



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**“HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER,  
TÜRK SERMAYE PİYASASINDA UYGULANABİLİRLİĞİ,  
ÖNERİLER”**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Özlem ÖZDEMİR  
Uzman Yardımcısı**

**ANKARA, 1999**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Hisse senedi ile değıştırilebilir tahviller tasarruf sahiplerine, belirli koşullar altında, tahvili hisse senedi ile değistirme hakkı sağlayan ve bu çerçevede kısmen sabit getirili menkul kıymet ve kısmen hisse senedi niteliği taşıması nedeniyle finans literatüründe “hibrit” menkul kıymetler grubuna dahil edilen sermaye piyasası araçlarıdır.

Hisse senedi ile değıştırilebilir tahviller, yatırımcılara sabit getirili menkul kıymetlerin içerdii gelir güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancını bir arada sunabilmektedir. HDT ihracının ihraççı kuruluşlara getirdiği avantajları ise, hisse senetlerini, değistirme opsiyonunun da değerlenmesi ile birlikte yüksek primli fiyattan satmak ve değistirme işlemi öncesinde düşük maliyetle fon temin etmek şeklinde, ana başlıklar altında toplamak mümkündür.

Çalışmada hisse senedi ile değıştırilebilir tahvil ihraç sürecinin geliştirilmesine yönelik öneriler, yatırımcılar ve ihraççı şirketler açısından ayrı ayrı ele alınmıştır. Bu çerçevede, hisse senedi ile değıştırilebilir tahvil ihracına ilişkin esasları düzenleyen Seri:II, No:15 “Hisse Senedi ile Değistirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği” ve SPK’nın ilgili hükümleri diğer ülke düzenlemeleri ile kıyaslı olarak değerlendirilerek aşığıdaki sonuçlara ulaşılmıştır;

◆ HDT’nin tahvilden farklı olarak hisse senedi ile doğrudan ilgili bir araç olduğu dikkate alındığında, mevcut düzenlemede en az 2 yıl ve en fazla 7 yıl olarak belirlenen vade en az 1 yıl olacak şekilde belirlenmelidir.

◆ Mevcut düzenlemede yılda bir kez kuponlara bağlı olarak faiz ödemesi yapılabilmektedir. Seri:II, No:13 “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” hükümleri ile benzer şekilde, değistirilebilir tahvillere ödenecek faiz ve bununla ilgili esaslar, tahvil metni, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılarca belirlenmeli, faiz ödemeleri 3 ayda bir, 6 ayda bir veya yılda bir defa kuponlara bağlı olarak yapılabilmeli ve değişken faiz uygulanabilmelidir.

◆ Hisse senedinin piyasa değerinin altında gerçekleştirilen tüm hisse senedi ve hisse senedine bağlı menkul kıymet ihraçları (HDT vb.) ve diğer finansal işlemler çerçevesinde, değistirme fiyatının ayarlanması uygun olacaktır. Söz konusu işlemlerin HDT sahiplerinin onayına sunulması ve kendilerine söz konusu menkul kıymet ihraçlarına katılım hakkı tanınması öngörülebilir. Ayrıca, değistirme fiyatının, izahnamede belirtilen tarihlerde revize edilmesi, bu revizyonun yalnızca fiyatı bir önceki değistirme fiyatının altında bir fiyata düşürmek amacıyla yapılabileceğinin öngörülmesi ve bu ayarlanmanın bir önceki değistirme fiyatının belli bir oranı ile sınırlandırılması, tahvil sahiplerinin hisse senedi piyasalarında, yeni ihraçlar dışındaki nedenlerle yaşanan düşüşlerden olumsuz etkilenmelerini önleyecektir.

◆ HDT sahiplerine 3 ayda bir değistirme hakkı tanınması ve bu hakkın tüm değistirilebilir tahvilleri kapsamaması, dinamik bir piyasanın oluşumuna katkıda bulunacaktır.

◆ İhraççı şirketin alım opsiyonunun kesin kısıtlama süresinin 1 yıl olarak belirlenmesi, sonrasında ise, hisse senedinin piyasa fiyatının son 20 iş günü süresince değiştirme fiyatının %20 üzerinde gerçekleşmesi şartına bağlanması uygun olacaktır.

◆ Mevcut hissedarlara HDT ihracında öncelikli alım hakkı tanınmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, öncelikli alım hakkının sınırlanmasına ilişkin şartlar Tebliğ hükümleri ile belirlenmelidir.

◆ Diğer bir şirketin hisse senetleri ile değiştirilmek üzere HDT ihracı mümkün kılınmalıdır.

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraçlarının, KSS'ndeki şirketler için uygulama şansı yüksektir. Bu nedenle değerlendirmenin kapsamı kayıtlı sermaye sistemindeki şirketler ile sınırlandırılmıştır.

◆ Değiştirme işlemi neticesinde teslim edilecek hisse senetlerinin ihracı, şirket yönetim kurulunca, amacı ve şartları açıkça belirtilmek suretiyle karara bağlanmalıdır.

◆ Değiştirilebilir tahvillerin yatırımcılar tarafından hisse senedine dönüştürülmesi talebi üzerine ihraç edilecek hisse senetleri, belirli bir yatırımcı kitlesi ile sınırlandırılacağından ve hissedarların yeni pay alma hakları kısıtlanacağından, sözkonusu ihraç halka arz değil, Seri:I, No:26 Tebliği kapsamında tahsisli satış kapsamında değerlendirilmelidir. Tahvillerin teslimi karşılığında elde edilecek hisse senetlerinin ihraç tarihi HDT ihraç tarihinde şirket tarafından kesin olarak belirlenemediğinden, Kurul kayıt tarihinden itibaren 15 günlük süre içinde satışa başlanmasına ilişkin süre kısıtının kaldırılması ve ilk aşamada 1 yıllık bir süre ile sınırlandırılması uygun olacaktır. Ayrıca satışın yapılacağı kişilerin listesinin başvuru aşamasında Kurul'a sunulacağı yönündeki hükmün, değiştirme tarihi öncesinde Kurul'a sunulması şeklinde değiştirilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, işlem kolaylığı sağlanmasını teminen, satışın Borsa'da gerçekleşmesi şartına da istisna getirilmelidir.

◆ Kanun'un kayıtlı sermayeye ilişkin 12'nci maddesinde, çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senetleri çıkarılmayacağı belirtilmektedir; Şirket'in, değiştirme süresi içerisinde yeni bir sermaye artırımını yapmak istemesi durumunda, sözkonusu hüküm sorun teşkil edecektir. Henüz değiştirme talebi gelmediği için ortaklık tarafından muhafaza edilen hisse senetlerinin, amacı dışında hiçbir işlemde kullanılmaması koşuluyla, anılan hükme HDT ihracı için istisna getirilmelidir.

◆ Şirketlerin 3 ayda bir değişimi gerçekleştirilen hisse senedi tutarına ilişkin olarak tescile mesnet belge almak üzere Kurul'a başvurmaları ve sözkonusu belgenin tescil işlemini gerçekleştirmeleri uygun olacaktır.

◆ Şirketin kendi hisse senetlerini iktisap etmesinin HDT ihracı ile bağlantılı olarak mümkün kılınması ve rakamsal sınırlamaların Kurul tebliği ile belirlenmesi uygun olacaktır.

<b>HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER, TÜRK SERMAYE PİYASASINDA UYGULANABİLİRLİĞİ VE ÖNERİLER</b>	
<b>YÖNETİCİ ÖZETİ.....</b>	<b><i>i</i></b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b><i>1</i></b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM :BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER .....</b>	<b><i>3</i></b>
<b>1.1. HDT KAVRAMI .....</b>	<b><i>3</i></b>
<b>1.2. HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLERE İLİŞKİN ÖNEMLİ TERİMLER .....</b>	<b><i>3</i></b>
<b>1.3. HDT'NİN PİYASA DEĞERİNE İLİŞKİN TEORİK YAKLAŞIM.....</b>	<b><i>5</i></b>
<b>1.3.1. HDT'nin Hisse Senedine Bağlı Değeri.....</b>	<b><i>5</i></b>
<b>1.3.2. HDT'nin Tahvil Değeri .....</b>	<b><i>6</i></b>
<b>1.3.3. HDT'nin Hibrit Menkul Kıymet Olarak Değeri ve HDT Eğrisi.....</b>	<b><i>7</i></b>
<b>1.4. HDT'NİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI .....</b>	<b><i>11</i></b>
<b>1.4.1. İhraççular Açısından Avantaj ve Dezavantajlar.....</b>	<b><i>11</i></b>
1.4.1.1. Avantajlar .....	<i>11</i>
1.4.1.2. Dezavantajlar .....	<i>12</i>
<b>1.4.2. Yatırımcılar Açısından Avantaj ve Dezavantajlar.....</b>	<b><i>12</i></b>
1.4.2.1. Avantajlar .....	<i>12</i>
1.4.2.2. Dezavantajlar .....	<i>13</i>
<b>İKİNCİ BÖLÜM..... :SERMAYE PİYASASI MEVZUATININ HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLERE İLİŞKİN HÜKÜMLERİ.....</b>	<b><i>13</i></b>
<b>2.1. HDT TALEBİNİN ARTIRILMASINA YÖNELİK ÖNERİLER .....</b>	<b><i>14</i></b>
<b>2.1.1. Vade ve Faiz Ödeme Dönemleri.....</b>	<b><i>15</i></b>
<b>2.1.2. Değişirme Haklarının Konunması.....</b>	<b><i>16</i></b>
<b>2.1.3. İtfâ Planına Bağlı Değişirme.....</b>	<b><i>17</i></b>
<b>2.1.4. Ortaklığın Talebine Bağlı Değişirme.....</b>	<b><i>18</i></b>
<b>2.1.5. Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Değişirme .....</b>	<b><i>19</i></b>
<b>2.2. İHRAÇ SÜRECİNİN GELİŞTİRİLMESİ VE MEVCUT HİSSEDARLARIN HAKLARININ KORUNMASINA YÖNELİK ÖNERİLER .....</b>	<b><i>19</i></b>
<b>2.2.1. Değişirme Sonrasında Artan Hisse Senetlerinin Halka Arzı.....</b>	<b><i>19</i></b>
<b>2.2.2. Hissedarların Öncelikli Alım Hakları.....</b>	<b><i>20</i></b>

2.2.3. Hibrit HDT İhracı.....	20
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....:DEĞİŞİM ESNASINDA YATIRIMCILARA VERİLECEK HİSSE SENETLERİNİN TEMİNİ SORUNU VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ .....</b>	<b>21</b>
<b>3.1. DEĞİŞTİRİLECEK HİSSE SENETLERİNİN TEMİNİNDE ALTERNATİF YÖNTEMLER .....</b>	<b>21</b>
3.1.1. Mevcut Sermaye Artırımı Prosedürü.....	22
3.1.2. Sermaye Artırımında Alternatif Yöntemler; Şarh Sermaye Sistemi, Raf Kayıt Yöntemi ve “Treasury Stock” Kavramı.....	24
3.1.2.1. Şartlı Sermaye Sistemi.....	24
3.1.2.2. Raf Kayıt Yöntemi .....	26
3.1.2.3. “Treasury Stock” Kavramı;.....	26
3.1.2.4. Sermaye Artırımında Alternatif Yöntemler Karşısında SPK Mevzuatı.....	27
3.1.3. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini İktisabı.....	29
3.1.4. Hibrit HDT İhraç Suretiyle Değiştirme İşleminin Gerçekleştirilmesi.....	30
<b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ .....</b>	<b>31</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>41</b>
<b>EK DİZİNİ.....</b>	<b>44</b>

## **KISALTMALAR CETVELİ:**

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>ESS</b>	: Esas Sermaye Sistemi
<b>HDT</b>	: Hisse Senedi ile Değişirilebilir Tahvil
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KSS</b>	: Kayıtlı Sermaye Sistemi
<b>SEC</b>	: Securities Exchange Commission
<b>SPKn</b>	: Sermaye Piyasası Kanunu
<b>SPKr</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu

## **TABLO VE GRAFİK LİSTESİ**

GRAFİK 1: HDT Fiyat Eğrisi .....	7
TABLO 1: Hisse Senedi Fiyat Beklentileri Doğultusunda Beklenen HDT Fiyatları ....	10
TABLO 2: Hisse Senedi Açığa Satış İşlemi Yoluyla HDT Arbitraj İşlemi .....	10

# HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER, TÜRK SERMAYE PİYASASINDA UYGULANABİLİRLİĞİ VE ÖNERİLER

## GİRİŞ

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller (Değiştirilebilir tahvil, HDT), tahvili ihraç eden şirket veya diğer bir şirketin belirli sayıdaki hisse senedi ile değiştirme hakkı veren sabit getirili menkul kıymetlerdir. HDT ihracı özellikle, hisse senedi piyasasının sunduğu yüksek getiri potansiyelinden yararlanmayı amaçlayan, bununla birlikte hisse senedi fiyatlarındaki değişkenliğin getirdiği riski üstlenmek istemeyen yatırımcılara hitap etmektedir. HDT'nin en temel özelliği tahvillerin içerdiği anapara güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancı bir arada sunmasıdır. HDT ihracı gerçekleştiren şirketler, sabit getiri ile birlikte değiştirme hakkının da tasarruf sahiplerine tanınmasının etkisi ile, fiyatlamada esneklik kazanmakta ve düşük maliyetle fon temin edebilmektedirler.

Ülkemizde, yatırımcılar ve ihraççılara yönelik çeşitli avantajlar getiren hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller için herhangi bir piyasa oluşumu henüz mevcut değildir. Bu durumun öncelikli nedeni, özel sektör borçlanma senetleri piyasası için geçerli olan talep yetersizliğinin, HDT piyasasına yansımalarıdır. Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranlarının yatırımcıları tatmin eder ölçüde yüksek olması, minimum risk içermesi, şirketlerin mali yükümlülüklerini karşılama gücünün yatırımcılarca sağlıklı olarak ölçülememesi ve benzeri nedenlerle, tasarruf sahipleri yatırımlarını, yüksek getirili ve gelir güvencesi sunan devlet iç borçlanma senetlerine yönlendirmektedirler. Hisse senedi piyasası da, risk üstlenebilen ve sabit bir getiri yerine yüksek sermaye kazancı beklentisi içerisinde olan tasarruf sahiplerinin tercih ettiği yatırım aracı niteliği ile devlet iç borçlanma senetleri piyasasını izlemektedir.<sup>1</sup> Bununla birlikte, sabit getirili menkul kıymetlere kıyasla daha yüksek kazanç beklentisine konu olan hisse senedi fiyatları, özellikle makro politikalardaki değişim ve piyasanın yeterli derinliğe sahip olmaması nedeniyle sık dalgalanma gösterdiğinden, sağlıklı bir HDT piyasasının oluşumu ülkemiz için bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünde, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil kavramı, HDT'ye özgü terminoloji, fiyatlamada esas alınan kriterler, HDT değerlendirilmesinde tahvil

---

<sup>1</sup> SPK'nun 1999 yılı Temmuz ayına ilişkin aylık bülteninde yer alan verilere göre, 1986-1999/7 döneminde ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin toplam tutarı 21.530.402.900 milyon TL, Kurul kaydına alınan hisse senetlerinin nominal değerleri toplamı 1.233.227.498 milyon TL ve Kurul kaydına alınan özel sektör borçlanma senetleri toplam tutarı 342.020.148 milyon TL'dir.



ve hisse senedi boyutu ile bir hibrit menkul kıymet olarak nihai fiyat oluşumu incelenmiştir. Bu bölümde ayrıca, HDT'nin yatırımcı ve ihraççılara sunduğu avantaj ve dezavantajlara değinilmiştir.

İkinci bölümde, SPKn (Kanun) ve SPKı (Kurul)'nun Seri:II, No:15 sayılı "Hisse Senedi ile Değıştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliğı"nin ilgili hükümleri ile hisse senedi ile değıştirilebilir tahvil ihraç sürecinin geliştirilmesine yönelik öneriler, yatırımcılar ve ihraççı şirketler açısından ayrı ayrı ele alınmıştır. Bu çerçevede, yatırımcılar için, değıştirme opsiyonu bedeli olarak, diğeri sabit getirili menkul kıymetlere kıyasla daha düşük getiriye katlanmak durumunda kalan yatırımcıların, senedin avantajlarından faydalanmalarına engel teşkil edebilecek ihraç hükümlerinin önlenmesi gereğı gözönünde bulundurulmuş, ihraççı şirketler açısından konunun incelenmesi aşamasında ise, ihraç sürecini zorlaştıran ve mevcut hissedarların kazanılmış haklarına hanel getirecek düzenlemeler ve eksiklikler değeriendirilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise, ihraççı şirketlerin HDT'ye eğiliminin son derece yetersiz olmasının en önemli nedenlerinden bir tanesinin, değışim sırasında yatırımcılara verilecek hisse senetlerinin temini sorunu olduğu ve mevcut sermaye artırım prosedürünün hisse senetlerinin gerektiğı zaman ve yeterince hızlı temini amacına hizmet etmediğı gerçeğinden hareketle, anılan hususun çözümüne yönelik öneriler geliştirilmesine çalışılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### BİR SERMAYE PİYASASI ARACI OLARAK HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER

#### 1.1. HDT KAVRAMI

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller sahibine, belirli koşullar altında, tahvili hisse senedi ile değiştirme hakkı sağlayan ve bu çerçevede kısmen sabit getirili menkul kıymet ve kısmen hisse senedi niteliği taşıması nedeniyle finans literatüründe “hibrit” menkul kıymetler grubuna dahil edilen sermaye piyasası araçlarıdır.

HDT'nin uluslararası sermaye piyasalarında gittikçe artan bir öneme sahip olmasının öncelikli nedeni, yatırımcılara sabit getirili menkul kıymetler ile hisse senetlerinin sağladığı avantajları bir arada sunabilmesidir. HDT, sahibine; değiştirme hakkı kullanılmaya kadar, bir tahvil olarak sağladığı yararların yanında, hisse senetlerini iktisap hakkı da sağlamakta (Bahtiyar, 1996:27) ve borçlanma araçlarının içerdiği gelir güvencesi ve değer koruma fonksiyonu ile hisse senetlerinin büyüme potansiyelini aynı anda sunmaktadır. HDT ihracının ihraççı kuruluşlara getirdiği avantajları ise, hisse senetlerini, değiştirme opsiyonunun da değerlendirilmesi ile birlikte yüksek primli fiyattan satmak ve değiştirme işlemi öncesinde düşük maliyetle fon temin etmek şeklinde, ana başlıklar altında toplamak mümkündür.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, ihraç koşullarına bağlı olarak, sabit getirili menkul kıymet karakterine yakın veya hisse senedi özelliklerini ağırlıklı olarak taşımak üzere ihraç edilebilmektedirler.

