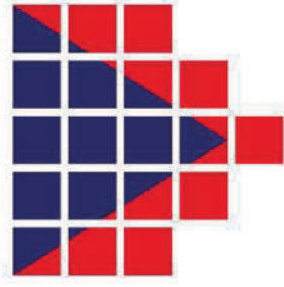


Türkiye
Kurumsal
Yönetim
Derneği



Tahvil Sahiplerinin Kurumsal Yönetimdeki Rolü ve Hakları

Caio de Oliveira
Carl Magnus Magnusson
Tuğba Mülazımoğlu

<https://dx.doi.org/10.1787/d6b7cca5-en>

OECD Kurumsal Yönetim Çalışma Belgeleri No. 23

Türkçeye çevrilmiş bir OECD yayını

KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMA BELGESİ SERİSİ

OECD Çalışma Belgeleri, OECD'nin veya üye ülkelerin resmi görüşlerini temsil ettiği şekilde aktarılmamalıdır. İfade edilen görüşler ve kullanılan argümanlar yazarlara aittir. Çalışma Belgeleri, yazar(lar)ın ortaya koyduğu ön sonuçları veya devam eden araştırmalarını açıklar ve OECD'nin üzerinde çalıştığı geniş bir konu yelpazesinde tartışmayı teşvik etmek için yayımlanır. Çalışma Belgeleri hakkındaki yorumlar CorporateGovernance&CorporateFinance@oecd.org adresine veya Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Finans Bölümü, Mali ve Kurumsal İşler Müdürlüğü, OECD, 2 rue André-Pascal, 75 775 Paris Cedex 16, Fransa adresine gönderilebilir.

OECD Kurumsal Yönetim Çalışma Belgeleri, sermaye piyasasındaki gelişmeler, devlet mülkiyeti ve özelleştirme politikaları da dahil olmak üzere ulusal ve uluslararası kurumsal yönetim konularında güncel analiz ve bilgiler sunmaktadır. Çalışma belgesi serisi, OECD Kurumsal Yönetim Komitesi'nin, OECD personelinin ve harici danışmanların gerçekleştirdiği özenle seçilmiş çalışmalarını geniş bir kitleye ulaştırmak üzere hazırlanmaktadır.

OECD KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMA BELGELERİ
<https://doi.org/10.1787/22230939> adresinde yayımlanmaktadır.

Bu belge ve burada yer alan herhangi bir harita, herhangi bir bölgenin statüsüne veya egemenliğine, uluslararası hudut ve sınırların belirlenmesine ve bir bölgenin, şehrin veya alanın adına hanel getirmez.

İsrail'e ilişkin istatistik veriler ilgili İsrail makamları tarafından ve kendilerinin sorumluluğunda sağlanmaktadır. Bu verilerin OECD tarafından kullanılması, Golan Tepeleri, Doğu Kudüs ve Batı Şeria'daki İsrail yerleşim birimlerinin uluslararası hukuk kapsamındaki statüsüne hanel getirmez.

İlk olarak OECD tarafından İngilizce olarak şu başlık altında yayınlanmıştır: *The role and rights of debtholders in corporate governance*, Kurumsal Yönetim © OECD 2022
<https://dx.doi.org/10.1787/d6b7cca5-en>

Bu çeviri OECD tarafından yapılmamıştır ve resmi bir OECD çevirisi olarak değerlendirilmemelidir. Çevirinin kalitesi ve çalışmanın orijinal dilindeki metniyle tutarlılığı tamamen yazarın veya çeviriyi gerçekleştirenlerin sorumluluğundadır. Orijinal çalışma ile çeviri arasında herhangi bir tutarsızlık olması durumunda, sadece orijinal çalışmanın metni geçerli kabul edilecektir.

© 2023 Bu çeviri için Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD).

Tahvil Sahiplerinin Kurumsal Yönetimdeki Rolü ve Hakları

Yazar

Caio de Oliveira, Carl Magnus Magnusson ve Tuğba Mülazımoğlu*

Bu çalışma, finansal olmayan şirket tahvil piyasalarının büyüklük ve kredi kalitesinin yanı sıra iflas ve yeniden yapılandırma ile ilgili eğilimlerden hareketle son yirmi yılda yaşanan gelişmelere ilişkin genel bir değerlendirme sunmaktadır. Daha sonra, tahvil sahiplerinin kurumsal yönetimde, hem normal hem de finansal açıdan sıkıntılı dönemlerde oynadığı rolü ve finans dışı sektörün tahvil finansmanını uzun süredir daha çok finanse etmekte olmasının kurumsal yönetim üzerindeki etkilerini irdelemektedir. Bu çalışmada özellikle, tahvil sahiplerinin hakları, kurumsal açıklamalar, şirket yönetim kurullarının sorumlulukları, kurumsal yatırımcılar ve iflas gibi konulara ilişkin sorunlar ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: şirket tahvilleri, kurumsal yönetim, tahvil sahibi hakları, kurumsal açıklama, şirket yönetim kurullarının sorumlulukları, kurumsal yatırımcılar, iflas.

JEL Sınıflandırma(lar)ı: G15, G18, G23, G24, G32, G33, G34, G38.

* Bu çalışma, OECD Mali ve Kurumsal İşler Direktörlüğü (DAF) Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Finans Bölümü'nden Serdar Çelik'in gözetiminde Caio de Oliveira, Carl Magnus Magnusson ve Tuğba Mülazımoğlu tarafından hazırlanmıştır. Rapor, OECD Kurumsal Yönetim Komitesi bünyesindeki tartışmalardan yararlanmakta ve delegelerin yorumlarına yer vermektedir.

İçindekiler tablosu

Giriş	5
1 Eğilimler	6
1.1. Özel sektör tahvil piyasalarındaki gelişmeler	6
1.2. İflas, temerrüt ve çözüm	10
2 Temel konular	16
2.1. Kreditorlerin ve pay sahiplerinin çatışan çıkarları	16
2.2. Tahvil sahipleri ve taahhütler	18
2.3. Finansal olmayan kurumsal sektörde aşırı risk alma	23
2.4. Finansal sıkıntılı şirketlerde yasal görevler	24
2.5. Şirket grupları	25
2.6. Kurumsal yatırımcılar ve pasif yatırım	25
2.7. İflas çerçeveleri	26
3 Düzenleyi kurumların görüşleri	31
3.1. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu	31
3.2. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu	31
3.3. İrlanda Denetim ve Muhasebe Gözetim Kurumu	32
3.4. Birleşik Krallık Finansal Raporlama Konseyi'nin Kılavuzuk Kodu	32
3.5. Dünya Bankası: Etkin İflas ve Kreditor/Borçlu Rejimleri için İlkeler	32
3.6. Yeniden yapılandırma rejimleri - Seçilmiş ülke örnekleri	33
Kaynakça	34
ŞEKİLLER	
Şekil 1.1. Küresel finansal olmayan kurumsal tahvil manzarası	6
Şekil 1.2. Borçlanma senetlerinin toplam finansal borçlar içindeki payı	7
Şekil 1.3. Şirket tahvillerinin kredi kalitesi	7
Şekil 1.4. Amerika Birleşik Devletleri'nde finansal olmayan şirketler tarafından ihraç edilen tahviller için	8
Şekil 1.5. Amerika Birleşik Devletleri'nde finansal olmayan şirketler tarafından ihraç edilen tahvillerde	9
Şekil 1.6. Temettü ve pay geri alım finansmanı amaçlı şirket tahvilleri	10
Şekil 1.7. Tarihsel yatırım sınıfı dışı temerrüt oranı ve tahvil geri kazanım oranı	11
Şekil 1.8. Temerrüt olay türlerinin dağılımı	11
Şekil 1.9. Ortalama geri kazanım oranları: finansal sıkıntılı takaslar ve iflaslar	12
Şekil 1.10. Bir grup OECD ekonomisinde GSYİH büyümesi ve iflaslardaki yıllık değişim	13
Şekil 1.11. 2019-20 yılları arasında borsada işlem gören finans dışı şirketlerin borç oranındaki değişim	14
Şekil 1.12. Seçilmiş Avrupa ekonomilerindeki takipteki krediler, zombi firmalar ve getiri farkları	15
Şekil 2.1. İflas çerçevesinin taksonomisi	27
Şekil 2.2. İflas rejimlerinin ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin etkinliği	27
TABLolar	
Tablo 1. İflas ve ödeme güçlüğü - COVID-19'a cevaben geçici düzenleyici tedbirler	13

Giriş

Bu çalışma, finansal olmayan kurumsal sektörün tahvil finansmanında uzun süredir devam eden artışla ilgili ana eğilimleri, sorunları ve bunun kurumsal yönetim üzerindeki etkilerini kapsamlı bir şekilde ele almaktadır. OECD Kurumsal Yönetim Komitesi'nin, kurumsal yönetim alanında önde gelen uluslararası standart olan *G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*'nin (G20/OECD İlkeleri) gözden geçirilmesi kapsamında yürüttüğü tartışmalara yönelik bilgiler sunmaktadır.

Bildiri üç bölüm halinde yapılandırılmıştır. Bölüm 1 ihraç, kredi kalitesi, taahhüt koruması ve tahvil gelirlerinin kullanım amacı da dahil olmak üzere küresel olarak şirket tahvil piyasalarındaki son gelişmelere ilişkin verileri sunmaktadır. Daha sonra iflas, temerrüt ve çözümlemeyle ilgili trendler hakkında bilgi vermekte ve COVID-19 salgınına cevaben uygulanan geçici iflas tedbirlerine genel bir bakış sunmaktadır.

Bölüm 2 dört geniş alanı kapsamaktadır:

- Tahvil sahiplerinin hakları ve çıkarlarının bankalar ve pay sahipleri gibi diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarından nasıl farklılaştığı.
- Hem normal koşullar altında (örneğin, kurumsal sektörde aşırı risk alma) hem de şirket finansal stres altındayken (örneğin, maddi bir taahhüdü yerine getirmeme riskini açıklama görevi) yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin görevleri.
- Tahvil sahiplerinin değişen profili tahvil piyasasının etkinliğini nasıl etkileyebilir?
- Tahvil Sahiplerinin finansal sıkıntı ve iflas dönemlerinde oynadığı rol.

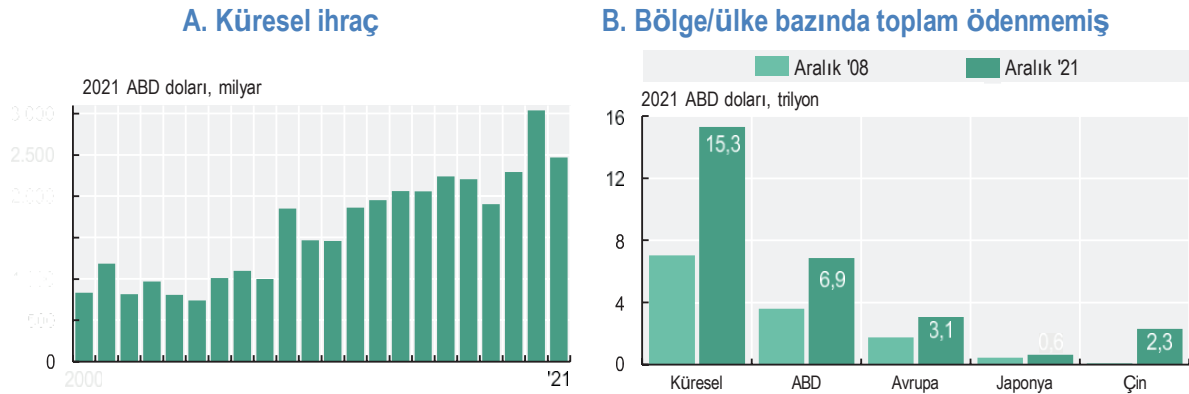
Bölüm 3 , COVID-19 krizine cevaben ülkeler ve uluslararası kuruluşlar tarafından uygulamaya konulan tahvil sahibi hakları ve kurumsal açıklamaya ilişkin önlemlere ve rehberliğe genel bir bakış sunmaktadır. Ayrıca, seçilmiş ülkelerdeki yeniden yapılandırma rejimlerine ilişkin bir özet de sunmaktadır.

1 Eğilimler

1.1. Özel sektör tahvil piyasalarındaki gelişmeler

Şirket tahvilleri genellikle banka kredilerine kıyasla daha uzun vadeli finansman sağlayıp sermaye yapısını çeşitlendirmek isteyen şirketler için alternatif bir sermaye kaynağı olarak hizmet etmektedir. Son on yılda şirket tahvillerinin kullanımında bir artış görülmüştür. Küresel olarak, finansal olmayan şirketlerin yıllık şirket tahvili ihracı 2000 ve 2007 yılları arasında ortalama 932 milyar ABD dolarından 2008 ve 2021 yılları arasında ortalama 2 trilyon ABD dolarına ulaşarak iki katına çıkmıştır (Şekil 1.1, Panel A). Sonuç olarak, şirket tahvilleri şeklindeki ödenmemiş borç, 2008'den bu yana %118'lik bir artışla 2021 sonunda 15,3 trilyon ABD doları gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır (Şekil 1.1, Panel B). Bu artış, tahvil piyasasının 2005 yılında göz ardı edilebilir seviyelerden son yıllarda küresel olarak önemli bir paya ulaştığı Çin Halk Cumhuriyeti'nde (Çin) özellikle dikkat çekicidir. ¹

Şekil 1.1. Küresel finansal olmayan kurumsal tahvil



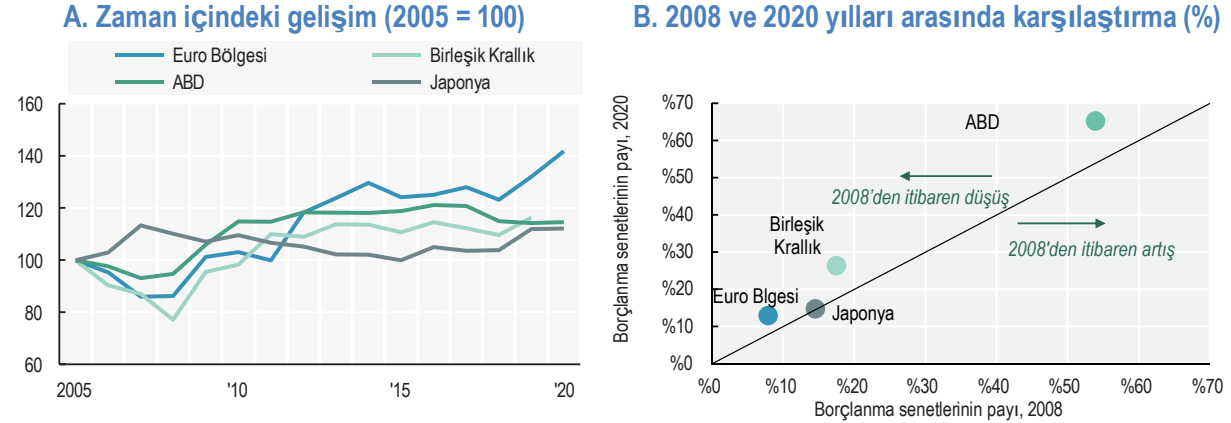
Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, Thomson Reuters Eikon.

İhraçlarda mutlak veriler ışığında görülen kayda değer büyümenin yanı sıra, şirket tahvillerinin ve diğer borçlanma senetlerinin toplam borç finansmanı içindeki nispi payı da artmaktadır. Bu payın bazı büyük ekonomilerde 2005 yılından bu yana belirgin bir şekilde artması tahvillerin ve diğer borç senetlerinin banka kredilerinden daha hızlı büyüdüğünü göstermektedir. Bu gelişme en çok Euro Bölgesi'ne dikkat çekmektedir (Şekil 1.2, Panel A). Şekil 1.2'nin B paneli, 2008 yılında borç senetlerinin toplam borç finansmanı içindeki payını 2020 yılındaki pay ile karşılaştırmaktadır. Tüm bölgelerin 45 derecelik çizginin üzerinde olması 2020'deki payın 2008'dekinden daha yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Artış, marjinal olarak görüldüğü Japonya hariç tüm bölgeler için önemlidir.

¹ Küresel şirket tahvil piyasalarında son yirmi yıldır görülen gelişmeler hakkında ayrıntılı bir tartışma için lütfen OECD'nin *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy* (Çelik, Demirtaş ve Isaksson, 2020^[57]) adlı raporuna bakınız.

Amerika Birleşik Devletleri, 2020 yılında %65 ile toplam borç finansmanında borç senetlerinin payının en yüksek olduğu ülke olmaya devam etmektedir. Ayrıca, Euro Bölgesi'nde borç senetlerinin payı hızla artmış olsa da, bölge çok düşük seviyelerden başlamıştır ve Panel B'de gösterilen bölgeler arasında halen borçlanma senetlerinin toplam borç finansmanındaki payı en düşük bölgedir.

Şekil 1.2. Borçlanma senetlerinin toplam finansal borçlar içindeki payı

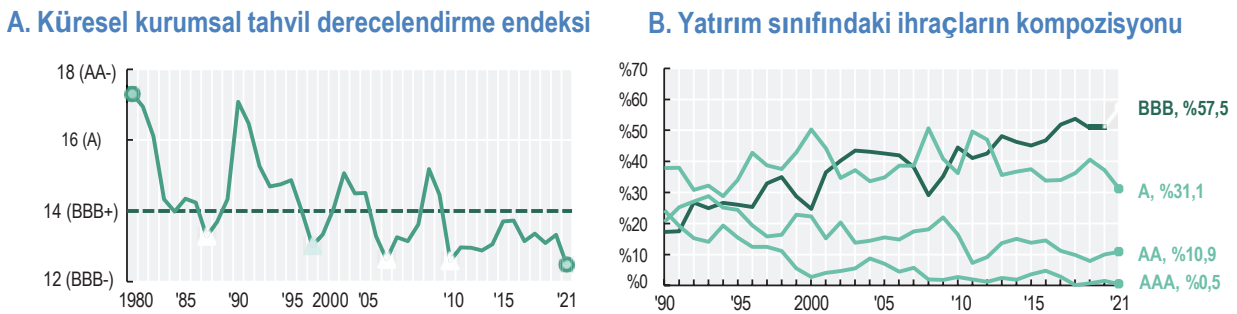


Not: Toplam finansal borç, banka kredileri ve borç senetlerinin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Panel B'de, sınırlı veri bulunması nedeniyle Birleşik Krallık y eksenini değeri 2019 içindir.

Kaynak: Japonya Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, ABD Merkez Bankası, Birleşik Krallık Ulusal İstatistik Ofisi.

Eş zamanlı olarak, ödenmemiş borç stokunun kalitesi, hem kredi notları hem de kreditorlerin sözleşmeye dayalı koruması açısından düşmüştür. Dünya çapında finansal olmayan şirketler tarafından ihraç edilen tüm derecelendirilmiş tahvillere ilişkin bilgilere dayanan bir kurumsal tahvil derecelendirme endeksine bakıldığında, ortalama ağırlıklı derecelendirme 12 yıllık bir dönem boyunca BBB+'nın altında kalmıştır (Şekil 1.3, Panel A). Ayrıca, 2000-07 döneminde %39 olan BBB dereceli tahvillerin (en düşük yatırım sınıfı derecesi) toplam yatırım sınıfı ihraçlar içindeki payı %57,5'e ulaşmıştır (Şekil 1.3, Panel B).

Şekil 1.3. Şirket tahvillerinin kredi kalitesi

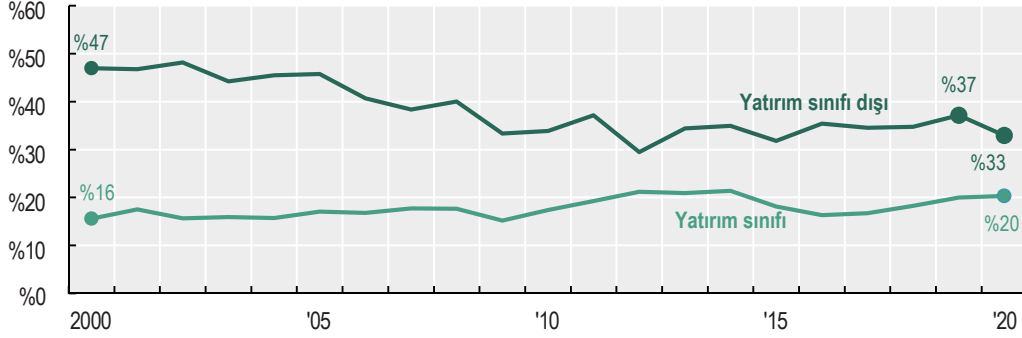


Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, Thomson Reuters Eikon.

Tahvil senedinde ana hatlarıyla belirtilen tahvil taahhütleri, bir şirketin ödeme planında temerrüte düşme risklerini azaltmak için uymayı taahhüt ettiği sözleşmeye bağlı yükümlülüklerdir ve ek borç alma veya yeni sabit yatırımlar yapma kabiliyetine ilişkin kısıtlamalar barındırabilir (bkz. Bölüm 2 "Önemli Konular"). Son on yılın düşük faiz ortamında, tahvil yatırımcıları, özellikle yatırım sınıfı dışındaki kategoride daha yüksek getiri elde etmek için daha zayıf taahhütleri kabul ederek, sözleşmeye dayalı korumalarının bir kısmından vazgeçmeye daha istekli hale gelmiştir.

ABD'de ihraç edilen yatırım yapılabilir seviyede olmayan finansal olmayan şirket tahvilleri için bir sözleşme koruma endeksi 2000 yılından bu yana düşüş eğilimindedir ve 2000 yılında %47 iken 2020 yılında %33'e ulaşmıştır (Şekil 1.4)(Şekil 1.4).

Şekil 1.4. Amerika Birleşik Devletleri'nde finansdışı şirketler tarafından ihraç edilen tahviller için taahhüt koruma endeksi



Not: Taahhüt koruma endeksi, yeni ihraç edilen tahvillerin sözleşmelerindeki taahhütlerin varlığını göstermektedir. Bu, 27 taahhüt için ikili bir değişkene (var veya yok) dayanmaktadır ve bunların bireysel bağlamda etkili bir şekilde korunmasını yansıtmamaktadır. Bu rakam, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve diğer 66 ülkede yerleşik şirketler tarafından ihraç edilen 17.898 şirket tahvilinin analizine dayanmaktadır. 2020 verileri Ocak-Eylül dönemini kapsamaktadır.

Kaynak: OECD (2021^[11]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.

Şekil 1.5 derecelendirme kategorisine göre belirli taahhütlerin daha ayrıntılı bir analizini sunmaktadır. Bu analiz, tahvil senetlerinde taahhütlerin kullanımına ilişkin genel eğilimleri ortaya koymanın yanı sıra, Şekil 1.4'te sunulan taahhüt endeksinin genel kalitesindeki düşüşe hangi tür taahhütlerin neden olduğunu da ortaya koymaktadır.

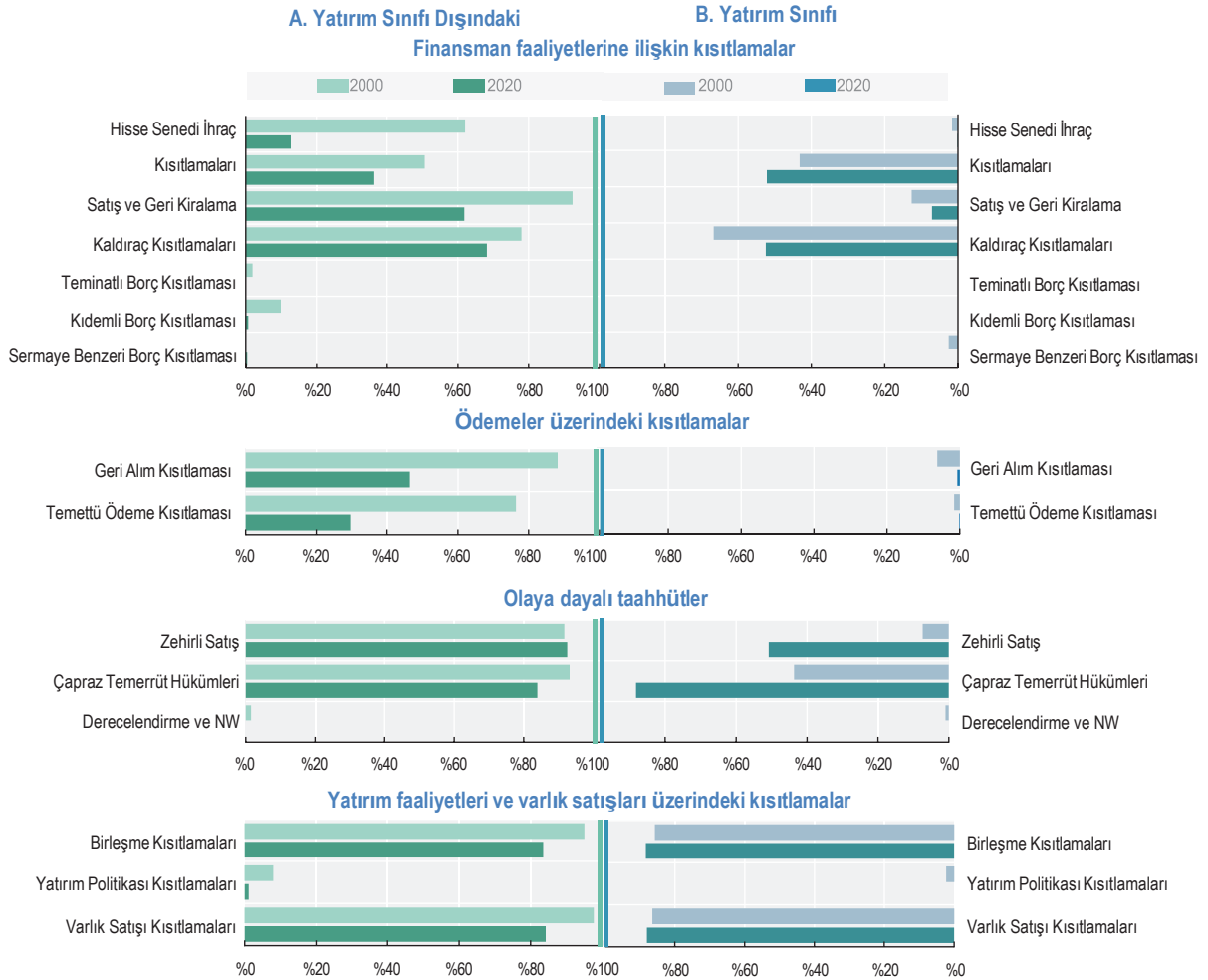
On beş farklı taahhüt türü dört taahhüt grubu altında sınıflandırılmıştır (finansman faaliyetlerine ilişkin kısıtlamalar, ödemelere ilişkin kısıtlamalar, olay odaklı taahhütler ve yatırım faaliyetleri ve varlık satışlarına ilişkin kısıtlamalar) (Çelik, Demirtaş ve Isaksson, 2015^[2]). 2020 yılında finansman faaliyetlerine ilişkin kısıtlamalar, 2000 yılına kıyasla yatırım dışı tahvillerde önemli ölçüde daha az kullanılmıştır (Panel A). Bu durum gruptaki tüm taahhütler için geçerlidir ve özellikle ihraççı veya iştirakleri tarafından ilave adi veya imtiyazlı hisse senedi ihracını kısıtlayan hisse senedi ihraç taahhütleri için dikkate değerdir.

Pay ödemelerini (pay geri alımları ve temettüler) kısıtlayan taahhütler de 2000 yılından bu yana yatırım sınıfı dışındaki tahvillerde önemli ölçüde azalmıştır (2000-20 dönemi boyunca bu belirli taahhütlerin daha ayrıntılı bir görünümü için Şekil 1.6. Panel B'ye bakınız). Kaldıraç sınırlama taahhütleri ve satış sonrası geri kiralama yönelik sınırlama taahhütleri de 2000 yılından bu yana daha az kullanılabilir hale gelmiştir. Kaldıraç taahhütleri genellikle ödenmemiş dolar cinsinden borç miktarına sınırlar getirir veya satış sonrası geri kiralama taahhütleri bir şirketin bir varlığı karşı tarafa satarak ve daha sonra şirkete geri kiralarak sermaye artırma yeteneğini sınırlarken firmanın önceden tanımlanmış belirli kaldıraç oranlarını aşmamasını gerektirir.

Şekil 1.5'teki taahhüt türlerinden üçü hem yatırım sınıfındaki, hem de yatırım sınıfı dışındaki tahvil senetlerinin yaklaşık %90'ında kullanılmaktadır. Bunlar 1) ihraççının diğer borçlarından herhangi biri temerrüte düştüğünde veya hızlandırıldığında ödemelerin temerrüdünü veya hızlandırılmasını tetikleyen çapraz temerrüt veya çapraz hızlandırma hükümleri, 2) birleşme durumunda birleşen kuruluşun ödenmemiş tüm borcu üstlenmesini ve tahvil senedine uymaya devam etmesini gerektiren birleşme kısıtlamaları ve 3) varlık satışlarına yalnızca belirli bir miktara kadar izin veren ve/veya gelirlerin yalnızca tahvil senedinde belirtilen amaçlar için kullanılmasını gerektirebilen varlık satış kısıtlamalarıdır. Yukarıda bahsedilen üç taahhütten daha az olmakla birlikte, her iki derecelendirme kategorisinde de yaygın olan diğer iki taahhüt, bir kontrol değişikliği

olayı olduğunda tahvil sahiplerine tahvillerini primli olarak geri satma seçeneği veren öldürücü satış taahhütleri ve üst düzey borç ihracını kısıtlayan teminatlı borç kısıtlamalarıdır (yani negatif rehin taahhütleri).

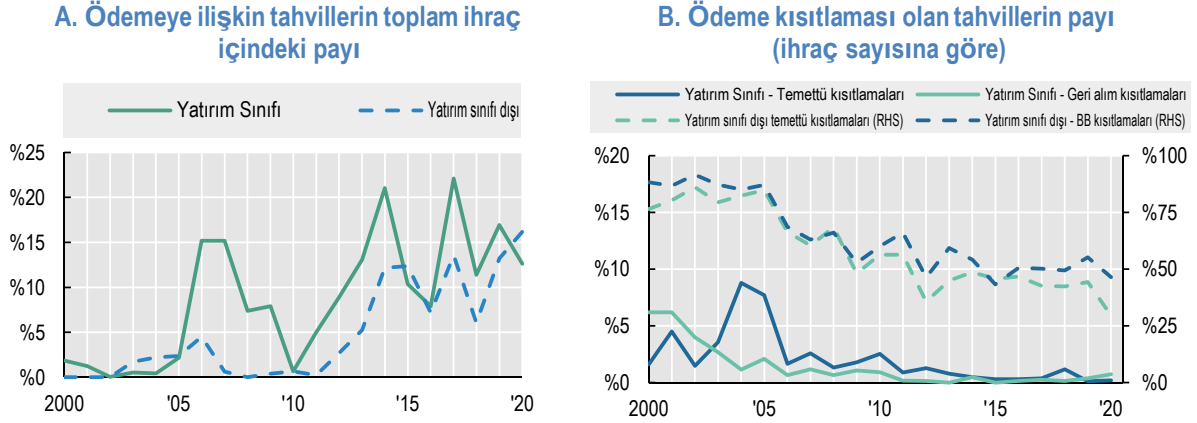
Şekil 1.5. Taahhütlerin, Amerika Birleşik Devletleri'nde finansal olmayan şirketler tarafından



Not: Rakamlar, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve diğer 66 ülkede yerleşik finans dışı şirketler tarafından gerçekleştirilen 17.898 şirket tahvili ihracının analizine dayanmaktadır ve 2020 verileri Ocak-Eylül dönemini kapsamaktadır. Yeni ihraç edilen tahvillerin sözleşmelerindeki taahhütlerin varlığı ikili bir değişken (mevcut veya değil) olarak alınmakta ve bireysel bağlamda etkin korumalarını yansıtmamaktadır. Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, Thomson Reuters Eikon, Mergent FISD.

Bu arada şirket tahvilleri, başta temettü ve pay geri alımları şeklinde pay sahibi ödemeleri olmak üzere, yatırım dışı faaliyetleri finanse etmek için giderek daha fazla kullanılmaktadır. Borçla finanse edilen pay sahibi ödemeleri, bir şirketin risk profilini artırırken kaldıraç oranını, aynı anda mevcut öz sermaye miktarını azaltıp borç miktarını artırmak suretiyle yükseltmektedir. 2000 yılından bu yana, gelirlerin kullanım amaçları arasında temettü veya pay geri alımlarını gösteren şirket tahvili izahnamelerinin payında keskin bir artış olmuştur (Şekil 1.6., Panel A). Benzer şekilde, bu tür kullanımları kısıtlayan taahhütler içeren tahvillerin payında, özellikle de yatırım sınıfı dışındakilerde, belirgin bir düşüş olmuştur (Şekil 1.6., Panel B).

Şekil 1.6. Temettü ve pay geri alım finansmanı amaçlı şirket tahvilleri



Not: Panel A'daki yüzdeler, spesifik olmayan "Genel Kurumsal Amaçlar" nedeni dışında tahvil gelirleri için açık bir kullanım amacı olan şirket tahvili ihraclarının alt örneğine göre hesaplanmıştır.

Kaynak: OECD (2021^[1]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.

Bazı şirketler son zamanlarda özellikle çevresel, sosyal ve yönetimsel (ÇSY) projelerini finanse etmek için tahvil ihracı etmeye ve şirketin ÇSY performansı ile bağlantılı tahviller çıkarmaya başlamıştır. Şu anda kurumsal tahvil piyasalarında dört farklı ÇSY tahvili türü bulunmaktadır: 1) genellikle gelirlerin olumlu çevresel sonuçları olan bir proje portföyüne yatırım yapmak için kullanıldığı tahviller olarak tanımlanan *yeşil* tahviller; 2) olumlu sosyal sonuçlar yaratan projeleri finanse etmek için kullanılan *sosyal* tahviller; 3) hem çevresel hem de sosyal etkileri olumlu yönde hedefleyen projeleri finanse eden *sürdürülebilirlik* tahvilleri; (4) gelirlerin belirli bir proje portföyü için değil, genel kurumsal amaçlar için kullanılabilirliği *sürdürülebilirlik bağlantılı tahviller* (SLB'ler) (ICMA, 2020^[3]). SLB'ler için tahvillerin özellikleri (genellikle ödenen kupon), bunun aksine, şirketin sürdürülebilirlik performansına bağlı olarak değişmektedir. Tipik olarak, şirketin önceden tanımlanmış bir sürdürülebilirlik performansı hedefine ulaşamaması durumunda daha yüksek bir kupon ödemesi gerekmektedir.

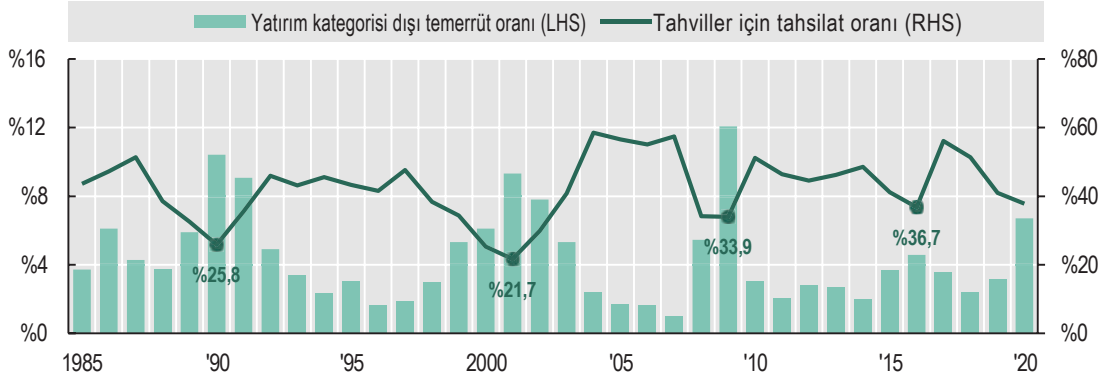
Bununla birlikte, bir şirket tahvili ihracıyla finanse edilen bir faaliyetin çevresel açıdan sürdürülebilir olup olmadığını belirlemeye yönelik kriterler farklılık gösterebilmektedir. Şirket tahvilleri ve diğer finansal araçlardaki yatırımcıları korumak amacıyla, bazı ülkeler hangi ekonomik faaliyetlerin çevresel açıdan sürdürülebilir olarak kabul edilmesi gerektiğini sınıflandırmak için taksonomiler geliştirmiştir (örneğin, bir şirketin bir tahvili "yeşil" olarak etiketlemesine izin vermek)² Yeşil şirket tahvilleri yoluyla toplanan fon miktarı kademeli bir artışla 2021 yılında 378 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Şirketler tarafından ihracı edilen sürdürülebilirlik tahvilleriyle sosyal ve sürdürülebilirlik bağlantılı tahviller aracılığıyla toplanan fon miktarı 2021 yılında 225 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (OECD, 2022^[4]).

1.2. İflas, temerrüt ve çözüm

Ekonomik krizler sırasında, temerrüde düşen firmaların sayısı tipik olarak artarken, ortalama toparlanma oranı düşme eğilimindedir. Bu negatif korelasyon Şekil 1.7'de gösterilmektedir. Bu dinamik, özellikle her iki değişkenin de aynı makroekonomik koşullara tepki vermesi ve reel varlık değeri düşüşlerinin yaygın temerrütlerle ilişkili olması gibi çeşitli faktörlerin sonucudur. 1985 ile 2020 yılları arasında, temerrüde düşen tahviller için ortalama geri kazanım oranı %42 olmuştur.

² Örneğin sürdürülebilir yatırıma kolaylaştıracak bir çerçevenin oluşturulması konusunda bkz. [AB 2020/852 sayılı Tüzük](#).

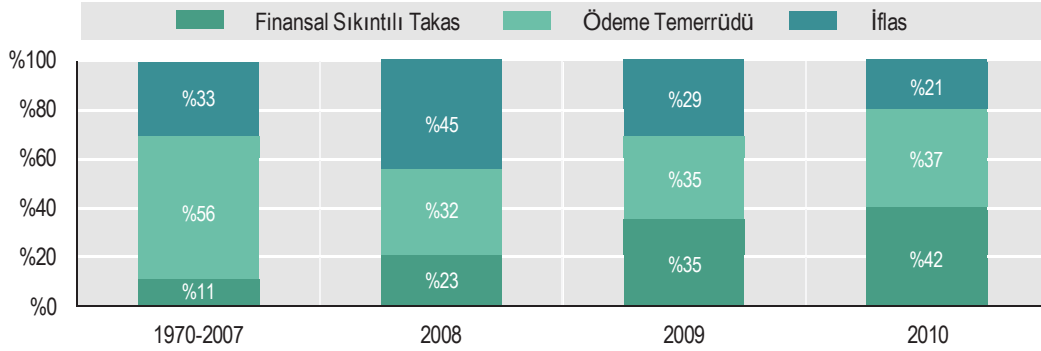
Şekil 1.7. Tarihsel yatırım sınıfı dışı temerrüt oranı ve tahvil geri kazanım oranı



Kaynak: OECD (2021^[11]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.

Hem temerrüt oranlarında hem de geri kazanım oranlarında açık bir döngüsellik olmasına rağmen, zaman içinde geri kazanım oranlarında hafif bir artış eğilimi vardır. Bu durum kısmen, finansal sıkıntı içindeki bir ihraççının kreditorlerine mevcut borçlarını öz kaynak, yeni borçlanma senetleri, nakit veya diğer varlık türleriyle (veya bunların herhangi bir kombinasyonu) takas etmeyi teklif ettiği mahkeme dışı borç yeniden yapılandırma anlaşmalarındaki (genellikle "sıkıntılı takaslar" olarak adlandırılır) artışın bir etkisi olabilir. Bu tür takasların yaygınlığı 1970-2007 döneminde toplam temerrüt olaylarının %11'inden 2010 yılında %42'sine yükselerek neredeyse dört kat artmıştır (Şekil 1.8).

Şekil 1.8. Temerrüt olay türlerinin dağılımı



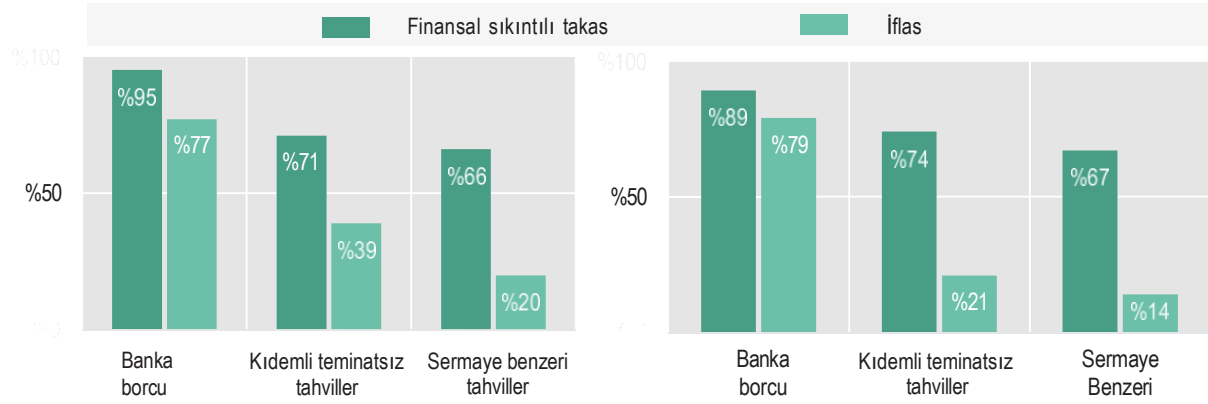
Kaynak: OECD (2021^[11]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.

İflaslarla karşılaştırıldığında, ortalama olarak finansal sıkıntılı borsalar, özellikle teminatsız ve küçük borçlar için önemli ölçüde daha yüksek geri kazanım oranları sunma eğilimindedir (Şekil 1.9). INSOL Uluslararası Çoklu Kreditorle Yönelik Çözümlere Küresel Yaklaşım İlkeleri Beyanı ("INSOL İlkeleri"), "resmi bir iflasın öngörülemeyen maliyetleri ve belirsizliklerine kıyasla [...] gayri resmi veya sözleşmeye dayalı kurtarmaların veya çözümlerin hızlı bir şekilde uygulanmasında hem kreditorler hem de borçlular için genellikle önemli avantajlar olduğunu" açıkça kabul etmektedir (2017^[5]). Krizler ve bunun sonucunda ortaya çıkan büyük ölçekli mali sıkıntılar sırasında, mahkeme süreci genellikle aciz usulleri sırasında en büyük maliyeti temsil ettiğinden, tarihsel olarak mahkeme dışı borç yeniden yapılandırılmalarına doğru bir yönelim olmuştur (Adalet McGowan ve Andrews, 2016^[6]). Ancak, bir finansal sıkıntılı takasın ardından yeniden temerrüde düşen şirketlerin çoğunluğunun (%61) iflas sürecine girdiği unutulmamalıdır (OECD, 2021^[11]).

Şekil 1.9. Ortalama geri kazanım oranları: finansal sıkıntılı takaslar ve iflaslar

A. Ortalama geri kazanım oranları (tüm temerrütler)

B. Ortalama geri kazanım oranları (yeniden



Kaynak: OECD (2021^[11]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.

COVID-19 krizine cevaben birçok ülke, normalde hayatta kalabilecek durumda olan şirketlere ilişkin iflas dalgasını ve mahkeme sisteminin olası aşırı yüklenmesini önlemek için iflas çerçeveleriyle ilgili geçici tedbirler uygulamıştır. Aşağıdaki Tablo 1.1'de yer alan 23 ülkede en yaygın tedbir türü, borçluların iflas başvurusunda bulunma yükümlülüğünün ve/veya kreditorlerin bu tür prosedürleri başlatma hakkının geçici olarak askıya alınması olmuştur. On ülkede, iflas işlemlerinin başlatılması için gereken asgari borç miktarı artırılmıştır. Beş ülke, iflas etmiş bir kuruluşta devam eden ticari işlemlere ilişkin kişisel sorumluluğu sınırlandırarak, yönetim kurulu üyelerinin hatalı ticarete ilişkin görevlerini geçici olarak askıya almıştır. Aşağıda ana hatlarıyla belirtilen daha geniş kategorilerdeki tedbirlerin uygulanmasının ülkeler arasında farklılık gösterdiğini belirtmek gerekir. Örneğin, bazı ülkelerde iflas başvurusunda bulunma yükümlülüğünün askıya alınması sadece belirli şirketler (örneğin KOBİ'ler) için geçerlidir. Ayrı olarak, 14 ülke bankaların borç ödeme moratoryumu sağlamaları için tavsiyeler veya gereklilikler de oluşturmuştur (OECD, 2021^[11]).

Bu geçici tedbirler pandeminin gelişimine göre uyarlanmıştır. Bazı ülkeler başlangıçtaki tedbirlerin uzatılmasını sağlamış ve geçici tedbirlerin sayısı zaman içinde kısmen azalmıştır. Fransa'da, Mayıs 2020'de uygulamaya konulan istisnai iflas tedbirlerinin büyük bir kısmı önce genişletilmiş, ardından da Fransız Hükümetinin AB Yeniden Yapılandırma ve İflas Direktifi'ni (Charles Russell Speechlys, 2020^[7]) iç hukuka aktarmasıyla kısmen devam ettirilmiştir (Franklin, 2021^[8]). Bazı durumlarda, iflas mevzuatında kalıcı değişiklikler olmuştur. Örneğin, Avustralya'da geçici borç hafifletme tedbirleri 1 Ocak 2021 tarihinde resmen sona ermiştir, ancak iflas prosedürlerini tetiklemek için asgari borç eşiği iflas yasasında değiştirilerek 5.000 AUD'den 10.000 AUD'ye çıkarılmıştır (AFSA, 2021^[9]). Amerika Birleşik Devletleri'nde, 2021 tarihli COVID-19 İflas Yardımı Uzatma Yasası ile Küçük İşletmelerin Yeniden Yapılandırılması Yasası kapsamında yeniden yapılandırmaya uygun borç eşiğinin yükseltilmesi önemli bir tedbir olmuştur.

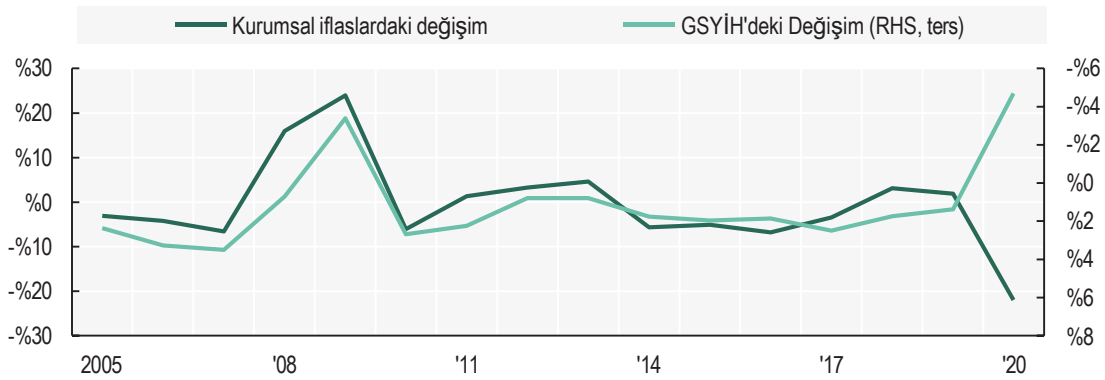
Tablo 1.1. İflas ve ödeme gücü - COVID-19'a cevaben geçici düzenleyici tedbirler

Cevap verme/iflas başvurusunda bulunma/iflas bildiriminde	İflas/tasfiye başvurusunun askıya alınması	İflas halinde ticareti önlemek için yönetim kurulu üyelerine geçici
Avustralya	Belçika	Avustralya
Avusturya	Çek Cumhuriyeti	Almanya
Fransa	Estonya	Yeni Zelanda
Macaristan	Finlandiya	Singapur
Hindistan	Fransa	Birleşik Krallık
İsrail	Almanya	
İtalya	Macaristan	
Kore	Hindistan	
Singapur	Endonezya	
Slovakya Cumhuriyeti	İtalya	
	Letonya	
		Litvanya
		Lüksemburg
		Meksika
		Polonya
		Portekiz
		Rusya
		Slovakya Cumhuriyeti
		Slovenya
		İspanya
		İsviçre
		Türkiye
		Birleşik Krallık

Kaynak: OECD (2021^[1]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.

Ekonomik krizleri genellikle iflaslardaki artışlar takip eder. Bununla birlikte, COVID-19 krizi, en azından şimdiye kadar, bir istisna olmuştur. Önemli mali ve parasal destekle birlikte, yukarıda özetlenen geçici iflas tedbirleri iflasların artmasını başarılı bir şekilde önlemiştir. Şekil 1.10'da görüldüğü üzere, bu durum bir grup OECD ülkesinde şirket iflaslarının sayısı ile GSYİH büyümesi arasındaki bağlantıyı geçici olarak koparmıştır. Hem salgının neden olduğu büyük ekonomik hasarın hem de müdahalenin ölçeğinin bir göstergesi olarak, 2005-2019 yılları arasında şirket iflaslarındaki yıllık değişimle GSYH büyümesi arasındaki korelasyon katsayısı negatif ve çok güçlüdür (-0,88), ancak örnekleme 2020 dahil edildiğinde (2005-20) korelasyon önemli ölçüde azalmaktadır (-0,12).

Şekil 1.10. Bir grup OECD ekonomisinde GSYİH büyümesi ve iflaslardaki yıllık değişim

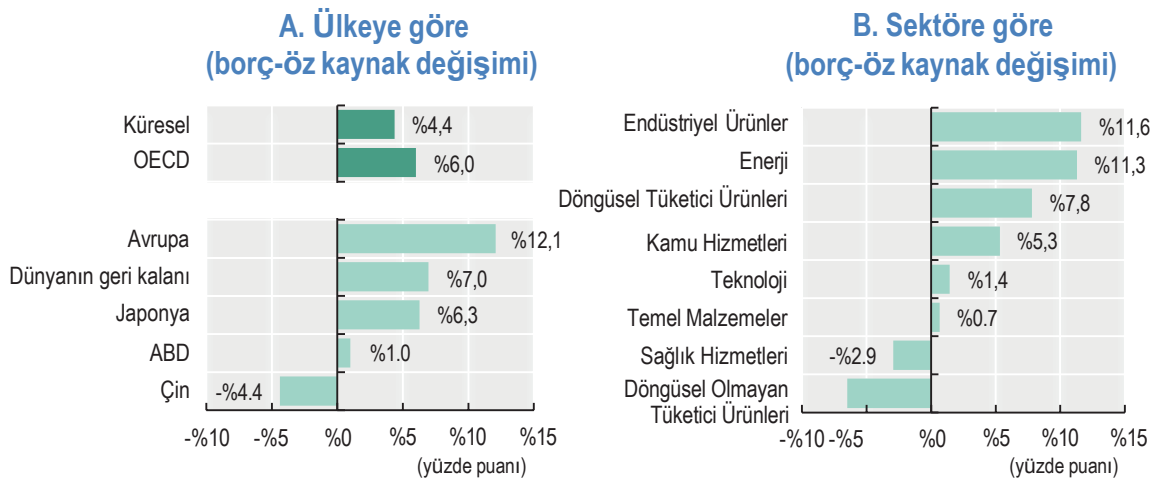


Not: Dahil edilen ülkeler, dönem boyunca tam veri kapsamına sahip olanlardır: Avustralya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Hollanda, Norveç, İsveç ve Birleşik Krallık. Her iki ölçümde de basit ağırlıklandırılmamış ortalamalar kullanılmaktadır.
Kaynak: OECD İstatistikleri.

COVID-19 salgını sonrasında hükümetlerin iş dünyasıyla ilgili karşılaştığı temel zorluk, temelde yaşayabilir işletmelerin krizden sürdürülemez düzeyde finansal kaldıraçla çıkabilecek olması ve bunun da onları gelecekteki makroekonomik şoklara karşı daha savunmasız hale getirmesidir.

2019-2020 yılları arasında borsada işlem gören kurumsal sektördeki kaldıraç seviyelerinin ayrıntılı bir analizi, sanayi, enerji, döngüsel tüketici ürünleri ve kamu hizmetleri sektörleri gibi bazı sektörlerde toplam kaldıraçın (öz kaynak üzerinden finansal borç olarak ölçülür) 2019-2020 yılları arasında yüzde 5 puandan fazla arttığını göstermektedir. Sanayi ve enerji sektörlerinde yüzde 11 puanın üzerinde artışlar görülmüştür (Şekil 1.11, Panel B). Bu sonucun başlıca nedeni, tüketici talebinde bu sektörlerde hareketliliğin ve ticari faaliyetlerin kısıtlanması nedeniyle uzun bir süre boyunca dramatik bir düşüş görülürken firmaların kira ve maaşlar gibi sabit maliyetleri ödemek zorunda kalması olmuştur. Öte yandan iki sektör; yani döngüsel olmayan tüketici ürünleri ve sağlık hizmetleri sektörleri borçluluklarını sırasıyla yüzde 6,5 ve 2,9 puan azaltmıştır. Küresel olarak, finansal olmayan şirketlerin kaldıraç oranları 2019 ve 2020 yılları arasında 4,4 yüzde puanı artmıştır. Buna karşın, Çin'de borsaya kayıtlı finansal olmayan şirketler borçluluklarını azaltmıştır (Şekil 1.11, Panel A). Avrupa, toplam borç oranının yüzde 12,1 puan artmasıyla borçlulukta en yüksek artışı görmüştür.

Şekil 1.11. 2019-20 yılları arasında borsada işlem gören finans dışı şirketlerin borç oranındaki

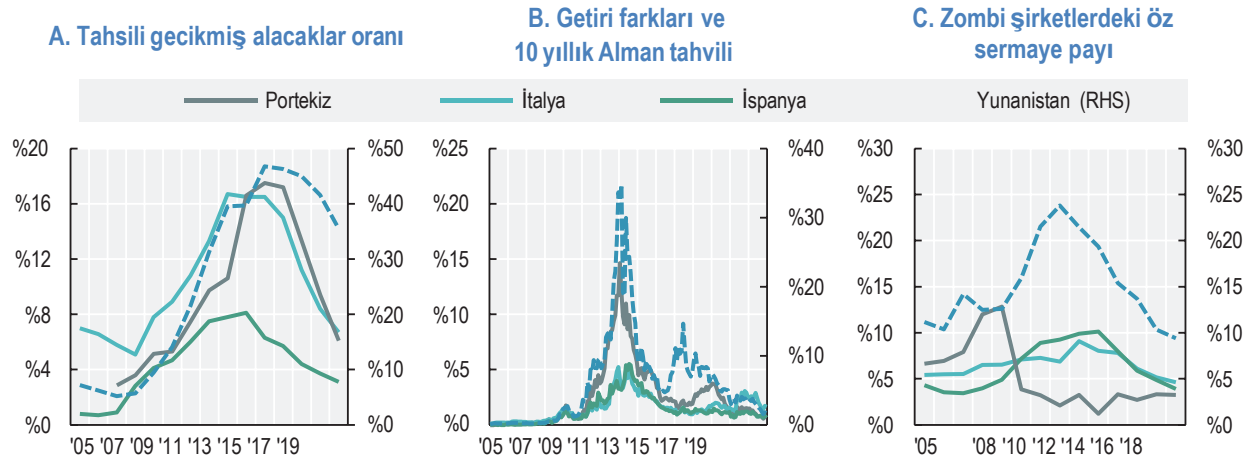


Not: Kaldıraç, finansal borcun öz sermayeye bölünmesiyle ölçülür. Rakamlar hem ülkeler hem de sektörler için toplam seviyeleri göstermektedir. Kaynak: Thomson Reuters Eikon, OECD hesaplamaları.

Genel olarak, şirketlerin aşırı borçlanması, nakit akışlarının büyük bir kısmını borçlarını azaltmaya ayırdıkları için yatırımların azalmasına da yol açabilir ve daha genel olarak ekonomik büyüme üzerinde bir engel teşkil edebilir. Durgunluklar ve krizler sırasında yüksek kaldıraçla ilgili potansiyel verimlilik endişeleri bazı Avrupa ülkelerinin, 2008 finansal krizi ve ardından gelen Euro krizi sonrasında yaşadıkları deneyimlerle örneklendirilebilir. Şekil 1.12. Panel A'da gösterildiği üzere, tahsili gecikmiş (TGA) krizden sonra birkaç yıl boyunca yüksek seyretmiş ve son yıllardaki düşümlere rağmen 2019'da hala 2008 öncesi seviyelerin üzerinde kalmıştır. Şekil 1.12 Panel B, TGA'ların ne ölçüde "yapışkan" olduğunu örneklendirecek şekilde her ülkenin 10 yıllık devlet tahvillerinin Alman emsalinden farklarını göstermektedir. 2011-13 döneminde görülen önemli farklar 2015 yılına gelindiğinde önemli ölçüde azalmış olsa da (Yunanistan hariç), tahsili gecikmiş alacak seviyeleri zirveye henüz ulaşmamaktaydı. Bu verimsiz sermaye tahsisi, özellikle 2008 krizinden sonra aynı Avrupa ülkeleri grubunda sayıları belirgin ölçüde artan zombi şirketler³ olarak adlandırılan şirketlere yatırılan öz sermaye payında da görülebilmektedir (Şekil 1.12., Panel C).

³ Zombi şirketler, en az 10 yaşında olan ve faiz karşılama oranı üç yıl üst üste birin altında olan şirketler olarak tanımlanmaktadır.

Şekil 1.12. Seçilmiş Avrupa ekonomilerindeki takipteki krediler, zombi firmalar ve getiri farkları



Kaynak: OECD (2021^[1]), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>, Thomson Reuters Eikon.

2 Önemli konular

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, kurumsal yönetim çerçevesine "etkili ve verimli bir iflas çerçevesi ve kreditor haklarının etkili bir şekilde uygulanmasının eşlik etmesi gerektiğini" belirtmektedir (İlke IV.F). Bu İlkeye eşlik eden ek açıklama, mevcut haliyle G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinde tahvillere yapılan tek atfı içermekte ve kreditor haklarının "teminatlı tahvil sahiplerinden teminatsız kreditorlere kadar" farklılık gösterebileceğini açıklamaktadır. Bununla birlikte, tahvil sahiplerinin borsada işlem gören şirketlerin yönetiminde oynadığı önemli rol, tahvil sahiplerinin haklarına ilişkin temel meselelerin daha kapsamlı bir şekilde ele alınmasının gerekli olabileceğini düşündürmektedir.

Kurumsal tahvil piyasalarını kullanan şirketlerin büyük kısmı halka açık pay senedi piyasalarında işlem görmektedir veya halka açık şirketlerin iştirakleridir (OECD, 2015[10]). Bir önceki bölümde özetlendiği üzere, tahvil piyasaları son zamanlarda finansal olmayan şirketlerin borçlanma artışı, daha düşük kredi notları, borçla finanse edilen pay sahibi ödemelerinin yaygınlığındaki artış ve yatırım sınıfı dışındaki tahviller için taahhüt korumasının azaltılması gibi bir dizi değişiklikten geçmiştir. COVID-19 krizinin ardından kaldıraç oranlarındaki keskin artış ve bazı ülkelerde düzenli iflas işlemlerinin geçici olarak askıya alınması, kurumsal tahvil piyasaları için başka sorunları da gündeme getirmektedir. Bu bağlamda bu bölüm, özellikle kreditorler ve pay sahipleri arasındaki etkileşim, taahhütlerin yapısı ve açıklanması, kurumsal açıklama, şirket yönetim kurullarının sorumlulukları, şirket tahvil piyasalarındaki katılımcılar ve iflasla ilgili olanlar gibi bazı önemli hususları sunmaktadır.

2.1. Kreditorlerin ve pay sahiplerinin çatışan çıkarları

Şirketleri gelişen piyasa ekonomilerinin merkezi haline getiren iki ayırt edici özellik vardır: tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk. Girişimciler açısından bu durum sermayelerini riskli girişimlere, ne kadar kaybedebileceklerini bilerek yatırılabilecekleri anlamına gelmektedir. Bu, hem yatırımcıların portföylerinin çeşitlendirilmesine hem de yüksek riskli ancak potansiyel olarak büyük getirileri olan girişimlere yatırım yapılmasına imkan tanır.

Kreditorler için, şirket formu, taleplerini desteklemek için hangi varlık havuzunun mevcut olacağı konusunda netlik sağlar (kurumsal kreditorlerin talepleri pay sahiplerinin taleplerine göre önceliklidir). Bu durum, kreditorlerin, bir grup girişimcinin tüm varlık ve yükümlülüklerini anlamak yerine, analizlerini sınırlı bir varlık havuzuna ve belirli bir iş koluna odaklamalarına izin verir. Ancak, bu yapıda açık temsil maliyetleri vardır çünkü normal şartlar altında şirketi kreditorler değil pay sahipleri kontrol eder.

Pay sahiplerinin şirket kreditorlerinin zararına fayda sağlayabileceği üç tipik yol vardır (basitlik açısından, burada pay sahiplerinin yönetim üzerinde güçlü bir kontrole sahip olduğu varsayılmaktadır). İlk olarak, pay sahipleri *şirket varlıklarını kendi kişisel çıkarları için yönlendirerek* (örneğin, yönetici olarak kendilerine piyasanın üzerinde ücret ödeyerek), kreditorlerin taleplerine ilişkin mevcut varlıkların değerini azaltabilir. İkinci olarak, pay sahipleri yukarı yönlü potansiyelden yararlandıkları için bazı durumlarda *düşük riskli varlıkları yüksek riskli varlıklarla değiştirmeye* karar verebilirler ancak kayıpları öz sermayeye yatırdıkları değerle sınırlıyken kreditorlerin alacakları ise genellikle sabittir. Üçüncü olarak, yeni kreditorler, finansal kaldıraç daha düşükken eski kreditorler tarafından uygulanan daha düşük oranlar olmadan finansal açıdan uygulanabilir olmayacak bir proje için bir şirkete borç verirken *öncekileri sulandırabilir*.

Eski kreditorlerin bu şekilde seyreltilmesi pay sahiplerinin yararınadır, çünkü eski alacaklıların finansmanına erişimleri varken bu finansman, yakın zamandaki daha yüksek kaldıraç düşünülürse, artık piyasanın sunmaya istekli olacağından daha ucuzdur.⁴

Yukarıdaki üç olayın gerçekleşme olasılığı, kreditorlerin üstlenilen riskler için tazmin edilmesini talep edecekleri borç finansmanının maliyetindeki artış nedeniyle bir şirketin toplam değerini (indirgenmiş nakit akışı değerlendirme yöntemiyle hesaplanan öz kaynak ve borç toplamı) azaltabilir. Pay sahiplerinin ve kreditorlerin bu tür olayların meydana gelme olasılığını sınırlandırmak için genellikle sözleşme hükümleri üzerinde anlaşmaya varmalarının nedeni budur. Örneğin, kreditorlerin bazı önemli şirket varlıkları üzerinde teminat hakları elde edebilmesi kendi çıkarlarına olmayan varlık ikamesi olasılığını (kreditorlerin bu varlıkların devrini onaylamaları gerekecektir) ve kreditorlerin taleplerinin sulandırılmasını (taleplerini desteklemek için ayrılmış bir varlık havuzu olacaktır) sınırlandıracaktır. Ayrıca, pay sahiplerinin ve kreditorlerin çıkarları arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanan riskleri azaltmak ve dolayısıyla şirketlerde uzun vadeli sürdürülebilir değer yaratmak için yönetimin ticari kararlarının kapsamını düzenlemeyi amaçlayan bir dizi "borç taahhüdü" de bulunmaktadır.

Bölüm 1.1'de tartışıldığı ve aşağıda daha ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, taahhütler, örneğin: varlık saptırmasının önlenmesi için temettü ödemelerini sınırlandırabilir; varlık ikamesi olasılığını kısıtlamak için kreditorlerden büyük varlıkların elden çıkarılması konusunda onay alınmasını gerektirebilir (Şekil 1.5'te gösterildiği gibi en yaygın kullanılan borç taahhütlerinden biri) veya kreditorlerin sulandırılmasını önlemek için finansal kaldıraç önceden belirlenmiş bir eşiği aşması durumunda borç geri ödemesinin hızlandırılacağını belirleyebilir (yatırım sınıfı dışındaki tahvil senetlerinde yaygın bir taahhüt). Yaygın olmamakla birlikte, aynı hükümler şirketler kanunu tarafından tüm şirketler için veya bir şirketin ana sözleşmesinde belirlenebilir. Örneğin bazı yarı bölgelerinde, bir şirketin defter değeri yasal sermayesinden küçükse, şirket temettü dağıtamaz veya paylarını geri alamaz (Kraakman vd., 2017, ss. 125-126[11]). Bununla birlikte, kreditorlerin korunmasına ilişkin şartların kredi sözleşmelerine ve tahvil senetlerine bırakılması, zaman içinde ve kreditorler arasında daha çok esneklik sağlar. Ülkeler, mevzuatlarında pay sahibi-kreditor temsil maliyetlerini çoğunlukla mali açıdan sıkıntılı olan şirketlerle ilgili olarak ele almaktadır. Bunun nedeni, bu tür durumlarda öz kaynaklarının değerinin genellikle sifıra yaklaştığını gören pay sahiplerinin riskli ve muhtemelen değer azaltıcı bir bahsi kabul etme teşviklerinin daha önemli hale gelmesi ve normal koşullarda müzakere edilen taahhütlerin kreditorlerin çıkarlarını koruma noktasında yeterli olmayabilmesidir. Bu nedenle yaygın bir yasal hüküm, "sıkıntılı şirketlerin yöneticilerini - ki genel olarak firmanın mali durumunu değerlendirebilecek kadar iyi bir konumdadırlar - pay sahiplerinden ziyade kreditorlerin çıkarına hareket etmeye ve uygunsa gayri resmi borç yeniden yapılandırmasına veya resmi iflas işlemlerine geçişi başlatmaya teşvik etmektir" (Kraakman vd., 2017, s. 114[11]). Benzer bir amaçla, Bölüm 1.2 'de tartışıldığı üzere, bazı ülkeler, bir şirketin vadesi gelen borçlarını ödeyememesi halinde kreditorlere iflas takibi başlatma hakkı da vermektedir.

Politika oluşturma ve sözleşme müzakereleri her durumda iş bağlamına bağlı olacaktır. Yukarıdaki tartışmada, pay sahiplerinin yönetim kurulu üyeleri üzerinde kayda değer bir etkiye sahip olduğu varsayılmıştır; bu da genellikle pay sahipliğinin yoğunlaştığı durumlarda geçerli olacaktır. Ancak, yönetim kurulu üyelerinin ve pay sahiplerinin teşvikleri birbiriyle çok uyumlu değilse, üyeler her zaman pay sahiplerinin lehine kararlar vermeyebilir ve hatta bazı durumlarda itibarlarını ve iş güvenliklerini olumsuz etkileyecek bir iflastan kaçınmak için aşırı muhafazakar davranabilirler (yani pay sahibi-kreditor temsil maliyetleri daha küçük olacaktır).

Bir şirketin ve bir piyasanın kreditorlerinin sayısı da politika oluşturma ve sözleşme müzakereleriyle ilgilidir. Borç finansmanının yoğunlaştığı yerlerde, mevcut az sayıda kreditor genellikle yönetimi maliyet etkin bir şekilde izleyebilecek ve gerektiğinde bir şirketin borcunu yeniden müzakere edebilecektir; bu da pay sahiplerinin ve kreditorlerin çıkarları arasındaki uyumsuzluğa kreditorlerin yanıt vermesini kolaylaştıracaktır (örneğin,

⁴ Bu paragraftaki tartışma münferit şirketlere odaklanmıştır ve diğer her şeyin eşit olduğu varsayılmaktadır. Ancak daha fazla likidite gibi değişen piyasa koşulları, daha fazla finansal kaldıraca rağmen ikinci tur borç ihracının daha az maliyetli olabileceği anlamına gelebilir. Bununla birlikte, çıkar çatışmalarına ilişkin analiz yine de geçerli olacaktır. Bu likidite artışı örneğinde, temel faiz oranlarının düşmesi nedeniyle borç eski kreditorler için daha değerli hale gelmiştir, ancak bu kazancın en azından bir kısmı daha fazla finansal kaldıraç neden olduğu daha yüksek kredi riski nedeniyle kaybedilecektir.

mahkeme dışı borç yeniden yapılandırmasının daha kolay olabilmesi). Aksine, borç finansmanının dağıtık olması halinde, kreditorlerin tahvil yed'i eminlerinden daha çok yararlanmaları, sıkı taahhütler talep etmeleri ve borcu yeniden yapılandırmak için tüm maliyetleriyle birlikte resmi iflas işlemlerini kullanmaları gerekebilir (Armour, Cheffins ve Skeel Jr., 2003, s. 1763-1767^[12]).

2.2. Tahvil sahipleri ve taahhütler

Tahvil sahipleri diğer kreditorlerden, özellikle de bankalardan ayıran belirli özellikler bulunmaktadır. İlk olarak, tahvil sahipleri tipik olarak diğer kreditorlere göre daha dağıtık bir yapıya sahiptir. Bir banka kredisi tek bir banka veya bazı durumlarda bir banka sendikası tarafından sağlanırken, bir şirket tahvili kamu piyasasında daha geniş bir yatırımcı grubuna ihraç edilir. Bu durum, bir önceki paragrafta vurgulanan izleme ve koordinasyon zorluklarına ek olarak daha karmaşık bir pay sahipliği yapısı yaratmaktadır. Buna ek olarak, tahviller genellikle "global olarak" ihraç edilir, yani tüm tahvil sahiplerinin borcu ya tek bir menkul kıymet olarak ya da bir emanetçi (tipik olarak bir banka) veya uluslararası bir merkezi menkul kıymet saklama kuruluşu ("ICSD") tarafından tutulan az sayıda menkul kıymet olarak bulundurulur. Asıl yasal hak, genellikle tahvil sahibinin kendisi veya bir vekil adına emanetçi kuruluş tarafından tutulurken bu emanetçi de bunu gerçek tahvil sahibi adına tutar. Emanetçi kuruluş yapısı, tahvil sahipleri ile ihraççılar arasındaki iletişimi zorlaştırabilir, çünkü bilginin emanetçiler ve takas sistemlerinin yer aldığı karmaşık bir ağ üzerinden akması gerekir (Brodie, 2017^[13]).

Bir diğer fark, borçlanma gerçekleşikten sonra borç yükümlülüğüne ilişkin ikincil ticari işlemle ilgili. Sendikasyon banka kredileri ikincil piyasada alınıp satılabilirken ve banka kredileri menkul kıymetleştirilip alınıp satılabilirken, temel olarak banka kredisi alan bir şirket, bankanın borcun vadesine kadar kreditor olarak kalmasını (ve özellikle mali sıkıntı durumunda irtibat noktası olarak kalmasını) bekleyebilir. Bunun aksine, şirket tahvilleri için temel durum ikincil piyasa işlemleridir, yani ihraç sırasındaki orijinal kreditor, piyasada sınırlı likidite olsa bile, gelecekteki bir noktada tahvil sahibi ile aynı olmak zorunda değildir. İkincil piyasada işlem gören bir tahvilin satıcısı ve alıcısı genellikle ihraççıyı bir işlemin gerçekleştiğine dair bilgilendirmekle yükümlü değildir. Bu nedenle, ihraççıların borçlarının sahiplerinin doğru bir kaydını tutmaları genellikle zordur. Bu durum, örneğin iflas prosedürleri sırasında komplikasyonlara yol açabilirken ihraççılar, genellikle tahvil sahiplerinin kendilerini tanıtmalarını talep eden bir basın açıklaması yayımlayarak bir tahvil sahibi tanımlama süreci yürütmek zorunda kalabilir. Saklama kuruluşundan tahvil sahipleri hakkında bilgi talep etmek de mümkündür, ancak tahviller genellikle emanetçi kuruluşlar tarafından tutulduğu için böyle bir süreçte tahvil sahipleri zamanında tespit edilemeyebilir (Brodie, 2017^[13]).

2.2.1. Taahhüt yapısı

Taahhütler, tahvil sahiplerinin ana kurumsal yönetim aracıdır. Bölüm 1.1 'de belirtildiği üzere, taahhütler, istenen risk profilini korumak ve pay sahibi-kreditor ilişkisiyle ilgili temsil maliyetlerini azaltmak için borçlunun belirli eylemlerine kısıtlamalar getirmektedir. Bunlar, ihraç sırasında tahvil senedinde belirtilir. Hem yatırım sınıfı olan, hem de olmayan tahvil sözleşmeleri taahhütler içerse de yatırım sınıfındaki tahvillere ilişkin bu taahhütler genellikle ihraççının alabileceği teminatlı borç miktarının sınırlandırılması gibi konularla kısıtlıdır. Ancak yatırım sınıfı dışındaki tahviller, daha yüksek temerrüt riskleri nedeniyle daha kapsamlı taahhütler içerecektir (Miller, Denaro ve Cunningham, 2014^[14]). Şekil 1.5, Amerika Birleşik Devletleri'nde ihraç edilen tahviller için derecelendirme kategorisine göre kullanılan taahhütlere genel bir bakış sunmaktadır.

Taahhütlerin ihlali ("ödeme temerrüdünün" aksine) "teknik temerrüt" olarak adlandırılırken faiz oranlarında artışa veya borcun derhal geri ödenmesi yükümlülüğüne (hızlandırma) yol açabilmektedir. Tahvillerin sentetik (CDS bazlı) eşdeğerlerine göre likidite farklılıklarıyla açıklanamayacak bir primle işlem görmesi, taahhütlerin sağladığı yönetim haklarının değerli olduğunu göstermektedir. Ayrıca, primin düşük derecelendirilmiş (yani temerrüt olasılığı daha yüksek olan) şirketler ve temerrüt olaylarına yakın şirketler için artması kreditor haklarının bir etkisi olduğunu göstermektedir (Feldhütter, Hotchkiss ve Karakaş, 2016^[15]).

Tahvil taahhütlerinin uygulanmasını kolaylaştırmak için, genellikle tahvil sahiplerini temsil etmek ve taahhüt temerrüt durumlarını gözden geçirmek üzere bağımsız bir yedi'i emin atanır. Mutemedin bu görevi nasıl yerine getireceğine ilişkin ayrıntılar münferit sözleşmeye göre değişebilirken, düzenleyici ve yasal otoriteler tarafından genel bir çerçeve sağlanmaktadır. Örneğin, ABD'deki Tröst Senedi Yasası, bir mutemedin uygunluğu ve yetkisiz kılınması, bir ihraççının yükümlülükleri ve yed'i eminin temerrüt öncesindeki ve sırasındaki görevleriyle ilgili hükümler içermektedir.⁵ Bununla birlikte, bağımsız yed'i eminin (genellikle bankalar), sabit ücret yapıları (genellikle ihraççı tarafından ödenir) ve tahvil sahiplerine karşı bir taahhüt ihlali gerçekleşmeden önce yükümlülüklerinin olmaması nedeniyle tahvil sahiplerinin haklarını uygulamak için aktif olarak devreye girme konusunda çok az teşviki olabilir, bu da izlemenin zarar görebileceği anlamına gelir. Bazı ülkelerde, bağımsız bir yed'i emin atanması isteğe bağlıdır (Tröst Senedi Yasası'nın geçerli olmadığı işlemler için Amerika Birleşik Devletleri de dahil olmak üzere). Mesleki sorumluluk kaygıları nedeniyle, eylemleri genellikle idari görevler ve tahvil sahiplerinden talimat almakla sınırlıdır. Yed'i eminin için mevcut olan birincil araç, kendilerine ihraççı tarafından sağlanan yıllık uygunluk sertifikasıdır. