.¹¹¹⁸ Ayrıca, herhangi bir sözleşmenin akdedilmesinden

çıkılmaktadır. Bu nedenlere ilişkin bkz. Wood, International Bonds, par. 25-034. Benzer yönde bkz. Fuller, Capital Markets, par. 9.02.

¹¹¹⁵ Fuller, Capital Markets, par. 9.01.

¹¹¹⁶ Bu konuda ayrıntılı değerlendirmeler için bkz. Gürel, s. 127-170.

¹¹¹⁷ Buna ilişkin bkz. §6.II.C Başvurulan Taahhüt Türleri.

¹¹¹⁸ Bu konuda bkz. §1.IV.C Borçlanma Araçlarından Doğan Hukuki İlişkinin Niteliği. Gürel, borçlanma araçlarını taahhütlerin kullanıldığı sözleşme türleri arasında saymaktadır. Bu yönde bkz. Gürel, s. 48-51.

farklı olarak borçlanma araçlarının ihracı süreci mevzuatta ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. Bu kapsamda, borçlanma aracı ihracı için her şeyden önce yetkili organ kararına ihtiyaç duyulmaktadır. Söz konusu yetkili organ, esasen genel kurul olmakla birlikte borçlanma aracı ihraç yetkisinin bir genel kurul kararıyla veya esas sözleşmeye konulacak bir hükümle devri sonucunda yönetim kurulu da olabilir.¹¹¹⁹

Borçlanma araçlarının esasen soyut borç tanınması olduğu ve taahhütlerin de bu borç tanınması kapsamında gündeme gelen ödeme yükümlülükleri dışında kalan yükümlülükler olduğu göz önünde bulundurulduğunda, taahhütlerin verilmesinin borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarının belirlenmesi kapsamında olduğuna şüphe yoktur. Borçlanma aracı ihracına ilişkin yetkinin yalnızca borçlanma aracının çıkarılıp çıkarılmayacağına ilişkin olmayıp aynı zamanda ilgili borçlanma araçlarının hüküm ve şartlarını belirleme yetkisini de barındırdığı dikkate alındığında; borçlanma aracı ihracı konusunda yetkili olan organın taahhütleri verip vermemek veya taahhüdün türünü ve içeriğini belirlemek konusunda da yetkili olduğu sonucuna ulaşılabacaktır. Hâl böyleyken, yönetim kurulunun yetkisi dolayısıyla kredi sözleşmeleri bağlamında gündeme gelen taahhütlerin geçerliliği sorunu, borçlanma araçlarındaki taahhütler bakımından mevcut değildir.

C. Başyurulan Taahhüt Türleri

1. Genel Olarak

Borçlanma araçları bağlamında gündeme gelen taahhütler kredi sözleşmelerine göre sınırlı olsa da borçlanma araçlarının niteliklerine ve duyulan

¹¹¹⁹ Yetkili organ kararına ilişkin bkz. §2.II.A Yetkili Organ Kararı.

ihtiyaca göre çeşitli türdeki taahhütlerden yararlanılmaktadır.¹¹²⁰ Başvurulan taahhütler; borçlanmanın türü, ihraççının kredi derecelendirmesi notu, tarafların pazarlık gücü ve piyasanın durumu gibi çeşitli faktörlere göre değişmektedir.¹¹²¹ Sade vanilya¹¹²² tahvil ihraçları açısından detaylı taahhütlere başvurulması uluslararası uygulamada son derece nadirdir. Özellikle yatırım yapılabilir seviyedeki (*investment grade*) ihraççıların ihraç ettikleri borçlanma araçları bakımından; eşit tutma taahhüdü (*pari passu, status*) ve üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdü (*negative pledge*) olmak üzere iki tür taahhüt gündeme gelmektedir.¹¹²³

Belirli özellikteki borçlanma araçları bakımından daha çeşitli ve detaylı taahhütler söz konusu olmaktadır. Yüksek getirili borçlanma araçlarının¹¹²⁴

¹¹²⁰ Gullifer ve Payne, s. 204.

¹¹²¹ Gullifer ve Payne, s. 203.

¹¹²² “Sade vanilya” ile genel anlamda kastedilen borçlanma aracı; belirli vadeye sahip, yılda bir veya iki kez kupon ödemesi olan, faiz oranı sabit, paya dönüştürme ya da kâra katılma gibi imkânlar sağlamayan, sonralandırılmamış (*subordinated* olmayan), erken itfa edilebilir olmayan tahvildir. Kavrama ilişkin bkz. Gullifer ve Payne, s. 37; Fuller, *Capital Markets*, par. 1.66; *Plain Vanilla Bond*, Cambridge Dictionary, <https://dictionary.cambridge.org/pronunciation/english/plain-vanilla-bond>. Belirtmek gerekir ki, “sade vanilya” terimi uluslararası uygulamada yalnızca borçlanma araçları için kullanılan bir terim değildir. Özellikle opsiyon, swap, forward ve futures sözleşmelerinin sade ve alışlagelmiş formlarını ifade etmek için de “sade vanilya” ifadesi kullanılmaktadır. Ancak, söz konusu kullanım borçlanma araçları bağlamında daha yaygındır. Brealey, R.A. vd.: *Principles of Corporate Finance*, Fourteenth edition, international student edition, The McGraw Hill Series in Finance, Insurance, and Real Estate, New York, NY 2022, s. 682, 711; *Plain vanilla Definition | Nasdaq*, Nasdaq, erişim 24 Ekim 2022, <https://www.nasdaq.com/glossary/p/plain-vanilla>; *What Are “Plain Vanilla Bonds”?*, Jagranjosh.com, <https://www.jagranjosh.com/general-knowledge/plain-vanilla-bond-explained-1605077332-1>; *Plain Vanilla*, Oxford Reference, erişim 24 Ekim 2022, <https://doi.org/10.1093/oi/authority.20110803100329918>; *Vanilla Option*, Corporate Finance Institute, erişim 24 Ekim 2022, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/derivatives/vanilla-option/>; *Plain Vanilla Bonds*, erişim 24 Ekim 2022, <https://www.bourse.lu/plain-vanilla-bonds>.

¹¹²³ Wood, *International Bonds*, par. 28-008; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.03; Tennekon, s. 198. Ayrıca bkz. Gullifer ve Payne, s. 209.

¹¹²⁴ Kredi derecelendirme notu, notlandırma ölçeğinde belirli bir eşğin üstünde olduğunda “yatırım yapılabilir” (*investment grade*) ve bu eşğin altında olduğunda “spekülatif” (*speculative grade*) şeklinde değerlendirilmektedir. Bu ayrım, borçlanma araçları açısından da yerleşik bir sınıflandırmanın temelini oluşturmaktadır. Buna göre borçlanma araçlarını, yatırım yapılabilir seviyedeki (yatırım derecesi, *investment grade*) borçlanma araçları ile spekülatif seviyedeki (spekülatif derece, *speculative grade*) borçlanma araçları olarak ikiye ayırmak mümkündür. Uygulamada, spekülatif seviyedeki borçlanma araçlarını ifade etmek için yüksek getirili (yüksek verimli, yüksek randımanlı, *high-yield*) veya çürük (çöp, *junk*) borçlanma aracı kavramları kullanılmaktadır. Fuller, *Capital Markets*, par. 9.03, 9.57; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 439; Wood, *International Bonds*, par. 3-017, 30-001; Paterson ve Zakrzewski, par. 10.2.7; Gullifer ve Payne, s. 36, 415; Akbulak, Y.: “Çöp Tahvil” (*Junk Bond*) Hadisesi, Legal Blog,

barındırdığı riskin yüksek olması dolayısıyla başta finansal taahhütler olmak üzere daha kapsamlı ve detaylı taahhütler içermeleri olağan karşılanmaktadır.¹¹²⁵ Benzer şekilde, kredi derecelendirme notu itibarıyla geçiş bölgesindeki¹¹²⁶ borçlanma araçları açısından da finansal oranlara ilişkin taahhütlerle daha kapsamlı üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdü (*negative pledge*) gündeme gelmektedir.¹¹²⁷ Özel sektör ihraçları bakımından ayrıca pay sahipleri çevresini değiştirmeme (*change of control*) taahhüdüne de zaman zaman başvurulmaktadır.¹¹²⁸ Vadesi oldukça uzun (10 yıl ve daha fazla) olan borçlanma araçları açısından ise daha ayrıntılı finansal taahhütlere başvurulmaktadır.¹¹²⁹

Taahhütler, genel anlamda olumlu (pozitif) ve olumsuz (negatif) taahhütler olmak üzere ikiye ayrılabilir.¹¹³⁰ Olumlu taahhütlerde ihraççı belirli bir şeyi yapmayı taahhüt ederken; olumsuz taahhütlerde ihraççı, belirli şeyleri borçlanma aracı sahiplerinin onayı olmaksızın yapmayacağını taahhüt etmektedir.¹¹³¹ Yapılan bazı

<https://legal.com.tr/blog/ekonomi/cop-tahvil-junk-bond-hadisesi/>. Bunlara “yüksek getirili” denmesinin nedeni, risklilikleri dolayısıyla daha yüksek faiz ve dolayısıyla daha yüksek getiri sunmalarıdır. Wood, *International Bonds*, s. 31-001.

¹¹²⁵ Wood, *International Bonds*, par. 28-008, 30-001, 30-008; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.03; McDonald, J. ve Graebner, R.: *High-yield bonds: an introduction to material covenants and terms*, *Journal of International Banking and Financial Law* 2014, C. 29, S. 4, s. 242; Paterson ve Zakrzewski, par. 10.2.6.1. Bunlar kapsamındaki detaylı üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdüne (*negative pledge*) ilişkin bkz. Fuller, *Capital Markets*, par. 9.40, 9.82-9.92.

¹¹²⁶ Yatırım yapılabilir seviyenin en alt basamaklarında ve spekülasyon seviyenin en üst basamaklarında bulunan kredi derecelendirme notuna sahip ihraççı ve borçlanma araçlarını ifade etmek için geçiş bölgesi (*crossover zone*, *crossover credit*) kavramı da zaman zaman tercih edilmektedir. Bu yönde bkz. S&P Global: *Corporate ratings “crossover zone” swells with potential fallen angels – Moody’s*, S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/corporate-ratings-crossover-zone-swells-with-potential-fallen-angels-8211-moody-s-59687176>; Wheatley, J.: *Potential “fallen angels” show impact of Brazil slowdown*, *Financial Times*, <https://www.ft.com/content/d5af17dc-f3de-11e4-99de-00144feab7de>; Eagan, M.J.: *Identifying Value in the Crossover Corporate Bonds Space*, NATIXIS, <https://www.im.natixis.com/intl/markets/value-in-crossover-corporate-bonds>; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.03; Wood, *International Bonds*, par. 28-008.

¹¹²⁷ Wood, *International Bonds*, par. 28-008. Ayrıca bkz. Fuller, *Capital Markets*, par. 9.03.

¹¹²⁸ Wood, *International Bonds*, par. 28-008, 28-053; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.03.

¹¹²⁹ Fuller, *Capital Markets*, par. 9.41.

¹¹³⁰ Ferran, Howell, ve Steffek, s. 356. Taahhütlerin sınıflandırılmasına ilişkin ayrıca bkz. Gürel, s. 61-62.

¹¹³¹ Bu yönde bkz. Gürel, s. 62, 103; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 356.

ayrımrlarda olumlu ve olumsuz taahhütlerden ayrı bir üçüncü grup olarak finansal taahhütler belirtilmektedir.¹¹³²

2. Üçüncü Kişilere Teminat Vermeme Taahhüdü (Negative Pledge)

Üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdü, teminatla güvence altına alınmayan¹¹³³ kredi sözleşmeleri ve borçlanma araçları bakımından sıklıkla gündeme gelen temel bir taahhüt çeşididir.¹¹³⁴ Bu taahhüt türünün temel amacı, ihraççının (veya kredi alanın) daha sonraki borçlanmalarını teminatlı gerçekleştirmesi suretiyle hâlihazırdaki borçlanma aracı sahiplerinin (veya kredi verenlerin), ihraççının (veya kredi alanın) malvarlığına başvurması gerektiği durumda bunların alacaklarını karşılamalarına ilişkin sıralarının ötelenmesinin engellenmesidir.¹¹³⁵ Kredi sözleşmelerinden farklı olarak borçlanma araçları bağlamında bu ötelemenin engellenmek istenmesinin altında yatan esas hedef, bu taahhüdün verilmiş olduğu borçlanma araçlarının fiyatının korunmasıdır. Zira daha sonra ihraç edilen benzer borçlanma araçlarının teminatla güvence altına alınması durumunda, yatırımcıların talebinin daha sonra ihraç edilen teminatla güvence altına alınan borçlanma araçlarından yana olması muhtemeldir ve bu durum daha önce teminatsız olarak ihraç edilmiş borçlanma aracının fiyatını olumsuz etkileyecektir.¹¹³⁶

¹¹³² Bu yönde ve diğer gruplandırmalara ilişkin bkz. Gürel, s. 61-62.

¹¹³³ Bu taahhüt türü, teminatla güvence altına alınan kredi sözleşmeleri ve borçlanma araçları bağlamında da söz konusu olabilmektedir. Bu yönde bkz. Gullifer ve Payne, s. 209; Gürel, s. 73; Fuller, Capital Markets, par. 9.38; Ferran, Howell, ve Steffek, s. 362.

¹¹³⁴ Wood, International Bonds, par. 11-005, 28-008. Kredi sözleşmelerinde ve borçlanma araçlarında kullanılan örnek taahhütler için bkz. Fuller, Capital Markets, par. 9.23; Wood, International Bonds, par. 11-005, 28-012; Gürel, s. 73-74; Tennekon, s. 90, 200; Fuller, Corporate Borrowing, par. 9.29-9.30.

¹¹³⁵ Ferran, Howell, ve Steffek, s. 362; Gürel, s. 73; Wood, International Bonds, par. 11-006; Gullifer ve Payne, s. 209; Tennekon, s. 89. Üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdünün diğer amaçları için bkz. Tennekon, s. 89-90; Wood, International Bonds, par. 11-006.

¹¹³⁶ Fuller, Capital Markets, par. 9.25; Wood, International Bonds, par. 28-012; Gullifer ve Payne, s. 210; Fuller, Corporate Borrowing, par. 9.27.

Borçlanma araçları bakımından üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdünün amacının ilk bakışta ihraççının herhangi bir şekilde üçüncü kişilere teminat sağlamasının önlenmek istenmesi olduğu düşünülebilir. Durum, kredi sözleşmelerinde gündeme gelen üçüncü kişilere teminat vermeme taahhütleri bakımından böyle olsa da borçlanma araçları açısından gündeme gelen böylesi taahhütler temel olarak iki yönden görece daha güçsüzdür.¹¹³⁷ Bunlardan birincisi, bu taahhüt borçlanma araçları bağlamında gündeme geldiğinde genellikle herhangi bir hukuki işlem kapsamında teminat sağlanmasını değil yalnızca benzer veya karşılaştırılabilir türdeki borçlanmalar için teminat sağlanmasını kısıtlamaktadır.¹¹³⁸ Benzer veya karşılaştırılabilir türdeki borçlanmaların neler olduğu taahhütte belirtilecek olup; borçlanmanın türü, vadesi, işlem gördüğü piyasa veya başkaca ölçütlerle neler olduğu belirlenecektir.¹¹³⁹ Bu nedenle, üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdü içeren bir tertip borçlanma aracının ihracından daha sonra; benzerlik veya karşılaştırılabilirlik kriterlerini sağlamayan, örneğin bir banka kredisi kapsamında ihraççının teminat sağlaması bu taahhüdün ihlali niteliğinde olmayacaktır. İkinci husus ise, borçlanma araçları bakımından gündeme gelen anılan taahhüt üçüncü kişilere teminat sağlanmasını başlı başına engellememekte; yalnızca benzer bir teminat, bu taahhüdü içeren borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerini güvence altına almak için de sağlanmazsa üçüncü kişilere teminat sağlanamayacağını öngörmektedir.¹¹⁴⁰

¹¹³⁷ Fuller, Capital Markets, par. 9.24.

¹¹³⁸ Fuller, Capital Markets, par. 9.24, 9.27; Wood, International Bonds, par. 28-012.

¹¹³⁹ Bu yönde bkz. Fuller, Capital Markets, par. 9.27; Wood, International Bonds, par. 28-012.

¹¹⁴⁰ Fuller, Capital Markets, par. 9.24. Ayrıca bkz. Fuller, Corporate Borrowing, par. 9.26; Gullifer ve Payne, s. 211.

Üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdünün uygulanması ve kapsamı, genellikle borçlanma aracının veya ihraççının yapısına göre farklılaşmaktadır. Bir garanti kapsamında güvence altına alınmış ihraçlarda, üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdünün garanti veren tarafından da sağlanması olağandır.¹¹⁴¹ Üçüncü kişilere teminat verme kısıtlamasının kapsamına yalnızca ihraççı veya garanti veren değil ayrıca varsa bunların bağlı şirketlerinin vereceği teminatların alınmasına da sıklıkla başvurulmaktadır.¹¹⁴² Buna ek olarak, ihraççının daha sonra ihraç edeceği benzer veya karşılaştırılabilir nitelikteki borçlanma araçlarına üçüncü kişiler tarafından teminat sağlanması durumu da kısıtlamanın kapsamına alınmaktadır. Nitekim bu şekilde teminat sağlanması da mevcut borçlanma araçlarının değerine etki edecektir.¹¹⁴³ Yüksek getirili borçlanma araçları bakımından çok daha detaylı ve kısıtlayıcı üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdü söz konusu olmaktadır.¹¹⁴⁴ Buna karşın, sonralandırılmış (*subordinated*) borçlanma araçları, yapıları gereği ihraççının malvarlığına başvurulacağı zaman alelade alacaklılardan sonra yer alacaklarından üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdüne başvurulması mümkün olmakla birlikte uygulamada olağan dışıdır.¹¹⁴⁵ Ayrıca, bankaların sermaye yeterliliğine ilişkin kurallar genellikle bankaların özkaynak hesaplamasına dâhil edilecek nitelikteki borçlanma araçları bakımından bu taahhüt türünün kullanılmasına izin vermemektedir.¹¹⁴⁶

¹¹⁴¹ Fuller, Capital Markets, par. 9.28-9.29.

¹¹⁴² Fuller, Capital Markets, par. 9.30; Wood, International Bonds, par. 28-015.

¹¹⁴³ Fuller, Capital Markets, par. 9.31.

¹¹⁴⁴ Wood, International Bonds, par. 28-016, 30-017; Fuller, Capital Markets, par. 9.40.

¹¹⁴⁵ Wood, International Bonds, par. 28-016; Fuller, Capital Markets, par. 9.39.

¹¹⁴⁶ Wood, International Bonds, par. 28-016; Fuller, Capital Markets, par. 9.39. Bankaların Özkaynaklarına İlişkin Yönetmelik m. 7/2 hükmü de bu durumu doğrulamaktadır.

3. Eşit Tutma Taahhüdü (Status, Pari Passu Clause)

Latince olan “*pari passu*” ifadesi; eşit şartlarda, yan yana gibi anlamlara gelmektedir.¹¹⁴⁷ Eşit tutma taahhüdü, hem borçlanma aracı sahiplerinin alacaklılar arasındaki mevcut sıralamasına ilişkin bir beyan ve tekeffül (*representation and warranty*) hem de gelecekteki sıralamanın bu şekilde kalacağına ilişkin bir taahhüt niteliğindedir.¹¹⁴⁸

Kredi sözleşmelerindeki eşit tutma taahhütlerinden¹¹⁴⁹ farklı olarak borçlanma araçlarındaki eşit tutma taahhütlerinin içsel ve dışsal olmak üzere iki boyutu olduğu kabul edilmektedir. İçsel boyutuyla bu taahhüt, aynı tertipteki borçlanma araçlarının eşit haklar barındırdığına ve aynı tertipteki borçlanma araçlarının sahiplerinin eşit muameleye tabi tutulacağına, borçlanma aracı sahiplerinden bir kısmının diğerlerinden üstün tutulmayacağına ilişkindir.¹¹⁵⁰

2004/109/AT sayılı AB Şeffaflık Direktifi (*EU Transparency Directive*) m. 18/1’de borçlanma araçları düzenlenmiş piyasalarda işlem gören ihraççılar için borçlanma araçlarının barındırdığı haklar bakımından ilgili borçlanma aracı sahiplerine eşit davranma zorunluluğu öngörülmektedir.¹¹⁵¹ BA Tebliği m. 14/5’te, m. 14 kapsamında tahvillere ilişkin gerçekleştirilecek işlemlerin yatırımcılar arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde gerçekleştirilmesinden ihraççının sorumlu olduğu

¹¹⁴⁷ Wood, *International Bonds*, par. 28-010; *Pari Passu*, *The Law Dictionary*, erişim 10 Aralık 2023, <https://thelawdictionary.org/?s=pari+passu>; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.07.

¹¹⁴⁸ Fuller, *Capital Markets*, par. 9.08. Borçlanma araçlarında kullanılan eşit tutma taahhüdü örnekleri için bkz. Fuller, *Capital Markets*, par. 9.05; Wood, *International Bonds*, par. 28-010; Tennekon, s. 199.

¹¹⁴⁹ Kredi sözleşmelerindeki eşit tutma taahhüdüne ilişkin bkz. Gürel, s. 86-89.

¹¹⁵⁰ Fuller, *Capital Markets*, par. 9.11; Wood, *International Bonds*, par. 28-010; Tennekon, s. 199.

¹¹⁵¹ Benzer bir kural Birleşik Krallık’ta Birleşik Krallık Kotasyon Kurumu (*UK Listing Authority*) tarafından hazırlanan Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Kuralları (*Disclosure and Transparency Rules*) m. 6.1.3(2)’de öngörülmektedir. Söz konusu kuralda, AB Şeffaflık Direktifi m. 18/1’e referans verilmektedir.

belirtilmiştir. BA Tebliği m. 23/1, 30/1 hükümlerinde vurgulandığı üzere, ayrıca düzenlenmeyen hususlarda tahvillere ilişkin hükümler mahiyetine uygun düştüğü ölçüde PDT ve DET için de uygulama alanı bulacaktır. BA Tebliği m. 33/1 ve 34/1’de de finansman bonusu, kıymetli maden bonusu ve BA Tebliği’nde sayılmayan diğer borçlanma araçları için BA Tebliği’nin tahvillere ilişkin hükümlerinin kıyasen uygulanacağı düzenlenmiştir. Ayrıca, BASK Tebliği m. 3/1/d’de “eşit işlem ilkesi”, ihraççının aynı tertip borçlanma aracı sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulması olarak tanımlanmış ve BASK Tebliği m. 6/5’te BASK toplantılarına ilişkin izahname veya ihraç belgesinde belirtilecek diğer hususların¹¹⁵² eşit işlem ilkesine uygun olması gerekliliği düzenlenmiştir.¹¹⁵³ Anılan AB Şeffaflık Direktifi ve Birleşik Krallık’taki Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Kuralları’ndan farklı olarak aynı tertipteki borçlanma aracı sahiplerine eşit davranma yükümlülüğü Türk hukukunda tüm borçlanma araçları ihraççıları açısından söz konusudur.

Dışsal boyutuyla eşit tutma taahhüdü, borçlanma araçlarından doğan alacakların ihraççının diğer teminatsız ve sonralandırılmamış (*unsobordinated*) borçları ile *pari passu* (eşit düzeyde) sıralamada olduğuna ve böyle olmaya devam edeceğine ilişkindir.¹¹⁵⁴ Dışsal boyutuyla eşit tutma taahhüdü; iflas durumunda alacaklıların sıralanmasına ilişkin emredici hukuk kurallarına aykırı bir durum öngörmek, ihraççının diğer herhangi bir borcunu teminatla güvence altına almasını engellemek gibi amaçlar taşımamaktadır.¹¹⁵⁵ Bu hâliyle, dışsal boyutuyla eşit tutma

¹¹⁵² Bu hususlara ilişkin bkz. §4.II.B Toplantı Süreci.

¹¹⁵³ Ayrıca BASK Tebliği m. 5/2/b’den BAST’ın da eşit işlem ilkesine uygun davranması gerektiği anlaşılmaktadır.

¹¹⁵⁴ Wood, *International Bonds*, par. 28-010; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.17.

¹¹⁵⁵ Fuller, *Capital Markets*, par. 9.17.

taahhüdü özel sektör borçlanma araçları bakımından herhangi bir işlev yerine getirmeyip sadece mevcut hukuki durumun tekrarından ibaret olmaktadır.¹¹⁵⁶

Açıklandığı üzere eşit tutma taahhüdünün içsel boyutu ile ulaşılacak aynı tertipteki borçlanma araçlarının sahiplerinin kendi aralarındaki *pari passu* durumu, Türk hukukunda yürürlükte olan mevzuat dolayısıyla ihraççı açısından bir yükümlülüktür. Dışsal boyutuyla ise özel sektör borçlanma araçları açısından esasen bir taahhüt niteliği kazanmamaktadır. Bu nedenle ilk bakışta eşit tutma taahhüdünün Türk hukukunda mevcut durumda bir işlevi olmadığı düşünülebilir. Ancak, taahhütlere aykırılığın yaptırımı göz önüne alındığında özellikle içsel boyutuyla eşit tutma taahhüdünün işlevsel olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Nitekim, ihraççılar için borçlanma aracı sahiplerine eşit davranma zorunluluğu mevzuatta öngörülmeyle birlikte buna aykırılık durumunda ayrıca özel bir yaptırım öngörülmemiştir.¹¹⁵⁷ Bu kapsamda, taahhüde aykırılığın sonucunun temerrütle eşdeğer olması dolayısıyla böylesi bir taahhüde başvurulmak suretiyle ihraççının borçlanma aracı sahiplerine eşit davranma yükümlülüğünün güvence altına alınması sağlanabilecektir.

4. Finansal Taahhütler (*Financial Covenants*)

İhraççının kredi itibarı,¹¹⁵⁸ borçlanma araçlarının ihracından itfasına kadar olan süreç boyunca borçlanma aracı sahipleri için büyük öneme sahiptir. Ekonomik anlamda kredi veren konumunda olan borçlanma aracı sahipleri, ihraççının içerisinde

¹¹⁵⁶ Fuller, Capital Markets, par. 9.19. Yazar, eşit tutma taahhüdünün dışsal boyutunun esasen devletler tarafından ihraç edilen borçlanma araçları bakımından önem taşıdığını vurgulamaktadır zira yürürlükteki hukukun ilgili devlet tarafından değiştirilmesi söz konusu olabilecektir.

¹¹⁵⁷ İhraççıların hukuka aykırı işlemleri dolayısıyla SPKn m. 92 kapsamında SPK'nın uygulayabileceği tedbirler bulunmaktadır.

¹¹⁵⁸ Kredi itibarı (*creditworthiness*), ihraççının borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilme yeterliliğini ifade etmektedir.

bulunduğu mali durumu gözlemlemek ve ihraççının kredi itibarı kötüleşirse harekete geçebilmek isterler.¹¹⁵⁹ Bu bağlamda finansal taahhütler ile ihraççının mali durumunun borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilecek durumda olmasını sağlamak amaçlanmaktadır.¹¹⁶⁰

Bu kapsamda genel olarak finansal taahhütlerde asgari net varlık (*minimum net worth*), maddi net değer (*tangible net worth*), finansal kaldıraç oranı (borçluluk oranı, *gearing*), gelirlerin faize oranı (*earnings to interest ratio*), likiditeye ilişkin oran (cari oran, *liquidity tests, current ratio*) gibi çeşitli ölçütlere ilişkin değerler belirlenebilmektedir.¹¹⁶¹ Ayrıca finansal taahhütleri, meydana gelme (*incurrence*) ve idame (*maintenance*) taahhütleri olarak da ikiye ayırmak mümkündür. Meydana gelme taahhütleri sürekli test edilmeye ihtiyaç duymayıp taahhütte öngörülen durumların ortaya çıkması durumunda test edilmektedirler. Buna karşın idame taahhütlerinin belirli aralıklarla sürekli olarak test edilmesi ve belirlenen değer veya oranın sağlandığının doğrulanması gerekmektedir.¹¹⁶² Bu değer veya oranların ne sıklıkta test edileceği de söz konusu borçlanma aracının temerrüt riski ile doğru orantılı olarak artmaktadır. Buna göre yıllık, üç aylık veya aylık olarak finansal taahhütler altında belirlenen oranların test edilmesi öngörülebilmektedir.¹¹⁶³ Borçlanma araçları açısından uluslararası uygulamada geleneksel olarak kullanılan taahhütler meydana gelme taahhüdü türündedir.¹¹⁶⁴

¹¹⁵⁹ Bu yönde bkz. Gullifer ve Payne, s. 215. Ayrıca bkz. Ferran, Howell, ve Steffek, s. 360.

¹¹⁶⁰ Bu yönde bkz. Gürel, s. 109.

¹¹⁶¹ Ölçüt olarak kullanılan değerler ve oranlara ilişkin bkz. Wood, *International Bonds*, par. 13-004-13-024; Gürel, s. 112-119; Gullifer ve Payne, s. 218-221; Tennekon, s. 84-85.

¹¹⁶² Wood, *International Bonds*, par. 13-001; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.59.

¹¹⁶³ Wood, *International Bonds*, par. 13-025.

¹¹⁶⁴ Paterson, S.: *The Rise of Covenant-Lite Lending and Implications for the UK's Corporate Insolvency Law Toolbox*, Oxford Journal of Legal Studies 2019, C. 39, S. 3, s. 664; Fuller, *Capital Markets*, par. 9.59.

5. Diğer Taahhütler

Borçlanma araçları açısından gündeme gelen çeşitli diğer taahhütler de bulunmaktadır.¹¹⁶⁵ Bunlardan biri, belirli olaylar¹¹⁶⁶ gerçekleştiğinde ihraççının, dileyen borçlanma aracı sahiplerinden borçlanma araçlarını belirli bir değer üzerinden satın alacağı taahhüdüdür (*event risk put*).¹¹⁶⁷ Belirlenen değer genellikle nominal değer olmakla birlikte; bu değer bazen de nominal değer üzerinden primli olarak belirlenmektedir.¹¹⁶⁸

Bir diğer taahhüt ise, pay sahipleri çevresini değiştirmeme taahhüdü (*change of control put, change of control clause*) olup, özellikle ihraççının kaldırılma devralınması durumunda ihraççının kredi itibarının düşmesi riskine karşı borçlanma aracı sahiplerinin korunmasını amaçlamaktadır.¹¹⁶⁹ Genel olarak, ihraççının devralınması veya birleşmesi sonucunda şirket genel kurulunda kullanılabilecek toplam oy hakkının yarısından fazlasına karşılık gelen payların devralınması pay sahipleri çevresinin değişmesi olarak değerlendirilmektedir. Pay sahipleri çevresinin değişmesine ek olarak borçlanma araçlarının kredi derecelendirme notunun belirli bir düzeyin altına düşmesi şartı da gerçekleştiğinde, borçlanma aracı sahiplerinin sahip oldukları borçlanma araçlarını ihraççıya satma hakkı doğması öngörülmektedir.¹¹⁷⁰

¹¹⁶⁵ Amerika Birleşik Devletleri'nde özel sektör borçlanma araçlarında kullanılan çeşitli taahhüt türlerine ve bunların yıllar içerisinde değişen kullanım sıklıklarına ilişkin bkz. Çelik, S., Demirtaş, G., ve Isaksson, M.: *Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance*, OECD Corporate Governance Working Papers, 2015, S. 16, s. 60, <https://doi.org/10.1787/5js69lj4hvnw-en>.

¹¹⁶⁶ Bu olayların genellikle ihraççının kredi derecelendirmesini düşürecek nitelikte olması gerekliliği aranmaktadır.

¹¹⁶⁷ Fuller, Capital Markets, par. 9.49.

¹¹⁶⁸ Fuller, Capital Markets, par. 9.53.

¹¹⁶⁹ Fuller, Capital Markets, par. 9.52; Wood, International Bonds, par. 28-053. Kredi sözleşmeleri bağlamında bu taahhüt türüne ilişkin bkz. Gürel, s. 98-101.

¹¹⁷⁰ Fuller, Capital Markets, par. 9.53; Wood, International Bonds, par. 28-053, 28-054.

D. Taahhütlere Aykırılığın Sonuçları

1. Genel Olarak Borçlanma Araçlarında Temerrüt Hâllerinin

Belirlenmesi

Borçlanma araçlarına ilişkin temel temerrüt hâli borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin zamanında ve tam olarak yerine getirilmemesidir.¹¹⁷¹ Ancak, buna ek olarak temerrüt durumlarının kararlaştırılabilmesi de mümkündür. Nitekim, BASK Tebliği m. 9/1'de izahname veya ihraç belgesinde borçlanma aracından doğan yükümlülüklerin niteliği ve kapsamına, bu yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda temerrüde düşülmesi anlamına gelecek hâlleri somut olarak içerecek şekilde temerrütlerin tanımına ve kapsamına yer verilmesi gerektiği belirtilerek bu durum doğrulanmaktadır. İzahname veya ihraç belgesinde temerrüt olarak değerlendirilecek ek durumlara yer verilmesi de borçlanma aracı sahiplerini koruyucu bir fonksiyon yerine getirmektedir. Borçlanma araçları bakımından belirlenen böylesi temerrüt hâlleri, benzer şekilde kredi sözleşmelerinde belirlenenlerden genellikle daha dar kapsamlıdır.¹¹⁷² Ödeme yükümlülüklerinin vadesinde yerine getirilmemesine ek olarak borçlanma araçları bakımından gündeme gelen temel temerrüt durumları taahhütlere aykırılık ve çapraz temerrüt (*cross-default*, *cross-acceleration*) hâlleridir.¹¹⁷³ Çapraz temerrüt, borçlanma araçlarından doğan herhangi bir yükümlülük ihlal edilmese bile başkaca bir borç ilişkisi dolayısıyla

¹¹⁷¹ Bu yönde bkz. Gullifer ve Payne, s. 223. Ayrıca bkz. §5.II.D.3.a Devrin veya Sınırlı Ayni Hak Tesisinin Amacı.

¹¹⁷² Wood, *International Bonds*, par. 28-082.

¹¹⁷³ Wood, *International Bonds*, par. 28-083. Ayrıca bkz. Fuller, *Capital Markets*, par. 8.77; Tennekon, s. 202.

temerrüdün söz konusu olması durumunda borçlanma aracı bakımından da temerrüdün söz konusu olmasıdır.¹¹⁷⁴

2. Taahhütlere Aykırılık Bağlamında Temerrüt ve Diğer Sonuçlar

Taahhütlere aykırılığın temel yaptırımı olarak temerrüt sonucunun doğması öngörülmektedir.¹¹⁷⁵ Genellikle, yalnızca taahhüde aykırılığın ortaya çıkması temerrüt sonucunun doğması için yeterli olmamakta; bu sonucun doğması için eğer varsa ayrıca izahname veya ihraç belgesinde belirtilen mühlet içerisinde taahhüde aykırılık durumunun giderilmemesi ve bazen de ihtarda bulunulması gerekmektedir.¹¹⁷⁶ Eğer ihraççının diğer sözleşmeleri veya ihraç ettiği diğer borçlanma araçları dolayısıyla çapraz temerrüt (*cross-default*, *cross-acceleration*) sonucu doğacaksa, ihraççının taahhütlere aykırı davranması onları da tetikleyeceğinden; ihraççının yalnızca ilgili taahhüdü barındıran borçlanma aracı bakımından temerrüde düşmesi değil diğer borç ilişkileri dolayısıyla da temerrüde düşmesi gündeme gelecektir. Bu nedenle taahhütlere aykırılığın sonuçları daha da caydırıcı olacaktır.¹¹⁷⁷

Taahhütlere aykırılığın bir diğer yaptırımı olarak borçlanma aracı sahiplerine borçlanma araçlarını ihraççıya satma hakkının (*event risk put*) doğması öngörülebilir. Örneğin, pay sahipleri çevresini değiştirmeme taahhüdüne aykırılık durumunda olağan yaptırım olarak böylesi bir hak doğmaktadır.¹¹⁷⁸ Temerrüt sonucu yerine bu hakkın tanınmasının temel nedeni ihraççının diğer borçlanmaları

¹¹⁷⁴ Fuller, *Capital Markets*, par. 8.77; Tennekon, s. 98, 202. Gürel, bu durumu kredi sözleşmeleri bağlamında bir taahhüt türü olarak nitelendirmekte ve “başka yükümlülükler nedeniyle temerrüde düşmeme taahhüdü” şeklinde isimlendirmektedir. Bu yaklaşımla ihraççı, borçlanma aracından doğanlar dışındaki herhangi bir başka borcu dolayısıyla temerrüde düşmeyeceğini taahhüt etmektedir. Anılan yaklaşım için bkz. Gürel, s. 101-102.

¹¹⁷⁵ Fuller, *Capital Markets*, par. 9.35.

¹¹⁷⁶ Fuller, *Capital Markets*, par. 9.35; Wood, *International Bonds*, par. 28-083.

¹¹⁷⁷ Bu yönde bkz. Fuller, *Capital Markets*, par. 9.37.

¹¹⁷⁸ Bu taahhüde ilişkin bkz. §6.II.C.5 Diğer Taahhütler.

bakımından çapraz temerrüt sonucunun doğmasının önüne geçilmek istenmesidir.¹¹⁷⁹ Esasında bu yaptırım da bir taahhüt türü¹¹⁸⁰ dolayısıyla söz konusu olabileceğinden; ihraççının, borçlanma araçlarının bu satma hakkına riayet etmemesi durumunda yine temerrüt sonucu gündeme gelecektir.

Taahhütlere aykırı davranılması veya taahhütlerin makul süre içerisinde yerine getirilmemesi durumunda SPKn m. 91/3'te belirtildiği üzere SPK; belirli bir süre içerisinde aykırılıkların giderilmesini veya öngörülen işlemlerin yapılmasını istemeye, ihraçtan elde edilen nakit veya diğer varlıkların kullanılmasını engellemek amacıyla taahhütlere aykırı gerçekleştirilen iş ve işlemler için ihtiyati tedbir ve ihtiyati haciz talep etmek dâhil her türlü tedbiri almaya yetkili kılınmıştır.¹¹⁸¹

E. Taahhütlerin Türkiye’de Uygulaması

Her ne kadar borçlanma araçları açısından taahhütler önemli koruma mekanizmaları olsalar ve kullanılmalarının önünde hukuken bir engel bulunmasa da yurt içinde ihraç edilen borçlanma araçlarında taahhütlerin kullanımı son derece nadirdir.¹¹⁸² Buna karşın, merkezi Türkiye’de bulunan ihraççıların yurt dışında gerçekleştirdikleri ihraçlarda taahhütlerin kullanımı son derece yaygındır. 08.02.2024 itibariyle merkezi Türkiye’de bulunan ihraççılar tarafından aktif (ihracı tamamlanmış

¹¹⁷⁹ Fuller, Capital Markets, par. 9.50.

¹¹⁸⁰ Bu taahhüde ilişkin bkz. §6.II.C.5 Diğer Taahhütler.

¹¹⁸¹ Bunun haricinde “mali durumun bozulması hâlinde uygulanacak tedbirler” kenar başlıklı SPKn m.97/1’de de “taahhüt” terimi kullanılmış olmakla birlikte anılan maddedeki taahhüt terimi ile ödeme yükümlülüklerinin kastedildiği anlaşılmaktadır.

¹¹⁸² Yurt içinde taahhütlerin kullanıldığı bir örnek olarak AE Arma Elektropanç Elektromekanik Sanayi Mühendislik Taahhüt ve Ticaret A.Ş. tarafından 31.03.2017’de yurt içinde 80 milyon TL tutarında iki tertip olarak ihraç edilerek nitelikli yatırımcılara satışı gerçekleştirilen tahvil gösterilebilir. Anılan örnekte, pay sahipleri çevresini değiştirmeme taahhüdü, finansal taahhütler, üçüncü kişilere teminat vermeme taahhüdü gibi taahhüt çeşitleri bulunmaktadır. Söz konusu taahhütlere ilişkin bkz. AE Arma Elektropanç Elektromekanik Sanayi Mühendislik Taahhüt ve Ticaret A.Ş.: *AE Arma Elektropanç Elektromekanik Sanayi Mühendislik Taahhüt ve Ticaret A.Ş. Tahvil Hükümleri*, https://www.arma-elektropanc.com/download/files/tahvil-hukumleri_2384134848.pdf.

ancak henüz itfa edilmemiş) 1001 tertip borçlanma aracından 108'i en az bir tür taahhüt içermektedir. Taahhüt barındıran söz konusu borçlanma araçlarının tamamı yurt dışında döviz cinsinden ihraç edilmiştir. Aktif borçlanma araçlarından 227'sinin yurt dışında ihraç edilmiş olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yurt dışında ihraç edilen borçlanma araçlarının neredeyse yarısının taahhüt içerdiği gözlenmektedir.¹¹⁸³ Bu durum, merkezi Türkiye'de bulunan ihraççıların esasen taahhütlere yabancı olmadıklarını buna karşın yurt içinde gerçekleştirilecek ihraçlarda taahhütlere başvurmadıklarını göstermektedir.

III. BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetim, şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistem şeklinde tanımlanmıştır.¹¹⁸⁴ Kurumsal yönetimin amacı, bir şirketin uzun vadeli başarısını sağlayabilecek etkili, girişimci ve basiretli yönetimi kolaylaştırmaktır.¹¹⁸⁵ Kurumsal yönetimin ne olduğuna ve neyi amaçladığına ilişkin derinlemesine tartışmalar bulunmasa da kurumsal yönetimin kapsamının ne olduğuna ilişkin yaklaşımlar çeşitlidir. Geleneksel olarak kurumsal yönetim, pay sahipleri ile şirket yöneticileri arasındaki ilişkilere odaklanmış ve diğer menfaat sahiplerini kapsam

¹¹⁸³ Bu bölümdeki verilere Bloomberg Terminal veri tabanı üzerinden 08.02.2024'te ulaşılmıştır.

¹¹⁸⁴ Söz konusu tanım için bkz. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: *The Financial Aspects of Corporate Governance*, London, par. 2.5, <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>. Bu tanım çeşitli diğer çalışmalara da temel teşkil etmiştir. Bkz. Financial Reporting Council: *The UK Corporate Governance Code 2018*, s. 1, https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2018.pdf; Financial Reporting Council: *The UK Corporate Governance Code 2024*, s. 3, https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_kRCm5ss.pdf; European Commission: *Green Paper: The EU Corporate Governance Framework*, s. 2, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3eed7997-d40b-4984-8080-31d7c4e91fb2/language-en>; Manavgat, Halka Arz, s. 148.

¹¹⁸⁵ UK Department for Business, Energy & Industrial Strategy: *Corporate Governance Reform: Green Paper*, s. 10, <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a80ae13e5274a2e87dbb360/corporate-governance-reform-green-paper.pdf>.

dışında tutmuştur.¹¹⁸⁶ Güncel durumda ise şirketin alacaklıları, çalışanları gibi diğer menfaat sahipleri de kurumsal yönetimin kapsamında değerlendirilmektedir.¹¹⁸⁷ Borçlanma aracı sahipleri, şirketin alacaklıları arasında yer alan menfaat sahipleri konumundadırlar. Ancak son yıllardaki gelişmeler göstermektedir ki borçlanma aracı sahipleri, kurumsal yönetim kapsamında şirketin herhangi bir alacaklısı olmaktan öte ayrıca değerlendirilmeye ihtiyaç duyan menfaat sahipleridir.¹¹⁸⁸ Kurumsal yönetimin kapsamına ilişkin güncel gelişmelere paralel olarak G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2023'te olduğu gibi, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin de güncellenerek borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerini ve kurumsal yönetime katılımlarını açıkça vurgulaması isabetli olacaktır.

Şirketin borca batık olmadığı durumda, özelde borçlanma aracı sahiplerinin genelde ise şirket alacaklılarının menfaatleri çoğu yönden pay sahiplerinin menfaatlerine benzerlik göstermektedir. Ancak pay sahipleri, şirketin değerinin

¹¹⁸⁶ Örneğin bkz. Walker, D.: *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations*, s. 23,

https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/walker_review_261109.pdf.

¹¹⁸⁷ Bu doğrultuda bkz. Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkeleri "Menfaat Sahipleri" başlıklı 3. bölüm, UK Department for Business, Energy & Industrial Strategy: *Restoring trust in audit and corporate governance*, s. 74,

<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/60523e338fa8f55d33815605/restoring-trust-in-audit-and-corporate-governance-command-paper.pdf>; UK Department for Business, Energy & Industrial Strategy, *CG Green Paper*, s. 2; OECD: *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris 2023, s. 6-10, 34-35, 45-50, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>. Manavgat, menfaat sahiplerinin menfaatlerinin gözetilmesini kurumsal yönetimin ayırıcı özelliklerinden bir tanesi olarak değerlendirmiştir. Manavgat, Halka Arz, s. 150.

¹¹⁸⁸ Bu yönde bkz. Çelik, Demirtaş, ve Isaksson, s. 3. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenmesine ilişkin kamuoyundan alınan görüşler doğrultusunda taslak metinde güncelleme yapılmış ve G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2023'te borçlanma aracı sahiplerinin menfaatleri açıkça vurgulanmıştır. Sürece ilişkin bkz. OECD: *Public Consultation on Draft Revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, s. 32, 49-50,

<https://www.oecd.org/corporate/public-consultation-review-G20-OECD-principles-corporate-governance.pdf>; Hopt, K.J.: *The OECD should go further in recognizing a changed world*, s. 2, <https://web.archive.oecd.org/2022-11-09/645171-Hopt-Klaus-2022-review-principles-comment.pdf>; OECD: *Contributions to the public consultation on the revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, erişim 15 Ocak 2024, <https://www.oecd.org/corporate/contributions-public-consultation-revisions-g20-oecd-principles-corporate-governance.htm>.

yükselmesinden yarar elde edeceklerinden şirkete ek değer oluşturabilecek riskli projeleri desteklemeye yatkınken; şirket alacaklıları, mevcut durumu korumaya yönelik düşük riskli projeleri destekleyeceklerdir.¹¹⁸⁹ Şirketlerin, kurumsal finansmanda borçlanma yöntemini tercih etmeye duydukları ihtiyaç nedeniyle şirkete borç finansmanı sağlayanlar ve dolayısıyla borçlanma aracı sahipleri, şirket yönetiminin hareket olanağını kısıtlamak suretiyle kurumsal yönetim anlamında oldukça önemli rol oynayacak konumdadırlar.¹¹⁹⁰ Bu kapsamda, özellikle verilen taahhütler borçlanma aracı sahiplerinin ihraççı şirketin işleyişine ilişkin belirli bir derecede söz hakkı sahibi olmasını sağlamakta ve öngörülen temerrüt hâlleri, ihraççının finansal zorluklarla karşılaştığı dönemlerde borçlanma aracı sahiplerine borçlanma araçlarından doğan yükümlülüklerin yeniden müzakere edilmesine ilişkin pazarlık gücü sağlamaktadır.¹¹⁹¹

Açıklanan çerçevede, borçlanma aracı sahiplerinin şirketin yönetilmesinde söz sahibi olabilmesinin ön koşulu, borçlanma araçlarına ilişkin temerrüt tehlikesinin varlığıdır.¹¹⁹² Temerrüt, borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin ihlali durumunda ortaya çıkabileceği gibi verilen taahhütlerin ihlal edilmesi suretiyle de ortaya çıkabilecektir.¹¹⁹³ Özellikle, borçlanma araçlarına ilişkin temerrüt sonucunun ortaya çıkması çapraz temerrüt (*cross default*) sonucunu doğuracaksa bu durumda temerrüt tehlikesinin ihraççı tarafından daha fazla göz önünde bulundurulacağı muhakkaktır. Temerrüt sonucunun ortaya çıkma ihtimali; borçlanma aracı sahiplerinin ihraççı ile borçlanma araçlarına ilişkin hususları yeniden müzakere

¹¹⁸⁹ Gullifer ve Payne, s. 83.

¹¹⁹⁰ Ferran, Howell, ve Steffek, s. 370.

¹¹⁹¹ Bu doğrultuda bkz. Ferran, Howell, ve Steffek, s. 370.

¹¹⁹² Çelik, Demirtaş, ve Isaksson, s. 48.

¹¹⁹³ Buna ilişkin bkz. §6.II.D Taahhütlere Aykırılığın Sonuçları.

edebilmesini, ihraççının faaliyetlerinde ve idaresinde belirli bir ölçüde de olsa borçlanma aracı sahiplerinin söz sahibi olabilmesini sağlayacaktır. Bu anlamda borçlanma aracı sahiplerinin müzakere edebilmesinde ve ihraççı şirketin yönetiminde söz sahibi olabilmesinde BASK ve BAST da işlev kazanacaktır.¹¹⁹⁴

IV. RİSK TRANSFERİNİ SAĞLAYAN DİĞER SÖZLEŞMESEL OLANAKLAR

A. Genel Olarak

Borçlanma araçları bağlamında çok çeşitli riskler gündeme gelmektedir.¹¹⁹⁵ Bu risklerin, üçüncü kişilere devredilmesine olanak veren çeşitli hukuki mekanizmalar bulunmaktadır. Bunlardan öne çıkanları ise sigorta sözleşmesi ve türev araçlardır. Unutmamak gerekir ki, borçlanma aracı sahiplerinin borçlanma araçlarından bekledikleri getiri, ilgili borçlanma aracının içerdiği risklerle doğru orantılı olarak artmaktadır.¹¹⁹⁶ Bu bağlamda risk transferi için ödenecek prim, beklenen getirinin düşmesine neden olacaktır.

B. Sigorta Sözleşmesi

TTK m. 1401/1’de belirtildiği üzere, kişinin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan rizikonun gerçekleşmesi durumunda gerçekleşen zararın sigortacı tarafından tazmin edilmesi sigorta sözleşmesi ile öngörülebilir. Bu kapsamda, borçlanma araçları bağlamında gündeme gelen risklerden borçlanma aracı sahiplerinin korunması, belirlenen risklerin sigorta ettirilmesi suretiyle gerçekleştirilebilir.

¹¹⁹⁴ BASK ve BAST’a ilişkin bkz. §4 BORÇLANMA ARACI SAHİPLERİ KURULU.

¹¹⁹⁵ Bu risklere ilişkin bkz. §3.III Borçlanma Araçlarına İlişkin Gündeme Gelen Riskler.

¹¹⁹⁶ Risk getiri dengesi (*risk-return tradeoff*) için bkz. §3.I.A Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunmasının Her Durumda Gerekli Olup Olmadığı.

Sigorta sözleşmeleri çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılmaktadır.¹¹⁹⁷

Borçlanma aracı sahiplerinin korunması kapsamında gündeme gelecek sigorta türü, sigortacının edim şekline göre yapılan zarar sigortası – meblağ sigortası ayrımında zarar sigortası olacaktır. Zira zarar sigortaları ile rizikonun gerçekleşmesi sonucu meydana gelen zararın tazmin edilmesi söz konusu olmaktadır.¹¹⁹⁸ Zarar sigortaları da malvarlığının aktifinin azalmasına ilişkinse aktif sigortası, pasifinin artmasına ilişkinse pasif sigortası olarak sınıflandırılmaktadır.¹¹⁹⁹ Bu kapsamda borçlanma aracı sahiplerinin borçlanma araçlarından doğan risklerden korunması kapsamında aktif zarar sigortaları söz konusu olacaktır. Bu bağlamda gündeme gelen risklerden en temeli ödememe riskidir ve gündeme gelecek sigorta türü temel olarak kredi sigortası olarak isimlendirilmektedir.¹²⁰⁰ Borçlanma araçları özelinde bu sigorta türü “tahvil sigortası” şeklinde de adlandırılmaktadır.¹²⁰¹ Ayrıca, borçlanma araçlarına ilişkin söz konusu olan piyasa riski, likidite riski, operasyonel risk gibi çok çeşitli risklere ilişkin rizikolar da pek tabii sigortalılabilecektir. Örneğin, politik risklerden korunmak için ortaya çıkan “politik risk sigortası” bu kapsamda değerlendirilebilecektir.¹²⁰²

Borçlanma araçlarından doğan risklere karşı sigorta sözleşmesi, ihraç aşamasında imzalanabileceği gibi ihraçtan sonra henüz borçlanma araçları itfa

¹¹⁹⁷ Çeşitli sınıflandırmalar için bkz. Kender, R.: Türkiye’de Hususi Sigorta Hukuku, 17. Baskı, İstanbul 2021, s. 233-246; Yazıcıoğlu, E. ve Şeker Öğüz, Z.: Sigorta Hukuku, 4. Baskı, İstanbul 2021, s. 82-87; Kara, H.: Sigorta Hukuku, 2. Baskı, İstanbul 2021, s. 44-50.

¹¹⁹⁸ Zarar sigortasına ilişkin bkz. Kender, s. 235-236; Kara, s. 46; Yazıcıoğlu ve Şeker Öğüz, s. 84; Küçük, D.: Yatırımcılar İçin Hukuki Yönden Politik Risk Sigortası, Ankara 2016, s. 36; Günay, M.B.: Sigorta Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2023, s. 167.

¹¹⁹⁹ Kender, s. 236; Yazıcıoğlu ve Şeker Öğüz, s. 84; Kara, s. 47; Küçük, Politik Risk, s. 36-37.

¹²⁰⁰ Kredi sigortasına ilişkin bkz. Küçük, D.: *Kredi Sigortası*, (Doktora Tezi, Ankara, Ankara Üniversitesi, 2007), s. 73; Çeker, M.: Sigorta Hukuku, 24. Baskı, Adana 2021, s. 230.

¹²⁰¹ Bu yöndeki kullanıma ilişkin bkz. Tok, s. 286.

¹²⁰² Politik risk sigortası kavramına, tarihsel gelişimine, fonksiyonlarına ve hukuki niteliğine ilişkin bkz. Küçük, Politik Risk, s. 21-39.

edilmeden de imzalanabilecektir.¹²⁰³ Bu kapsamda sigorta ettiren ihraççı olabileceği gibi borçlanma aracı sahipleri de olabilecektir.¹²⁰⁴

C. Türev Araçlar

Türev araçların risk yönetimi fonksiyonu,¹²⁰⁵ borçlanma aracı sahiplerinin borçlanma araçlarından doğan risklerden korunabilmesine hizmet edebilecek niteliktedir. Sigorta sözleşmesinde olduğu gibi türev araçların da ödememe riskine¹²⁰⁶ karşı koruyucu fonksiyonundan istifade edilebilmektedir.¹²⁰⁷ Bu kapsamda gündeme gelen türev araçlar, kredi türev araçlarıdır (*credit derivatives*). Kredi türev araçları, kredi olayı (*credit event*)¹²⁰⁸ meydana geldiğinde ödememe riskini türev araç ile üstlenmiş olan taraf ya meydana gelen zarar miktarınca ödeme yapmayı ya da borçlanma aracını nominal değeri üzerinden satın almayı taahhüt etmektedir.¹²⁰⁹ Bu hâliyle söz konusu koruma, fonksiyonel olarak borçlanma araçlarından doğan ödeme yükümlülüklerinin garanti altına alınmasına benzemektedir.¹²¹⁰ Bu kapsamda kullanılan temelde üç tür kredi türev aracı çeşidi bulunmaktadır.¹²¹¹ Bunlar, kredi temerrüt swapı (*credit default swap*),¹²¹² toplam getiri swapı (*total return swap*)¹²¹³ ve kredi marjı opsiyonu (*credit spread option*)¹²¹⁴ olarak isimlendirilmektedir.

¹²⁰³ Bu yönde bkz. Tok, s. 286.

¹²⁰⁴ Tok, s. 286.

¹²⁰⁵ Türev araçların fonksiyonlarına ilişkin bkz. §1.IV.B.2 Türev Araçların Durumu.

¹²⁰⁶ Ödememe riskine ilişkin bkz. §3.III.B.4 Ödememe Riski.

¹²⁰⁷ Bu konuda bkz. Firth, par. 16.020.

¹²⁰⁸ Kredi olayı; türev araçta tanımlanan belirli bir olay olup iflas, temerrüt, devlet müdahalesi, yeniden yapılandırma gibi belirtilmektedir. Wood, Derivatives, par. 15-007.

¹²⁰⁹ Wood, Derivatives, par. 11-028; Hudson, Derivatives, par. 5-154-5-155. Kredi türev araçlarının tamamında kredi olayının gerçekleşmesine gerek olmadığına ilişkin bkz. Firth, par. 16.001-16.002, 16.007.

¹²¹⁰ Wood, Derivatives, par. 11-028.

¹²¹¹ Firth, par. 16.004; Wood, Derivatives, par. 11-028.

¹²¹² Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 16.005-16.006; Wood, Derivatives, par. 11-029. Ayrıca bkz. Tok, s. 288-291.

¹²¹³ Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 16.007-16.008; Wood, Derivatives, par. 11-030.

¹²¹⁴ Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 16.009-16.010; Wood, Derivatives, par. 11-032-11-033.

Türev araçlar, ödememe riskinin yanı sıra borçlanma araçlarına ilişkin gündeme gelen diğer risk unsurları için de borçlanma aracı sahiplerine koruma sağlayabilecek potansiyeldedir. Örneğin, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon gibi nedenlerle borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştıkları risklerin azaltılması mümkün olmaktadır. Bu kapsamda; faiz oranı swapı (interest rate swap),¹²¹⁵ faiz oranı opsiyon sözleşmesi (interest rate option),¹²¹⁶ döviz swapı (*currency swap*),¹²¹⁷ enflasyon türev araçları (*inflation derivatives*)¹²¹⁸ gibi çeşitli türev araçlar borçlanma aracı sahiplerinin çeşitli risklerden korunması amacına hizmet edebilecektir.

¹²¹⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 14.003; Wood, Derivatives, par. 11-009-11-010; Henderson, par. 2.4.

¹²¹⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 14.005.

¹²¹⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 14.004; Wood, Derivatives, par. 14-004-14-006; Henderson, par. 2.3.

¹²¹⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Firth, par. 15.001-15.015.

SONUÇ

Mevzuat, uygulama ve öğretide terim birliği bulunmasa da bu çalışmanın çekirdeğini teşkil eden temel kavram olarak “borçlanma aracı” kavramı benimsenmiştir. Bu kavram çalışmada, yalnızca BA Tebliği’nde borçlanma aracı olduğu belirtilen menkul kıymetleri ifade edecek şekilde kullanılmıştır. Ekonomik niteliği itibariyle borçlanma araçları, ihraççı bakımından kurumsal finansmanın borçlanmak suretiyle gerçekleştirilmesinin sermaye piyasaları aracılığıyla geniş bir yatırımcı kitlesinden yapılabilmesine hizmet etmekteyken; borçlanma aracı sahipleri bakımından ise esasen bir yatırım aracı niteliğinde olup fon fazlasının kazanç amacıyla değerlendirilmesinin bir yöntemidir.

Hukuki açıdan borçlanma araçları, menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı niteliğindedir. Borçlanma araçlarının menkul kıymet vasfı, özellikle kaydi menkul kıymet olmaları ve bu alanda yaşanan güncel gelişmeler ayrıca irdelenmiştir. Menkul kıymet olmalarının doğal bir sonucu olarak borçlanma araçları, hukuken ayrıca sermaye piyasası aracı niteliğindedirler. Bu nedenle gerek menkul kıymetlere gerekse de sermaye piyasası araçlarına bağlanan hukuki sonuçların tümü borçlanma araçları açısından geçerli olacaktır. Bu noktada, diğer bir sermaye piyasası aracı türü olan türev araçlarla borçlanma araçlarının birbirinden hukuken ve ekonomik fonksiyonları itibariyle farklı olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Her ne kadar ekonomik fonksiyonu itibariyle borçlanma araçları, bir ödünç veya kredi sözleşmesine oldukça benzerlik gösterse de Türk hukuk doktrininde gündeme getirildiği üzere borçlanma araçlarını bir ödünç veya kredi sözleşmesi olarak değerlendirmek doğru değildir. Hukuki işlem teorisi kapsamında yapılacak değerlendirme, borçlanma

araçlarının temelindeki hukuki ilişkinin bir sözleşme ilişkisi değil bir soyut borç tanınması olduğunu göstermektedir.

Borçlanma araçlarının nasıl ihraç edildiğini açıklayabilmenin ön koşulu kimler tarafından ihraç edilebileceğinin belirlenmesidir. Borçlanma aracı ihraç edebilme yeterliğini ifade etmek amacıyla “borçlanma aracı ihraç ehliyeti” kavramı benimsenmiştir. Borçlanma aracı ihraç ehliyetine esasen anonim şirketler sahiptir. Borçlanma aracı ihracının ilk aşaması buna ilişkin ihraççının yetkili organının karar almasıdır. Yetkili organ, kural olarak genel kurul olmakla birlikte; yönetim kurulunun yetkili kılınması da mümkündür. İhracın bir parçası olmakla birlikte ihraç limitinin hesaplanması ve ihraç tavanı alınması da borçlanma aracını koruyucu işlemlere sahiptir. İzahname ve ihraç belgesi hazırlanması, kurul ücretinin ödenmesi, MKS’de gerekli işlemlerin tamamlanması ve satışın gerçekleştirilmesiyle borçlanma araçlarının ihraç süreci tamamlanmaktadır.

Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasının gerekliliği, ilgili koruma mekanizmalarının incelenmesine başlanmadan değerlendirilmiştir. Bu kapsamda vekâlet problemi, borçlanma araçları bağlamında gündeme gelen menfaat çatışmalarının daha sistematik anlaşılmasına hizmet etmekte olup çeşitli şekillerde ortaya çıkmaktadır. Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet edecek hukuki mekanizmaların, borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştığı vekâlet maliyetlerini azaltmaya hizmet etmesi gerekmektedir.

Borçlanma aracı sahiplerinin korunması her zaman ve her durumda ulaşılmak istenen bir hedef değildir. Risklerin düşürülmesi kadar bunun aksi de hem ihraççı hem de borçlanma aracı sahipleri tarafından tercih edilebilir. Bu nedenle,

borçlanma aracı sahiplerini korumaya elverişli mekanizmalara başvurulmak suretiyle risklerin azaltılması ya da kullanılması ihtiyari olanlara başvurulmaması suretiyle risklerin azaltılmasından kaçınılması sağlanabilecektir. Borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına şu veya bu şekilde hizmet eden hukuki kurumlar son derece çeşitlidir. Çalışma kapsamında, borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına ilişkin özellik göstermeleri nedeniyle temelde üç koruma mekanizması incelenmiştir. Bunlar; BASK, borçlanma araçlarının teminatlı ihracı ile taahhütler ve diğer sözleşmesel korumalardır.

BASK, borçlanma aracı sahiplerinin kolektif karar almasına hizmet etmektedir. BASK, Tebliğ BASK ve Genel BASK olarak iki türe ayrılmış olup bu iki tür, farklı menfaat çatışmalarına ilişkin gündeme gelmektedir. Tertip BASK, ilgili tertip borçlanma araçlarına ilişkin BASK Tebliği'nde ve izahname veya ihraç belgesinde öngörülen hâllerde karar alabilmektedir. Tertip BASK çağrısı ihraççının yönetim kurulu tarafından yapılabileceği gibi borçlanma aracı sahiplerince ve varsa BAST tarafından da yapılabilecektir. Çağrı, gündem, toplantı sekreteryası gibi hususlara ilişkin belirlemelerin izahname veya ihraç belgesinde yapılması BASK Tebliği'nde öngörülmüştür. Ancak, ne yönde belirlemeler yapılabileceği açık olmadığı gibi incelenen çeşitli izahname ve ihraç belgesi örneklerinde de tatmin edici düzenlemeler tespit edilmemiştir.

Tertip BASK toplantılarına katılma hakkı ve borçlanma aracından doğan oy hakkı, aksi taraflarca kararlaştırılmadıkça intifa hakkı sahibine aittir. Tertip BASK toplantısının idaresi toplantı başkanınca sağlanacak olup toplantının elektronik ortamda gerçekleştirilmesi veya toplantısız karar alınması da mümkündür. Tertip BASK kararları, ancak ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanırsa ve Genel

BASK kararı ile reddedilmezse yürürlüğe girebilecektir. Her ne kadar Tertip BASK kararlarına itirazın nasıl gerçekleştirileceğinin izahname veya ihraç belgesinde belirtileceği BASK Tebliği'nde düzenlenmişse de bu durumu somutlaştırmak güçtür.

Genel BASK yalnızca bir Tertip BASK kararının kendi menfaatlerini ihlal ettiği borçlanma aracı sahiplerince, söz konusu Tertip BASK kararını reddetmek üzere karar alabilmektedir. Dolayısıyla Genel BASK'ın yapısı, alınacak Tertip BASK kararına göre değişkenlik gösterecek olup başkaca bir konuda Genel BASK'ın karar alması mümkün değildir. Genel BASK, toplantının ve karar alma mekanizmasının işleyişi bakımından Tertip BASK'a birçok yönden benzerlik gösterse de BASK'a ilişkin çeşitli hususların izahname veya ihraç belgesinde kararlaştırılmasının öngörülmesi, Genel BASK bakımından çok çeşitli belirsizlikleri beraberinde getirmektedir. Her ne kadar Genel BASK, Tertip BASK'a katılan borçlanma aracı sahipleri ile diğer borçlanma aracı sahiplerinin menfaatlerinin dengelenmesine özgülünmüş olsa da Genel BASK'ın işletilebilmesi zor olduğu kadar işleminin önüne geçilmesi de çeşitli ihtimallerde söz konusu olmaktadır.

Her iki türüyle BASK kararları, bir hukuki işlem türü olan karar örnekleridir. Tertip BASK kararları açısından ihraççının yönetim kurulunun onayı ve Genel BASK kararı ile reddedilmemiş olmak tamamlayıcı unsur iken; Genel BASK açısından ihraççının yönetim kurulu tarafından onaylanmış bir Tertip BASK kararının varlığı kurucu unsurdur. BASK kararlarının hükümsüzlük hâlleri değerlendirildiğinde yokluk, kesin hükümsüzlük ve noksanlık hâllerinin BASK kararları açısından söz konusu olabileceği sonucuna varılsa da iptal edilebilirliğin gündeme gelebilmesi için bu yönde bir kanun hükmü ihdas edilmesi gerekmekte olup böylesi bir hükmün olmaması bir eksikliktir.

Borçlanma aracı sahiplerinin kolektif temsiline ilişkin SPKn m. 31/A ve BASK Tebliği'nde öngörülen mekanizma BAST olmakla birlikte buna ilişkin uygulama ile mevzuat arasında bir kavram uyumsuzluğu yaşanmaktadır. Ayrıca, BAST'a ilişkin çok çeşitli hususlara ilişkin belirlemelerin izahname veya ihraç belgesinde yapılması öngörülmekle birlikte ne yönde belirlemeler yapılabileceği net değildir. İncelenen izahname ve ihraç belgesi örneklerinde de BAST'a ilişkin detaylı düzenlemelere rastlanmamıştır.

Borçlanma araçlarının teminatlı ihraç edilebilmesi, borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına imkân sağlamaktadır. Borçlanma araçlarının teminatlı ihraç edilmesi bağlamında reel – kişisel teminat ayrımı ile asli – feri teminat ayrımı önem kazanmaktadır. Nitekim, borçlanma araçlarından doğan alacakların çok çeşitli teminatlarla güvence altına alınabilmesi mümkün olsa da bu çalışmadaki odak SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği ile borçlanma araçlarının teminatlı ihracına özgülenmiş sistem üzerindedir. Anılan sistem, reel ve asli teminat sağlanması üzerine inşa edilmiştir.

TYS ile ihraççının teminata konu malvarlığı unsurlarını teminat yöneticisine devretmesi veya bu varlıklar üzerinde teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak tesis etmesi öngörülmektedir. Temerrüt veya temerrütle aynı sonucu doğuracak durumların gerçekleşmesi durumunda, teminat yöneticisi bu varlıkları paraya çevirecek ve borçlanma aracı sahiplerine paylaştıracak; böylesi durumlar gerçekleşmezse bu unsurları teminat verene iade edecektir. SPKn m. 31/A ve TYS Tebliği ile öngörülen en önemli düzenleme, teminat yöneticisinin teminat olarak hak sahibi olduğu değerlerin teminat yöneticisinin malvarlığından ayrı olmasıdır.

SPKn m. 31/B ve TYS Tebliği kapsamında teminata konu olabilecek değerler çok çeşitlidir. Teminat yöneticisi lehine sınırlı ayni hak sağlanması suretiyle teminatın sağlanması, bu kapsamda özellik göstermekte olup; irtifak hakları, taşınmaz yükü ve rehne ilişkin yapılan analiz göstermektedir ki teminat yöneticisi lehine herhangi bir sınırlı ayni hakkın tesis edilmesi teminat fonksiyonunu yerine getiremeyebilecektir. Rehin konusunda bir tereddüt olmasa da irtifak hakları ve taşınmaz yüküne ilişkin değerlendirmeler bunların teminat olabilmesinin muhtemel olmadığını ancak belirli koşullarda mümkün olduğunu göstermektedir.

İsimli bir sözleşme olarak TYS, borçlanma aracı ihraççısı ile teminat yöneticisi arasında akdedilmektedir. Borçlanma aracı sahipleri, TYS'nin tarafı değildir. Ancak, TYS'nin tam üçüncü kişi yararına bir sözleşme niteliği dolayısıyla teminatlı ihraç edilmiş borçlanma araçlarının sahipleri, üçüncü kişi yararına sözleşme kapsamında lehtar konumunda olup teminat yöneticisine karşı alacak hakkına sahiptirler. TYS ile oluşan yapıyı bir trust olarak değerlendirmek mümkündür. Zira, trustın doğduğu hukuk düzeni olan İngiliz hukukuna göre yapılan değerlendirme göstermektedir ki TYS'nin meydana getirdiği yapı bir trust olarak değerlendirilebilecektir. Trusta ilişkin benimsenen tanıma göre değişmekle birlikte, pozitif hukuk bakımından trustın Türkiye'de mevcut olabileceği tespit edilmiştir.

Başta taahhütler olmak üzere diğer sözleşmesel koruma mekanizmaları da borçlanma aracı sahiplerinin korunmasında önemlidir. Taahhütler, ihraççının borçlanma aracından doğan ödeme yükümlülükleri dışındaki yükümlülüklerini ifade etmekte olup; kredi sözleşmelerindekine benzer şekilde ve fonksiyonlarda fakat genellikle daha dar kapsamlı kullanılmaktadır. Kullanıldıkları borçlanma aracının özelliklerine göre farklı içerik, detay ve kapsamlarda ortaya çıkabilen taahhütlere

aykırılığın yaptırımı temel olarak temerrüde eşdeğerdir. Temerrüt sonucunun oluşmasından kaçınmak suretiyle ihraççıyı borçlanma aracı sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda daha özenli davranmaya yönelten taahhütler, kurumsal yönetim bağlamında borçlanma aracı sahiplerinin ihraççı anonim şirketin yönetimine ilişkin kararlara etki edebilmesini sağlamaktadır. Borçlanma aracından doğan risklerin belirli bir prim karşılığında transferine olanak tanıyan kredi sigortası ve kredi türev araçları da borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet etmektedirler.

Sonuç itibariyle, borçlanma araçlarına ilişkin önemli noktalar netleştirilmiş ve borçlanma aracı sahiplerinin korunmasına hizmet eden çeşitli mekanizmalar detaylı bir şekilde incelenmiştir. Bu kapsamda söz konusu olan belirsizlikler giderilmeye çalışılmış ve gündeme gelen çeşitli sorulara cevaplar getirilmiştir. Bu haliyle, çalışmanın amacının gerçekleştiği söylenebilmektedir. Çalışmada mercek altına alınan BASK, BAST, borçlanma araçlarının TYS ile teminatlı olarak ihracı ve diğer sözleşmesel koruma araçları gibi mekanizmalar, borçlanma aracı sahiplerinin karşılaştığı riskleri ve vekâlet maliyetlerini azaltmak suretiyle etkin bir şekilde kullanıldığında risk getiri dengesinin ayarlanmasına olanak sağlayarak borçlanma aracı sahiplerini koruma amacına ulaşabilecek niteliktedir.

KAYNAKÇA

- Acar, S.:** *Türk Anonim Ortaklıklar Hukukunda Tahvil Sahibinin Korunması*, Yüksek Lisans Tezi Anadolu Üniversitesi 2001, <https://earsiv.anadolu.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11421/9851/155787.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Acharya, V.V.:** *Liquidity Risk: Causes, Consequences and Implications for Risk Management*, Economic and Political Weekly 41, sy 6: s. 460-463.
- Adıgüzel, B.:** Sermaye Piyasası Hukuku, 4. Baskı, Ankara 2022.
- AE Arma Elektropanç Elektromekanik Sanayi Mühendislik Taahhüt ve Ticaret A.Ş.:** *AE Arma Elektropanç Elektromekanik Sanayi Mühendislik Taahhüt ve Ticaret A.Ş. Tahvil Hükümleri*, https://www.arma-elektropanc.com/download/files/tahvil-hukumleri_2384134848.pdf.
- Akar, Ş.K.:** *Osmanlı Devleti'nde Kısa ve Uzun Vadeli İç Borçlanmanın Gelişimi*, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası 51, sy 2: s. 99-124.
- Akbulak, S., ve Akbulak, Y.:** Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.
- Akbulak, Y.:** "Çöp Tahvil" (Junk Bond) Hadisesi, Legal Blog, <https://legal.com.tr/blog/ekonomi/cop-tahvil-junk-bond-hadisesi/>.
- Akdağ Güney, N.:** Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. Baskı, İstanbul 2016, (Yönetim Kurulu).
- : *Genel Kurul Kararlarının İptali Davasında Etki Kuralı*, İçinde Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu, editör Yasin Barış Özelçi ve İbrahim Bektaş, 11-43, Ankara 2021, (Etki Kuralı).
- Akıntürk, T.:** *Şart ve Mükellefiyet Kavramları Üzerine Bir İnceleme*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 27, sy 3: s. 219-247.
- Akıntürk, T., ve Akipek, J.:** Türk Medenî Hukuku: Başlangıç Hükümleri, Kişiler Hukuku, 6. Baskı, İstanbul 2007.
- Akipek, J., Akıntürk, T., ve Ateş, D.:** Eşya Hukuku, 2. Baskı, İstanbul 2018.
- Akipek, J.G.:** Türk Eşya Hukuku (Aynî Haklar), 2. Baskı, C. 2, 2 c., Ankara 1973.
- Akipek Öcal, Ş.:** *Madde 506, İçinde Vekalet Sözleşmeleri Kısa Şerhi*, editör Hakan Tokbaş, 65-77, İstanbul 2017.
- Akkuş, B.:** Kaydî Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Edinen Aynî Teminatlar, İstanbul 2020.
- Akman, S., Burcuoğlu, H., ve Altop, A.:** Tekinay Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 7. Baskı, İstanbul 1993.
- Aksoy Dursun, S.:** Eşya Kavramı, İstanbul 2012.
- Aksoy, H.C.:** Sendikasyon Kredisi Alacaklarının Fer'i Teminatlarla Güvence Altına Alınması, 1. Baskı, İstanbul 2019, (Sendikasyon 2019).
- : Sendikasyon Kredisi Alacaklarının Fer'i Teminatlarla Güvence Altına Alınması, 2. Baskı, İstanbul 2021, (Sendikasyon 2021).
- Aksoy, M.R.:** Vekalet Sözleşmesinde Vekilin Sır Saklama Yükümlülüğü, Ankara 2022.
- Aktaş, B.:** İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, İstanbul 2019.
- Aktaş, S.:** *Hukukta Yorum Çabaları*, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi XV, sy 3-4: s. 1-33.
- Akyılmaz, B., Sezginer, M., ve Kaya, C.:** Türk İdare Hukuku, 17. Baskı, Ankara 2023, (İdare).

- : Türk İdari Yargılama Hukuku, 4. Baskı, Ankara 2020, (İdari Yargılama).
- Akyol, Ş.:** Tam Üçüncü Şahıs Yararına Sözleşme, İstanbul 2008.
- Altınok Ormancı, P.:** *Tüzel Kişilerde Fiili Organ Kavramı ve Fiili Organın Hukuka Aykırı Fiilleri İle Hukuki İşlemlerinin Doğurduğu Sonuçlar*, İstanbul Hukuk Mecmuası 79, sy 4: s. 1261-1283,
<https://doi.org/10.26650/mecmua.2021.79.4.0005>.
- Anayurt, Ö.:** Hukuka Giriş Ve Hukukun Temel Kavramları, 21. Baskı, Ankara 2021.
- Antalya, O.G.:** Hukuk Metodolojisi, C. 2, 2 c., Hukuk Bilimine Katkı, Ankara 2021, (Metodoloji).
- : Marmara Hukuk Yorumu - Borçlar Hukuku, Editör Osman Gökhan Antalya, 2. Baskı, C. V/1, 1, Ankara 2019, (Borçlar Hukuku V/1, 1).
- : Marmara Hukuk Yorumu - Borçlar Hukuku, Editör Osman Gökhan Antalya, 2. Baskı, C. V/1, 3, Ankara 2019, (Borçlar Hukuku V/1, 3).
- Antalya, O.G., ve Topuz, M.:** Marmara Hukuk Yorumu - Eşya Hukuku Cilt: IV/1, 3. Baskı, Ankara 2019, (Eşya Hukuku).
- : Marmara Hukuk Yorumu - Medeni Hukuk Cilt: I (Giriş – Temel Kavramlar – Başlangıç Hükümleri), 4. Baskı, C. 1, Marmara Hukuk Yorumu, Ankara 2021, (Medeni Hukuk).
- Arar, K.:** Kara Ticareti: Şirketler Hukuku, Ankara 1952.
- Arıcı, M.F.:** *Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi*, İçinde Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), editör Mehmet Helvacı, Necdet Uzel, Numan Sabit Sönmez, ve Ahmet Özsoy, 107-122, İstanbul 2019.
- Armour, J., Hansmann, H., ve Kraakman, R.:** *Agency Problems and Legal Strategies*, İçinde The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Analysis, kitap editörü Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, vd., 29-47, 3. Baskı, New York, NY 2017.
- Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R., ve Enriques, L.:** *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, İçinde The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Analysis, kitap editörü Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, vd., 49-77, 3. Baskı, New York, NY 2017.
- Arrow, K.J.:** *The Economics of Agency*, İçinde Principals and Agents: The Structure of Business, editör John W. Pratt ve Richard J. Zeckhauser, 37-51, Boston, Massachusetts 1985.
- Arsanlı, H.:** Anonim Şirketler, C. II-III, İstanbul 1960.
- Artzinger-Bolten, J., ve Wöckener, K.:** *§ 1 SchVG*, İçinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, editör Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023.
- Aslan, Y.C.:** Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020.
- Ata, Ö.:** Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması, İstanbul 2020.
- Atalı, M.:** *Taşınmazların Paraya Çevrilmesinde Kıymet Takdiri ile İhale Kararı Arasındaki Süre ve Bunun İhale Kararına Etkisi*, İçinde Prof. Dr. Selçuk Öztekin'e Armağan, C. I, İstanbul 2022.

- Atalı, M., Ermenek, İ., ve Erdoğan, E.:** İcra ve İflâs Hukuku, 6. Baskı, Ankara 2022.
- Atay, E.E.:** Hukuk Başlangıcı, 9. Baskı, Ankara 2021, (Başlangıç).
- : İdare Hukuku, 6. Baskı, Ankara 2019, (İdare).
- Ayan, M.:** Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 12. Baskı, Ankara 2020.
- Ayan, S.:** Kefalet Sözleşmesi, Ankara 2018.
- Ayanoğlu Morali, A.:** *Mülkiyet Hakkının Teminat Amaçlı Devrine Yönelik İnançlı İşlemler*, Doktora Tezi Galatasaray Üniversitesi 2006.
- Aybay, R., ve Hatemi, H.:** Eşya Hukuku, 4. Baskı, İstanbul 2014.
- Aydın, A.F., İzgöer, A.Z., ve Arıcan, T.:** Kağıttan Kayda Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Dijitalleşme Yolculuğu: Merkezi Kayıt Kuruluşu, Editör Ekrem Arıkan ve Abdurrahim Fahimi Aydın, İstanbul 2021, <https://www.mkk.com.tr/dijital-yolculuk>.
- Aydoğan, G.:** Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, 1. Baskı, Ankara 2021, (Sorumluluk).
- : *Anonim Şirketlerin Menkul Kıymet İhraç Kararları*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 33, sy 4: s. 231-268, (İhraç Kararları).
- : Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul 2013, (Dönüştürülebilir).
- Ayhan, R., Çağlar, H., ve Özdamar, M.:** Şirketler Hukuku: Genel Esaslar, 3. Baskı, Ankara 2021.
- Aytaç, Z.:** *Anonim Ortaklıkta Denetçilerin Sır Saklama Yükümlülüğü*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 10, sy 1: s. 177-218, (Sır Saklama).
- : Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, (Hisse Senetleri).
- : *Yatırımcının Korunmasında Neredeyiz?*, Ankara 2001, <https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/persembe-konferanslari-yayinlari/perskonfyyn41.pdf>, (Korunma).
- Bahtiyar, M.:** *Anonim Şirket Genel Kurulunda Toplantı Yetersayısının “Toplantı Süresince Korunması” Şartına İlişkin TTK. 418/1 Hükmünün Değerlendirilmesi*, İçinde Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan, editör Ercüment Erdem, Tolga Ayoğlu, Sıtkı Anlam Altay, Ali Dural, Fülurya Yusifoğlu, ve Sinan H. Yüksel, 59-102, İstanbul 2017, (Yetersayının Korunması).
- : Ortaklıklar Hukuku, 12. Baskı, İstanbul t.y., (Ortaklıklar).
- Balkan, N.:** *Borçlanma Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Sermaye Piyasası Kanunu’nun 31/B Hükmünün İncelenmesi*, REGESTA Ticaret Hukuku Dergisi 8, sy 1: s. 51-82.
- Bank for International Settlements: *Glossary: book-entry system*, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm?&selection=113&scope=CPMI&c=a&base=term>.
- Bank for International Settlements:** *Summary of debt securities outstanding*, BIS Data Portal, Erişim 06 Ağustos 2024. https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards/BIS,SEC_C1,1.0.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu:** *Operasyonel Riskin Yönetimine İlişkin Rehber*, <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/948>, (Operasyonel Risk).

- : *Piyasa Riskinin Yönetimine İlişkin Rehber*,
<https://www.bddk.org.tr/Mevzuat/DokumanGetir/956>, (Piyasa Riski).
- Banque centrale du Luxembourg:** *Definition: Liquidity and Liquidity Risk*, Banque Centrale du Luxembourg, Erişim 12 Ocak 2024.
https://www.bcl.lu/en/Financial-Stability-and-Prudential-supervision/surv_op/liquidite_risque_liquidite.html.
- Barlas, N.:** *Yeni Medenî Kanunun Aynî Teminatlara İlişkin Düzenlemeleri*, İçinde Bilgi Toplumunda Hukuk: Ünal Tekinalp’e Armağan, II:569-588, İstanbul 2003.
- Bartlett, R.P.:** *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, UCLA Law Review 54, sy 1: s. 37-115.
- Bartlitz, D.:** *eWpG § 2*, İçinde Conreder / Meier (Hrsg.), eWpG, editör Christian Conreder ve Johannes Meier, 43-90, Berliner Kommentare, 2022.
- Basel Committee on Banking Supervision:** *MAR - Calculation of RWA for market risk*, Erişim 12 Ocak 2024.
https://www.bis.org/basel_framework/standard/MAR.htm?type=all, (Market Risk).
- : *OPE Calculation of RWA for operational risk: OPE10 Definitions and application*, Erişim 10 Ocak 2024.
https://www.bis.org/basel_framework/chapter/OPE/10.htm?inforce=20230101&published=20230330, (Operational Risk).
- Bayly, S.:** *Distributed Ledger Technology in the Capital Markets*, HSBC,
<https://www.gbm.hsbc.com/insights/securities-services/distributed-ledger-technology>.
- Beale, H., Bridge, M., Gullifer, L., ve Lomnicka, E.:** *The Law of Security and Title-Based Financing, Infectious Diseases in Critical Care Medicine*, Third Edition, 3. Baskı, Oxford 2018,
<https://doi.org/10.1093/law/9780198795568.001.0001>.
- Benli, E.:** *Sermaye Piyasası Araçlarını Konu Alan Teminat Sözleşmeleri*, Doktora Tezi İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi 2017,
https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/TezGoster?key=RrI-Krk3A-RkF4YfHofukyOe91RjrTjxGSmV2OV7w6qV9kaEO7Bhw1VQnd_mjlbk.
- Berki, A.H.:** *Hukuk Mantığı ve Tefsir*, Ankara 1948.
- Berktaş Yüksel, E.:** *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler*, İstanbul 2022.
- Besen, M.:** *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar*, İstanbul 2018.
- Bilgili, F., ve Demirkapı, E.:** *Şirketler Hukuku Dersleri*, 8. Baskı, Bursa 2021.
- Birke, K.:** *§ 5 SchVG*, İçinde SchVG: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen Kommentar, editör Thorsten Reinhard ve Alexander Schall, 2020, (§ 5).
- : *§ 6 SchVG*, İçinde SchVG: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen Kommentar, editör Thorsten Reinhard ve Alexander Schall, 2020, (§ 6).
- Bliesener, D.H., ve Schneider, H.:** *SchVG - Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz)*, İçinde Bankrechts-Kommentar, editör Katja Langenbucher, Dirk H. Bliesener, ve Gerald Spindler, 3. Baskı, 1254-1482, München 2020, (SchVG).

- Board of Governors of the Federal Reserve System:** *Credit Risk Management*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Erişim 10 Ocak 2024. https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/topics/credit_risk.htm.
- Bora Çınar, S.:** *Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili İkincil Düzenlemeler Çerçevesinde - Borçlanma Aracı Sahiplerinin Korunması*, Terazı Hukuk Dergisi 18, sy 201: s. 57-73.
- Borowski, S.:** Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG), Nomos Bundesrecht Erläuterungen, 2019.
- Borsa İstanbul: *Pazarlar*, Erişim 28 Eylül 2023. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar>.
- Borsa İstanbul: *Piyasalar / Borçlanma Aracı Piyasası / Ürünler*, Erişim 28 Mart 2023. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/489/urunler>.
- Borsa İstanbul A.Ş.:** *Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yönergesi*, <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf>.
- Borsa İstanbul A.Ş. Borçlanma Araçları Piyasası Operasyon Direktörlüğü:** *Borçlanma Araçları Piyasası Prosedürü*, https://www.borsaistanbul.com/files/Borclanma_Araclari_Piyasasi_Proseduru.pdf.
- Bozer, A., ve Göle, C.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 10. Baskı, Ankara 2021.
- Bratton, W.W.:** *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, European Business Organization Law Review 7, sy 1: s. 39-87.
- Braudel, F.:** *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century, Volume II: The Wheels of Commerce*, C. 2, 3 c., Berkeley 1992.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., ve Edmans, A.:** *Principles of Corporate Finance*, Fourteenth edition, International student edition., The McGraw Hill Series in Finance, Insurance, and Real Estate, New York, NY 2022, (Corporate Finance International).
- : *Principles of Corporate Finance*, 14. Baskı, New York, NY 2023, (Corporate Finance 23).
- Brugger, W.:** *Legal Interpretation, Schools of Jurisprudence, and Anthropology: Some Remarks from a German Point of View*, The American Journal of Comparative Law 42, sy 2: s. 395-421, <https://doi.org/10.2307/840752>, (Legal Interpretation, Schools of Jurisprudence, and Anthropology).
- Brummer, C.:** *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, 2. Baskı, Cambridge, UK 2015, <https://doi.org/10.1017/CBO9781316423875>.
- Buckley, F.H.:** *The Bankruptcy Priority Puzzle*, Virginia Law Review 72, sy 8: s. 1393-1470, <https://doi.org/10.2307/1073043>.
- Budak, A.C., ve Karaaslan, V.:** *Medenî Usul Hukuku*, 6. Baskı, İstanbul 2022.
- Bundesrat (Schweiz), Bundesamt für Justiz (Schweiz), ve Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement, ed.: *Einführung des Trusts: Änderung des Obligationenrechts - Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens*, <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/81554.pdf>.
- Büyük, E.I.:** *Medeni Usul Hukukunda İnşai Dava ve İnşai Hüküm*, İstanbul 2021.

- Cambridge Dictionary: *Investment*, Erişim 22 Ocak 2023.
<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/investment>.
- Cambridge Dictionary: *Plain Vanilla Bond*,
<https://dictionary.cambridge.org/pronunciation/english/plain-vanilla-bond>.
- Campbell, M., ve Weaver, C.:** *Syndicated Lending: Practice and Documentation*, 7. Baskı, 2019.
- Caouette, J.B., Altman, E.I., Narayanan, P., ve Nimmo, R.:** *Managing Credit Risk : The Great Challenge for Global Financial Markets*, 2. Baskı, New Jersey 2008.
- Cezar, Y.:** *Osmanlı Maliyesinde Bunalım ve Değişim Dönemi (XVIII. yy dan Tanzimat’a Mali Tarih)*, Ankara 1986.
- CFA Institute:** *Measuring and Managing Market Risk*, CFA Institute, Erişim 12 Ocak 2024. <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/measuring-managing-market-risk>.
- CFI Team:** *Capital Structure*, Corporate Finance Institute,
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/capital-structure-overview/>, (Capital).
- : *Default Risk*, Corporate Finance Institute, Erişim 12 Ocak 2024.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/default-risk/>, (Default).
- : *Market Risk*, Corporate Finance Institute, Erişim 12 Ocak 2024.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/market-risk/>, (Market).
- Cheffins, B.R.:** *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford, New York 1997, (Company Law).
- : *Trajectory of (Corporate Law) Scholarship*, The Cambridge Law Journal 63, sy 2: s. 456-506, (Trajectory).
- Chen, J.:** *Investment Vehicles: Explanation and Types*, Investopedia, Erişim 20 Mayıs 2023. <https://www.investopedia.com/terms/i/investmentvehicle.asp>, (Investment Vehicles).
- Coffee, J.C.:** *A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ*, Oxford Review of Economic Policy 21, sy 2: s. 198-211, (Corporate Scandals).
- : *Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension between “Lumpers” and “Splitters”*, İçinde The Oxford Handbook of Capitalism, editör Dennis C. Mueller, 463-507, Oxford, New York 2012, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780195391176.013.0017>, (Dispersed Ownership).
- : *The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, Law Working Papers, (Activism).
- Corporate Finance Institute: *Vanilla Option*, Erişim 24 Ekim 2022.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/derivatives/vanilla-option/>.
- Cummans, J.:** *A Brief History of Bond Investing*, BondFunds.com,
<http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/bondfunds.com>.
- Çağa, T.:** *Özel Hüküm Genel Hükümü Daima Bertaraf Eder Mi?*, Türkiye Barolar Birliği Dergisi 3, sy 3: s. 366-375.

- Çatakoğlu, B.:** Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, 1. Baskı, Ankara 2016.
- Çeker, M.:** Sigorta Hukuku, 24. Baskı, Adana 2021.
- Çelen, V.:** *Borçlanma Araçlarının Değişimi*, İçinde Prof. Dr. Hüseyin Hatemi'ye 80. Yıl Armağanı, editör Yasemin Güllüoğlu Altun, 411-434, İstanbul 2018.
- Çelik, S., Demirtaş, G., ve Isaksson, M.:** *Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance*, OECD Corporate Governance Working Papers, sy 16, <https://doi.org/10.1787/5js69lj4hvnw-en>.
- Çetiner, B.:** Taşınmaz Teminatı, İstanbul 2015, (Taşınmaz).
- : *Teminat Hukukunun Temel Esasları*, İçinde Teminat Hukuku, editör Bilgehan Çetiner ve Abdullah Furkan Korkmaz, 45-105, Ankara 2023, (Temel Esaslar).
- Çetiner, B., Furrer, A., ve Müller-Chen, M.:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 2. Baskı, İstanbul 2022.
- Çevik, O.:** Anonim Şirketler, C. 3, 4 c., Ankara 1976.
- Çevik, O.N.:** Anonim Şirketler, 2. Baskı, Ankara 1979, (Anonim).
- : Uygulamada Şirketler Hukuku, 3. Baskı, Ankara 2002, (Şirketler).
- Çilenti Konuralp, A.:** Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2020.
- Çoştan, H.:** *Yönetim Kurulunun Karar Alma Usulleri, Oy Hakkı, Yetersayılar ve Toplantı Talep Hakkı*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 28, sy 3: s. 155-190.
- Daeniker, D.:** Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Zurich 1992.
- Dari-Mattiacci, G., Gelderblom, O., Jonker, J., ve Perotti, E.C.:** *The Emergence of the Corporate Form*, SSRN Electronic Journal, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2223905>.
- Davies, P.S., ve Virgo, G.:** Equity & Trusts, 3. Baskı, Oxford 2019.
- De Filippi, P., ve Wright, A.:** Blockchain and the Law, Cambridge, MA; London 2018.
- Değirmencioglu Aydın, N.:** *Anonim Şirketlerin Borçlanma Araçları İhracı Süreci*, Legal Hukuk Dergisi 20, sy 236: s. 2961-3012.
- Dematos, D.:** *Venice's Fiscal Restructurings*, The Tontine Coffee-House: A History of Finance, <https://tontinecoffeehouse.com/2020/05/04/venices-fiscal-restructurings/>.
- Demir, A.:** Hukuk Metodolojisi, Ankara 2016.
- Der Bundesrat:** *Die Einführung eines Schweizer Trusts ist derzeit nicht mehrheitsfähig*, Der Bundesrat - Das Portal der Schweizer Regierung, <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-97717.html>, (Schweizer Trusts).
- : *Vorschläge für die Einführung eines Schweizer Trusts*, Der Bundesrat - Das Portal der Schweizer Regierung, <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-86746.html>, (Vorschläge).
- Develioğlu, H.M.:** Kefalet Sözleşmesini Düzenleyen Hükümler Işığında Bağımsız Garanti Sözleşmeleri, İstanbul 2009.
- Diamond, D.W.:** *Debt Maturity Structure and Liquidity Risk*, The Quarterly Journal of Economics 106, sy 3: s. 709-737.
- Dictionary: *Investment*, Erişim 22 Ocak 2023. <https://www.dictionary.com/browse/investment>.

Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft:

Obligationenrecht Vorentwurf (Einführung des Trusts),

<https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/81555.pdf>.

Doğanay, Y.Ü.: Adî Şirket Akdi, İstanbul 1968.

Domaniç, H.: Adi, Kollektif ve Komandit Şirketler, 3. Baskı, İstanbul 1970, (Şahıs Şirketleri).

———: Anonim Şirketler, 1. Baskı, İstanbul 1978, (Anonim).

———: Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Baskı, İstanbul 1975, (Kıymetli Evrak).

———: *Tahvil Senetleri*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 7, sy 2: s. 311-356, (Tahvil).

Dowding, K.: *Collective Action Problem*, Britannica, Erişim 12 Ocak 2024.

<https://www.britannica.com/topic/collective-action-problem-1917157>.

Dönmez, R.M.: Anonim ve Limited Şirketlerde Hisse Haczi ve Paraya Çevrilmesi, 4. Baskı, İstanbul 2011.

Drehmann, M., ve Nikolaou, K.: *Funding liquidity risk: Definition and measurement*, Journal of Banking & Finance 37, sy 7: s. 2173-2182, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.002>.

Ducellier, A.: *The death throes of Byzantium: 1080-1261*, İçinde The Cambridge Illustrated History of the Middle Ages 950-1250, editör Robert Fossier, çeviren Stuart Airlie ve Robyn Marsack, 2:489-524, The Cambridge Illustrated History of the Middle Ages, Cambridge, UK 1993.

Dural, M., ve Ögüz, T.: Türk Özel Hukuku Cilt II: Kişiler Hukuku, 23. Baskı, İstanbul 2022.

Dural, M., ve Sarı, S.: Türk Özel Hukuku: Temel Kavramlar ve Medenî Kanunun Başlangıç Hükümleri, 14. Baskı, C. I, İstanbul 2019.

Eagan, M.J.: *Identifying Value in the Crossover Corporate Bonds Space*, NATIXIS, <https://www.im.natixis.com/intl/markets/value-in-crossover-corporate-bonds>.

Easterbrook, F.H., ve Fischel, D.R.: The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge, MA; London, England 1991.

Ege, Ö., ve Ege, İ.: Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması, Ankara 2017.

Eğilmez, M.: *Osmanlı Dış Borçlanmasından Menkul Kıymetleştirmeye*, Mahfi Eğilmez, <https://www.mahfiegilmez.com/2017/06/osmanl-ds-borclanmasndan-menkul.html>.

Ejder, Y.: Hukuk Sözlüğü, 10. Baskı, Ankara 2011.

Erdoğan, İ.: Hukuka Giriş, 3. Baskı, Ankara 2021.

Erem, T.S.: Ticaret Hukuku Prensipleri, 3. Baskı, C. 2, 2 c., İstanbul 1969.

Eren, F.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 20. Baskı, Ankara 2016, (Borçlar 16).

———: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 22. Baskı, Ankara 2017, (Borçlar 17).

———: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 23. Baskı, Ankara 2018, (Borçlar 18).

———: Borçlar Hukuku Özel Hükümler, 11. Baskı, Ankara 2023, (Özel Hükümler).

———: Mülkiyet Hukuku, 4. Baskı, Ankara 2016, (Mülkiyet).

Eren, F., ve Dönmez, Ü.: Eren Borçlar Hukuku Şerhi, C. I, 2022.

———: Eren Borçlar Hukuku Şerhi, C. III, Ankara 2022.

———: Eren Borçlar Hukuku Şerhi, C. V, Ankara 2023.

Ergüne, M.S.: Taşınır Mülkiyeti, İstanbul 2017.

Eriş, G.: Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 1995.

Erişgin, N.: *Toplu Saklamada Saklatanlar Arasındaki İlişkiler ve Hukuksal Sonuçları*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 22, sy 1: s. 157-181.

- Erturgut, M.:** İcra ve İflâs Hukukunda Menkullerin Paraya Çevrilmesi, Ankara 2000.
- Esener, T., ve Gündoğdu, F.:** Borçlar Hukuku I: Sözleşmelerin Kuruluşu ve Geçerliliği (TBK m. 1 - 48), İstanbul 2017.
- European Banking Authority:** *Market, counterparty and CVA risk*, European Banking Authority, Erişim 12 Ocak 2024.
<https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/market-counterparty-and-cva-risk>.
- European Commission:** *Green Paper: The EU Corporate Governance Framework*, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3eed7997-d40b-4984-8080-31d7c4e91fb2/language-en>.
- European Securities and Markets Authority:** *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*.
- Fabozzi, F.J.:** *Overview of Financial Instruments*, İçinde The Handbook of Financial Instruments, editör Frank J. Fabozzi, 1-14, Hoboken, New Jersey 2002.
- Fama, E.F., ve Jensen, M.C.:** *Agency Problems and Residual Claims*, The Journal of Law & Economics 26, sy 2: s. 327-349.
- Ferran, E., ve Ho, L.C.:** Principles of Corporate Finance Law, Principles of Corporate Finance Law, 2. Baskı, Oxford 2014,
<https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199671342.001.0001>.
- Ferran, E., Howell, E.J. (Elizabeth J., ve Steffek, F.:** Principles of Corporate Finance Law, 3. Baskı, Oxford 2023.
- Financial Conduct Authority:** *Guidance on Cryptoassets: Feedback and Final Guidance to CP 19/3*, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>.
- Financial Reporting Council:** *The UK Corporate Governance Code 2018*, https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2018.pdf, (UK CGC 18).
- : *The UK Corporate Governance Code 2024*, https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_kRCm5ss.pdf, (UK CGC 24).
- Firth, S.:** Firth on Derivatives Law and Practice, London 2023.
- Forstmoser, P., Meier-Hayoz, A., ve Nobel, P.:** Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Frank, M.Z., ve Goyal, V.K.:** *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*, İçinde Handbook of Empirical Corporate Finance, editör B. Espen Eckbo, 2:135-202, Hungary 2009, <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>.
- Fратиanni, M.U., ve Spinelli, F.:** *Did Genoa and Venice Kick a Financial Revolution in the Quattrocento?*, Oesterreichische Nationalbank Working Papers, sy 112, <https://ssrn.com/abstract=956328>, (Quattrocento).
- : *Italian city-states and financial evolution*, European Review of Economic History 10, sy 3: s. 257-278, (City-States).
- Friedberg, E.:** *Conflict of interest from the perspective of the sociology of organised action*, İçinde Conflict of Interest in Global, Public and Corporate Governance, editör Anne Peters ve Lukas Handschin, 39-53, Cambridge 2012.

- Friedl, M.J., ve Schmidtleicher, R.:** § 5 *SchVG*, İçinde Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, editör Markus J. Friedl ve Mauricio Hartwig-Jacob, Frankfurt am Main 2013.
- Frydenberg, S.:** *Theory of Capital Structure - a Review*, SSRN Scholarly Paper, Rochester, NY, <https://papers.ssrn.com/abstract=556631>.
- Fuller, G.:** *Corporate Borrowing Law and Practice*, 5. Baskı, London 2016, (Corporate Borrowing).
- : *The Law and Practice of International Capital Markets*, 3. Baskı, London 2012, (Capital Markets).
- Garton, J., Probert, R., ve Bean, G.:** *Moffat's Trusts Law*, 7. Baskı, Cambridge 2020.
- Gelderblom, O., De Jong, A., ve Jonker, J.:** *The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1623*, The Journal of Economic History 73, sy 4: s. 1050-1076.
- Gemalmaz, B.:** Mülkiyet Hakkı, Anayasa Mahkemesine Bireysel Başvuru El Kitapları Serisi 6, Ankara 2018.
- Genç Arıdemir, A.:** Kat Mülkiyeti I, İstanbul 2021.
- Genç, M.:** *Esham*, İçinde TDV İslâm Ansiklopedisi, 11:376-380, İstanbul, <https://islamansiklopedisi.org.tr/esham>.
- Gleske, C., ve Bunting, N.:** § 2 *eWpG*, İçinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, editör Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, 1231-1238, Köln 2023.
- Glister, J., ve Lee, J.:** *Hanbury and Martin: Modern Equity*, 21. Baskı, London 2018.
- Goetzmann, W.N.:** *Money Changes Everything: How Finance Made Civilization Possible*, Princeton 2017.
- Gomtsian, S.:** *Debtholder Stewardship*, The Modern Law Review 86, sy 2: s. 395-435, <https://doi.org/10.1111/1468-2230.12766>.
- Goode, R.:** *The Nature And Transfer Of Rights In Dematerialised And Immobilised Securities*, Journal of International Banking & Financial Law 11, sy 4: s. 167-176.
- Goode, R., ve Gullifer, L.:** *Goode and Gullifer on Legal Problems of Credit and Security*, 7. Baskı, London 2023.
- Goshen, Z., ve Squire, R.:** *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, Columbia Law Review 117, sy 3: s. 767-829.
- Gökdemir Tamer, T.:** Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Oy Hakkının Kapsamı ve Etkisi, İstanbul 2022.
- Göksoy, Y.C.:** Anonim Ortaklıkta Payın Rehni, Ankara 2001.
- Gözler, K.:** İdare Hukuku, 3. Baskı, C. I, Bursa 2019, (İdare).
- : *Yorum İlkeleri*, İçinde Anayasa Hukukunda Yorum ve Norm Somutlaşması, editör Ozan Ergül, 15-119, Ankara 2013, (Yorum).
- Gözübüyük, Ş., ve Tan, T.:** İdare Hukuku: İdari Yargılama Hukuku, 9. Baskı, C. II, Ankara 2017.
- Grbich, Y.:** *Baden: Awakening the Conceptually Moribund Trust*, The Modern Law Review 37, sy 6: s. 643-656.
- Green, S., ve Snagg, F.:** *Intermediated Securities and Distributed Ledger Technology*, İçinde Intermediation and Beyond, editör Louise Gullifer ve

- Jennifer Payne, Oxford 2019, <http://dx.doi.org/10.5040/9781509919925.ch-016>.
- Greenberg, Daniel, ed.: *Common Law*, İçinde Jowitt's Dictionary of English Law, 1:506-507, London.
- , ed.: *Equity*, İçinde Jowitt's Dictionary of English Law, 1:895-897, London.
- Gullifer, L., ve Payne, J.: *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, 3. Baskı, Oxford 2020.
- Güçlütürk, O.G.: *Blokzincir ve Regüle Edilebilirlik*, İçinde Gelişen Teknolojiler ve Hukuk I: Blokzincir, 23-71, İstanbul 2020.
- Gümüş, M.A.: *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, 3. Baskı, İstanbul 2018.
- Günay, E.D.: *Sermaye Piyasası Hukuku'nda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi*, İstanbul 2018.
- Günay, M.B.: *Sigorta Hukuku*, 5. Baskı, Ankara 2023.
- Gürel, M.: *Kredi Sözleşmelerinde Kredinin Geri Ödenmesini Sağlamak İçin Kullanılan Taahhütler (Covenants) ve Kredi Alacaklısının Kredi Alan Şirkete Karşı Sorumluluğu*, İstanbul 2022.
- Gürsoy, K.T., Eren, F., ve Cansel, E.: *Türk Eşya Hukuku*, 2. Baskı, Ankara 1984.
- Gürzumar, F., ve Gürzumar, T.: *Kanûnnâme-i Ticâret ve Zeyilleri*, Ankara 1962.
- Gvelesiani, I.: *The trust and the waqf (comparative analysis)*, *Trusts and Trustees* 26, sy 8-9: s. 737-745.
- Hacıömeroğlu, A.O., ve Meral, N.: *Borçlanma Aracı Sahipleri Kuruluna İlişkin Genel Bir Değerlendirme*, *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 37, sy 3: s. 95-135.
- Hague Conference on Private International Law: *Status Table*, Hague Conference on Private International Law, Erişim 04 Ekim 2023.
<https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/status-table/?cid=59>.
- Harper, D.R.: *Understanding Liquidity Risk*, Investopedia,
<https://www.investopedia.com/articles/trading/11/understanding-liquidity-risk.asp>.
- Hatemi, H.: *Medeni Hukuk'a Giriş*, 6. Baskı, İstanbul 2012.
- Hatemi, H., ve Gökyayla, K.E.: *Borçlar Hukuku Genel Bölüm*, 3. Baskı, İstanbul 2015.
- Havutçu, A.: *Şekle Aykırılık Nedeniyle Geçersiz Hukuki İşlemlerin Tahvili*, *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 3, sy 1-4: s. 640-681.
- Hayes, A.: *Market Risk Definition: How to Deal with Systematic Risk*, Investopedia,
<https://www.investopedia.com/terms/m/marketrisk.asp>, (Market Risk).
- : *The Bond Market (aka Debt Market): Everything You Need to Know*, Investopedia,
<https://www.investopedia.com/terms/b/bondmarket.asp>, (Bond Market).
- Helvacı, S., ve Erlüle, F.: *Medeni Hukuk*, 5. Baskı, İstanbul 2018, (Medeni 18).
- : *Medeni Hukuk*, 8. Baskı, İstanbul 2022, (Medeni 22).
- Henderson, S.K.: *Henderson on Derivatives*, 2. Baskı, London 2010.
- Hilton, S.: *Corporate Bonds: A History of Beneficial Investment*, AG Chemi Group Blog,
<https://blog.agchemigroup.eu/corporate-bonds-a-history-of-beneficial-investment/#:~:text=Modern%20corporate%20bonds%20began%20to,public%20for%20sale%20and%20trading>.
- Hirsch, E.E.: *Ticaret Hukuku Dersleri*, 3. Baskı, İstanbul 1948.

- Holzinger, K.:** *The problems of collective action: A new approach*, Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter, t.y., https://www.econstor.eu/bitstream/10419/85085/1/2003-02_online.pdf.
- Hopt, K.J.:** *The OECD should go further in recognizing a changed world*, <https://web-archive.oecd.org/2022-11-09/645171-Hopt-Klaus-2022-review-principles-comment.pdf>.
- Hudson, A.:** *Equity and Trusts*, 10. Baskı, London 2021, (Equity).
———: *Principles of Equity and Trusts*, 2. Baskı, London 2021, (Principles).
———: *The Law on Financial Derivatives*, 6. Baskı, London 2018, (Derivatives).
———: *Understanding Equity & Trusts*, 7. Baskı, London 2021, (Understanding).
- Hueck, A., ve Canaris, C.-W.:** *Recht der Wertpapiere*, 12. Baskı, München 1986.
- International Accounting Standards Board:** *Conceptual Framework for Financial Reporting*, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf>, (Conceptual Framework).
———: *IAS 32 Financial Instruments: Presentation*, <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-32-financial-instruments-presentation/#standard>, (IAS 32).
- ISO:** *ISO 6166:2021 - Financial services - International securities identification number (ISIN)*, <https://standards.itech.ai/catalog/standards/sist/298d36a9-9a2e-417a-a983-97c3ef478082/iso-6166-2021>.
- İmregün, O.:** *Anonim Ortaklıklar*, 4. Baskı, İstanbul 1989, (Anonim).
———: *Kara Ticareti Hukuku Dersleri*, 12. Baskı, İstanbul 2001, (Kara Ticareti).
- İnal, T.:** *Tahvil Sahipleri Genel Kurulunun Hukuki Niteliği*, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, sy 3-4-5: s. 241-254.
- İnan, A.N.:** *Borçlar Hukuku: Genel Hükümler*, Ankara 1979.
- İş Yatırım:** *Hisse Değerleri ve Oranları*, Erişim 17 Eylül 2024.
<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx#page-1>.
- Jaffey, P.:** *Explaining the Trust*, Law Quarterly Review 131, sy July: s. 377-401.
Jagranjosh.com: *What Are "Plain Vanilla Bonds"?*, <https://www.jagranjosh.com/general-knowledge/plain-vanilla-bond-explained-1605077332-1>.
- Jensen, M.C.:** *Agency Costs of Overvalued Equity*, Financial Management 34, sy 1: s. 5-19.
- Jensen, M.C., ve Meckling, W.H.:** *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3, sy 4: s. 305-360.
- Kagan, J.:** *Default Risk: Definition, Types, and Ways to Measure*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/d/defaultrisk.asp>.
- Kahraman, Z.:** *Saf Garanti Taahhütleri*, İstanbul 2017.
- Kalkan, O.:** *İhraççının Mali Durumunun Bozulması Halinde Tahvil Sahiplerinin Haklarının Korunması*, Legal Mali Hukuk Dergisi 13, sy 152: s. 1967-1984.
- Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu:** *Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve (2018 Sürümü)*, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2022/Finansal%20Raporlamaya%20%C4%B0li%C5%9Fkin%20Kavrams

- al%20%C3%87er%C3%A7eve%20(2018%20S%C3%BCr%C3%BCm%C3%BC).pdf, (Kavramsal Çerçeve).
- : *TMS 24: İlişkili Taraf Açıklamaları*,
https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2023/Kirmizi_Kitap/TMS___/TMS%2024.pdf, (TMS 24).
- : *TMS 32: Finansal Araçlar: Sunum*,
https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/TMS_2020/TMS%2032.pdf, (TMS 32).
- Kara, H.:** Sigorta Hukuku, 2. Baskı, İstanbul 2021.
- Karacan, A.İ.:** Sermaye Piyasası Hukuku - Yazılar - Cilt 1, 2017, (Yazılar).
- : *Sermaye Piyasası Hukuku'nda Şirketlerin Borçlanma Aracı İhracı: İhraç Yetkisi ve Borçlanma Aracı İhraç Sınırları*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi 5, sy 18: s. 467-586, (İhraç Yetkisi).
- : *Sermaye Piyasasında Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri, Krediler ile Teminat Sözleşmeleri*, İstanbul 2021, (Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri).
- Karacan, A.İ., ve Erişir Karacan, E.:** Sermaye Piyasası Araçları, 2021.
- Karasu, R.:** Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Güncelleştirilmiş 2. bası., Ankara 2015.
- Karayalçın, Y.:** *İngiliz Hukukunda "Trust" ve Avrupa Hukuku*, İçinde Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, editör Selçuk Veziroğlu ve Özlem Erişgin, 651-687, Ankara 1998.
- Kartal, D.B.:** Üçüncü Kişi Yararına Sözleşme, İstanbul 2021.
- Kayıhan, Ş.:** Şirketler Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2021.
- Kazgan, H.:** Galata Bankerleri, İstanbul 1991, (Galata).
- : *Osmanlıda Avrupa Finans Kapitali*, İstanbul 1995, (Finans Kapitali).
- : *Osmanlı'dan Cumhuriyet'e Türk Bankacılık Tarihi*, İstanbul 1997, (Bankacılık).
- : *Tarih Boyunca İstanbul Borsası*, İstanbul 1995, (İstanbul Borsası).
- Kender, R.:** Türkiye'de Hususi Sigorta Hukuku, 17. Baskı, İstanbul 2021.
- Kendigelen, A.:** Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 1994, (İntifa Hakkı).
- : *Anonim Şirketlere İlişkin Hükümlerde Benimsenen Bazı Ağırlandırılmış Nisaplar Bilinçli Bir Tercihin Ürünü mü?*, İçinde Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, 95-138, Ankara 2015, (Ağırlandırılmış Nisaplar).
- : *Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler*, 3. Baskı, İstanbul 2016, (İlk Tespitler).
- Kendigelen, A., ve Kırca, İ.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 5. Baskı, İstanbul 2021, (Kıymetli Evrak).
- : *Şirketler Hukuku, C. I*, İstanbul 2021, (Şirketler).
- Kenton, W.:** *Understanding Liquidity Risk in Banks and Business, With Examples*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidityrisk.asp>.
- Kesici, B.:** *Anonim Ortaklık Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*, Doktora Tezi İstanbul Üniversitesi 2023.
- Keskin Şerbetçioğlu, D.:** Yediemin Sözleşmesi Yoluyla Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Kurulması, İstanbul 2019.
- Kılıçoğlu, A.M.:** Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 26. Baskı, Ankara 2022, (Borçlar).
- : *Eşya Hukuku*, Ankara 2021, (Eşya).

- : Medeni Hukuk, Ankara 2016, (Medeni).
- Kırca, İ.:** Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 3. Baskı, İstanbul 2022, (Hükümsüzlük 22).
- : Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat: Anonim Şirketler Hukuku (Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü), 2. Baskı, C. 2, 2 c., Ankara 2017, (Hükümsüzlük 17).
- Kırca, İ., Şehirali Çelik, F.H., ve Manavgat, Ç.:** Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, 2 c., Ankara 2013.
- Knoll, M.S.:** *The Modigliani-Miller Theorem at 60: The Long-Overlooked Legal Applications of Finance's Foundational Theorem*, Yale Journal on Regulation, <https://www.yalejreg.com/bulletin/the-modigliani-miller-theorem-at-60-the-long-overlooked-legal-applications-of-finance-foundational-theorem-2/>, (The Modigliani-Miller Theorem at 60).
- Kocayusufpaşaoğlu, N.:** Borçlar Hukuku Genel Bölüm, 7. Baskı, C. 1, İstanbul 2017.
- Köprülü, B., ve Kaneti, S.:** Sınırlı Aynî Haklar, 2. Baskı, İstanbul 1982.
- Kuhn, H.:** *Art. 1158 OR*, İçinde GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere - Bucheffektengesetz Art. 772-1186 OR und BEG, editör Vito Roberto ve Hans Rudolf Trüb, 3. Baskı, 7:1068-1070, CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Zürich, Basel, Genf 2016, (1158).
- : *Art. 1167 OR*, İçinde GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere - Bucheffektengesetz Art. 772-1186 OR und BEG, editör Vito Roberto ve Hans Rudolf Trüb, 3. Baskı, 7:1084-1085, CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Zürich, Basel, Genf 2016, (1167).
- Kuntalp, E.:** Karışık Muhtevalı Akit, 2. Baskı, Ankara 2013, (Karışık Muhtevalı).
- : *Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk*, İçinde Prof. Dr. Reha Poroy'a Armağan, 263-299, İstanbul 1995, (Teminat Kavramı).
- Kurtulan Güner, G.:** Trust ve Türk Hukuku Açısından Değerlendirilmesi, 1. Baskı, İstanbul 2020.
- Kuru, B.:** İcra ve İflâs Hukuku Ders Kitabı, 2. Baskı, Ankara 2018, (Ders Kitabı).
- : İcra ve İflas Hukuku El Kitabı, 2. Baskı, Ankara 2013, (El Kitabı).
- : Medenî Usul Hukuku, 3. Baskı, Ankara 2019, (Medenî Usul).
- Kuru, B., Arslan, R., ve Yılmaz, E.:** İcra ve İflâs Hukuku, 28. Baskı, Ankara 2014.
- Küçük, D.:** *Kredi Sigortası*, Doktora Tezi Ankara Üniversitesi 2007, (Kredi).
- : Yatırımcılar İçin Hukuki Yönden Politik Risk Sigortası, Ankara 2016, (Politik Risk).
- Küçükgüngör, M.A.:** *Halka Açık Anonim Şirketlerde Borçlanma Aracı Sahipleri Kurulu ve Kolektif Temsil*, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 12, sy 1: s. 167-231.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., ve Vishny, R.W.:** *Investor protection and corporate governance*, t.y.
- Lane, F.C.:** Venice and History: The Collected Papers of Frederic C. Lane, Open access edition., Hopkins Open Publishing Encore Editions, Baltimore 2019, <https://muse.jhu.edu/book/71823/pdf>.

- Lang, C., ve Klöti, U.:** *Art. 1158 OR*, İçinde OR Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, editör Jolanta Kren Kostkiewicz, Stephan Wolf, Marc Amstutz, ve Roland Fankhauser, 4. Baskı, 3136-3137, OFK - Orell Füssli Kommentar, Zürich 2023, (1158).
- : *Art. 1167 OR*, İçinde OR Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, editör Jolanta Kren Kostkiewicz, Stephan Wolf, Marc Amstutz, ve Roland Fankhauser, 4. Baskı, 3151-3152, OFK - Orell Füssli Kommentar, Zürich 2023, (1167).
- Langbein, J.H.:** *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, Yale Law Journal 105, sy 3: s. 625-676.
- Law Commission:** *Company Security Interests*, https://cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaccede923f.s3.amazonaws.com/uploads/sites/30/2015/03/lc296_Company_Security_Interests.pdf, (Security Interests).
- : *Digital Assets: Consultation paper*, <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2022/07/Digital-Assets-Consultation-Paper-Law-Commission-1.pdf>, (Digital Assets).
- : *Intermediated securities: who owns your shares?: A Scoping Paper*, Scoping Paper, <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jsxou24uy7q/uploads/2020/11/Law-Commission-Intermediated-Securities-Scoping-Paper-1.pdf>, (Intermediated Securities).
- Lee, J.:** *Regulatory Regimes and Norms for Directors' Remuneration: EU, UK and Belgian Law Compared*, European Business Organization Law Review 13, sy 4: s. 599-637.
- Lin, T.C.W.:** *Reasonable Investor(s)*, Boston University Law Review 95, sy 2: s. 461-518.
- Liu, B.:** *The contractual nature of bond trusts and security trusts*, Journal of Business Law, sy 8: s. 680-697.
- Liu, H.:** *Digital assets: the mystery of the "link"*, Journal of International Banking and Financial Law 37, sy 3: s. 161-170.
- Maier-Reimer, G.:** *Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners*, İçinde Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, editör Theodor Baums ve Andreas Cahn, 3:129-156, Institute for Law and Finance Series, Berlin 2004.
- Maitland, F.W.:** *Equity - Also the Forms of Action at Common Law - Two Course*, Editör A. H. Chaytor ve W. J. Whittaker, 2. Baskı, London 1936, (Two Course).
- : *Equity: A Course of Lectures*, Cambridge 1936, (Lectures).
- : *Maitland: Selected Essays*, Editör H. D. Hazeltine, G. Lapsley, ve P. H. Winfield, London 1936, (Selected Essays).
- Malmendier, U.:** *Roman Shares*, İçinde The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets, editör William N. Goetzmann ve K. Geert Rouwenhorst, 31-42, Oxford ; New York 2005.
- Manavgat, Ç.:** *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*, Ankara 2016, (Halka Arz).
- : *Menkul Kıymetlerin Merkezî Saklanması Kullanılan Yöntemin Sözleşmenin Hukuki Niteliğine Etkisi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 18, sy 4: s. 129-141, (Kullanılan Yöntem).

- : *Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları*, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 50, sy 2: s. 159-191, (Kaydi Sistemin Esasları).
- : *Türk Ticaret Kanunu Hükümleri Çerçevesinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun Uygulanması*, İçinde Yeni Türk Borçlar Kanunu ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, editör Çiğdem Kırca, 309-320, İstanbul 2013, (Kanunun Uygulanması).
- : *Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Sermaye Piyasasını Etkileyen Yönleri*, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2, sy 1: s. 523-551, (Tasarı).
- Matthews, P., Mitchell, C., Harris, J., ve Agnew, S.:** Underhill and Hayton: Law of Trusts and Trustees, 20. Baskı, London 2022.
- McCormack, G.:** Secured Credit under English and American Law, Cambridge 2004.
- McDonald, J., ve Graebner, R.:** *High-yield bonds: an introduction to material covenants and terms*, Journal of International Banking and Financial Law 29, sy 4: s. 242-246.
- McGhee, J., ve Elliott, S.:** Snell's Equity, 34. Baskı, London 2020.
- Meier-Hayoz, A., ve Crone, H.C. von der:** Wertpapierrecht, 3. Baskı, Bern 2018.
- Memiş, T., ve Turan, G.:** Sermaye Piyasası Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2020.
- Meral, N.:** Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, İstanbul 2021.
- Merkezi Kayıt Kuruluşu: *Biz Kimiz*, Erişim 18 Mayıs 2023.
<https://www.mkk.com.tr/hakkimizda/biz-kimiz>.
- Merkezi Kayıt Kuruluşu: *Menkul Kıymetler Listesi*, Erişim 13 Ağustos 2024.
<https://www.mkk.com.tr/saklama-hizmetleri/bilgi-merkezi/menkul-kiymetler-listesi>.
- Merkezi Kayıt Kuruluşu:** *Merkezi Kaydi Sistem İş ve Bilişim Uygulama İlke ve Kuralları Yönergesi*, https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-02/Is_ve_Bilisim_Uygulama_Ilke_ve_Kurallari_Yonergesi_16022023.pdf.
- Michie, R.C.:** The Global Securities Market: A History, 1. Baskı, New York 2006.
- Micklethwait, J., ve Wooldridge, A.:** The Company: A Short History of a Revolutionary Idea, 2003 Modern library ed., Modern Library chronicles, New York 2003.
- Mildon, Y.:** *Genel Kurul Kararlarının İptalinde Etki Teorisi*, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, sy 1: s. 537-581.
- Modigliani, F., ve Miller, M.H.:** *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review 48, sy 3: s. 261-297.
- Moroğlu, E.:** 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu: Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, İstanbul 2016, (Değerlendirme).
- : Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 9. Baskı, İstanbul 2020, (Hükümsüzlük 20).
- : Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 4. Baskı, İstanbul 2004, (Hükümsüzlük 04).
- Mueller, R.C.:** The Venetian Money Market, Open access edition., Baltimore 2019, <https://doi.org/10.1353/book.68456>.
- Muranaga, J., ve Ohsawa, M.:** *Measurement of liquidity risk in the context of market risk calculation*, İçinde The measurement of aggregate market risk, 193-214, CGFS Papers 7, 1999, <https://www.bis.org/publ/ecsc07j.pdf>.

- Muşul, T.:** Haciz ve Hacze İştirak, Ankara 2019.
- Mülazımoğlu, M.:** Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020.
- Myers, S.C.:** *Capital Structure: Some Legal and Policy Issues*, <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857283.pdf>, (Policy Issues).
- : *The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance 39, sy 3: s. 574-592, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>, (Puzzle).
- Nasdaq: *Plain vanilla Definition* | Nasdaq, Erişim 24 Ekim 2022. <https://www.nasdaq.com/glossary/p/plain-vanilla>.
- Nikolaou, K.:** *Liquidity (Risk) Concepts: Definitions and Interactions*, Working Paper Series, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1008.pdf>.
- Nomer, H.N.:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 18. Baskı, İstanbul 2021.
- Nomer, H.N., ve Ergüne, M.S.:** Eşya Hukuku, 9. Baskı, İstanbul 2022.
- OECD:** *Contributions to the public consultation on the revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, Erişim 15 Ocak 2024. <https://www.oecd.org/corporate/contributions-public-consultation-revisions-g20-oecd-principles-corporate-governance.htm>, (Contributions).
- : *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, Paris 2023, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>, (CG Principles).
- : *Public Consultation on Draft Revisions to the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, <https://www.oecd.org/corporate/public-consultation-review-G20-OECD-principles-corporate-governance.pdf>, (Public Consultation).
- Oğuzman, M.K., ve Barlas, N.:** Medenî Hukuk, 27. Baskı, İstanbul 2021, (Medenî 21).
- : Medenî Hukuk: Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar, 28. Baskı, İstanbul 2022, (Medenî 22).
- Oğuzman, M.K., ve Öz, M.T.:** Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 13. Baskı, C. 2, İstanbul 2017, (Borçlar II).
- : Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 16. Baskı, C. 1, 2 c., İstanbul 2018, (Borçlar I 18).
- : Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 18. Baskı, C. 1, 2 c., İstanbul 2020, (Borçlar I 20).
- Oğuzman, M.K., Seliçi, Ö., ve Oktay Özdemir, S.:** Eşya Hukuku, 23. Baskı, İstanbul 2021, (Eşya).
- : Kişiler Hukuku (Gerçek ve Tüzel Kişiler), 19. Baskı, İstanbul 2020, (Kişiler).
- Oktay, S.:** *İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşluklarının Tamamlanması*, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 55, sy 1-2: s. 263-296.
- Olson, M.:** The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups, Cambridge, MA 1971.
- Omağ, M.K.:** *Senetler Hukukunda Kıymetli Evrak Kavramı*, Fasikül Hukuk Dergisi 11, sy 111: s. 603-612.
- Oral, T.:** Tüzel Kişilerin Manevi Zararının Tazmini, İstanbul 2018.
- Orçun, Ç.:** Bireysel Yatırımcı Ne İster?: Finansal Risk Algısı Üzerine Bir Araştırma, Ankara 2016.

- Ortabağ, E.:** Osmanlı İmparatorluğu'nda Bankacılığın Gelişimi ve Regülasyon, İstanbul 2018.
- Oulds, M.K.:** § 4 *SchVG*, İçinde *SchVG: Schuldverschreibungsgesetz Kommentar*, editör Peter Veranneman, 2. Baskı, München 2016.
- Oxford Reference: *Plain Vanilla*, Erişim 24 Ekim 2022.
<https://doi.org/10.1093/oi/authority.20110803100329918>.
- Öz, K.:** Tadil Sözleşmesi, İstanbul 2016.
- Öz, M.T.:** *Sözleşme (Hukuk)*, İçinde Sosyal Bilimler Ansiklopedisi, Erişim 10 Eylül 2024.
[https://ansiklopedi.tubitak.gov.tr/ansiklopedi/sozlesme_hukuk#:~:text=%C4%B0ki%20tarafa%20bor%C3%A7%20y%C3%BCkleyen%20s%C3%B6zle%C5%9Fmelerin,\(sinallagmatik\)%20s%C3%B6zle%C5%9Fmeler%E2%80%9D%20denir.,\(Sözleşme\)](https://ansiklopedi.tubitak.gov.tr/ansiklopedi/sozlesme_hukuk#:~:text=%C4%B0ki%20tarafa%20bor%C3%A7%20y%C3%BCkleyen%20s%C3%B6zle%C5%9Fmelerin,(sinallagmatik)%20s%C3%B6zle%C5%9Fmeler%E2%80%9D%20denir.,(Sözleşme)).
- Öz, T.:** *Parçalanmış Bir Mülkiyet: Trust*, İçinde Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan Cilt II, editör Baki İlkay Engin, 1425-1444, İstanbul 2010, (Trust).
- : *TBK m. 129*, İçinde İstanbul Şerhi: Türk Borçlar Kanunu, editör Turgut Öz, Faruk Acar, Emre Gökyayla, ve H. Murat Develioğlu, 3. Baskı, 2,3:1557-1582, İstanbul 2019, (129).
- Özbilen, A.B.:** Sözleşmelerin Şekli ve Şekil Yönünden Hükümsüzlüğü, İstanbul 2016.
- Özcan, A.:** *İlâne*, İçinde TDV İslâm Ansiklopedisi, 19:228-232, İstanbul.
- Özdemir, B.:** Osmanlı Devleti Dış Borçları, 2. Baskı, Ankara 2010,
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/09/Osmanli%C4%B1-Devleti-D%C4%B1%C5%9F-Bor%C3%A7lar%C4%B1.pdf>.
- Özdemir, F.:** İnanç Konusunun Üçüncü Kişilerden Elde Edildiği İnançlı İşlemler, 2019.
- Özen, B.:** Kefalet Sözleşmesi, 4. Baskı, İstanbul 2017, (Kefalet).
- : Türk Medeni Hukukunda Eşya Üzerinde İntifa Hakkı, İstanbul 2008, (İntifa Hakkı).
- Özer, Ş.:** *Hukuki Yönden Kaydi Sistem*, Yüksek Lisans Tezi Ankara Üniversitesi 2011, (Kaydi Sistem).
- : Kitle Fonlaması (Crowdfunding), Ankara 2022, (Kitle Fonlaması).
- Özkorkut, K.:** Türk Hukukunda Depo Sertifikaları, Ankara 2003.
- Özsunay, E.:** Medenî Hukuka Giriş, 5. Baskı, İstanbul 1986, (Medenî Giriş).
- : Medenî Hukukumuzda Tüzel Kişiler, 5. Baskı, İstanbul 1982, (Tüzel Kişiler).
- : Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, İstanbul 1968, (İnançlı Muameleler).
- Öztan, B.:** Medeni Hukuk Tüzel Kişilerinde Organ Kavramı ve Organın Fiillerinden Doğan Sorumluluk, Ankara 1970, (Organ Kavramı).
- : Medenî Hukukun Temel Kavramları, 42. Baskı, Ankara 2017, (Temel Kavramlar).
- : Tüzel Kişiler, 4. Baskı, Ankara 2001, (Tüzel).
- Öztan, F.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Baskı, Ankara 1997.
- Palanduz, S.:** Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma Hakkı, İstanbul 2019.
- Pamuk, Ş.:** 100 Soruda Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500-1914, 2. Baskı, İstanbul 1990, (100 Soruda).

- : A Monetary History of the Ottoman Empire, Cambridge Studies in Islamic Civilization, Cambridge 2000, (Monetary History).
- : Osmanlı Ekonomisi ve Kurumları, Çeviren Gökhan Aksay, 4. Baskı, İstanbul 2013, (Kurumlar).
- : Osmanlı-Türkiye İktisadî Tarihi 1500-1914, 4. Baskı, İstanbul 2007, (Osmanlı-Türkiye).
- Panda, B., ve Leepsa, N.M.:** *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives*, Indian Journal of Corporate Governance 10, sy 1: s. 74-95, <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>.
- Panesar, S.:** Equity and Trusts, 4. Baskı, Harlow, England; New York 2020.
- Parkinson, P.:** *Reconceptualising the Express Trust*, The Cambridge Law Journal 61, sy 3: s. 657-683, <https://doi.org/10.1017/S0008197302001769>.
- Pash, A.:** *Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*, İçinde Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), editör Mehmet Helvacı, Necdet Uzel, Numan Sabit Sönmez, ve Ahmet Özsoy, 289-300, İstanbul 2019, (Pay Alım Teklifi).
- : *Türk Hukukunda “Menkul Kıymet” Kavramı*, İçinde Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan, editör Ömer Teoman, Arslan Kaya, ve Cenker Değirmenci, II:1513-1579, İstanbul 2007, (Menkul Kıymet).
- : *Türk Ticaret Kanunundaki Sermaye Piyasası Hukukuna İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi*, İçinde Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Toplantı Serisi (Tebliğler ve Tartışmalar), editör Mehmet Helvacı, Necdet Uzel, Numan Sabit Sönmez, ve Ahmet Özsoy, 27-42, İstanbul 2019, (Hükümlerin Değerlendirilmesi).
- : *Yeni Türk Ticaret Kanunu Anonim Ortaklık Hükümlerinin Tanıtılması (II) YTK Kitap 2 - Kısım 4 - Bölüm 1 “Kuruluşa İlişkin Sisteme Yönelik Temel Değişiklikler ve Kuruluş İşlemleri”*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 28, sy 2: s. 141-199, (Temel Değişiklikler).
- Paterson, S.:** *The Rise of Covenant-Lite Lending and Implications for the UK’s Corporate Insolvency Law Toolbox*, Oxford Journal of Legal Studies 39, sy 3: s. 654-680.
- Paterson, Sarah, ve Rafal Zakrzewski, ed.: McKnight, Paterson, & Zakrzewski on the Law of International Finance, 2. Baskı, Oxford 2017.
- Pekcanıtez, H.:** *Dava Hakkında Genel Bilgiler*, İçinde Pekcanıtez Usûl Medenî Usûl Hukuku, editör Hakan Pekcanıtez, Muahmmet Özekes, Mine Akkan, ve Hülya Taş Korkmaz, 15. Baskı, II:923-1107, İstanbul 2017.
- Pekcanıtez, H., Atalay, O., ve Özekes, M.:** Medenî Usûl Hukuku Ders Kitabı, 6. Baskı, İstanbul 2018.
- Pekcanıtez, H., Atalay, O., Sungurtekin Özkan, M., ve Özekes, M.:** İcra ve İflâs Hukuku, 11. Baskı, Ankara 2013.
- Penner, J.E.:** The Law of Trusts, 11. Baskı, Oxford 2019.
- Pettit, P.H.:** Equity and the Law of Trusts, 12. Baskı, Oxford 2012.
- Pezzolo, L.:** *Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250-1650*, İçinde The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets, editör William N. Goetzmann ve K. Geert Rouwenhorst, 145-164, Oxford ; New York 2005.
- Plain Vanilla Bonds*, Erişim 24 Ekim 2022. <https://www.bourse.lu/plain-vanilla-bonds>.

- Poroy, R., ve Erem, T.S.:** *Hukukî Araştırma, İçinde Sermaye Piyasası Etüdü: Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Tedbirler*, 39-204, Ankara 1964.
- Poroy, R., ve Tekinalp, Ü.:** *Kıymetli Evrak Hukuku Esasları*, 24. Baskı, İstanbul 2021.
- Poroy, R., Tekinalp, Ü., ve Çamoğlu, E.:** *Ortaklıklar Hukuku I*, 14. Baskı, İstanbul 2019, (Ortaklıklar I).
- : *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, 11. Baskı, İstanbul 2009, (Ortaklıklar 09).
- : *Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku*, 12. Baskı, İstanbul 2010, (Ortaklıklar 10).
- Practical Law Capital Markets:** *Debt securities: fiscal agent v trustee*, Erişim 10 Ocak 2024. <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-201-8517>, (Fiscal Agent).
- : *Trusts and trustees in debt securities transactions*, Erişim 10 Ocak 2024. <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-619-5987>, (Trustees).
- Practical Law Finance:** *Security trusts in finance transactions: overview*, Erişim 10 Ocak 2024. <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-519-6017>.
- Pratt, J.W., ve Zeckhauser, R.J.:** *Principals and Agents: An Overview*, İçinde *Principals and Agents: The Structure of Business*, editör John W. Pratt ve Richard J. Zeckhauser, 1-35, Boston, Massachusetts 1985.
- Pulaşlı, H.:** *Kıymetli Evrak Hukukunun Esasları*, 8. Baskı, Ankara 2020, (Kıymetli Evrak).
- : *Şirketler Hukuku Şerhi*, 3. Baskı, C. 3, 3 c., Ankara 2018, (Şerh III 18).
- : *Şirketler Hukuku Şerhi*, 4. Baskı, C. III, Ankara 2022, (Şerh III 22).
- : *Şirketler Hukuku Şerhi*, 4. Baskı, C. II, Ankara 2022, (Şerh II 22).
- : *Şirketler Hukuku Şerhi*, 4. Baskı, C. I, Ankara 2022, (Şerh I 22).
- : *Türk, İsviçre ve Alman Hukukuna Göre “İktisadi Amaç” Kavramının Şirket ve Dernekler Bakımından Değerlendirilmesi*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 32, sy 2: s. 21-72.
- Rawlings, P.:** *The changing role of the trustee in international bond issues*, Journal of Business Law, sy January: s. 43-66.
- Reisoğlu, S.:** *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 20. Baskı, İstanbul 2008.
- Reutter, T.U., ve Steinmann, C.:** *Zweiter Abschnitt: Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen*, İçinde *Wertpapierrecht*, editör Heinrich Honsell, Nedim Peter Vogt, ve Rolf Watter, 483-554, Basler Kommentar, Basel 2012.
- Risk Management Group of the Basel Committee on Banking Supervision:** *Principles for the Management of Credit Risk*, <https://www.bis.org/publ/bcbs75.pdf>.
- Ross, S.A.:** *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem*, The American Economic Review 63, sy 2: s. 134-139.
- Röh, L.:** *SchVG § 5*, İçinde *beck-online.GROSSKOMMENTAR SchVG*, editör Johannes Köndgen, München 2023, (§ 5).
- : *SchVG § 6*, İçinde *beck-online.GROSSKOMMENTAR SchVG*, editör Johannes Köndgen, München 2023, (§ 6).
- Ruhi, A.C., ve Ruhi, C.:** *İcra ve İflâs Hukukuna Göre İhale, İhale Süreci ve İhalenin Feshi*, 6. Baskı, Ankara 2022.

- Sadıkzhada, A.:** *Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Borçlanma Araçları (Senetleri) ile Borçlanmanın Sınırı*, İçinde Anonim Ortaklıkta Mali Hükümler - Dersler'den Süzülenler, editör Mehmet Helvacı, Nurgül Yıldız, Ahmet Özsoy, ve Mahmut Arif Koçak, 1-23, İstanbul 2021.
- Salter, R.:** *Enforcing Debt Securities*, İçinde Intermediation and Beyond, editör Louise Gullifer ve Jennifer Payne, Oxford 2019.
- Savigny, F.C. von:** *System des heutigen römischen Rechts*, 1. Baskı, C. 1, Berlin 1840.
- Scalia, A., ve Garner, B.A.:** *Reading Law: The Interpretation of Legal Texts*, St. Paul, MN 2012.
- Schmidtbleicher, R.:** § 6 *SchVG*, İçinde Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, editör Markus J. Friedl ve Mauricio Hartwig-Jacob, Frankfurt am Main 2013.
- Schwartz, A.:** *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, The Journal of Legal Studies 10, sy 1: s. 1-37, (Current Theories).
———: *Taking the Analysis of Security Seriously*, Virginia Law Review 80, sy 8: s. 2073-2087, <https://doi.org/10.2307/1073552>, (Analysis of Security).
———: *The Continuing Puzzle of Secured Debt*, Vanderbilt Law Review 37, sy 5: s. 1051-1069, (Puzzle).
- Schwarz, S.:** *Intermediated Securities*, İçinde Max Planck Encyclopedia of European Private Law, editör Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt, Reinhard Zimmermann, ve Andreas Stier, Erişim 10 Mayıs 2023. https://max-eup2012.mpipriv.de/index.php/Intermediated_Securities.
- Scott, A.W.:** *The Nature of the Rights of the Cestui que Trust*, Columbia Law Review 17, sy 4: s. 269-290.
- Scott, H.S., ve Gelpert, A.:** *International Finance: Law and Regulation*, 3. Baskı, London 2012.
- Sermaye Piyasası Kurulu: *2021 yılı SPK Bültenleri*, Erişim 28 Mart 2023. <https://www.spk.gov.tr/spk-bultenleri/gecmis-yillara-ait-bultenler/2021-yili-spk-bultenleri>.
- Sermaye Piyasası Kurulu:** *Aracı Kurum Faaliyet İzinleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, Erişim 22 Temmuz 2024. <https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/araci-kurumlar>, (Aracı Kurum İzinleri).
- Sermaye Piyasası Kurulu: *Aylık İstatistik Bültenleri*, Erişim 21 Şubat 2023. <https://www.spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2022-yili-istatistik-bultenleri>.
- : *Banka Faaliyet İzinleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, Erişim 22 Temmuz 2024. <https://spk.gov.tr/faaliyet-izinleri/bankalar>, (Banka İzinleri).
- : *Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak İhraççı Bilgi Dokümanı Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz*, Erişim 04 Temmuz 2023. <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/932.doc>, (İBD Kılavuz).
- : *Borçlanma Araçlarının Halka Arzında Kullanılacak Sermaye Piyasası Aracı Notu Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz*, Erişim 04 Temmuz 2023. <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/933.doc>, (SPAN Kılavuz).
- : *Sermaye Piyasası Araçları, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları*, 2022, <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/2->

- Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Ara%C3%A7lar%C4%B1.pdf, (SPA Kitapçık).
- : *Sermaye Piyasası Araçlarının Teminatlı İhracına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ Basın Duyurusu*, <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2022/sermaye-piyasasi-araclarinin-teminatli-ihracina-iliskin-usul-ve-esaslar-hakkinda-teblig-basin-duyurusu>, (TYS Tebliği Duyurusu).
- : *Yurt İçinde Halka Arz Edilmeksizin İhraç Edilecek Borçlanma Araçlarına İlişkin İhraç Belgesi ve Eki Örneği*, t.y., <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/Ortaklik%20hakki%20vermeyen%20spa%20ihrac%20belgesi%20ve%20eki.docx>, (İhraç Belgesi Örneği).
- Serozan, R.:** Eşya Hukuku I, 3. Baskı, İstanbul 2014, (Eşya).
- : Medeni Hukuk Genel Bölüm / Kişiler Hukuku, 5. Baskı, İstanbul 2013, (Medeni 13).
- : Medeni Hukuk: Genel Bölüm / Kişiler Hukuku, 8. Baskı, İstanbul 2018, (Medeni 18).
- Shetty, S.K.:** *Liquidity Credit Puzzle, Defect of Risky of corporate Bonds in India*, International Journal of Scientific Development and Research 7, sy 9: s. 622-638.
- Siems, M.M.:** *The Foundations of Securities Law*, SSRN Electronic Journal, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1089747>.
- Silvestri, M.:** *The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A Law and Economics Perspective*, European Business Organization Law Review 6, sy 1: s. 101-147.
- Sirmen, A.L.:** Alacak Rehni, Ankara 1990, (Alacak).
- : Eşya Hukuku, 6. Baskı, Ankara 2018, (Eşya).
- : Türk Özel Hukukunda Şart, Ankara 1992, (Şart).
- Songur, D.G.:** “Sermaye Piyasası Aracı” Kavramı, İçinde Prof. Dr. Sarper Süzek’e Armağan, editör Süleyman Başterzi, III:2911-2944, İstanbul 2011.
- Soydemir, S.:** *Borç Yiğidin Kamçısı mıdır? Osmanlı Devleti’nin Borçlanması ve Borçlanma Araçları*, Ekonomi-tek 8, sy 3: s. 19-41.
- Soykan, İ.C.:** Anonim Ortaklıklarda Organ Yokluğu, İstanbul 2012.
- Sönmez, Y.Z.:** *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı-Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması Ve Buna Bağlı Sonuçlar*, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 4, sy 2: s. 263-325.
- S&P Global:** *Corporate ratings “crossover zone” swells with potential fallen angels – Moody’s*, S&P Global Market Intelligence, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/corporate-ratings-crossover-zone-swells-with-potential-fallen-angels-8211-moody-s-59687176>.
- Stone, E.C.:** Old Babylonian Contracts from Nippur I, Microfiche archives - Oriental Institute of the University of Chicago ; v. 1, Chicago 1976.
- Stone, H.F.:** *Nature of the Rights of the Cestui Que Trust*, Columbia Law Review 17, sy 6: s. 467-501.
- Şahin, M.F.:** Taşınmaz Lehine İrtifak Hakkı, Ankara 2023.
- Şen, E., ve Eryıldız, H.S.:** Hukuka Giriş, 3. Baskı, Ankara 2021.
- Şenocak, K.:** *Menkul Kıymet Lombard Kredisi (Effect Lombard Loan)*, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 1, sy 1: s. 1-13.

- Tan, T., ve Bayazıt, B.:** İdare Hukuku, 10. Baskı, Ankara 2021.
- Tandoğan, H.:** Borçlar Hukuku - Özel Borç İlişkileri, 4. Baskı, C. 2, 2 c., İstanbul 2010.
- Tanör, R.:** Türk Sermaye Piyasası, 2. Baskı, C. I, 2 c., İstanbul 1999, (Sermaye Piyasası I).
- : Türk Sermaye Piyasası, 1. Baskı, C. II, 2 c., İstanbul 2000, (Sermaye Piyasası II).
- Tanriver, S.:** Medenî Usûl Hukuku, C. I, II c., Ankara 2016.
- Taşkın, Z.D.:** Mevduat Rehni Özelinde Alacak Rehni, İstanbul 2023.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı:** *On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023) Finansal Hizmetlerin Geliştirilmesi Özel İhtisas Komisyonu Raporu*,
<https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/04/FinansalHizmetlerinGelistirilmesiOzelIhtisasKomisyonuRaporu.pdf>.
- T.C. Ticaret Bakanlığı:** *MERSİS Verileri*,
<https://ticaret.gov.tr/data/6214a18c13b876b4f0182f30/MERS%C4%B0S%20Verileri.pdf>.
- Tek, G.S.:** *İrtifak Hakkına Bağlı Taşınmaz Yükü*, İstanbul Hukuk Mecmuası 77, sy 1: s. 217-239.
- Tekinalp, Ü.:** Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, (Banka Hukuku).
- : *Evraksız Kıymetli Evraka veya Kıymet Haklarına Doğru*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 14, sy 3: s. 1-16, (Evraksız Kıymetli Evrak).
- : *Nama Yazılı Kaydî Payların Devrinde Merkezî Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Niteliği*, İçinde Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan, 537-543, İstanbul 2000, (MKK Kayıtları).
- Tekinay, S.S.:** Borçlar Hukuku, 3. Baskı, İstanbul 1974.
- Tennekon, R.C.:** The Law & Regulation of International Finance, London 1991.
- Teoman, Ö.:** “*Şirketçe Devralınan Payların Umumi Heyette Temsili Caiz Değildir*” Kuralının (TK. m. 329, f. 3, c. 2) Anlamı, İçinde Tüm Makalelerim (1971-2001), 2. Baskı, I-II:285-298, İstanbul 2012.
- Tercier, P., Pichonnaz, P., ve Develioğlu, H.M.:** Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, İstanbul 2016.
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance:** *The Financial Aspects of Corporate Governance*, London,
<https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf>, (Cadbury Report).
- The Law Dictionary: *COMMON LAW Definition & Meaning - Black's Law Dictionary*, Erişim 02 Ekim 2023. <https://thelawdictionary.org/common-law/>.
- The Law Dictionary: *Pari Passu*, Erişim 10 Aralık 2023.
<https://thelawdictionary.org/?s=pari+passu>.
- Thole, C.:** § 4 *SchVG*, İçinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, editör Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, (§ 4).
- : § 5 *SchVG*, İçinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, editör Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, (§ 5).
- : § 6 *SchVG*, İçinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, editör Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, (§ 6).
- : § 7 *SchVG*, İçinde Hopt/Seibt, Schuldverschreibungsrecht, editör Klaus J. Hopt ve Christoph H. Seibt, 2. Baskı, Köln 2023, (§ 7).

- Thomas, G., ve Hudson, A.:** The Law of Trusts, 2. Baskı, Oxford 2010.
- Thorndike, L.:** The History Of Medieval Europe, 1917,
<http://archive.org/details/historyofmedieva013995mbp>.
- Tian, Y.:** *Market Liquidity Risk and Market Risk Measurement*, Yüksek Lisans Tezi Delft University of Technology 2009,
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Secondary-markets/Bond-Market-Liquidity-Library/Tian-Y---2009---Market-Liquidity-Risk-and-Market-Risk-Measurement-290118.pdf>.
- Tok, A.:** *İhraççı Temerrüdüne Karşı Tahvil Yatırımcılarının Korunması Bağlamında Tahvil Sigortası / Garanti Fonu Uygulaması ve Konuya İlişkin Güncel Gelişmeler*, Banka ve Finans Hukuku Dergisi 11, sy 42: s. 279-310.
- Töremiş, H.E.:** Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması, Ankara 2022.
- Trukhtanov, A.:** *The Irreducible Core of Trust Obligations*, Law Quarterly Review 123, sy Jul: s. 342-347.
- Tucker, L., Le Poidevin, N., ve Brightwell, J.:** Lewin on Trusts, Editör Thomas Fletcher, 20. Baskı, C. I, II c., London 2020.
- Tunçomağ, K.:** Türk Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 6. Baskı, C. I, İstanbul 1976.
- Turanboy, A.:** 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Sermaye Piyasası Aracı ve Menkul Kıymet Kavramları, İçinde Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, editör İsmail Kırca, Başak Şit İmamoğlu, Murat Gürel, Ufuk Tekin, İbrahim Bektaş, ve Merve İrem Yener, 1. Baskı, İstanbul 2019, (SPA Kavramı).
- : Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, (Varakasız).
- Türk Hukuk Kurumu:** Türk Hukuk Lûgatı, 3. Baskı, Ankara 1991, (Lûgat 91).
- : Türk Hukuk Lûgatı, C. 1, 2 c., Ankara 2021, (Lûgat 21).
- Türker, İ.:** *Öz Kaynaklar: Kuramsal Yapı ve Türkiye Mevzuatında Uygulama Deneyimi*, Muhasebe ve Denetime Bakış 15, sy 47: s. 65-96.
- Türkiye Büyük Millet Meclisi:** *Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu (1/638)*,
<https://www5.tbmm.gov.tr/tutanaklar/TUTANAK/TBMM/d24/c035/tbmm24035033ss0337.pdf>, (SPKn Tasarısı).
- : *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324)*,
<https://www5.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem23/yil01/ss96.pdf>, (TTK Tasarısı).
- Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı:** *On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)*, https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2022/07/On_Birinci_Kalkinma_Plani-2019-2023.pdf.
- Türkyılmaz, İ.:** Sermaye Piyasasında Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015.
- Twemlow, C.:** *Why are Securities Held in Intermediated Form?*, İçinde Intermediation and Beyond, editör Louise Gullifer ve Jennifer Payne, 85-108, Oxford 2019, <https://doi.org/10.5040/9781509919925>.
- UK Department for Business, Energy & Industrial Strategy:** *Corporate Governance Reform: Green Paper*,
<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a80ae13e5274a2e87dbb360/corporate-governance-reform-green-paper.pdf>, (CG Green Paper).
- : *Restoring trust in audit and corporate governance*,
<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/60523e338fa8f55d33815605/r>

- estoring-trust-in-audit-and-corporate-governance-command-paper.pdf,
(Restoring Trust).
- Ulusoy, A.D.:** Türk İdare Hukuku, 5. Baskı, Ankara 2022.
- Ulusoy, A.E.:** Milletlerarası Özel Hukukta Kaydi Menkul Kıymet Ticaretinde Hak Sahipliği İhtilaflarına Uygulanacak Hukuk, İstanbul 2022.
- Uysal, E.:** Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul 2016.
- Üçışık, G., ve Çelik, A.:** Anonim Ortaklıklar Hukuku, Ankara 2013.
- Ülgen, H., Helvacı, M., Kaya, A., ve Nomer Ertan, N.F.:** Kıymetli Evrak Hukuku, 14. Baskı, İstanbul 2021.
- Ünal, M., ve Başpınar, V.:** Şekli Eşya Hukuku, 7. Baskı, Ankara 2015.
- Ünal, M.:** Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi, Ankara 2011.
- Ünal, O.K.:** *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunun Tahvil Çıkarma Yetkisi*, İçinde Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan, editör Selçuk Veziroğlu ve Özlem Erişgin, 71-85, Ankara 1998, (Tahvil Çıkarma Yetkisi).
- : *Katılma İntifa Senetleri (KİS)*, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 19, sy 3: s. 77-91, (KİS).
- : Menkul Kıymetler, Ankara 1988, (Menkul Kıymet).
- : *SPK. ve TK. 'nda Tahviller* 7, sy 1: s. 1-46, (Tahviller).
- Üstünkaya, H.:** *Aracıda Tutulan Menkul Kıymetlere Uygulanacak Hukuk*, Doktora Tezi Ankara Üniversitesi 2019,
<https://dspace.ankara.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/20.500.12575/69114/568840.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Veldet, H.:** Medenî Hukukun Umumî Esasları, 3. Baskı, İstanbul 1948.
- Velidedeoğlu, H.V.:** Türk Medenî Hukuku: Şahsın Hukuku, 5. Baskı, İstanbul t.y.
- Veranneman, P., ve Oulds, M.K.:** § 5 *SchVG*, İçinde *SchVG: Schuldverschreibungsgesetz Kommentar*, editör Peter Veranneman, 2. Baskı, München 2016.
- Veri Analiz Platformu: *Uyruk Bazında Yatırımcı Sayıları*, Erişim 08 Mayıs 2023.
<https://www.vap.org.tr/uyruk-bazinda-yatirimci-sayilari>.
- Veziroğlu, C.:** Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğünün Sınırları, İstanbul 2021.
- Virgo, G.:** The Principles of Equity & Trusts, 5. Baskı, Oxford 2023.
- Vogel, H.-G.:** § 5 *SchVG*, İçinde *SchVG: Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen Kommentar*, editör Thomas Preuße, Berliner Kommentare, t.y.
- Voorn, B., Genugten, M. van, ve Thiel, S. van:** *Multiple principals, multiple problems: Implications for effective governance and a research agenda for joint service delivery*, Public Administration 97, sy 3: s. 671-685,
<https://doi.org/10.1111/padm.12587>, (Multiple principals, multiple problems).
- Walker, D.:** *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations*,
https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/walker_review_261109.pdf.
- Waters, D.W.M.:** *The Nature of the Trust Beneficiary's Interest*, The Canadian Bar Review 45, sy 2: s. 219-283.
- Watt, G.:** Trusts & Equity, 10. Baskı, Oxford 2023.
- Webb, C., ve Akkouch, T.:** Trusts Law, 5. Baskı, London 2017.

- Wheatley, J.:** *Potential “fallen angels” show impact of Brazil slowdown*, Financial Times, <https://www.ft.com/content/d5af17dc-f3de-11e4-99de-00144feab7de>.
- White, J.J.:** *Efficiency Justifications for Personal Property Security*, Vanderbilt Law Review 37, sy 3: s. 473-508.
- Williams, C.:** *Expressio Unius Est Exclusio Alterius*, Marquette Law Review 15, sy 4: s. 191-196.
- Wood, P.R.:** *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, 3. Baskı, London 2019, (Security Interests).
- : *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 3. Baskı, London 2019, (International Bonds).
- : *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems*, 3. Baskı, The Law and Practice of International Finance Series 6, London 2019, (Derivatives).
- World Bank Group:** *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain*, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/177911513714062215/pdf/122140-WP-PUBLIC-Distributed-Ledger-Technology-and-Blockchain-Fintech-Notes.pdf>.
- Yalçın Sırakaya, E.:** *Sermaye Şirketlerinde İntifa Senetleri*, Doktora Tezi Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi 2024.
- Yale University Library:** *Bond issued by the Dutch East India Company, printed form, completed in ms*, Erişim 23 Kasım 2022.
<https://collections.library.yale.edu/catalog/2005119>.
- Yavuz, C.:** *Türk Borçlar Hukuku: Özel Hükümler*, 12. Baskı, C. 2, 2 c., İstanbul 2022.
- Yazıcıoğlu, E., ve Şeker Öğüz, Z.:** *Sigorta Hukuku*, 4. Baskı, İstanbul 2021.
- Yetiş Doğan, E.G.:** *Osmanlı İç Borçlanma Sisteminde Modernleşme (1839-1881)*, Doktora Tezi İstanbul Üniversitesi 2021,
<http://nek.istanbul.edu.tr:4444/ekos/TEZ/ET002741.pdf>.
- Yıldırım, E.C.:** *Adi Ortaklık Sözleşmesinin Sona Erme Sebepleri*, Doktora Tezi İstanbul Üniversitesi 2022.
- Yıldız Destanoğlu, B.:** *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*, Ankara 2004.
- Yıldız, Ş.:** *Tahvil Sahipleri Genel Kurulu*, Yargıtay Dergisi 16, sy 4: s. 543-559, (Tahvil Sahipleri 90).
- : *Tahvil Sahipleri Genel Kurulu*, İçinde Makalelerim 1988-2007, 25-39, Ankara 2008, (Tahvil Sahipleri 08).
- Yılmaz, E.:** *Hukuk Sözlüğü*, 6. Baskı, Ankara 2016.
- Yılmaz, S., ve Yıldırım, A.:** *Medeni Hukuk – I*, 2. Baskı, 2021.
- Yurtbaşı, F.:** *Anonim Ortaklıklarda Özel Denetim*, İstanbul 2019.
- Yüce, A.A.:** *Anonim Şirketlerde Sermaye Borcunun Takas Yoluyla Ödenmesi*, İstanbul 2021.
- Zakrzewski, R., ve Fuller, G.:** *McKnight and Zakrzewski on The Law of Loan Agreements and Syndicated Lending*, Oxford 2019.
- Zengin, İ.Ç.:** *Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Yeter Sayılar*, İstanbul 2020.
- Zevkliler, A., Acabey, M.B., ve Gökyayla, K.E.:** *Zevkliler Medeni Hukuk*, 6. Baskı, Ankara 1999.
- Zevkliler, A., ve Gökyayla, K.E.:** *Borçlar Hukuku: Özel Borç İlişkileri*, 20. Baskı, İstanbul 2020.
- Zeytin, Z., ve Ergün, Ö.:** *Türk Medeni Hukuku*, 5. Baskı, Ankara 2020.



EKLER

I. EK-A: BORÇLANMA ARAÇLARINDAN DOĞAN RİSKLERE İLİŞKİN İNCELENEN İZAHNAMELER LİSTESİ

Kısaltma	İhraççı	KAP Bildirim Tarihi	KAP Linki
Akfen İBD	Akfen Holding A.Ş.	19.03.2014	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/346739
Akfen SPAN	Akfen Holding A.Ş.	19.03.2014	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/346739
Aktifbank İBD 21-1	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.03.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/915410
Aktifbank İBD 21-2	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	04.06.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/940260
Aktifbank İBD 21-3	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	24.08.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/960289
Aktifbank İBD 21-4	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	02.12.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/980651
Aktifbank İBD 22-1	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	04.02.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/999539
Aktifbank İBD 22-2	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	11.04.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1019177
Aktifbank İBD 22-3	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.08.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1052338
Aktifbank İBD 22-4	Aktif Yatırım	10.10.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1070208

	Bankası A.Ş.		
Aktifbank İBD 23-1	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.04.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1132034
Aktifbank İBD 23-2	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	22.08.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1188321
Aktifbank İBD 23-3	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	07.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1223806
Aktifbank İBD 24	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	03.05.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1281170
Aktifbank SPAN 21-1	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.04.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/923435
Aktifbank SPAN 21-2	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	04.06.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/940263
Aktifbank SPAN 21-3	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	24.08.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/960283
Aktifbank SPAN 21-4	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	08.12.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/981995
Aktifbank SPAN 22-1	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	04.02.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/999541
Aktifbank SPAN 22-2	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	11.04.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1019180
Aktifbank SPAN 22-3	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.08.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1052339
Aktifbank SPAN 22-4	Aktif Yatırım	10.10.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1070209

	Bankası A.Ş.		
Aktifbank SPAN 23-1	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.04.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1132038
Aktifbank SPAN 23-2	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	22.08.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1188323
Aktifbank SPAN 23-3	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	07.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1223807
Aktifbank SPAN 24	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	03.05.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1281173
Bossa İBD	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.	20.05.2014	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/362016
Bossa SPAN	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.	20.05.2014	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/362017
BOYP İBD	Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	09.12.2015	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/487877
BOYP SPAN	Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	09.12.2015	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/487878
DNZ İBD 21	Denizbank A.Ş.	03.09.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/961824
DNZ İBD 22	Denizbank A.Ş.	16.09.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1063688
DNZ İBD 23	Denizbank A.Ş.	23.10.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1208439
DNZ SPAN 21	Denizbank A.Ş.	03.09.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/961822
DNZ SPAN 22	Denizbank A.Ş.	16.09.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1063691

DNZ SPAN 23	Denizbank A.Ş.	23.10.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1208448
GYM İBD	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	01.10.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/966201
GYM SPAN	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	01.10.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/966200
HB İBD 21	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	09.08.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/956349
HB İBD 22	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	08.08.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1053035
HB İBD 23	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	08.05.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1148201
HB İBD 24	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	12.06.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298504
HB SPAN 21	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	09.08.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/956349
HB SPAN 22	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	08.08.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1053035
HB SPAN 23	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	08.05.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1148201
HB SPAN 24	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	12.06.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298504
ISB İBD 21	Türkiye İş Bankası A.Ş.	14.12.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/983122

ISB İBD 22	Türkiye İş Bankası A.Ş.	25.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1082390
ISB İBD 23	Türkiye İş Bankası A.Ş.	25.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1228993
ISB İBD 24	Türkiye İş Bankası A.Ş.	22.03.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1261571
ISB SPAN 21	Türkiye İş Bankası A.Ş.	14.12.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/983123
ISB SPAN 22	Türkiye İş Bankası A.Ş.	25.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1082391
ISB SPAN 23	Türkiye İş Bankası A.Ş.	25.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1228995
ISB SPAN 24	Türkiye İş Bankası A.Ş.	22.03.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1261572
QNB İBD 21	QNB Finansbank A.Ş.	16.08.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/958216
QNB İBD 22	QNB Finansbank A.Ş.	05.08.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1052536
QNB İBD 23	QNB Finansbank A.Ş.	07.08.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1181322
QNB SPAN 21	QNB Finansbank A.Ş.	16.08.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/958218
QNB SPAN 22	QNB Finansbank A.Ş.	05.08.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1052533
QNB SPAN 23	QNB Finansbank A.Ş.	07.08.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1181321
ŞFK İBD 21-1	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	22.01.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/903949
ŞFK İBD 21-2	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	30.04.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/933668

ŞFK SPAN 21-1	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	22.01.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/903952
ŞFK SPAN 21-2	Şeker Finansal Kiralama A.Ş.	30.04.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/933669
TEB İBD	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	03.05.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/934061
TEB SPAN	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	03.05.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/934062
TGB İBD	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	17.01.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/994727
TGB İBD 23	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	18.09.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1195986
TGB SPAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	17.01.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/994728
TGB SPAN 23	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	18.09.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1195985
TVB İBD 21	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	09.07.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/950047
TVB İBD 22	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	24.06.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1039141
TVB İBD 23	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	23.06.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1161684
TVB İBD 24	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	01.07.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1304068

TVB SPAN 21	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	09.07.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/950048
TVB SPAN 22	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	24.06.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1039142
TVB SPAN 23	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	23.06.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1161685
TVB SPAN 24	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	01.07.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1304069
YKB İBD 21	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.11.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/979390
YKB İBD 22	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1081953
YKB İBD 23	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	18.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1226390
YKB SPAN 21	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.11.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/979391
YKB SPAN 22	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1081954
YKB SPAN 23	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	18.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1226391

**II. EK-B: BASK'A İLİŞKİN İNCELENEN İZAHNAMELER VE İHRAÇ
BELGELERİ LİSTESİ**

Kısaltma	İhraççı	KAP Bildirim Tarihi	KAP Linki
Aktifbank BASK İBD	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.04.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1132034
Aktifbank BASK SPAN	Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	05.04.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1132038
Garanti BASK İBD	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	17.01.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/994727
Garanti BASK SPAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	17.01.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/994728
Gedik BASK İBD	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	01.10.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/966201
Gedik BASK SPAN	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	01.10.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/966200
Hektaş BASK	Hektaş Ticaret T.A.Ş.	22.06.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1161431
İSBNK BASK İBD	Türkiye İş Bankası A.Ş.	25.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1082390
İSBNK BASK SPAN	Türkiye İş Bankası A.Ş.	25.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1082391
İnfo BASK	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	06.07.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1166539
İYMD BASK	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	20.01.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1103482
İYMD YBA BASK	İş Yatırım Menkul	15.03.2021	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/918293

	Değerler A.Ş.		
MBKF BASK	Mercedes Benz Kamyon Finansman A.Ş.	24.03.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1127610
TAC BASK	Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	09.05.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1148499
Turkcell BASK	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	28.04.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1143629
YKB BASK İBD	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1081953
YKB BASK SPAN	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.11.2022	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1081954
YKB OZK BASK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	24.01.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1104268