#### 1.2. HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLERE İLİŞKİN ÖNEMLİ TERİMLER

Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvillerin diğer menkul kıymetlerle, özellikle hisse senetleri ve tahviller ile benzerlik ve farklılıklara sahip bir sermaye piyasası aracı olarak, yatırımcı ve ihraççılar açısından hisse senetleri ve tahvillere kıyasla avantaj ve dezavantajlarını detayları ile incelemeye önce, HDT'lere ilişkin terminolojiyi oluşturan önemli terimleri kısaca gözden geçirmek faydalı olacaktır;

**i) Değiştirme Oranı;** HDT'nin hisse senedi ile değiştirilmesi durumunda elde edilecek hisse senedi adedine işaret etmekte olup, HDT'nin nominal değerinin ihraç sırasında belirlenen değiştirme fiyatına oranlanması ile hesaplanmaktadır.

**ii) Değiştirme Fiyatı;** Değiştirme işlemi sırasında, HDT sahiplerince hisse senedi için ödenecek fiyat olup, HDT nominal değerinin değiştirme oranına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

**iii) Parite (Değişim Değeri);** Değiştirme sonucunda elde edilecek hisse senetlerinin cari piyasa değeridir ve değişim oranının hisse senedinin piyasa fiyatı ile çarpılması suretiyle belirlenmekte ve nominal değere oranla yüzde olarak ifade edilebilmektedir.

**iv) Değiştirme Primi;** HDT bedelinin, paritenin üzerinde ödenen kısımina tekabül etmektedir. Değiştirme primi genellikle pariteye oranla yüzde değer olarak ifade edilir.

**v) Yatırımcının Talebine Bağlı Olarak Değiştirme (Satım Opsiyonu);** İhraç sırasında belirlenmek kaydıyla, vade sonuna kadar belirli dönemlerde, yatırımcıların talebine bağlı olarak hisse senetleri ile değiştirme işlemi gerçekleştirilebilir.

**vi) İhracının Talebine Bağlı Olarak Değiştirme (Alım Opsiyonu);**

İhraç sırasında belirlenmek kaydıyla, vade sonuna kadar belirli dönemlerde, ihracılarının talebine bağlı olarak hisse senetleri ile değiştirme işlemi gerçekleştirilebilir. Bu hak, şirketlerin finansman tercihlerinde bir ölçüde esneklik kazanmalarını sağlamaktadır.

Bu durumda, HDT sahiplerinin, olumsuz piyasa koşullarının hakim olduğu ve değişim işleminin rasyonel olmadığı şartlarda hisse senedi edinimine zorlanmasını önlemek üzere, koruma önlemleri alınmaktadır. Söz konusu nlemler “Katı Koruma” ve “İlmlı Koruma” olmak üzere, ikili bir ayrıma tabi tutulabilmektedir. Katı koruma uygulanması durumunda, ihraçcının belirli bir süre değiştirme talebinde bulunması yasaklanmakta, diğer koruma önleminde ise, ihraçcının talebine bağlı değiştirme işlemi belli şartlar altında mümkün olmaktadır. Örneğin hisse senedinin cari piyasa fiyatının değiştirme fiyatının belli bir oranda üzerinde gerçekleşmesi ve bu durumun belirli bir süre devam etmesi halinde ihraçcı alım hakkını kullanabilir. Yurtdışında yaygın uygulama, belirli bir süre katı korumanın ardından, hakkın koşullu kullanımına geçilmesidir.

**vii) Tahvil (Yatırım) Değeri;** HDT'nin sağladığı değiştirme hakkının olmadığının varsayılması durumunda, aynı kuruluş veya benzer finansal koşullara ve kredibiliteye sahip kuruluşlar tarafından ihraç edilen aynı faiz oranlı, vadeli, nominal değerli, aynı “alım” ve “satım” opsiyonlarına sahip olan tahvillerin değeri esas alınarak belirlenen değerdir.

**viii) Tahvil (Yatırım) Primi;** Tasarruf sahiplerinin HDT'nin yatırım değerinin üzerinde ödedikleri tutar olup, HDT fiyatı ile yatırım değeri arasındaki farktır. Yatırım değerine oranla yüzde değer olarak ifade edilir.

### **1.3. HDT'NİN PİYASA DEĞERİNE İLİŞKİN TEORİK YAKLAŞIM**

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı yoluyla, şirketlerin borçlanma piyasalarına erişimi kolaylaşmaktadır. Hisse senedi ile değiştirilebilme özelliği nedeniyle, HDT'nin içerdiği faiz oranı tahvillere kıyasla daha düşük olarak belirlenebilmektedir. Yatırımcıların daha düşük faiz oranına razı olmalarının nedeni, ihracı ortaklığın hisse senetlerinin potansiyel değer artışı olup, gelecekte beklenen anapara artışı için, cari gelirden vazgeçilmektedir.

Sermaye piyasaları yoluyla fon teminini amaçlayan bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin düşük olması ve ihtiyaç duyulan fonun sağlanabilmesi için ihraç edilmesi gereken hisse senedi adedinin çok yüksek olması nedeniyle ihraç, mevcut hisse senetleri üzerinde sulandırma etkisi yaratacağından, şirket hisse senedi ihracını avantajlı bulmayabilir. Sabit getirili menkul kıymet ihracı da şirket açısından oldukça maliyetli olabilecektir, çünkü şirket benzer risk ve vade koşullarına haiz borçlanma senetlerinin sağladığı getiriye tasarruf sahiplerine sunmak durumunda kalacaktır.

Bu çerçevede, şirket daha düşük faiz oranı ile HDT ihracını tercih edecek ve hisse senetlerinin cari piyasa değeri ile artış potansiyelini dikkate alarak değişim oranı ve değişim fiyatını belirleyecektir. Piyasa fiyatı ile değişim fiyatı arasındaki farkın yüksekliği yatırımcıların ihraç edilecek menkul kıymete ilişkin talebi üzerinde olumlu etki yaratacaktır.

HDT, değişim değeri veya tahvil değeri ağırlıklı olarak değerlendirilir. Gerçekte, her iki faktör esas alınarak piyasa fiyatı belirlenmektedir.

#### **1.3.1. HDT'nin Hisse Senedine Bağlı Değeri**

Hisse senedinin piyasa değerinin, değişim fiyatından daha düşük olması durumunda, HDT'nin değeri, nominal değerinin altında belirlenecektir. Aksi durumda ise fiyat nominal değerinin üzerinde olacaktır.

HDT, hisse senedine göre daha istikrarlı bir sermaye piyasası aracı olduğundan ve şirketler tarafından kimi zaman kar payı dağıtılmaması veya düşük oranda dağıtılması nedeniyle sunduğu cari gelir hisse senedine göre genellikle daha yüksek olduğundan, değişim değerine göre primli fiyattan işlem görmektedir. HDT fiyatının tahvil

değerinden uzaklaşması ile birlikte, hisse senedi niteliği ağırlık kazanarak değıştirme primi düşer.

Değıştirilebilir tahvilin hisse senedine bağı nitelikleri arasında, yalnızca potansiyel sermaye kazancı değil, aynı zamanda faiz oranlarındaki değışkenliğe karşı koruma sağlanması yer almaktadır. Özellikle enflasyonist ortamlarda faiz oranlarının yükselmesi ile birlikte sabit getirili menkul kıymet fiyatları düşerken hisse senedi fiyatlarının genel trendi izlemesi beklenir.

### **1.3.2. HDT'nin Tahvil Değeri**

HDT'nin tahvil değerinin önemi, bir taban fiyat oluşturmastır. Hisse senedinin cari piyasa fiyatının değıştirme fiyatının altında kalması durumunda, tahvil değeri bir alt limit teşkil ederek, fiyatın daha alt seviyeye düşmesini önleyecektir. Hisse senedi fiyatlarının değıştirme fiyatının üzerinde oluşması halinde, HDT'nin daha ziyade hisse senedi niteliği ağırlıkta olacağından taban fiyat parite olacaktır.

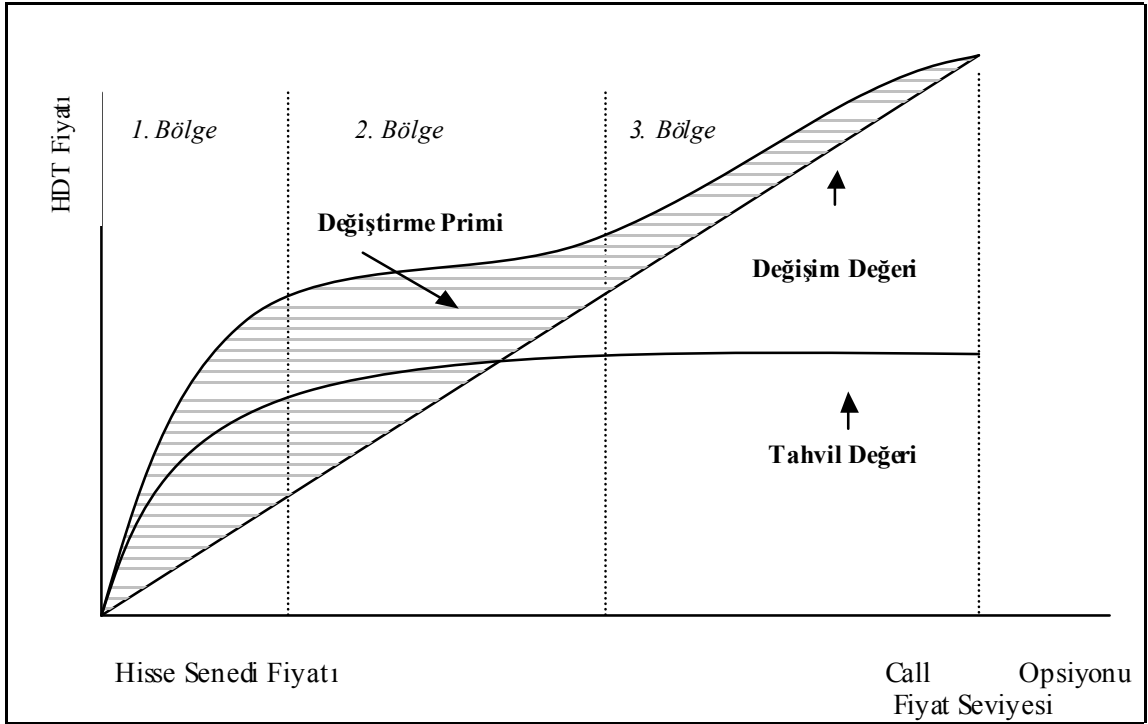
HDT'nin sabit getirili menkul kıymet olarak değeri, kupon faiz oranı, ihraççı şirketin yükümlülüklerini karşılama gücü, vadeye kalan süre, piyasa faiz oranları, "alım" opsiyonu kullanım koşulları ve sair etkenlere bağıdır. Tahvil (yatırım) değeri, kupon ödemeleri ve nominal değer, piyasada benzer koşullar ile ihraç edilen borçlanma senetlerine ilişkin faiz oranı ile iskonto edilmesi suretiyle hesaplanacaktır. Yatırım değeri, diğer sabit getirili menkul kıymetlere benzer şekilde, piyasa faiz oranlarında gerçekleşen değışimler ile birlikte dalgalanma gösterecek ve ters yönde hareket edecektir. Ayrıca, ihraççı şirketin hisse senedi fiyatının sistematik olmayan riskler nedeniyle (düşük karlılık, borçlanma oranının sektör ortalamasının üzerinde olması vb.) düşmesi halinde de, tahvil değeri etkilenerek ve şirketin yükümlülüklerini karşılama riskini yansıtarak düşecektir. Tahvil değeri, uzun vadede dalgalanma göstermekle birlikte, vadeye yakın tarihlerde nominal değere yaklaşır ve hisse senedi fiyat hareketlerinden etkilenmez. Bununla birlikte sabit getiri, değıştirilebilir tahvillerin yalnızca bir boyutu olduğundan, yukarıda belirtilen değışkenlerdeki dalgalanmalar, HDT'nin piyasa fiyatını doğrudan etkilemeyecektir. Bu durumda piyasa fiyatı dengede kalabilir veya ters yönde değışebilir. Tahvil değerine yakın bir fiyattan işlem gören değıştirilebilir tahvil, değışim değerine yakın dolayısıyla da yüksek yatırım primli olarak işlem gören değıştirilebilir tahvile kıyasla faiz oranı ve diğer değışkenlerden daha fazla etkilenir. Faiz oranları yükselirken, hisse senedi fiyatları da artış gösterirse, HDT fiyatı hisse senedi ağırlıklı olarak belirlenecek ve yükselecektir. Dolayısıyla yatırım primi yükseldikçe HDT'nin hisse senedi fiyat değışimlerine duyarlılığı artmaktadır. Aynı zamanda, riskten korunma faktörü de önemini yitirecektir. Çünkü hisse senedi fiyatlarının düşüş trendine girmesi durumunda, piyasa fiyatı tahvil değerine ulaşıncaya kadar hisse senedi ve dolayısıyla HDT fiyatlarında büyük oranda düşüş olacaktır.

### 1.3.3. HDT'nin Hibrit Menkul Kıymet Olarak Değeri ve HDT Eğrisi

Yukarıda, 1.3.1 ve 1.3.2 bölümlerinde, HDT'nin düşük hisse senedi fiyat düzeylerinde, tahvil değerinden, yüksek fiyat seviyelerinde ise pariteden destek aldığı açıklanmıştır. Fiyatın uç noktalar dışında dalgalanması durumunda HDT fiyatının tahvil değeri ve pariteye oranla primli olarak işlem görmesi beklenir.

Aşağıda, HDT eğrisinden de görülebileceği üzere, hisse senedi fiyatındaki artış ile birlikte, tahvil primi artış göstermekte çünkü menkul kıymetin hisse senedi niteliği önem kazanmaktadır. Aynı zamanda, hisse senedi fiyatındaki artışla birlikte, değiştime primi düşerek, HDT fiyat eğrisi parite eğrisine yaklaşmaktadır.

**GRAFİK 1: HDT Fiyat Eğrisi**



Birinci bölgede, hisse senedinin piyasa değeri değişim fiyatından düşüktür. İkinci bölgede, HDT, hisse senedinin değişim fiyatının iki yönündeki hareketini yansıtmaktadır. Üçüncü bölgede ise, hisse senedinin cari piyasa değeri değişim fiyatının üzerindedir (Redmayne, 1995:66-67).

Birinci bölgede hisse senedi fiyatının değişim fiyatının altında olması nedeniyle, piyasa fiyatı tahvil değerine endeksli olmaktadır. Değişim primi, hisse senedi fiyatındaki düşüşe karşılık artış gösterirken, değiştirme opsiyonuna atfedilen değer düştüğünden, HDT, değerini tahvil değerine bağlı olarak korumaktadır. Grafiğin alt kısımlarında tahvil değeri ve hisse senedi değerinin 0'a yakın olmasının nedeni firma değerindeki ve şirketin kredibilitesindeki olumsuz gelişmelerdir.

İkinci bölgede, hisse senedi fiyatı, değiştirme fiyatının iki yönünde yer aldığından, değişim primi değerlendirmede önemli rol oynamakta olup, alt kısımda değişim priminin yüksek olması ile birlikte HDT değeri tahvil değerine bağlı olarak oluşabilecektir.

Üçüncü bölgede, hisse senedi piyasa fiyatı değiştirme fiyatının üzerinde olduğundan, HDT fiyatı nihai olarak hisse senedi fiyatına eşitlenmektedir. Eğer, değiştirme fiyatının belirli oranda üzerinde "alım" opsiyonu öngörülmüşse, HDT'nin bu noktada primli olarak satılması mümkün değildir. Çünkü bu noktada, yatırımcılar değişime zorlanabilecek ve ödemiş oldukları primi kaybedeceklerdir. Piyasanın, ihracının "alım" opsiyonunu kullanacağını öngörmesi durumunda, fiyat, bu öngörüye tepki verecek ve paritenin altında veya eşit olacaktır. Bu bölümde, HDT, hisse senedine yakın hareket edeceğinden, değiştirme priminin yüksek olması, talebi engelleyecektir. Şekilden de görüldüğü üzere, değiştirme primi, vadeye yakın dönemlerde 0'a yaklaşmaktadır.

Sonuç olarak, HDT yatırımcılarının en yüksek getiriyi, faiz oranlarının düştüğü ve hisse senedi fiyatlarının yükseldiği piyasa koşullarında elde edecekleri yorumunu yapmak mümkündür. Piyasa faiz oranlarında meydana gelebilecek düşüşler, değiştirilebilir tahvil fiyatı üzerinde çift yönlü etki yaratmaktadır; Tahvil değeri nominal değer ve kupon ödemelerinin bugünkü değerinin yükselmesi nedeniyle yükselecek, değişim değeri ise, hisse senedi fiyatlarının, sabit getirili menkul kıymetlere olan talebin düşmesi ve gelecekteki ödemelerin bugünkü değerinin artmasından dolayı yükselmesi ile birlikte artış kaydedecektir.

Paritenin tahvil değerine oranı yükseldiği ölçüde, HDT'nin koruma fonksiyonu önemini yitirmektedir. Anılan oranın çok düşük olduğu fiyat seviyelerinde, değiştirme opsiyonunun bir değer kazanabilmesi için hisse senedi fiyatının önemli ölçüde artış kaydetmesi gerekmektedir.

İhraç edilen bir adet değiştirilebilir tahvilin nominal değerinin 10.000 TL, değişim fiyatının 2.500 TL ve ilgili hisse senedinin piyasa fiyatının 1.000 TL olduğunu varsayalım. Bu durumda HDT, yatırımcısına 10.000 TL nominal değerinde değiştirilebilir tahvil karşılığında 4 adet hisse senedi iktisap hakkı vermektedir. Hisse senedinin piyasa fiyatının 1.000 TL olduğu durumda yatırımcı değiştirme hakkını kullanırsa zararı

10.000 TL nominal değerde değiştirilebilir tahvil için 6.000 TL olacaktır ([2.500-1.000]\*4). Bu noktada HDT'nin 10.000 TL'dan işlem gördüğünü ve daha sonra hisse senedi fiyatının 3.000 TL'na yükseldiğini düşünelim. Bu durumda değişim değeri 12.000 TL olacak ve HDT fiyatı üzerinde yükselme yönünde bir baskı yaratacaktır. Sonuç olarak HDT'nin piyasa değerinin 12.000 TL'nin de üzerinde gerçekleşmesi beklenir çünkü değiştirilebilir tahvil, hisse senedi fiyat artışına belli ölçüde katılımın yanısıra faiz geliri ve minimum gelir güvencesi de sunmaktadır.

Hisse senedi fiyatlarında düşüşler yaşanmasına karşın, HDT'nin piyasa değeri hiçbir zaman tahvil değerinin altına düşmeyecektir. Aynı şekilde, anılan değerin pariteden düşük gerçekleşmesi de beklenemez. Çünkü piyasalar arasındaki fiyat farklarından yararlanarak getiri elde etme saikiyle gerçekleştirilen arbitraj işlemleri, piyasa fiyatının gerçek değerini bulmasını sağlayacaktır.

### **Arbitraj İşlemleri**

HDT'nin piyasa fiyatının pariteden düşük olması halinde, arbitraj saikiyle hareket eden yatırımcılar, HDT satın alarak, aynı tutarda hisse senedi satmak suretiyle, değişim fiyatı ile hisse senedinin piyasa fiyatı arasındaki fark ölçüsünde arbitraj geliri elde edeceklerdir;

Parite; (Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı/Değiştirme Fiyatı)\*100, değiştirme primi ise; ([HDT Fiyatı-Parite]/Parite)\*100 formülü ile hesaplanmaktadır. Primin eksi bir değer alması durumunda, yatırımcılar HDT satın alıp hisse senedine dönüştürmek ve hisse senedini elden çıkarmak suretiyle arbitraj karı elde etmektedirler.

Arbitraj işlemleri, HDT'nin piyasa fiyatını artırıcı yönde etki yaratacaktır. Arbitraj karı elde etmek amacıyla gerçekleştirilebilecek işlemler ile ilgili olarak aşağıdaki örneği vermek mümkündür;

Değiştirilebilir tahvilin nominal değerinin 100.000 TL, değişim oranının 50 olduğunu ve ihraçı şirketin HDT ile aynı vadede ve aynı kupon oranını haiz olan tahvillerinin 95.000 TL'ndan işlem gördüğünü varsayalım. Hisse senedi fiyatının 2.000 TL olması durumunda değiştirilebilir tahvil, hisse senedine göre sabit getiri avantajına sahip olması nedeniyle 100.000 TL'nın üzerinde işlem görecektir. Bununla birlikte arbitraj işleminin açıklanması bağlamında bu fark ihmal edilecektir. Hisse senedinin geçmiş fiyat hareketleri üzerinde yapılan incelemeden hareketle, bir yıllık bir süre içinde +/- %30 dalgalanma gösterebileceği beklenmektedir. Bu durumda değişim değerinin alabileceği uç değerler 70.000 TL ve 130.000 TL olmaktadır. Değişim değerinin 70.000 TL olduğu durumda **tahvil değeri (95.000 TL)** değiştirilebilir tahvilin piyasa değeri için taban fiyat oluşturma işlevi görecek ve HDT fiyatı 95.000 TL olacaktır;



<b>TABLO 1: Hisse Senedi Fiyat Beklentileri Doğrultusunda Beklenen HDT Fiyatları</b>			
<b>Hisse Senedi Fiyatı (TL)</b>	<b>Tahvil Değeri (TL)</b>	<b>Değişim Değeri (TL)</b>	<b>Beklenen HDT Fiyatı (TL)</b>
1.400	95.000	70.000	95.000
2.000	95.000	100.000	100.000
2.600	95.000	130.000	130.000

Arbitraj işlemi gerçekleştirecek kişinin, 100.000 TL nominal değer üzerinden HDT satın alarak 25 adet hisse senedini 2.000 TL'ndan açığa sattığını varsayalım. Yukarıda verilen beklentiler doğrultusunda işlemin sonuçları aşağıdaki gibi gerçekleşecektir;

<b>TABLO 2: Hisse Senedi Açığa Satış İşlemi Yoluyla HDT Arbitraj İşlemi</b>	
<b>HDT Alış</b>	<b>Hisse Senedi Açığa Satış</b>
100.000 TL üzerinden HDT alımı	2.000 TL üzerinden 25 adet hisse senedi satışı
Hisse senedi fiyatı 1.400 TL-HDT fiyatı 95.000 TL	Hisse senedi fiyatı 1.400 TL
HDT zararı: 5.000 TL	Açığa satış işlemi kazancı; 15.000
Pozisyondan elde edilen toplam kar; 10.000 TL	
100.000 TL üzerinden HDT alımı	2.000 TL üzerinden 25 adet hisse senedi satışı
Hisse senedi fiyatı 2.600 TL-HDT fiyatı 130.000 TL	Hisse senedi fiyatı 2.600 TL
HDT karı: 30.000 TL	Açığa satış işlemi zararı; 15.000 TL
Pozisyondan elde edilen toplam kar; 15.000 TL	

Verilen örnek, değiştirilebilir tahviller ve hisse senetlerinin kullanımı ile gerçekleştirilebilecek basit bir "hedging" işlemi olmakla birlikte, kar potansiyeli ve gelir güvencesi işlevine işaret etmesi açısından önemlidir.

### **Parametreler**

Değiştirilebilir tahvil ihracında var olan parametreler (değiştirme primi, alım opsiyonu koruma süresi, getiri oranı vb.) kendi aralarında ikame edilebilmektedirler;

◆ Daha uzun bir alım opsiyonu koruma süresi öngören HDT ihracında, yatırımcılar, sabit getirinin görece düşük olmasını kabul edebilecektir çünkü yatırımcının hisse senedi fiyat artışından yararlanmak için yeterli zamanı olacaktır.

◆ Yatırımcılar daha yüksek bir prime rıza göstermek için daha uzun alım opsiyonu koruma süresi talep edecektir, çünkü yatırımın kara dönüşmesi için daha uzun bir süreye gereksinim duyulacaktır.

◆ Eğer alım opsiyonu koruma süresi göreceli olarak kısa belirlenmişse, sabit getirinin yüksek olması, kısa sürede de olsa kar elde etmek amacıyla talep edilecektir.

#### **1.4. HDT’NİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI**

HDT’nin sermaye piyasası araçları içerisindeki göreceli önemini kavrayabilmek, konuyu tasarruf sahipleri ve ihraççı şirketler açısından ayrı ayrı ele almakla mümkündür;

##### **1.4.1. İhraççılar Açısından Avantaj ve Dezavantajlar**

###### **1.4.1.1. Avantajlar**

◆ Değiştime opsiyonu gözönüne alınarak, faiz oranının tahvillere göre daha düşük belirlenebilmesi olanağı mevcuttur.

◆ Vade sonunda yatırımcıların değiştirme opsiyonunu kullanmaları durumunda, ihraççı şirketin nakit ödeme zorunluluğu ortadan kalkmakta ve nakit çıkışı olmaksızın borçlanma oranlarında iyileşme meydana gelmektedir.

◆ Şirket, hisse senetlerini, ihraç tarihinde geçerli piyasa fiyatının üzerinde bir fiyattan satma imkanı bulmakta, hisse senetleri, değiştirilebilir niteliğini haiz olmaması durumunda sahip olacağı değer üzerinde değerlendirilmektedir.

◆ Şirket, yatırımcılarca da kabul görmesi durumunda, değişim fiyatını piyasa fiyatına yakın belirleyerek, erken değiştirmeyi teşvik edebilir. Geçerli değişim amaçlanıyorsa, HDT yüksek primli ihraç edilecektir.

◆ İhraççı şirket, ihraç tarihinde belirlenmiş olan koşulların gerçekleşmesi, örneğin hisse senedi fiyatının değişim fiyatının belli oranda üzerinde gerçekleşmesi halinde, “alım” opsiyonunu kullanarak, değişim zamanını belirleme hakkına sahip olabilir.

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, sahip oldukları hibrit araç niteliği ile, güvenli gelir elde etmenin yanı sıra hisse senedi piyasaları ile bağlantılarını korumayı amaçlayan bireysel ve kurumsal yatırımcılara hitap ettiklerinden, pazarlama ve satış işlemleri diğer sermaye piyasası araçlarına kıyasla kolay olmaktadır.

### 1.4.1.2. Dezavantajlar

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

◆ Özellikle derinliği olmayan piyasalarda, yüksek tutarlı değişim işlemi gerçekleştirilmesi, hisse senedinin değerinde düşüşe yol açabilecektir.

### 1.4.2. Yatırımcılar Açısından Avantaj ve Dezavantajlar

#### 1.4.2.1. Avantajlar

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, ihtiyat, spekülasyon ve riskten korunma saikiyle hareket eden yatırımcıların ihtiyaçlarını aynı anda karşılayabilmektedir.

◆ Hisse senedi fiyatlarının düşüş eğiliminde olması durumunda, hisse senedi açığa satışı ve aynı anda HDT satın almak suretiyle riskten korunmak mümkündür.

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, hisse senetlerinin sunduğu değer artış potansiyeli ile tahvillerin sunduğu gelir garantisini birlikte sağlamaktadır. Bu çerçevede, HDT'nin değeri, değişim değeri ve tahvil değerinden daha düşük olmayacaktır.

◆ Şirketler tarafından kar dağıtımı yapılmaması veya oluşan dönem karının bir kısmının bünyede bırakılmak istenmesi durumunda, HDT'den elde edilen cari gelir, sabit kupon ödemeleri neticesinde, hisse senedinin üzerinde gerçekleşmektedir. Ülkemizde, hisse senetleri Borsada işlem gören şirketlere kar dağıtım zorunluluğu getirilmemiş olduğu dikkate alındığında bu durum daha da önem kazanmaktadır.

◆ Hisse senedinin sağladığı getiri, yıllık bazda tahvil kupon faiz oranı ve HDT kupon faiz oranı arasındaki farktan daha yüksek olduğu sürece, HDT'nin getirisi tahvillere kıyasla yüksek olacaktır.

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, hisse senedi değerinin enflasyon ile birlikte artması dolayısıyla enflasyona karşı belli ölçüde koruma sağlamaktadırlar. Bununla birlikte, hisse senedinin cari değeri, değiştirme fiyatının altında kaldığı takdirde, tahvil değeri enflasyona karşı sabit kupon faizleri nedeniyle koruma sağlayamayacağından HDT, değeri enflasyon karşısında reel olarak düşebilecektir.

◆ Değiştirilebilir tahvil, arbitraj işlemlerinde sıklıkla kullanılan bir enstrümandır. Yatırımcılar, değiştirme opsiyonunun düşük değerlendirildiği kanaatinde iseler, HDT satın

olarak ilgili hisse senedinin açığa satışını gerçekleştirebilmektedirler. HDT fiyatı paritenin altında olduğu sürece, arbitraj karı elde etmek mümkündür.

#### **1.4.2.2. Dezavantajlar**

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil getiri oranları genellikle, tahvil getiri oranlarından daha düşük belirlenmektedir. Hisse senedi fiyatları veya faiz oranları düşüş kaydettiği takdirde, tahvil değeri HDT değerine göre daha fazla artış kaydedecektir.

◆ HDT faiz oranının görece olarak düşük olması, senedin fırsat maliyetinin yatırımcılar için yükselmesine sebep olmaktadır.

◆ HDT fiyatının, diğer sabit getirili menkul kıymetlere benzer şekilde, piyasa faiz oranlarına duyarlı olması, fiyat riski oluşturmaktadır.

◆ Piyasa faiz oranlarının düşmesi durumunda, ihraççıların daha düşük faizli borç temin etmek amacıyla, değiştirme çağrısı yapımları riski söz konusudur.

◆ Hisse senedi ihracı veya tahvillerin hisse senetleri ile değiştirilmesi halinde, mevcut hisse senedi miktarında artış olduğundan, hisse senedi değeri düşebilecektir. Bununla birlikte, HDT ihracı öncesinde bu hususta tedbir almak mümkündür.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **SERMAYE PİYASASI MEVZUATININ HİSSE SENEDİ İLE DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLERE İLİŞKİN HÜKÜMLERİ**

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 14'üncü maddesinde, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usullerinin Kurul tarafından tespit ve ilan olunacağı hükmü yer almaktadır. Maddede, ortaklık genel kurulu veya yönetim kurulunun, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamayacağı belirtilmektedir. Ayrıca maddenin 3'üncü bendi ile, kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde, değiştirme sonucunda verilecek hisse senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesi toplamının kayıtlı sermaye tavanını aşamayacağı hükme bağlanmıştır.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçelerine ilişkin, "Sermaye Piyasasının Düzenlenmesi ve Denetimi Hakkında Kanun Tasarısı ve Bütçe-Plan Komisyonu Raporu"nun 3-I Bölümünde, esas sermaye sisteminde sermaye artırımının

esas sözleşmede yapılan değişikliklerle gerçekleştirilebildiği, İngiltere ve ABD’de “Authorized Capital” veya “Registered Capital” olarak isimlendirilen kayıtlı sermaye sisteminin kabul edilmesi ile birlikte, şirket yönetim kuruluna, esas mukavelede yer alan kayıtlı sermaye tavanına kadar hisse senedi ihraç yetkisi verildiğinden bahisle, şirketlerin ihtiyaca göre sermaye artırımlarına esneklik getirilirken, bir yandan da sermaye piyasasına açılmada uzun ve külfetli formalitelerin ortadan kaldırıldığı belirtilmektedir. Maddede, kayıtlı sermaye sistemine geçişin diğer bir gerekçesi, *“Sistemin diğer bir faydası, şirketlerin hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller çıkarmalarına işlerlik kazandıracak nitelikte olmasıdır. Şirketler ilk kuruldukları zaman hisse senetleri tasarruf sahipleri için hem riskli hem de gelir temini yönünden cazip değildir. Bu bakımdan şirketlerin kayıtlı sermaye sisteminde fon toplamak üzere önce tahvil ihraç etmeleri, hisse senetleri gelir açısından tatminkar bir duruma geldiğinde, ihraç ettikleri tahvilleri kolayca hisse senetleri ile değiştirmeleri imkan dahilindedir. Oysa sabit sermaye sisteminde bu işlem uzun ve külfetli formaliteleri gerekli kılmaktadır.”*

Aynı Rapor’un 3-III Bölümünde ise, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil müessesesinin düzenlenerek, şirketlere kuruluş yıllarında tasarruf sahipleri bakımından riskli ve gelir bakımından cazip olmayan hisse senetleri yerine tahvil satarak sonradan hisse senetleri ile değiştirme imkanı sağlanmakta olduğu belirtilmektedir.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracına ilişkin esaslar Kurul tarafından, Seri:II, No:15 “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği” (Tebliğ) ile düzenlenmiştir.

Çalışmada, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraç sürecinin geliştirilmesine yönelik öneriler, yatırımcılar ve ihraççı şirketler açısından ayrı ayrı ele alınacaktır. Bu çerçevede, yatırımcılar açısından önem taşıyan husus, değiştirme opsiyonu bedeli olarak, diğer sabit getirili menkul kıymetlere kıyasla daha düşük getiriye katlanmak durumunda kalan yatırımcıların, senedin avantajlarından faydalanmalarına engel teşkil edebilecek ihraç hükümlerinin önlenmesidir.

İhraççı şirketler açısından konunun incelenmesi aşamasında ise, ihraç sürecini zorlaştırıcı ve mevcut hissedarların kazanılmış haklarına hanel getirecek düzenlemelerin veya eksikliklerin gözden geçirilmesi gerekmektedir.

## **2.1. HDT TALEBİNİN ARTIRILMASINA YÖNELİK ÖNERİLER**

SPKn’nun 14’üncü maddesi ile Tebliğin 3’üncü maddesinde, ortaklık genel kurulu veya yönetim kurulunun, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamayacağı belirtilmekle birlikte, Tebliğin sağlıklı bir HDT piyasası oluşumu için yeterliliğini tartışma noktasında, öncelikle yatırımcılar açısından yeterli güvenceyi ve avantajları içerip

içemediği incelenmelidir. Bu çerçevede Tebliğ hükümleri ile, aşağıda belirtilen hususlara açıklık getirilmesi uygun olacaktır;

### **2.1.1. Vade ve Faiz Ödeme Dönemleri**

Tebliğ'in 4'üncü maddesinde, HDT'nin vadesinin 2 yıldan az, 7 yıldan çok olamayacağı, HDT'lerin hisse senetleriyle değiştirilmesinin vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabileceği ve HDT'lerin faiz ödemelerinin yılda bir defa kuponlara bağlı olarak yapılabileceği hükmüne bağlanmıştır.

Ülkemiz koşulları göz önüne alındığında, 4'üncü maddenin tümüyle revize edilmesi zorunluluğu ortaya çıkmaktadır;

◆ Uzun vadeli sermaye piyasası araçlarının, piyasalardaki kısa dönemli değişkenlik nedeniyle talep görmediği ve HDT'nin tahvilden farklı olarak hisse senedi ile doğrudan ilgili bir araç olduğu dikkate alındığında vadenin en az 1 yıl olacak şekilde belirlenmesi daha uygun olacaktır. Seri:II, No:13 "Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" nin, tahvillerin vadesinin 2 yıldan az olamayacağına ilişkin 8'inci maddesi hükmüne değiştirilebilir tahviller için bu yönde istisna getirilmelidir. Böylelikle hisse senedi fiyatlarının düşüş eğilimine girmesi durumunda yatırımcıların fırsat maliyetinin yükselmesi önlenecektir.

◆ Hisse senetleriyle değiştirme işleminin, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken iki yıl sonra yapılabileceği hükmü, yukarıda belirtilen neden ile sakıncalı bulunmaktadır. Yatırımcılara 3 ayda bir değiştirme hakkı tanınması uygun olacaktır.

◆ Yurt dışı uygulamalarında kupon ödemeleri, çok büyük bir çoğunlukla 6 ayda bir gerçekleşmekte olup, faiz ödemelerinin yılda bir kez yapılabileceğinin öngörülmesi, ülkemizde ihraç edilecek değiştirilebilir tahvillerin rekabet gücünü azaltan bir etkidir.

Ayrıca, Kurul'un Seri:II, No:13 "Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" nin 14'üncü maddesi gereğince, tahvillere ödenecek faiz ve bununla ilgili esaslar tahvil metni, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılarca belirlenir. Faiz ödemeleri 3 ayda bir, 6 ayda bir veya yılda bir defada kuponlara bağlı olarak yapılabilir. Aynı Tebliğ'in 15'inci maddesine göre ihraççılar faiz belirleme usul ve esasları izahname, sirküler ve tahvil metninde açıkça gösterilmek kaydıyla değişken faizli tahvil ihraç edebilirler. Değişken faiz ödemeleri de 3 aylık, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibariyle kuponlara bağlı olarak yapılabilir.

Seri:II, No:13 Tebliği'nin faiz oranlarına ilişkin hükümleri, ihraççılar için yeterli esnekliği sağlamakta olup, Seri:II, No:15 Tebliği hükümlerinin de bu çerçevede revize edilmesi gerekmektedir.

## 2.1.2. Değiştirme Haklarının Korunması

İhraççı Şirketlerin, tahviller ile değiştirilecek hisse senetlerinin değerini olumsuz etkileyecek nitelikte işlemlerinin önlenmesi ve ihraca ilişkin kamuyu aydınlatma dökümanlarında, anılan hususlarda açık taahhütlere yer verilmesi gerekmektedir.

Tebliğ'in değiştirme oranının düzeltilmesine ilişkin 6'ncı maddesinde, ihraç edilen HDT'lerin vadesi içerisinde, nakit sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkının piyasa fiyatının altında kullanılması ve/veya bedelsiz sermaye artırımını nedeniyle hisse senedi fiyatının düşmesi halinde, değiştirme oranının düzeltilme esaslarının HDT ihracına ilişkin izahname ve sirkülerde belirtileceği ve değiştirme oranının HDT'nin vadesi içinde yapılacak bütün sermaye artırımlarında hesaplanacağı belirtilmektedir.

Londra Borsası'nın "Kotasyon Kuralları" 13'üncü bölümün 2 no.lu eki, aracılık sözleşmesinde yer alması gereken Şartları içermektedir. Ekin 4'üncü maddesi gereğince, değiştirme hakkının baki olduğu süre içerisinde;

a) Değiştirme haklarının ayarlanmasına ilişkin hükümlere yer verilmemesi durumunda:

i) Şirketin sermayesini herhangi bir yolla azaltması önlenmelidir.

ii) Şirketin kar ve yedeklerini sermayesine eklemesi önlenmelidir.

iii) Şirket, ortaklarına menkul kıymet ihracını (temettüün hisse senedi olarak dağıtımını hariç) planladığı takdirde, değiştirme hakları çerçevesinde aynı teklifi değiştirilebilir tahvil sahiplerine de sunmak zorundadır.

b) Değiştirilebilir tahvil sahipleri genel kurulu tarafından onaylanmadıkça, yeni bir grup hisse senedi ihracı yasaklanmalı ve sınırlandırılmalıdır.

c) İhtiyarı tasfiye halinde (tahvil sahipleri genel kurulu veya aracı kurum tarafından onaylanmış yeniden yapılanma veya birleşme durumları hariç), değiştirilebilir tahvil sahipleri, sınırlı bir süre için, değiştirme haklarına eş değerde hakka sahip olmalıdır.

d) Şirket, tüm değiştirme taleplerini karşılayabilmek amacıyla, her zaman yeterli "ihraç edilmemiş sermaye"ye sahip olmalıdır.

e) Şirkete kendi inisiyatifi ile geri ödeme ve değiştirme hakkı verilmesi ve tedavüldeki tahvillerin bir kısmının değiştirilmesi durumunda, diğer tahviller için de aynı işlem yapılmalıdır.

f) Değiştirme sonrasında hisse senetlerinin dağıtımını, değiştirme taleplerinin tesliminin son gününü takip eden 14 gün içinde tamamlanmalıdır.

g) Tahvil sahiplerine, değiştirme süresinin bitiminden en az 4 ve en fazla 8 hafta önce, mevcut ve doğacak değiştirme hakkı ve esası hakkında bilgilendirme mahiyetinde yazılı bildirimde bulunulur.

İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653d maddesi ile, değiştirme hakkına veya opsiyonuna sahip olan yatırımcıları korumaya yönelik önlemler yer almaktadır. Buna

göre, değiştirme hak ve opsiyonu üzerinde, değiştirme fiyatı dūřürölmedięi, değiştirme hak veya opsiyonu sahiplerinin zararları bir şekilde tazmin edilmediği veya hissedarlar da aynı olumsuz etkiye maruz kalmadığı sürece, sermaye artırımını, yeni değiştirme hak veya opsiyonu tahsisi veya başkayollarla olumsuz yönde etki yaratılamayacaktır.

Tebliğ'in 6'ncı maddesi metninin, hisse senedinin piyasa değerinin altında geręekleřtirilen tüm hisse senedi ve hisse senedine bağlı menkul kıymet ihraçlarını (HDT, varant<sup>2</sup>) ve finansal işlemleri kapsamaması gerekmektedir. Spesifik olarak, birleşme ve devralmalar sırasında hisse senedinin değerinde meydana gelebilecek düşüşler ile ilgili olarak Tebliğ'in 6'ncı maddesine hüküm eklenmesi uygun olacaktır. HDT'nin hisse senedi ile doğrudan ilgili bir enstrüman olması sebebiyle, şirket hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde etki yaratabilecek menkul kıymet ihraçlarının ve birleşme-devir işlemlerinin HDT sahiplerinin onayına sunulması ve kendilerine sözkonusu menkul kıymet ihraçlarına katılım hakkı tanınması ön görülebilir.

Ayrıca yukarıda belirtilen hususlar dışında bir diğer önemli konu, yurtdışı uygulamalarında ihracın başarısını artıran etkenler arasında, **değiştirme fiyatının, izahnamede belirtilen tarihlerde revize edileceği** ve bu revizyonun yalnızca fiyatı bir önceki değiştirme fiyatının altında bir fiyata düşürmek amacıyla yapılabileceği yönündeki hükümlerin ihraca ilişkin dökümanlarda yer almasıdır. Böylelikle tahvil sahiplerinin hisse senedi piyasalarında, yeni ihraçlar dışındaki nedenlerle (sistemik riskler, şirket riski, faiz oranlarındaki değişimler vb.) yaşanan düşüşlerden de olumsuz etkilenmeleri önlenmektedir.

Değiştirme fiyatında yapılacak ayarlamalar için bir alt limit tesis edilmesi örneğin bir önceki değiştirme fiyatının veya ilk değiştirme fiyatının belli bir oranı ile sınırlandırılması suretiyle riskin ihraççı ve yatırımcı arasında paylaştırılması uygun olacaktır. Aksi halde hisse senedi ihraçı öngörülen tutarın üzerinde geręekleşerek hisse senedi fiyatının "sulandırma" etkisi ile düşmesine ve pay başına karlılık oranlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olacaktır.

### 2.1.3. İtfa Planına Bağlı Değiştirme

Tebliğ'in 7'nci maddesinde, " *HDT'ler vade bitiminde bir defada hisse senetleri ile değiştirilebilir. HDT'ler, ilk taksidi vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonuna, son taksidi ise HDT vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle de hisse senetleri ile değiştirilebilir. İtfa planı uyarınca yıllık eşit taksitlerle değiştirilecek HDT'ler noter huzurunda çekilecek kur'ayla belirlenir ve bu*

<sup>2</sup> Hisse senedi varantı; sahibine bir şirketin belirli sayıda hissesini belirli bir fiyattan, daha önce belirlenen bir dönem içerisinde satın alma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Varant ihraçları, ileriki dönemlerde Kurl tarafından hibrit sermaye piyasası araçlarına ilişkin detaylı düzenlemeler yapılması durumunda gündeme gelecektir.



*Tebliğ'in 9'uncu maddesinde belirtilen şekilde HDT sahiplerine duyurulur... İtfa edilecek HDT'lerin sahipleri değiştirme süresi içinde bu haklarını, HDT'lerini hisse senetleri ile değiştirmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak üzere kullanırlar.” hükmü yer almaktadır.*

Yalnızca vade sonunda değiştirme opsiyonu ile itfa planına bağlı değiştirme ve noter huzurunda yapılacak çekiliş yöntemi, hisse senedi piyasalarında oluşabilecek hızlı değişimler karşısında, yatırımcıların pozisyon almalarını önleyecektir. Tasarruf sahipleri, hisse senedi ile değiştirme opsiyonunun sahip olduğu değer nedeniyle daha düşük faiz ödemesine rıza göstereceklerinden, ilgili hisse senedi fiyatının düşüş trendine girmesi durumunda, kendi tercihleri dışında ve beklemedikleri tarihlerde itfaya zorlanmış olabileceklerinden, fırsat maliyeti oldukça yüksek olacaktır.

İhraççı şirketlerin değişim sonucu verilecek hisse senetlerinin temini ile ilgili zamanlama sorununun, 3'üncü bölümde<sup>3</sup> belirtilen yöntemlerden birinin benimsenmesi suretiyle çözümlenmesi halinde, HDT sahiplerine 3 ayda bir değiştirme hakkının tanınması ve bu hakkın tüm değiştirilebilir tahvilleri kapsamı, dinamik bir piyasanın oluşumuna katkıda bulunacaktır.

#### **2.1.4. Ortaklığın Talebine Bağlı Değiştirme**

Tebliğ'in 8'inci maddesi, HDT'lerin, vadenin başlangıç tarihinden itibaren 2 yıl sonra ve devamındaki faiz ödeme tarihlerinde, ortaklığın talebine bağlı olarak hisse senetleri ile değiştirilebileceğini öngörmüştür.

Anılan hüküm, Tebliğ'in en fazla eleştiri gerektiren hükümlerinden biridir. Yurtdışındaki uygulamalar ve düzenlemelerin incelenmesinden, ihraçların, yatırımcıların “alım” opsiyonundan korunmalarını sağlayan şartları içerdiği görülmektedir. Sözkonusu önlemler “Katı Koruma” ve “İlimli Koruma” olmak üzere, ikili bir ayrıma tabi tutulabilmektedir. Katı koruma uygulanması durumunda, ihraçcının belirli bir süre değiştirme talebinde bulunması yasaklanmakta, diğer koruma önleminde ise, ihraçcının talebine bağlı değiştirme işlemi belli şartlar altında mümkün olmaktadır. Örneğin hisse senedinin cari piyasa fiyatının değiştirme fiyatının belli bir oranda üzerinde gerçekleşmesi ve bu durumun belirli bir süre devam etmesi halinde ihraççı alım hakkını kullanabilir. Bu çerçevede, Tebliğ'e anılan hususta hüküm ilave edilmesi, tasarruf sahipleri için güvence unsuru olacaktır. Yurtdışında gerçekleştirilen ihraçlarda “katı koruma” uygulandığında, alım opsiyonuna ilişkin kesin kısıtlama süresi 2-3 yıl olarak belirlenmektedir. “İlimli koruma” uygulandığında ise, alım opsiyonunun kullanılması, hisse senedinin piyasa fiyatının değiştirme fiyatının %20-30 oranında üzerinde olması ve

---

<sup>3</sup> Çalışmanın 22-31'inci sayfaları arasında yer alan 3'üncü bölümde, değişim esnasında yatırımcılara verilecek hisse senetlerinin temini sorunu ve konuya ilişkin çözüm önerileri değerlendirilmiştir.

bu durumun son 20-30 işlem gününde devam etmesi koşuluna bağlanmaktadır. Tebliğ'de HDT'nin en erken 2'nci yılın sonunda hisse senetleri ile değiştirileceği hükme bağlanmış olduğundan, fiilen 2 yıl koruma süresi öngörülmüş olmaktadır. Bununla birlikte çalışmamız kapsamında getirilen öneri vadenin en az bir yıl olarak belirlenmesi olduğundan, Tebliğ'in alım opsiyonuna ilişkin hükümlerinin revize edilmesi durumunda, ilk aşamada kesin kısıtlama süresinin 1 yıl olarak belirlenmesi, alım opsiyonu kullanımının ise hisse senedinin piyasa fiyatının, son 20 iş günü süresince değiştime fiyatının %20 üzerinde gerçekleşmesi şartına bağlanması uygun olacaktır. Piyasa koşullarının gerektirmesi halinde sözkonusu süre ve oranlarda değişiklik yapılması mümkündür.

### **2.1.5. Tasarruf Sahibinin Talebine Bağlı Değişirme**

Tebliğ'in 10'uncu maddesinde, izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihlerinde HDT sahiplerinin talebine bağlı olarak HDT'lerin hisse senetleriyle değiştirilebileceği belirtilmektedir.

Bölüm 2.1.3.'de belirtildiği üzere, ihraççı şirketlerin değişim sonucu verilecek hisse senetlerinin temini ile ilgili zamanlama sorununun, 3'üncü bölümde belirtilen yöntemlerden birinin benimsenmesi suretiyle çözümlenmesi halinde, HDT sahiplerine 3 ayda bir değişirme hakkının tanınması uygun olacaktır.

## **2.2. İHRAÇ SÜRECİNİN GELİŞTİRİLMESİ VE MEVCUT HİSSEDARLARIN HAKLARININ KORUNMASINA YÖNELİK ÖNERİLER**

Değiştirilebilir tahvil ihracında yatırımcılara yönelik gerekli güvencenin sağlanması yanında, şirketler açısından işlemlerin gereğince hızlı ve düşük maliyetle yürütmesini ve tahvillerin hisse senetleri ile değiştirilmesi durumunda mevcut hissedarların mağdur olmamasını teminen, aşağıda belirtilen hususların değerlendirilmesi gerekmektedir.

### **2.2.1. Değişirme Sonrasında Artan Hisse Senetlerinin Halka Arzı**

Tebliğ'in 18'inci maddesi gereğince, değişirme işlemi dolayısıyla yeni hisse senedi çıkarma işlemleri Kurul'un "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğ'i hükümlerine göre yürütülür. Ancak, bu Tebliğ'deki değişirme hakkının kullanılmasına ilişkin süreler dolduktan sonra anılan tebliğdeki süreler işlemeye başlar. HDT ile değiştirilmek üzere çıkarılan hisse senetlerinin, varsa değiştirilmeyen kısmının, rüçhan hakkı kullanılmak üzere ortaklara veya varsa kalanın halka arzı için Kurul'a tekrar kayıt şartı aranmaz.

Anılan madde ile ilgili değerlendirmelerin, 3'üncü bölümde yer alan görüş ve öneriler çerçevesinde yapılması gerekmektedir.

### **2.2.2. Hissedarların Öncelikli Alım Hakları**

Sermaye Piyasası Mevzuatında, hissedarların ihraç edilmesi planlanan değiştirilebilir tahvillere ilişkin öncelikli alım hakkı düzenlenmemiştir. Bununla birlikte, değiştirilebilir tahviller, hisse senedi ihracı ile doğrudan bağlantılı bir enstrüman olmaları nedeniyle, değiştirme işleminin gerçekleşmesi ile birlikte şirketin ortaklık yapısının değişimine neden olmaktadır.

Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 221'inci maddesi 4'üncü bendi ile, mevcut hissedarların değiştirilebilir tahvil ihracında rüçhan hakkına sahip olacakları, bununla birlikte 186'ncı madde hükümlerinin geçerli olacağı hüküm altına alınmıştır. 186'ncı maddeye göre, rüçhan hakları, nakit sermaye artırımını sermayenin %10'unu aşmadığı ve ihraç fiyatının borsa işlem fiyatından önemli ölçüde düşük olmadığı hallerde kısıtlanabilecektir.

İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653c maddesinde de, değiştirilebilir tahvillerin şartlı sermaye artırımını ile bağlantılı olarak ihraç edilmesi durumunda, öncelikle mevcut sermayedeki hisseleri oranında hissedarlara arz edilmesi gerektiği hükmü yer almaktadır. Belirli nedenlerle sözkonusu hak kısmen veya tamamen kısıtlanabilir.

Bu çerçevede, değiştirme talepleri ile ilgili olarak gerçekleşmesi muhtemel sermaye artırımını dikkate alındığında, hissedarlara HDT ihracında öncelikli alım hakkı tanınmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, öncelikli alım hakkının sınırlanmasına ilişkin şartlar Tebliğ hükümleri ile belirlenmelidir.

### **2.2.3. Hibrit HDT İhracı**

Literatürde diğer bir şirketin hisse senetleri ile değiştirilmek üzere ihraç edilen tahviller “exchangable bond” veya “hybrit convertible bond” olarak isimlendirilmektedir. Tebliğ'de bir şirketin diğer bir şirket hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracına ilişkin özel bir hüküm yer almamakla birlikte, Tebliğ'in 3'üncü maddesinde “*HDT'ler ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.*”, 7'nci maddede ise “*...Ortaklık değiştirilecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, hisse senetlerini, değiştirmek üzere HDT*

*sahiplerine arz eder...*” hükümleri yer almaktadır. Anılan hükümler gereğince, başka bir ortaklığın hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracı mümkün değildir.

Hibrit HDT ihracının ihraççılar açısından risk taşımaması için ihraççı şirket ve tahvillerin hisse senetleri ile değiştirileceği şirketin grup şirketi olması veya ihraççı şirketin değişim sırasında verilecek hisse senetlerini uzun vadeli amaçlarla elinde bulunduruyor olması önemlidir. Hisse senetlerinin HDT ihracı ile bağlantılı olarak ve nominal değerinin üzerinde bir fiyat ile piyasadadan satın alınması halinde, değişime tarihinde, piyasa fiyatının değiştirme fiyatının altında gerçekleşmesi ile birlikte, yatırımcıların itfa yönünde tercihlerini kullanmaları, şirketin değiştirme amacıyla iktisap ettiği ve değeri düşen hisse senetleri nedeniyle belli bir zarara uğramasına yol açacaktır. Örneğin, bir holding şirketin bağlı ortaklığının hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracında, nominal bedeli üzerinden veya bedelsiz olarak iktisap edilen hisse senetlerinin holdinge maliyeti düşük olacak, ayrıca sermaye ve yönetim yapılarının aynı olması nedeniyle her iki şirketin risk ve performansı da paralel olduğundan, yatırımcıların menkul kıymet ve ilgili şirkete ilişkin değerlendirmeleri komplike olmayacaktır.

Hibrit HDT ile ilgili olarak Petkim Petrokimya Holding A.Ş. adına KOİ ve Medya Holding Int. Ltd. tarafından gerçekleştirilen ihraçlar hakkında bilgiler Ek/1’de yer almaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### DEĞİŞİM ESNASINDA YATIRIMCILARA VERİLECEK HİSSE SENETLERİNİN TEMİNİ SORUNU VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Vade tarihi itibarıyla, koşulların gerektirmesi neticesinde, senet bedelinin geri ödenmesi yerine hisse senedi ile değişimin tercih edilmesi durumunda, ihraççı şirket tarafından yatırımcılara verilecek hisse senetlerinin temini, farklı yöntemlerin kullanımını ve çeşitli sorunları beraberinde getirmektedir. İhraççı şirketlerin HDT’ye eğiliminin son derece yetersiz olmasının en önemli nedenlerinden bir tanesi de değişim sırasında yatırımcılara verilecek hisse senetlerinin temini sorunu olduğundan, bu çalışmada anılan hususun çözümüne yönelik öneriler geliştirilmesi amaçlanmaktadır.

#### 3.1. DEĞİŞTİRİLECEK HİSSE SENETLERİNİN TEMİNİNDE ALTERNATİF YÖNTEMLER

Tebliğ’in 7’nci maddesinde; “Ortaklık değiştirilecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, hisse senetlerini, değiştirmek üzere HDT sahiplerine arz eder... Değiştirme süresinin sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT’ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse

*senetleri, Kurul'un Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne uygun olarak halka arz edilir"; 3'üncü maddede ise "HDT'ler ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir."* hükmü yer almaktadır.

Bununla birlikte, mevcut Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde uygulama alanı bulan "Esas Sermaye Sistemi" ve "Kayıtlı Sermaye Sistemi" ile birlikte, çeşitli ülkelerin sermaye piyasası mevzuatında benimsenen ve ülkemizde gerçekleştirilen teorik çalışmalar ile inceleme kapsamına alınan "Şartlı Sermaye Sistemi", "Raf Kayıt Sistemi", "Treasury Stock Kavramı", "Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini İktisabı" ve "Hibrit HDT İhracı"nın, hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracı ile ilişkilendirilmek üzere değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Hisse senetlerinin temininde sermaye artırımı dışında bir yöntemin gündeme gelmesi ile birlikte, Tebliğ'in yukarıda belirtilen 3'üncü ve 7'nci madde hükümlerinin HDT ihracı ile bağlantılı olarak yalnızca sermaye artırımını öngördüğü dikkate alınarak, başka bir yöntemin kullanılmasını teminen ilgili Tebliğ hükümlerinin genişletilmesi gerektiği açıktır.

### **3.1.1. Mevcut Sermaye Artırımı Prosedürü**

TTK ve Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince, tahvillerin vade veya değiştirme tarihlerinde, değiştirmede kullanılacak hisse senetlerinin temin edilmesi amacıyla sermaye artırımını gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Ülkemizde sermaye artırımları; artırımda Türk Ticaret Kanunu hükümlerinin uygulanmasını gerektiren "Esas Sermaye Sistemi" ve ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile ve TTK'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın, Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş azami bir tutara kadar hisse senedi ihraç edebilmelerini mümkün kılan "Kayıtlı Sermaye Sistemi" çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Kurul'un Seri:IV, No:7 "Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği" ile, KSS'den yararlanacak şirketlerin tabi olacakları esaslar belirlenmiştir.

Kayıtlı sermaye sistemi ile esas sermaye sisteminde gerçekleştirilen sermaye artırımlarının temel farkları özetle aşağıdaki gibidir;

◆ ESS'de genel kurul tarafından sermaye artırım kararı alınıp, artırım koşulları belirlenirken, **KSS'de esas sözleşmede belirtilen belirli bir rakama kadar yönetim kurulu sermaye artırımına yetkili kılınmıştır.**

◆ ESS’de TTK’nun 395’inci maddesi gereğince, esas sermayenin artırılması keyfiyetinin tescilinden önce çıkarılan hisse senetleri hükümsüzdür.<sup>4</sup> SPKn’nun 3’üncü maddesinin (f) bendinde çıkarılmış sermaye, kayıtlı sermayeli ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleri olarak tanımlanmıştır. 7’nci maddenin 4’üncü bendinde ise, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanıldığı ve bu halde TTK’nun 395’inci maddesinin 3’üncü cümlesi ile 412’nci maddesi hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilmektedir.<sup>5</sup> Kurul’un Seri:I, No:26 Tebliği’nin “Hisse Senetlerinin Teslim Zamanı” başlıklı 28’inci maddesinde ise; “*Hisse senetleri, kaydi sistem esasları saklı kalmak şartıyla, mevcut hisse senetlerinin halka arzı ve kayıtlı sermayeli ortaklıkların sermaye artırımlarında satış anında teslim edilir. Esas sermayeli ortaklıklarda ise sermaye artırımının Ticaret Sicili’ne tescilinden itibaren, hamiline yazılı hisse senetleri 30 gün, nama yazılı hisse senetleri ise 90 gün içinde teslim edilir*” hükmü yer almaktadır. Dolayısıyla, **kayıtlı sermaye sistemi ile, TTK’nun tescilden önce hisse senedi ihracını yasaklayan hükümlerine istisna getirilmiş ve pay sahipliğinin oluşumu tescil değil, satış işlemine bağlanmıştır.**

◆ ESS’de şirket esas sözleşmesinin sermayeye ilişkin maddesi genel kurul kararı ile tadil edilerek sermaye artırımının tamamlanması ile birlikte ticaret siciline tescil edilmekte, KSS’de ise, satış süresinin bitiminden itibaren 6 iş günü içinde, süresi içinde satılmayan paylar iptal edilerek tescile mesnet belge almak üzere Kurul’a başvurulmakta ve alınan belge 10 gün içinde Ticaret Sicili’ne tescil ettirilmektedir. Dolayısıyla, **KSS’de sermaye artırım yapıldığında, artırım sonrası sermaye kayıtlı sermaye tavanı dahilinde kaldığı süre, şirket esas sözleşme değişikliğine gitmek durumunda kalmamaktadır.**

◆ Her iki sistemde de sermaye artırımının tescil ve ilanına yer verilmiş olmakla birlikte, TTK gereğince tescil kurucu nitelik arz ederken, SPKn tescile açıklayıcı, bildirici işlev yüklemiştir (Bahtiyar, 1996:12; Poroy;Tekinalp;Çamoğlu, 1995 :656).

Hisse senetlerinin temininde yaşanabilecek sorunların en önemli nedeni, yatırımcıların geri ödeme veya değişim tecihlerinin, vade veya değiştirme tarihi öncesinde belli olmaması, bu çerçevede, ihraççı şirketin oluşan duruma göre pozisyonunu netleştirmesinin, piyasa koşullarının gerektirdiğinin çok üzerinde zaman alabilmesidir. Sözkonusu problemin, kayıtlı sermaye sisteminin kabulü ile bir ölçüde

<sup>4</sup> TTK’nun “Tescil” başlıklı 395’inci maddesinde; “Esas sermayenin arttırılmasına dair olan umumi heyet kararı, taahhüt edilen hisse senetlerine ait zaruri olan ilk ödemelerin yapılmış olduğunu tesbit eden umumi heyet kararı alındıktan sonra ticaret siciline tescil olunur. İcabında ayın nev’inden sermaye ve devralınacak mallar hakkındaki hususi kararlar da, ticaret siciline bildirilir. Esas sermayenin artırılması keyfiyetinin tescilinden önce çıkarılan hisse senetleri hükümsüzdür. Şu kadar ki; iştirak taahhüdünden doğan mükellefiyetler bakidir. Tazminat hakları mahfuzdur.” hükmü yer alır.

<sup>5</sup> TTK 412’de; “Şirketin tescilinden önce çıkarılan hisse senetleri hükümsüzdür; ancak iştirak taahhüdünden doğan mükellefiyetler baki kalır. Tescilden önce hisse senedi çıkaran kimse, bundan doğan zararlardan mesuldür.” hükmüne yer verilmiştir.

aşılması beklenmekle birlikte, Kurul'a kayıtlı sermaye sistemi kapsamında yapılan sermaye artırımını başvurularının sonuçlandırılmasına ilişkin sürenin, dinamik bir sürece sahip olması gereken hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraçlarının gerektirdiği ölçüde kısa olmadığı açıktır. Örneğin Bölüm 2.1.2.'de belirtildiği üzere, Londra Borsası'nda değiştirme süresi, değiştirme taleplerinin tesliminin son gününden itibaren 14 gündür. Şirketlerin, değiştirme taleplerinin iletilmesi sonrasında, yönetim kurulu kararı alarak sermaye artırımını yapmak üzere Kurul'a başvuruda bulunmaları, başvurunun varsa eksik belgelerinin tamamlanması, incelemenin bitmesi ile birlikte konunun Kurul gündemine alınması gecikmelere neden olacaktır.

### **3.1.2. Sermaye Artırımında Alternatif Yöntemler; Şartlı Sermaye Sistemi, Raf Kayıt Yöntemi ve "Treasury Stock" Kavramı**

Hem esas sermaye sisteminde, hem de kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımını sürecinin yeterince hızlı olmaması nedeniyle, HDT ihracı, yapılan düzenlemelerle mümkün kılınmakla birlikte, fiilen zor olduğundan, anılan sakıncanın giderilmesi yönünde alınan önlemler bağlamında Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu ve İsviçre Borçlar Kanunu'nun sermaye artırımını ve değiştirilebilir tahvillere ilişkin hükümleri incelenmiştir. Almanya ve İsviçre'de sabit sermaye sisteminin sakıncalarını gidermek için getirilen çözümlerden birisi, şarta bağlı esas sermaye sistemidir. ABD'nde ise, diğer bir menkul kıymet ile değiştirilmek üzere ihraç edilen menkul kıymetler SEC tarafından Raf Kayıt yöntemi ile kayda alınabilmektedir. İnceleme kapsamında, ABD ve İngiltere mevzuatında uygulama alanı bulan "Treasury Stock" kavramının dikkate alınması uygun görülmektedir.

#### **3.1.2.1. Şartlı Sermaye Sistemi**

Şartlı sermaye sisteminde, sermaye artırımını genel kurul kararı ile belirli koşullara bağlanmakta ve belirli bir yatırımcı kitlesi ile sınırlandırılmakta olup, yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmekte ve sermaye artırımını sürecinin hızlı olması ve artırımın belirli koşullar altında gerçekleşmesi nedeniyle sabit sermaye sisteminden ayrılmaktadır. Diğer taraftan sistemin kayıtlı sermaye sisteminden farkı, kayıtlı sermaye sisteminde artırımın yönetim kurulu kararıyla gerçekleşmesi ve artırım koşullarının yönetim kurulu tarafından belirlenmesidir. Normal sermaye artırımında payların taahhüdü için bir zaman sınırı sözkonusu iken, şartlı sermaye sisteminde böyle bir sınırlama öngörülmemiştir. Değiştirilebilir tahvil sahipleri, senedin vadesi içinde ve izahnamede belirtilen şartlar dahilinde, diledikleri zaman hisse senetlerini talep edebilirler. Bununla birlikte genel kurulda kararlaştırılan şartlı sermaye artırımının mutlaka gerçekleştirilmesi veya kararlaştırılan tutarda gerçekleştirilmesi zorunlu değildir. Şartlı sermaye sistemi, değiştirmede kullanılacak hisse senetlerinin teminini kolaylaştırdığından, değiştirilebilir tahvil ihracını pratikte mümkün kılmaktadır.

## **Alman Hukukunda Şartlı Sermaye Sistemi;**

Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 192-201'inci maddeleri, şartlı sermaye artırımının tabi olacağı esasları düzenlemektedir;

◆ 192'nci maddenin, şartlı sermaye sisteminin kullanım alanlarını düzenleyen 1 ve 2'nci bentlerinde, değiştirilebilir tahvil sahiplerinin değiştirme haklarının kullanımına yönelik olarak ihraç edilecek hisse senetlerinin, şartlı sermaye artırımını ile ilgili olarak alınacak genel kurul kararına konu edilebileceği yönünde hükümler yer almaktadır.

Maddenin 3'üncü bendi gereğince, şartlı sermayenin nominal değeri, genel kurul kararının yürürlük tarihi itibarıyla, sermayenin yarısını aşamayacaktır.

4'üncü bentte, şartlı sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararının aksi yönde alınacak genel kurul kararlarının hükümsüz olduğu belirtilmektedir.

◆ 194'üncü maddenin 1'inci bendi gereğince, hisse senedi iktisabı amacıyla değiştirilebilir tahvillerin teslimi, aynı sermaye artırımını hükümleri kapsamına alınmaz.

◆ 197'nci maddede, şartlı sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararının tescilinden önce ihraç edilen hisse senetlerinin hükümsüz olduğu belirtilmektedir.

◆ 199'uncu maddenin 1'inci bendi ile, yönetim kurulunun, ancak genel kurul kararında belirtilen amaç dahilinde hisse senedi ihraç edebileceği hüküm altına alınmıştır. Aynı maddenin 2'nci bendi ile ise, yönetim kurulunca değiştirilebilir tahviller karşılığınca ihraç edilecek hisse senetleri koşula bağlanmıştır. Buna göre, yönetim kurulu ancak, tahvillerin ihraç değeri ile tahvillere karşılık ihraç edilecek hisse senetlerinin daha yüksek olan nominal değeri arasındaki farkın, şirketin kar yedekleri veya değiştirme hakkını kullanacak kişilerden sağlanacak nakit ile dengelenmesi halinde hisse senedi ihraç edilecektir.

◆ 200'üncü madde gereğince, şartlı sermaye artırımını, yeni hisse senetlerinin ihracı ile geçerlik kazanacaktır.

◆ 201'inci maddede, yönetim kurulunun, her hesap döneminin bitimini takip eden bir ay içinde, geçmiş hesap döneminde ihraç edilen hisse senetlerini, tescil edilmek üzere ticaret siciline bildireceği belirtilmektedir.

## **İsviçre Hukukunda Şartlı Sermaye Sistemi;**

İsviçre Borçlar Kanunu'nun 653'üncü maddesinde, şartlı sermaye artırımına ilişkin esaslar düzenlenmiştir. İsviçre düzenlemesinde de Alman hukuku ile benzer şekilde;

◆ Değiştirilebilir tahviller ile ilgili olarak ihraç edilecek hisse senetleri şartlı sermaye artırımını kapsamına alınmıştır.

◆ Şartlı sermaye artırımını tutarı, mevcut sermayenin %50'si ile sınırlandırılmıştır.

◆ Şirket esas sözleşmesinin ilgili hükümleri, şartlı sermaye artırımının nominal değeri, ihraç edilecek hisse senetlerinin sayısı, nominal değeri ve türü, değiştirme hakkı ve opsiyonuna sahip olan kişiler, mevcut hissedarların rüçhan haklarının kısıtlanmasına



ilişkin esaslar, tüm hisse senedi gruplarının sahip oldukları imtiyazlar, nama yazılı hisse senetlerinin devri için geçerli sınırlamaları içerecek şekilde, değiştirilebilir tahviller için mevcut hissedarların öncelikli alım hakları sınırlanmış ise, değiştirme esasları ile ihraç fiyatının hesaplanmasında esas alınan kriterler de eklenmek suretiyle tadil edilerek, tescil edilecektir. Esas sözleşmenin belirtilen hükümlerinin tescili öncesinde değiştirme hakkı ve opsiyonun tanınması mümkün değildir.

◆ Hesap döneminin bitiminden sonra veya öncesindeki herhangi bir tarihte, bir mali müşavir tarafından, hisse senedi ihraç sürecinin mevzuat, esas sözleşme ve izahname ile uyumlu olduğu tasdik edilecektir.

◆ Mali müşavir raporunun düzenlenmesi sonrasında, şirket yönetim kurulu, noter onaylı esas sözleşme tadilini hazırlayacaktır.

◆ Her hesap döneminin bitimini takip eden üç ay içerisinde, esas sözleşme tadili, ticaret siciline tescil edilecektir.

◆ Değiştirme hak ve opsiyonu için geçerli sürenin dolması ve sözkonusu hususun noter onaylı mali müşavir raporu ile teyit edilmesi ile birlikte, yönetim kurulu, esas sözleşmenin şartlı sermaye artırımına ilişkin hükümlerini iptal edecektir.

### 3.1.2.2. Raf Kayıt Yöntemi

Raf kayıt, *bir firmanın gelecekte belli bir süre içerisinde makul olarak satmayı beklediği bütün menkul kıymetlerini kayıt ettirmesine ve belirlenen süre içerisinde damla ve/veya yığın halinde satmasına olanak veren bir kayıt yöntemidir. Buradaki "kayıt" kelimesi menkul kıymetlerin ihracı için ilgili kuruluştan izin alınması anlamındadır* (Kurtay, 1992:1).

ABD 1933 Menkul Kıymetler Yasası kapsamında, Kural 415 ile düzenlenen raf kayıt yöntemi ile, gelecekte gerçekleştirilmesi öngörülen devamlı ve ertelenmiş halka arzlarla ilişkin menkul kıymetler kayda alınmaktadır. Kural 415'in, raf kayıt sisteminden yararlanılacak menkul kıymetlere ilişkin (a.1) bendinin (iv) alt bendinde, tedavüldeki menkul kıymetler ile değiştirilmek üzere ihraç edilecek menkul kıymetlere yer verilmiştir. Kuralda değişim nedeniyle ihraç edilecek menkul kıymetlerin ihracına ilişkin herhangi bir süre kısıtlaması öngörülmemiştir.

Kural 415 gereğince, raf kayıt sisteminden yararlanacak ihraççıların, SEC düzenlemelerinde yer alan kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekmektedir.

### 3.1.2.3. "Treasury Stock" Kavramı;

İngiliz ve Amerikan hukukunda "treasury stock" kavramı, ortaklığın henüz piyasaya sürmediği veya satın alma, geri alma ve bağış gibi yollarla alıp, imha

etmeyerek sakladığı hisse senetlerine işaret etmektedir. Bölüm 2.1.2.'de belirtildiği üzere, Londra Borsası'nın "Kotasyon Kuralları"nda, şirketlerin, tüm değiştime taleplerini karşılayabilmek amacıyla, her zaman yeterli "ihraç edilmemiş sermaye"ye sahip olmaları gerektiği yönünde hüküm yer almaktadır. Bu çerçevede, iki ülkenin kayıtlı sermaye sisteminde, ortaklığın çıkarılmış sermayesi ödenmiş ve ödenmemiş sermaye olarak ikili bir ayrıma tabi tutulmakta olup, çıkarılmış sermayenin tamamen ödenmemiş olması yeni pay ihracına engel teşkil etmez (Bahtiyar, 1996:36-38).

#### **3.1.2.4. Sermaye Artırımında Alternatif Yöntemler Karşısında SPK Mevzuatı**

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, raf kayıt yönteminin uygulanmasını engelleyici yönde herhangi bir hüküm bulunmamaktadır (Kurtay, 1992:35). Yukarıda uygulama esasları detaylı olarak incelenen şartlı sermaye sistemi ise, sabit sermaye sistemi kapsamında öngörülen bir düzenleme olup, TTK'nun özellikle 395 ve 412'nci madde hükümleri nedeniyle ülkemiz sermaye piyasasında, TTK hükümleri revize edilmediği veya SPK'na açık hüküm ilave edilmediği takdirde uygulama alanı bulamayacaktır. Bu noktada, halka açık şirketler için getirilmesi gereken çözüm önerisi, raf kayıt sistemi ve şartlı sermaye sisteminin sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlu hükümlerinin, gerçekleştirilecek değiştirilebilir tahvil ihraçları ile ilgili olarak birleştirilmesi ve Sermaye Piyasası Kanunu'na konu ile ilgili hükümlerin ilave edilmesi ile birlikte, işlem esaslarının tebliğ hükümleri ile belirlenmesidir;

◆ **Kanun'un 3'üncü maddesinin (f) bendinde, çıkarılmış sermaye, kayıtlı sermayeli ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleri olarak tanımlanmıştır.** 7'nci maddenin 4'üncü bendinde ise, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda, hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanıldığı ve bu halde TTK'nun 395'inci maddesinin 3'üncü cümlesi ile 412'nci maddesi hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilmektedir. Bu çerçevede, TTK'nun sermaye artırımının tescilinden önce çıkarılan hisse senetlerinin geçersizliğine ilişkin hükümleri uygulanmayacaktır.

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraçlarının, yukarıda belirtilen nedenler ile KSS'ndeki şirketler için uygulama şansı yüksektir. Bu nedenle değerlendirmenin kapsamını kayıtlı sermaye sistemindeki şirketler ile sınırlandırmak daha doğru olacaktır.

◆ Değiştime işlemi neticesinde teslim edilecek hisse senetlerinin ihracı, şirket yönetim kurulunca, amacı ve şartları açıkça belirtilmek suretiyle karara bağlanmalıdır.

◆ Değiştirilebilir tahvillerin yatırımcılar tarafından hisse senedine dönüştürülmesi talebi üzerine ihraç edilecek hisse senetleri, belirli bir yatırımcı kitlesi ile sınırlandırılacağından ve hissedarların yeni pay alma hakları kısıtlanacağından,

söz konusu ihraç halka arz değil, tahsisli satış kapsamında değerlendirilmelidir. Kurul'un Seri:I, No:26 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" nin 10'uncu maddesi gereğince, yurt içinde tahsisli satış durumunda, satışa Kurul kayıt tarihinden itibaren 15 gün içinde başlaması ve satışa başladıktan sonra bir hafta içinde tamamlanması zorunludur. Ayrıca, Tebliğ'in 4 no.lu ekinde, "Tahsisli Satış İçin Gerekli Belgeler" arasında, tahsisli satışlarda satınalacak kişileri ve bu kişilerin alacakları hisse senetlerinin nominal değeri ile satış bedellerini gösterir belge de yer almaktadır. Yukarıda ana hatları ile açıklanan raf kayıt yöntemi ve şartlı sermaye sisteminin değiştirilebilir tahvillere uyarlanabilmesini teminen, Tebliğ'in belirtilen hükümlerinin revize edilmesi gerekmektedir. Tahvillerin teslimi karşılığında elde edilecek hisse senetlerinin ihraç tarihi HDT ihraç tarihinde şirket tarafından kesin olarak belirlenemediğinden, 10'uncu maddede yer alan 15 günlük süre kısıtının kaldırılması ve ilk aşamada 1 yıllık bir süre ile sınırlandırılması uygun olacaktır. Bununla birlikte, değiştirilebilir tahvilleri iktisap eden kişiler ihraç sonrasında değişebileceğinden, nihai yatırımcıların bir listesinin başvuru öncesinde Kurul'a iletileceği hükmünün, değişime tarihi öncesinde iletileceği şeklinde değiştirilmesi gerekmektedir. Şirket'in Kurul tarafından kayda alınan hisse senetlerinin satışının öngörülen sürede tamamlanamaması halinde, satılmayan hisse senetleri iptal edilecektir.

Sermaye artırımını başvurusunun HDT ihraç başvurusu ile eş anlamlı yapılması, işlem kolaylığı sağlayacaktır. Bununla birlikte, değişim oranında meydana gelen değişiklikler nedeniyle, ek hisse senedi ihraç gündeme geldiği takdirde, Kurul'ca düzenlenen tüm kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmiş olması koşuluyla, ek talepler Kurul'ca hızlı bir şekilde sonuçlandırılmalıdır.

Ayrıca, Seri:I, No:26 Tebliği'nin 10'uncu maddesi ile getirilen, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıkların tahsisli olarak gerçekleştirecekleri satış işleminin Borsa'nın ilgili pazarında gerçekleştirilmesi zorunluluğuna ilişkin olarak, HDT ihraçları ile bağlantılı ihraç edilecek hisse senetleri için istisna getirilmesi, işlem yükünün azaltılması için gereklidir.

◆ Kanun'un kayıtlı sermayeye ilişkin 12'nci maddesinde, **çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senetleri çıkarılmayacağı** belirtilmektedir; Şirket'in, değişime süresi içerisinde yeni bir sermaye artırımını yapmak istemesi durumunda, söz konusu hüküm sorun teşkil edecektir. Yukarıda belirtilen hükmün HDT ihraçları için uygulanmamasını teminen Kanun'a istisna hükmü ilave edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

◆ Bölüm 3.1.2.3'de kısaca açıklanan ve İngiliz ve Amerikan sistemlerinde kabul gören "treasury stock" kavramı çerçevesinde, çıkarılmış sermayenin "ödenmiş" ve "ödenmemiş" sermaye olarak ikili bir ayrıma tabi tutularak HDT ihraçları ile ilişkilendirilmesi durumunda, şirket, Kurul kaydına alınan fakat satışı gerçekleştirilmemiş olan hisse senetlerini bünyesinde bulundurabilecektir. Bu konu ile

ilgili olarak, Kanun'da, tahviller ile değiştirilecek hisse senetleri için açık ifadelere yer verilmesi gerektiği dşnlmektedir. İlgili Kanun hükmünde ayrıca, değiştirilecek hisse senetlerinin tamamı değişime konu olmamış olsa dahi, şirketin yeni sermaye artırımını gerçekleştirebileceği ve henüz değiştirme talebi gelmediği için ortaklık tarafından muhafaza edilen hisse senetlerinin, amacı dışında hiçbir işlemde kullanılmaması gerektiği açıkça belirtilmelidir.

◆ SPKn'nun tescile açıklayıcı, bildirici bir işlev yüklediği dikkate alınarak, Bölüm 2.1.3.'de önerildiği üzere yatırımcılara 3 ayda bir değiştirme hakkı tanınması durumunda, şirketlerin 3 ayda bir, değişimi gerçekleştirilen hisse senedi tutarına ilişkin olarak tescile mesnet belge almak üzere Kurul'a başvurmaları ve söz konusu belgenin tescil işlemini gerçekleştirmeleri uygun olacaktır.

### **3.1.3. şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini İktisabı**

Türk Ticaret Kanunu'nun 329'uncu maddesi ile, şirketlerin hisse senetlerini geri almaları ve ellerinde bulundurmaları belirli istisnalar hariçinde yasaklanmıştır.<sup>6</sup>

şirket'in ihraç ettiği tahvillerin hisse senetleri ile değiştirilmesi talebini karşılayabilmesi, halihazırda sahip olduğu kendi hisse senetlerinin kullanımı ile oldukça kolaylaşmış olacaktır. şirketlerin kendi hisse senetlerini satın alabilmesinin, hisse senedi fiyatlarında istikrar sağlanması, hisse senedi piyasasına likidite kazandırılması, varant, HDT benzeri ortaklık hisse senetleri ile değiştirme veya talep hakkı veren araçların vadesinde talep edilecek hisse senetlerinin şirket tarafından temin edilebilmesini kolaylaştırması bağlamında mümkün kılınmasının gerektiği savunulmaktadır.

Doktrinde, şirketlerin kendi hisse senetlerini satın alabilmesinin, satın alınacak payların toplam nominal değerinin sermayenin belli bir oranını aşmaması, satın almada sadece şirket i kaynaklarının kullanılması, bilançonun pasifinde, payların maliyet bedeli tutarında yedek akçe ayrılması ve şirketin kendi paylarını iktisabı ile ilgili olarak bilanço dipnotları, izahname, faaliyet raporu ve özel durum açıklamaları yolu ile kamunun

---

<sup>6</sup> TTK'nun 329'uncu maddesi ile; 1) Hisse senetleri şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa; 2) Hisse senetleri şirketin kurulması veya esas sermayenin çoğaltılması dolayısıyla vaki olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi amacıyla devralınmışsa; 3) Hisse senetleri bir mamelekin veya işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber temellük edilmesi neticesinde şirkete geçmişse; 4) Hisse senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti esas mukaveleye göre şirket konusuna giren muamelelerden ise; 5) Hisse senetleri idare meclisi azaları, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılmış ise; 6) Temellük ivazsız ise, şirketin kendi hisse senetlerini temellük etmesi ve rehin olarak kabul etmesi mümkün kılınmıştır. Devralınan hisse senetleri 1 numaralı bentte yazılı halde derhal imha edilecek ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilecek, diğer hallerde ise bu senetler ilk fırsatta tekrar elden karılacaktır.

aydınlatılması koşulu ile mümkün kılınmasının uygun olacağı yönünde görüşler yer almaktadır (Çelikten, 1999:33).

Bununla birlikte, sözkonusu işlem, hisse senetlerinin piyasa kanalı ile elde edilmesi ve nominal bedelin üzerindeki fiyatlardan işlem gerçekleşmesi durumunda şirketin mali yapısı üzerinde bir yük oluşturacaktır. Yatırımcıların değiştirme kararı almalarında, hisse senedi fiyatının değişim fiyatının üzerinde gerçekleşmesi etkili olacağından, sözkonusu yük, hisse senedi iktisap tarihinin vadeye yakın olması durumunda artacaktır. Şirket'in belirtilen işlem nedeniyle reel anlamda zarar etmemesinin koşulu, hisse senetlerinin maliyetinin değiştirme fiyatının üzerinde olmamasıdır.

Ülkemizde şirketlerin kendi hisse senetlerini iktisap yasağına istisna teşkil eden Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. Özel Mevzuatı hakkında bilgiler Ek/2'de verilmektedir.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini iktisap etmesi yoluyla değişimin gerçekleştirilmesi yönteminin, maliyet kaygılarına rağmen, HDT ihraç edecek şirketlere bir seçenek olarak sunulması ve Kanun'a sadece tahvillerle değiştirilecek hisse senetleri ile sınırlı olarak hüküm eklenmesi uygun görülmektedir. Bu durumda, ilgili Kanun maddesinde ayrıca, şirketlerin kendi hisse senetlerini iktisabında şirket iç kaynaklarının kullanılması, satın alınabilecek hisse senetlerinin sermayenin belirli bir oranı ile sınırlandırılması, bu hisse senetlerinin değişim işlemi dışında hiçbir işlemde kullanılmaması ve şirket tarafından kamuyu aydınlatma dökümanlarında gerekli açıklamaların yapılması gerektiği yönünde hükümlere yer verilmelidir. Şirketin kendi hisse senetlerini satın alması ile ilgili rakamsal sınırlamaların Kurul tebliğleri ile belirlenmesi uygun olacaktır.

### **3.1.4. Hibrit HDT İhracı Suretiyle Değişirme İşleminin Gerçekleştirilmesi**

Çalışmanın 2.2.3. bölümünde incelenen hibrit HDT kavramı, bir şirketin diğer bir şirket hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracına işaret etmektedir. İlgili bölümde açıklandığı üzere, bu menkul kıymetlerin ihracının ihraççılar açısından risk taşımaması için ihraççı şirket ve tahvillerin hisse senetleri ile değiştirileceği şirketin grup şirketi olması veya ihraççı şirketin değişim sırasında verilecek hisse senetlerini uzun vadeli amaçlarla elinde bulunduruyor olması önem taşımaktadır. Örneğin, ihraççı şirketin bağlı ortaklığının hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracında, nominal bedeli üzerinden veya bedelsiz olarak iktisap edilen hisse senetlerinin maliyeti düşük olacaktır. Hibrit HDT ihracının, yukarıdaki koşulun sağlanması ile birlikte, değişim talebi ile ilgili hisse senetlerinin temini sorununa büyük ölçüde çözüm getireceği düşünülmektedir.

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller tasarruf sahiplerine, belirli koşullar altında, tahvili hisse senedi ile değiştirme hakkı sağlayan ve bu çerçevede kısmen sabit getirili menkul kıymet ve kısmen hisse senedi niteliği taşıması nedeniyle finans literatüründe “hibrit” menkul kıymetler grubuna dahil edilen sermaye piyasası araçlarıdır.

HDT'nin uluslararası sermaye piyasalarında gittikçe artan bir öneme sahip olmasının öncelikli nedeni, yatırımcılara sabit getirili menkul kıymetler ile hisse senetlerinin sağladığı avantajları bir arada sunabilmesidir. HDT, sahibine; değiştirme hakkı kullanılmaya kadar, bir tahvil olarak sağladığı yararların yanında, hisse senetlerini iktisap hakkı da vermekte ve borçlanma araçlarının içerdiği gelir güvencesi ve değer koruma fonksiyonu ile hisse senetlerinin büyüme potansiyelini aynı anda sunmaktadır. HDT ihracının ihraççı kuruluşlara getirdiği avantajları ise, hisse senetlerini, değiştirme opsiyonunun da değerlendirilmesi ile birlikte yüksek primli fiyattan satmak ve değiştirme işlemi öncesinde düşük maliyetle fon temin etmek şeklinde ana başlıklar altında toplamak mümkündür.

Ülkemizde, yatırımcılar ve ihraççılara yönelik çeşitli avantajlar getiren hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller için herhangi bir piyasa oluşumu henüz mevcut değildir. Bu durumun başlıca nedeni, özel sektör borçlanma senetleri piyasası için geçerli olan talep yetersizliğinin, HDT piyasasına yansımadır. Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranlarının yatırımcıları tatmin eder ölçüde yüksek olması, minimum risk içermesi, şirketlerin mali yükümlülüklerini karşılama gücünün yatırımcılarca sağlıklı olarak ölçülememesi ve benzeri nedenlerle, tasarruf sahipleri yatırımlarını, yüksek getirili ve gelir güvencesi sunan devlet iç borçlanma senetleri ile hisse senedi piyasasına yönlendirmektedirler. Bununla birlikte, sabit getirili menkul kıymetlere kıyasla daha yüksek kazanç beklentisine konu olan hisse senedi fiyatları, özellikle makro politikadaki değişim ve piyasanın yeterli derinliğe sahip olmaması nedeniyle sık dalgalanma gösterdiğinden, sağlıklı bir HDT piyasasının oluşumu ülkemiz için bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmaktadır.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraç sürecinin geliştirilmesine yönelik öneriler, yatırımcılar ve ihraççı şirketler açısından ayrı ayrı ele alınmalıdır. Bu çerçevede, yatırımcılar için önem taşıyan husus, değiştirme opsiyonu bedeli olarak, diğer sabit getirili menkul kıymetlere kıyasla daha düşük getiriye katlanmak durumunda kalan yatırımcıların, senedin avantajlarından faydalanmalarına engel teşkil edebilecek ihraç hükümlerinin önlenmesidir.

İhraççı şirketler açısından konunun incelenmesi aşamasında ise, ihraç sürecini zorlaştırıcı ve mevcut hissedarların kazanılmış haklarına hanel getirecek düzenlemelerin veya eksikliklerin gözden geçirilmesi gerekmektedir.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracına ilişkin esaslar Kurul tarafından, Seri:II, No:15 “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir.

A- Tebliğ’in yatırımcılar açısından yeterli güvenceyi ve avantajları içermesini teminen aşağıda belirtilen hususlara açıklık getirilmesi ve Tebliğ hükümlerinde gerekli revizyonların yapılması uygun olacaktır;

A-1. Tebliğ’in 4’üncü maddesinde, HDT’nin vadesinin 2 yıldan az, 7 yıldan çok olamayacağı, HDT’lerin hisse senetleriyle değiştirilmesinin vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabileceği ve HDT’lerin faiz ödemelerinin yılda bir defa kuponlara bağlı olarak yapılabileceği hükme bağlanmıştır;

◆ Uzun vadeli sermaye piyasası araçlarının, piyasalardaki kısa dönemli değişkenlik nedeniyle talep görmediği ve HDT’nin tahvilden farklı olarak hisse senedi ile doğrudan ilgili bir araç olduğu dikkate alındığında vadenin en az 1 yıl olacak şekilde belirlenmesi daha uygun olacaktır. Seri:II, No:13 “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” nin, tahvillerin vadesinin 2 yıldan az olamayacağına ilişkin 8’inci maddesi hükmüne değiştirilebilir tahviller için bu yönde istisna getirilmelidir. Böylelikle hisse senedi fiyatlarının düşüş eğilimine girmesi durumunda yatırımcıların fırsat maliyetinin yükselmesi önlenecektir.

◆ Hisse senetleriyle değiştirme işleminin, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken iki yıl sonra yapılabileceği hükmü, yukarıda belirtilen neden ile sakıncalı bulunmaktadır.

◆ Yurt dışı uygulamalarında kupon ödemeleri, çok büyük bir çoğunlukla 6 ayda bir gerçekleşmekte olup, faiz ödemelerinin yılda bir kez yapılabileceğinin öngörülmesi, ülkemizde ihraç edilecek değiştirilebilir tahvillerin rekabet gücünü azaltan bir etkidir.

Ayrıca, Kurul’un Seri:II, No:13 “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” nin 14’üncü maddesi gereğince, tahvillere ödenecek faiz ve bununla ilgili esaslar tahvil metni, izahname ve sirkülerde açıkça belirtilmek koşuluyla ihraççılarınca belirlenir. Faiz ödemeleri 3 ayda bir, 6 ayda bir veya yılda bir defada kuponlara bağlı olarak yapılabilir. Aynı Tebliğ’in 15’inci maddesine göre ihraççıların faiz belirleme usul ve esasları izahname, sirküler ve tahvil metninde açıkça gösterilmek kaydıyla değişken faizli tahvil ihraç edebilirler. Değişken faiz ödemeleri de 3 aylık, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibarıyla yapılabilir.

Seri:II, No:13 Tebliği'nin faiz oranlarına ilişkin hükümleri, ihracılar için yeterli esnekliği sağlamakta olup, Seri:II, No:15 Tebliği hükümlerinin de bu çerçevede revize edilmesi gerekmektedir.

**A-2.** İhracı şirketlerin, tahviller ile değiştirilecek hisse senetlerinin değerini olumsuz etkileyecek nitelikte işlemlerinin önlenmesi ve ihraca ilişkin kamuyu aydınlatma dökümanlarında, anılan hususlarda açık taahhütlere yer verilmesi gerekmektedir;

Tebliğ'in değiştirme oranının düzeltilmesine ilişkin 6'ncı maddesinde, ihraç edilen HDT'lerin vadesi içerisinde, nakit sermaye artırımlarında yeni pay alma hakkının piyasa fiyatının altında kullanılması ve/veya bedelsiz sermaye artırımını nedeniyle hisse senedi fiyatının düşmesi halinde, değiştirme oranının düzeltilme esaslarının HDT ihracına ilişkin izahname ve sirkülerde belirtileceği ve değiştirme oranının HDT'nin vadesi içinde yapılacak bütün sermaye artırımlarında hesaplanacağı belirtilmektedir. Tebliğ'in 6'ncı maddesi metninin, hisse senedinin piyasa değerinin altında gerçekleştirilen tüm hisse senedi ve hisse senedine bağlı menkul kıymet ihraçlarını (HDT vb.) ve finansal işlemleri kapsamaları gerekmektedir. Spesifik olarak, birleşme ve devralmalar sırasında hisse senedinin değerinde meydana gelebilecek düşüşler ile ilgili olarak Tebliğ'in 6'ncı maddesine hüküm eklenmesi uygun olacaktır. HDT'nin hisse senedi ile doğrudan ilgili bir enstrüman olması sebebiyle, şirket hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde etki yaratabilecek menkul kıymet ihraçlarının ve birleşme-devir işlemlerinin HDT sahiplerinin onayına sunulması ve kendilerine sözkonusu menkul kıymet ihraçlarına katılım hakkı tanınması öngörülebilir.

Ayrıca yukarıda belirtilen hususlar dışında bir diğer önemli konu, yurtdışı uygulamalarında ihracın başarısını artıran etkenler arasında, **değiştirme fiyatının, izahnamede belirtilen tarihlerde revize edileceği** ve bu revizyonun yalnızca fiyatı bir önceki değiştirme fiyatının altında bir fiyata düşürmek amacıyla yapılabileceği yönündeki hükümlerin ihraca ilişkin dökümanlarda yer almasıdır. Böylelikle tahvil sahiplerinin hisse senedi piyasalarında, yeni ihraçlar dışındaki nedenlerle (sistemik riskler, şirket riski, faiz oranlarındaki değişimler vb.) yaşanan düşüşlerden olumsuz etkilenmeleri önlenmektedir.

Değiştirme fiyatında yapılacak ayarlamalar için bir alt limit tesis edilmesi örneğin bir önceki değiştirme fiyatının veya ilk değiştirme fiyatının belli bir oranı ile sınırlandırılması suretiyle riskin ihracı ve yatırımcı arasında paylaşılması uygun olacaktır. Aksi halde hisse senedi ihracı öngörülen tutarın üzerinde gerçekleşerek hisse senedi fiyatının "sulandırma" etkisi ile düşmesine ve pay başına karlılık oranlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olacaktır.

**A-3.** Tebliğ'in 7'nci maddesinde, " HDT'ler vade bitiminde bir defada hisse senetleri ile değiştirilebilir. HDT'ler, ilk taksidi vadenin başlangıç tarihinden itibaren



*en erken ikinci yılın sonuna, son taksidi ise HDT vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde, yıllık eşit taksitlerle de hisse senetleri ile değiştirilebilir. İtfa planı uyarınca yıllık eşit taksitlerle değiştirilecek HDT'ler noter huzurunda çekilecek kur'ayla belirlenir ve bu Tebliğ'in 9'uncu maddesinde belirtilen şekilde HDT sahiplerine duyurulur... İtfa edilecek HDT'lerin sahipleri değiştirme süresi içinde bu haklarını, HDT'lerini hisse senetleri ile değiştirmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak üzere kullanırlar." hükmü yer almaktadır.*

Yalnızca vade sonunda değiştirme opsiyonu ile itfa planına bağlı değiştirme ve noter huzurunda yapılacak çekiliş yöntemi, hisse senedi piyasalarında oluşabilecek hızlı değişimler karşısında, yatırımcıların pozisyon almalarını önleyecektir. Tasarruf sahipleri, hisse senedi ile değiştirme opsiyonunun sahip olduğu değer nedeniyle daha düşük faiz ödemesine rıza göstereceklerinden, ilgili hisse senedi fiyatının düşüş trendine girmesi durumunda, kendi tercihleri dışında ve beklemedikleri tarihlerde itfaya zorlanmış olabileceklerinden, fırsat maliyeti oldukça yüksek olacaktır.

İhraççı şirketlerin değişim sonucu verilecek hisse senetlerinin temini ile ilgili zamanlama sorununun çözümlenmesi ile birlikte, HDT sahiplerine 3 ayda bir değiştime hakkının tanınması ve bu hakkın tüm değiştirilebilir tahvilleri kapsamı, dinamik bir piyasanın oluşumuna katkıda bulunacaktır.

**A-4.** Tebliğ'in 8'inci maddesi, HDT'lerin, vadenin başlangıç tarihinden itibaren 2 yıl sonra ve devamındaki faiz ödeme tarihlerinde, ortaklığın talebine bağlı olarak hisse senetleri ile değiştirilebileceğini öngörmüştür.

Anılan hüküm, Tebliğ'in en fazla eleştiri gerektiren hükümlerinden biridir. Yurtdışındaki uygulamalar ve düzenlemelerin incelenmesinden, ihraçların, yatırımcıların "alım" opsiyonundan korunmalarını sağlayan şartları içerdiği görülmektedir. Söz konusu önlemler "Katı Koruma" ve "İlimli Koruma" olmak üzere, ikili bir ayrıma tabi tutulabilmektedir. Katı koruma uygulanması durumunda, ihraççının belirli bir süre değiştirme talebinde bulunması yasaklanmakta diğer koruma önleminde ise, ihraççının talebine bağlı değiştirme işlemi belli şartlar altında mümkün olmaktadır. Örneğin hisse senedinin cari piyasa fiyatının değiştirme fiyatının belli bir oranda üzerinde gerçekleşmesi ve bu durumun belirli bir süre devam etmesi halinde ihraççı alım hakkını kullanabilir. Bu çerçevede, Tebliğ'e anılan hususta hüküm ilave edilmesi, tasarruf sahipleri için güvence unsuru olacaktır. Yurtdışında gerçekleştirilen ihraçlarda "katı koruma" uygulandığında, alım opsiyonuna ilişkin kesin kısıtlama süresi 2-3 yıl olarak belirlenmektedir. "İlimli koruma" uygulandığında ise, alım opsiyonunun kullanılması, hisse senedinin piyasa fiyatının değiştirme fiyatının %20-30 oranında üzerinde olması ve bu durumun son 20-30 işlem gününde devam etmesi koşuluna bağlanmaktadır. Tebliğ'de HDT'nin en erken 2'nci yılın sonunda hisse senetleri ile değiştirilebileceği hükme bağlanmış olduğundan fiilen 2 yıl koruma süresi öngörülmüş olmaktadır. Bununla birlikte çalışmamız kapsamında getirilen öneride vade en az bir yıl olarak

öngöröldüğünden, Tebliğ'in alım opsiyonuna ilişkin hükümlerinin revize edilmesi durumunda, ilk aşamada kesin kısıtlama süresinin 1 yıl olarak belirlenmesi, alım opsiyonu kullanımının ise hisse senedinin piyasa fiyatının son 20 iş günü süresince değiştirme fiyatının %20 üzerinde gerçekleşmesi şartına bağlanması uygun olacaktır. Piyasa koşullarının gerektirmesi halinde sözkonusu süre ve oranlarda değişiklik yapılması mümkündür.

**A-5.** Tebliğ'in 10'uncu maddesinde, izahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla, vade başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yılın sonundaki veya sonrasındaki faiz ödeme tarihlerinde HDT sahiplerinin talebine bağlı olarak HDT'lerin hisse senetleriyle değiştirilebileceği belirtilmektedir.

İhraççı şirketlerin değişim sonucu verilecek hisse senetlerinin temini ile ilgili zamanlama sorununun çözümlenmesi halinde, HDT sahiplerine 3 ayda bir değişime hakkının tanınması uygun olacaktır.

**B-** Şirketler açısından işlemlerin gereğince hızlı ve düşük maliyetle yürümesini ve tahvillerin hisse senetleri ile değiştirilmesi durumunda mevcut hissedarların mağdur olmamasını teminen, aşağıda belirtilen hususların değerlendirilmesi gerekmektedir;

**B-1.** Sermaye Piyasası Mevzuatında, hissedarların ihraç edilmesi planlanan değiştirilebilir tahvillere ilişkin öncelikli alım hakkı düzenlenmemiştir. Bununla birlikte, değiştirilebilir tahviller, hisse senedi ihraççı ile doğrudan bağlantılı bir enstrüman olmaları nedeniyle, değiştirme işleminin gerçekleşmesi ile birlikte şirketin ortaklık yapısının değişimine neden olmaktadır. Bu çerçevede, değiştirme talepleri ile ilgili olarak gerçekleşmesi muhtemel sermaye artırımına dikkate alındığında, hissedarlara HDT ihraçında öncelikli alım hakkı tanınmasının gerekli olduğu düşünülmektedir. Bununla birlikte, öncelikli alım hakkının sınırlandırılmasına ilişkin şartlar Tebliğ hükümleri ile belirlenmelidir.

**B-2.** Literatürde diğer bir şirketin hisse senetleri ile değiştirilmek üzere ihraç edilen tahviller "exchangeable bond" veya "hybrid convertible bond" olarak isimlendirilmektedir. Tebliğ'de bir şirketin diğer bir şirket hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihraçına ilişkin özel bir hüküm yer almamakla birlikte, Tebliğ'in 3'üncü maddesinde "*HDT'ler ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça HDT ile değiştirilmek üzere artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.*", 7'nci maddede ise "*Ortaklık değiştirilecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak, hisse senetlerini, değiştirmek üzere HDT sahiplerine arz eder...*" hükümleri yer almaktadır. Anılan hükümler gereğince, başka bir ortaklığın hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihraççı mümkün değildir.

Hibrit HDT ihracının ihraççılar açısından risk taşımaması için ihraççı şirket ve tahvillerin hisse senetleri ile değiştirileceği şirketin grup şirketi olması veya ihraççı şirketin değişim sırasında verilecek hisse senetlerini uzun vadeli amaçlarla elinde bulunduruyor olması önemlidir. Hisse senetlerinin HDT ihracı ile bağlantılı olarak ve nominal değerinin üzerinde bir fiyat ile piyasadan satın alınması halinde, değişime tarihinde, piyasa fiyatının değiştirme fiyatının altında gerçekleşmesi ile birlikte, yatırımcıların ifta yönünde tercihlerini kullanmaları, şirketin değiştirme amacıyla iktisap ettiği ve değeri düşen hisse senetleri nedeniyle belli bir zarara uğramasına yol açacaktır. Örneğin, bir holding şirketin bağlı ortaklığının hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracında, nominal bedeli üzerinden veya bedelsiz olarak iktisap edilen hisse senetlerinin holdinge maliyeti düşük olacak, ayrıca sermaye ve yönetim yapılarının aynı olması nedeniyle her iki şirketin risk ve performansı da paralel olduğundan, yatırımcıların menkul kıymet ve ilgili şirketlere ilişkin değerlendirmeleri komplike olmayacaktır.

C- Vade tarihi itibarıyla, koşulların gerektirmesi neticesinde, senet bedelinin geri ödenmesi yerine hisse senedi ile değişimin tercih edilmesi durumunda, ihraççı şirket tarafından yatırımcılara verilecek hisse senetlerinin temini, farklı yöntemlerin kullanımını ve çeşitli sorunları beraberinde getirmektedir.

Mevcut Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde uygulama alanı bulan “Esas Sermaye Sistemi” ve “Kayıtlı Sermaye Sistemi” ile birlikte, çeşitli ülkelerin sermaye piyasası mevzuatında benimsenen ve ülkemizde gerçekleştirilen teorik çalışmalar ile inceleme kapsamına alınan “Şartlı Sermaye Sistemi”, ”Raf Kayıt Sistemi” “Treasury Stock”, “Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini İktisabı” ve “Hibrit HDT İhracı”nın, hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracı ile ilişkilendirilmek üzere, değerlendirilmesi gerekmektedir. Hisse senetlerinin temininde sermaye artırımını dışında bir yöntemin gündeme gelmesi ile birlikte, Tebliğ’in 3’üncü ve 7’nci madde hükümlerinin HDT ihracı ile bağlantılı olarak yalnızca sermaye artırımını öngördüğü dikkate alınarak, başka bir yöntemin kullanılmasını teminen ilgili Tebliğ hükümlerinin genişletilmesi gerektiği açıktır;

Hisse senetlerinin temininde yaşanabilecek sorunların en önemli nedeni, yatırımcıların geri ödeme veya değişim tecihlerinin, vade veya değişime tarihi öncesinde belli olmaması, bu çerçevede, ihraççı şirketin oluşan duruma göre pozisyonunu netleştirmesinin, piyasa koşullarının gerektirdiğinin çok üzerinde zaman alabilmesidir. Söz konusu problemin, kayıtlı sermaye sisteminin kabulü ile bir ölçüde aşılması beklenmekle birlikte, Kurul’a kayıtlı sermaye sistemi kapsamında yapılan sermaye artırımını başvurularının sonuçlandırılmasına ilişkin sürenin, dinamik bir sürece sahip olması gereken hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracılarının gerektirdiği ölçüde kısa olmadığı açıktır. Örneğin Bölüm 2.1.2.’de belirtildiği üzere, Londra Borsası’nda değiştirme süresi, değiştirme taleplerinin tesliminin son gününden itibaren 14 gündür.

**C-1.** Raf kayıt, bir firmanın gelecekteki belli bir süre içerisinde makul olarak satmayı beklediği bütün menkul kıymetlerini kayıt ettirmesine ve belirlenen süre içerisinde damla ve/veya yığın halinde satmasına olanak veren bir kayıt yöntemidir. Buradaki “kayıt” kelimesi menkul kıymetlerin ihracı için ilgili kuruluştan izin alınması anlamındadır. Şartlı sermaye sisteminde ise, sermaye artırımını genel kurul kararı ile belirli koşullara bağlanmakta ve belirli bir yatırımcı kitlesi ile sınırlandırılmakta olup, yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmekte ve sermaye artırımını sürecinin hızlı olması ve artırımın belirli koşullar altında gerçekleşmesi nedeniyle sabit sermaye sisteminden ayrılmaktadır. Diğer taraftan sistemin kayıtlı sermaye sisteminden farkı, kayıtlı sermaye sisteminde artırımın yönetim kurulu kararıyla gerçekleşmesi ve artırım koşullarının yönetim kurulu tarafından belirlenmesidir. Normal sermaye artırımında payların taahhüdü için bir zaman sınırı sözkonusu iken, şartlı sermaye sisteminde böyle bir sınırlama öngörülmemiştir. Değiştirilebilir tahvil sahipleri senedin vadesi içinde ve izahnamede belirtilen şartlar dahilinde diledikleri zaman hisse senetlerini talep edebilirler. Bununla birlikte genel kurulda kararlaştırılan şartlı sermaye artırımının mutlaka gerçekleştirilmesi veya kararlaştırılan tutarda gerçekleştirilmesi zorunlu değildir. Şartlı sermaye sistemi, değiştirmede kullanılacak hisse senetlerinin teminini kolaylaştırdığından, değiştirilebilir tahvil ihracını pratikte mümkün kılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu’nda, raf kayıt yönteminin uygulanmasını engelleyici yönde herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Yukarıda uygulama esasları detaylı olarak incelenen şartlı sermaye sistemi ise, sabit sermaye sistemi kapsamında öngörülen bir düzenleme olup, TTK’nun özellikle 395 ve 412’nci madde hükümleri nedeniyle ülkemiz sermaye piyasasında, TTK hükümleri revize edilmediği veya SPKn’na açık hüküm ilave edilmediği takdirde uygulama alanı bulamayacaktır. Bu noktada, halka açık şirketler için getirilmesi gereken çözüm önerisi, raf kayıt sistemi ve şartlı sermaye sisteminin sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlu hükümlerinin, gerçekleştirilecek değiştirilebilir tahvil ihraçları ile ilgili olarak birleştirilmesi ve Sermaye Piyasası Kanunu’na konu ile ilgili hükümlerin ilave edilmesi ile birlikte, işlem esaslarının tebliğ hükümleri ile belirlenmesidir;

◆ **Kanun’un 3’üncü maddesinin (f) bendinde çıkarılmış sermaye, kayıtlı sermayeli ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleri olarak tanımlanmıştır.** 7’nci maddenin 4’üncü bendinde ise, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanıldığı ve bu halde TTK’nun 395’inci maddesinin 3’üncü cümlesi ile 412’nci maddesi hükümlerinin uygulanmayacağı hükmü yer almaktadır. Bu çerçevede TTK’nun sermaye artırımının tescilinden önce çıkarılan hisse senetlerinin geçersizliğine ilişkin hükümleri uygulanmayacaktır.

◆ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihraçlarının, yukarıda belirtilen nedenler ile KSS’ndeki şirketler için uygulama şansı yüksektir. Bu nedenle değerlendirmenin kapsamını kayıtlı sermaye sistemindeki şirketler ile sınırlandırmak daha doğru olacaktır.

◆ Değiştime işlemi neticesinde teslim edilecek hisse senetlerinin ihracı, şirket yönetim kurulunca, amacı ve şartları açıkça belirtilmek suretiyle karara bağlanmalıdır.

◆ Değiştirilebilir tahvillerin yatırımcılar tarafından hisse senedine dönüştürülmesi talebi üzerine ihraç edilecek hisse senetleri, belirli bir yatırımcı kitlesi ile sınırlandırılacağından ve hissedarların yeni pay alma hakları kısıtlanacağından, sözkonusu ihraç halka arz değil, tahsisli satış kapsamında değerlendirilmelidir. Kurul'un Seri:I, No:26 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği" nin 10'uncu maddesi gereğince, yurt içinde tahsisli satış durumunda, satışa Kurul kayıt tarihinden itibaren 15 gün içinde başlaması ve satışa başladıktan sonra bir hafta içinde tamamlanması zorunludur. Ayrıca, Tebliğ'in 4 no.lu ekinde, "Tahsisli Satış İçin Gerekli Belgeler" arasında, tahsisli satışlarda satılacak kişileri ve bu kişilerin alacakları hisse senetlerinin nominal değeri ile satış bedellerini gösterir belge de yer almaktadır. Yukarıda ana hatları ile açıklanan raf kayıt yöntemi ve şartlı sermaye sisteminin değiştirilebilir tahvillere uyarlanabilmesini teminen, Tebliğ'in belirtilen hükümlerinin revize edilmesi gerekmektedir. Tahvillerin teslimi karşılığında elde edilecek hisse senetlerinin ihraç tarihi HDT ihraç tarihinde şirket tarafından kesin olarak belirlenemediğinden, 10'uncu maddede yer alan 15 günlük süre kısıtının kaldırılması ve ilk aşamada 1 yıllık bir süre ile sınırlandırılması uygun olacaktır. Bununla birlikte, değiştirilebilir tahvilleri iktisap eden kişiler ihraç sonrasında değişebileceğinden, nihai yatırımcıların bir listesinin başvuru öncesinde Kurul'a iletileceği hükmünün, değiştime tarihi öncesinde iletileceği şeklinde değiştirilmesi gerekmektedir. Şirket'in Kurul tarafından kayda alınan hisse senetlerinin satışının öngörülen sürede tamamlanamaması halinde, satılmayan hisse senetleri iptal edilecektir.

Sermaye artırımını başvurusunun HDT ihraç başvurusu ile eş anlı yapılması işlem kolaylığı sağlayacaktır. Bununla birlikte, değişim oranında meydana gelen değişiklikler nedeniyle, ek hisse senedi ihracı gündeme geldiği takdirde, Kurul'ca düzenlenen tüm kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilmiş olması koşuluyla, ek talepler Kurul'ca hızlı bir şekilde sonuçlandırılmalıdır.

Ayrıca, Seri:I, No:26 Tebliği'nin 10'uncu maddesi ile getirilen, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıkların tahsisli olarak gerçekleştirecekleri satış işleminin Borsa'nın ilgili pazarında gerçekleştirilmesi zorunluluğuna ilişkin olarak, HDT ihraçları ile bağlantılı ihraç edilecek hisse senetleri için istisna getirilmesi, işlem yükünün azaltılması için gereklidir.

◆ Kanun'un kayıtlı sermayeye ilişkin 12'nci maddesinde, **çıkarılan hisse senetleri tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe yeni hisse senetleri çıkarılmayacağı** belirtilmektedir; Şirket'in, değiştime süresi içerisinde yeni bir sermaye artırımını yapmak istemesi durumunda, sözkonusu hüküm sorun teşkil edecektir.

Yukarıda belirtilen hükmün, HDT ihracı için uygulanmamasını teminen Kanun'a istisna hükmü ilave edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

◆ Bölüm 3.1.2.3'de kısaca açıklanan ve İngiliz ve Amerikan sistemlerinde kabul gören "treasury stock" kavramı çerçevesinde, çıkarılmış sermayenin "ödenmiş" ve "ödenmemiş" sermaye olarak ikili bir ayrıma tabi tutularak HDT ihracı ile ilişkilendirilmesi durumunda, şirket, Kurul kaydına alınan fakat satışı gerçekleştirilmemiş olan hisse senetlerini bünyesinde bulundurabilecektir. Bu konu ile ilgili olarak, Kanun'da tahviller ile değiştirilecek hisse senetleri için açık ifadeler yer verilmesi gerektiği düşünülmektedir. İlgili Kanun hükmünde ayrıca, değiştirilecek hisse senetlerinin tamamı değişime konu olmamış olsa dahi, şirketin yeni sermaye artırımını gerçekleştirebileceği ve henüz değişime talebi gelmediği için ortaklık tarafından muhafaza edilen hisse senetlerinin, amacı dışında hiçbir işlemde kullanılmaması gerektiği açıkça belirtilmelidir.

◆ SPKn'nun tescile açıklayıcı, bildirici bir işlev yüklediği dikkate alınarak, Bölüm 2.1.3.'de önerildiği üzere yatırımcılara 3 ayda bir değiştirme hakkı tanınması durumunda, şirketlerin 3 ayda bir değişimi gerçekleştirilen hisse senedi tutarına ilişkin olarak tescile mesnet belge almak üzere Kurul'a başvurmaları ve sözkonusu belgenin tescil işlemini gerçekleştirmeleri uygun olacaktır.

**C-2.** Şirketlerin kendi hisse senetlerini satın alması, TTK'nun 329'uncu maddesi hükümleri gereğince, belirli istisnalar haricinde mümkün değildir. Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller karşılığında verilecek hisse senetlerinin şirket aktifinde bulundurulabileceği yönünde SPKn'na hüküm eklenmesi durumunda dahi, sözkonusu işlem şirket için maliyetli olabilecektir. Şirket'in belirtilen işlem nedeniyle reel anlamda zarar etmemesinin koşulu, hisse senetlerinin maliyetinin değiştirme fiyatının üzerinde olmamasıdır.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini iktisap etmesi yoluyla değişimin gerçekleştirilmesi yönteminin, maliyet kaygılarına rağmen, HDT ihraç edecek şirketlere bir seçenek olarak sunulması ve Kanun'a sadece tahvillerle değiştirilecek hisse senetleri ile sınırlı olarak hüküm eklenmesi uygun görülmektedir. Bu durumda, ilgili Kanun maddesinde ayrıca, şirketlerin kendi hisse senetlerini iktisabında şirket iç kaynakların kullanılması, satın alınabilecek hisse senetlerinin sermayenin belirli bir oranı ile sınırlandırılması, bu hisse senetlerinin değişim işlemi dışında hiçbir işlemde kullanılmaması ve şirket tarafından kamuyu aydınlatma dökümanlarında gerekli açıklamaların yapılması gerektiği yönünde hükümlere yer verilmelidir. Şirketin kendi hisse senetlerini satın alması ile ilgili rakamsal sınırlamaların Kurul tebliği ile belirlenmesi, uygun olacaktır.

**C-3.** Hibrit HDT kavramı, bir şirketin diğer bir şirket hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracına işaret etmektedir. İhraççı şirket ve tahvillerin hisse senetleri ile değiştirileceği şirketin grup şirketi olması veya ihraççı şirketin değişim sırasında verilecek hisse senetlerini uzun vadeli amaçlarla elinde bulunduruyor olması, örneğin ihraççı şirketin, bağlı ortaklığının hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvil ihracında, nominal bedeli üzerinden veya bedelsiz olarak iktisap edilen hisse senetlerinin kullanılması durumunda, hisse senedi temin maliyetinin düşeceği ve zamanlama sorununun çözüleceği dikkate alınarak, hibrit HDT ihracının Tebliğ hükümleri ile mümkün kılınması uygun olacaktır.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR:

ALDRED, Peregrine

1987 Convertibles and Warrants, Euromoney Publications, London.

BAHTİYAR, Mehmet

1996 Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.

BÖSCH, Rene ve WÜRSCH, Daniel A.

1992 Swiss Corporation Act, Schulthess Polygraphischer Verlag, Zürich.

CALAMOS, John P.

1998 Convertible Securities, Revised Edition, McGraw Hill Companies Inc., New York.

CONNOLY, Kevin B.

1998 Pricing Convertible Bonds, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex.

FAERBER, Esme

1993 All About Bonds, Irwin Professional Publishing, Chicago.

KUBİLAY, Huriye

1986 Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, Ankara.

MCGUIRE, R.Simon

1990 The Handbook of Convertibles, Woodhead-Faulkner (Publishers) Limited, Cambridge.

NODDINGS, Thomas C.

1991 Convertible Bonds, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois.

PHILIPS, George A.

1997 Convertible Bond Markets, Macmillan Press Ltd., London.

POROY, Reha; TEKİNALP, Ünal ve ÇAMOĞLU, Ersin

1995 Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.



REDMAYNE, Julian

1995 “Convertibles, An International Perspective”, Euromoney Publications, London

SCHNEIDER, Hannes -HEIDENHAIN, Martin

1996 “The German Stock Corporation Act”, Kluwer Law International, The Hague.

### **MAKALELER VE ARAŞTIRMA RAPORLARI**

ANDERSON, James

1997 “Winning Over Converts”, Black Enterprise, Vol 27, Issue 7, February.

BAHTİYAR, Mehmet

1996 “Anonim Ortaklıkta Sermaye Artırımının Tescili ve Tescilin İşlevi” Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt 18, Sayı 4, s.11-31, Aralık.

BARRA NEWSLETTER

1989 “The Japanese Convertible Bond Market”, [www.barra.com](http://www.barra.com)

ÇELİKTEN, Dilek

1999 “Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabı”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.

EDERINGTON, Louis H.- CATON, Gary L.

1997 “To Call or Not to Call Convertible Debt”, Financial Management, Vol 26, Issue 1, Spring

FEDERAL FILINGS BUSINESS NEWS- CONVERTIBLES ONLINE

1998 “Convertible Securities Review and Outlook: Interest Rate Cut Means Double Boost For Converts”, [www.fedfil.com/rate1.htm](http://www.fedfil.com/rate1.htm)

HYLTON, Richard D.- BARLYN, Suzanne

1995 “How to Get High Yields Plus Growth Potential”, Fortune, Vol 131, Issue 1, January.

KARAYALÇIN, Yaşar

1993 “İsviçre Borçlar Kanunu’nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Yapılan Değişiklikler” Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt 17, Sayı 1, s.1-48, Haziran.

KURTAY, Selma

1992 “Raf Kayıt ve Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.

LIM, Paul J.

1998 “Can’t Stand The Volatility in Tech Stocks? Try Convertible Bonds’ Smoother Ride”, Money, Vol 27, Issue 6, June.

MERRILL LYNCH CORPORATE CLIENT STRATEGIES GROUP

1999 “ The Introduction of Equity Linked Products in the Middle Eastern Region”, April.

MERRILL LYNCH GLOBAL CONVERTIBLES RESEARCH DEPARTMENT

1999 “ Convertibles, A Comprehensive Introduction to International Convertibles”, March.

POROY, Reha

1964 “Değiştirilebilir Tahviller”, Ord. Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’e Armağan, Ankara Üniversitesi Yayınları No:197, Ankara.

ÜNAL, Oğuz Kürşat

1998 “Sermaye Piyasalarında Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller” Yaklaşım Dergisi, Sayı 69, s.31-39, Eylül.

#### **YARARLANILAN MEVZUAT**

- ◆ Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı
- ◆ Türk Ticaret Kanunu
- ◆ Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu
- ◆ İsviçre Borçlar Kanunu
- ◆ Londra Borsası Kotasyon Kuralları
- ◆ SEC Mevzuatı

## **EK DİZİNİ**

**EK/1:** Petkim Petrokimya Holding A.Ş. Adına KOİ ve Medya Holding Int Ltd. Tarafından Gerçekleştirilen Hibrit HDT İhraçları

**EK/2:** Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. Özel Mevzuatı

**PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş. ADINA KOİ VE MEDYA HOLDİNG INT LTD. TARAFINDAN GERÇEKLEŞTİRİLEN HİBRİT HDT İHRAÇLARI**

**A- PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş. ADINA KOİ TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER**

01.07.1987 tarihinde Petkim Petrokimya Holding A.Ş. (Petkim) adına, iki tür dövizde endeksli değiştirilebilir tahvil ihraç edilmiştir. Değiştirilebilir tahviller 29 milyon \$ ve 52 milyon DM tutarında olup 3 yıl vadeli. İhraç sırasında aşağıdaki hususlar hükme bağlanmıştır;

- 3 yıllık vadenin son gününde tahvilleri ellerinde bulunduranlar; isterlerse o günkü TCMB efektif alış kuru üzerinden hesap edilecek TL karşılığını alabilecekler veya piyasa fiyatının %10 altında bir fiyat üzerinden, Petkim hisse senetleri ile değiştirebileceklerdir.

- Petkim tahvillerin itfasını vade tarihinde KOİ vasıtasıyla gerçekleştirecektir.

- Bu işlemlerin gerçekleştirilmesi için yeni hisse senedi ihraç edilmeyecek, KOİ tahvillere karşılık sahip olduğu hisse senetlerini verecektir. KOİ tahvillere karşılık verdiği hisse senetlerinin bedelinin tamamını Petkim'den nakit olarak tahsil edecektir.

İhraç hükümlerinin incelenmesinden görüldüğü üzere, HDT ihracı Petkim için menkul kıymetin kendine özgü avantajlarını taşımamaktadır. Vade tarihinde hisse senedi ile değişimin tercih edilmesi durumunda dahi, şirketin nakit ödeme zorunluluğu bulunmaktadır. Ayrıca, ihraç tarihinde belirli bir değişim fiyatı belirlenmemiş ve vade tarihindeki piyasa fiyatına endekslenmiştir.

KOİ tarafından ihraç edilen sözkonusu tahviller 1990 yılında itfa olmuştur.

**B- MEDYA HOLDİNG INT LTD. TARAFINDAN İHRAÇ EDİLEN DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLER**

Hibrit HDT'ye bir diğer örnek, sermayesinin %99.9'u Medya Holding A.Ş.'ne ait olan ve İngiltere'nin Jersey adasında kurulmuş olan Medya Holding Int. Ltd. tarafından ihraç edilen, Sabah Yayıncılık A.Ş. hisse senetleri ile değiştirilebilir tahvillerdir. Sözkonusu tahvillerin ihracında, Medya Holding A.Ş. garantör, Chase Manhattan Bank mutemet ve Chase Manhattan Bank İstanbul Şubesi yeddiemin sıfatıyla yer almıştır. 25 milyon \$'lık, yıllık %10 ve 6 ayda bir faiz ödemeli tahvillerin vadesi

28.06.2001 tarihinde dolacaktır. HDT işlemine esas teşkil eden 769.700.000 adet Sabah Yayıncılık A.Ş. hisse senedi 10.07.1996 tarihinde Medya Holding A.Ş. tarafından Medya Holding A.Ş. Int. Ltd.'e satılmış olup, Chase Manhattan Bank İstanbul Şubesi'nde saklamada tutulmaktadır.

Medya Holding Int Ltd. tarafından gerçekleştirilen sözkonusu HDT ihracının önem arzeden özellikleri arasında;

◆ Tahvil sahiplerinin 07.08.1996 tarihinden itibaren vade veya ortaklığın alım opsiyonu kullanım tarihinin 6 gün öncesine kadar değiştirme haklarını kullanabileceği,

◆ Şirket hisse senetleri üzerinde “sulandırma etkisi” yaratacak ve hisse senedi değerinin piyasa fiyatının altında gerçekleşmesine yol açacak işlemlerin detaylı olarak sirkülerde yer alması ve belirtilen işlemler nedeniyle, tahvil sahiplerinin ilk değiştirme oranı ile birlikte ek hisse senedi ihracı ile orantılı olarak hak sahibi olmalarının mümkün kılınması,

◆ 28.06.1999 tarihine kadar (3 yıl) ihraççı şirketin alım opsiyonunun sınırlandırılmış olması (katı koruma) ve 30-60 günlük bildirim süresine riayet edilmek ve bildirim tarihinden en fazla 30 gün önce sona eren 30 günlük işlem süresi için hisse senedinin İMKB ortalama kapanış fiyatının, değiştirme fiyatının en az %30 üzerinde olması koşuluyla alım opsiyonunun kullanılabilirliğinin öngörülmüş olması,

yer almakta olup, Medya Holding tarafından yatırımcılara hisse senedi piyasasında ve ihraççının finansal tercihlerinde meydana gelebilecek olumsuz değişimler karşısında güvence sunulmaktadır.

**EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş. ÖZEL MEVZUATI**

7462 sayılı “Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi” Kanunu’nun 1’inci maddesi gereğince, “*Şirket sermayesi, şirket genel kurulunun kararı üzerine Bakanlar Kurulu’nca artırılabilir. Türk Ticaret Kanunu’nun ani ve tredrici teşekküle ve aynı ve nakdi sermayesinin vaz’ına müteallik hükümleri bu şirkete tatbik edilmez. Bu hususlar şirket esas mukavelesini ile tanzim olunur.*” 4’üncü maddede ise, “*Şirket, çıkardığı tahvillere bilahare hisse senedi ile mübadele edilmek hakkı bahşedebilir. Hisse senedi iktisap hakkı, tahvil sahipleri tarafından müstakilen başkalarına devredilebilir.*” hükmü yer almaktadır.

Şirket esas sözleşmesinin 4’üncü maddesinin G bendinde, faaliyet konuları arasında; hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı ve kanunen zorunlu haller dışında sermayesini azaltmaksızın kendi hisse senetlerini satın almak, elde bulundurmak ve devretmek yer almaktadır. Şirket’in sahip olduğu kendi hisse senetleri oy hakkına sahip olmayacaktır.

Şirket esas sözleşmesinin 7’nci maddesi ile, yönetim kurulu hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracına yetkili kılınmıştır.

Şirket’in tabi olduğu 7462 sayılı Kanun ve Şirket Esas Sözleşmesinin yukarıda özetlenen hükümleri ile, değiştirilebilir tahvil ihracının özellikle ihraç aşamasında karar alma ve değiştirme taleplerinin karşılanması süreci hızlandırılmıştır. Değiştirilebilir tahvil ihracına yönetim kurulunun yetkili kılınması ve Şirket’in kendi hisse senetlerini iktisabı, karar alma sürecinden tahvilin değiştirme tarihi veya vadesine kadar oluşabilecek gecikme ve güçlükleri engelleyecektir.

31.12.1998 tarihi itibarıyla Şirket’in portföyünde bulunan ERDEMİR hisselerinin toplam tutarı 153.114.488 bin TL ile mevcut 6.336 milyon TL’lik sermayenin %2.4’üne takabül etmektedir.

Şirket son olarak sermayesini 12.672 milyar TL’lik kısmı nakden ve 25.344 milyar TL’lik kısmı yeniden değerlendirme değer artış fonundan karşılanmak suretiyle, 6.336 milyar TL’nden 44.352 milyar TL’na artırmış ve artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri Kurul’un 26.01.1999 tarih ve 8/93 sayılı kararı uyarınca kayda alınmıştır. Söz konusu sermaye artırımının nakden karşılanan kısmının 12.458.561 milyon TL’lik kısmı mevcut ortaklarca rüçhan haklarının kullanılması suretiyle primli fiyattan satın alınmış, 100 milyon TL’lik kısmı İMKB’nda halka arz sırasında oluşan fiyattan satılmış

ve bakiye 213.339 milyon TL'lık kısım Şirket tarafından nominal değer üzerinden satın alınmıştır. Konu Kurul'un 22.07.1999 tarih ve 69/902 sayılı toplantısında görüşülerek; *"..primli fiyattan hisse senedi ihraç edilmesinin temel gayesinin, şirketlerin sermaye artırımından elde edeceği nakit kaynakların daha düşük nominal bedelli bir hisse senedi tutarıyla temin edilmesi olduğu ve Şirket'in kendi hisse senetlerini nominal bedel ya da primli fiyattan almasının Şirket'in sermaye artırımından sağlayacağı nakit kaynakları değiştirmeyeceği gözönüne alındığında, Şirket'in kuruluşuna ilişkin 7462 sayılı "Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu" ve Şirket esas sözleşmesinden doğan hakkını kullanarak rüçhan hakkından arta kalan ve halka arz süresi içerisinde Borsa'da satılmayan hisse senetlerini satın aldığı dikkate alınarak ve bu hisse senetleri tekrar satılırken, Şirket'e prim girişini teminen satışın İMKB Ulusal Pazarında yapılması hususunun Şirket'e bildirilmesi suretiyle sermaye artırım işlemlerinin tamamlandığına dair tescile mesnet belge verilmesine..."* karar verilmiştir.

Sermaye artırımını sonrası Şirket'in sermayesinde "Erdemir Porföyü"nü'nün payı 1.285 milyar TL ile %2,9'dur.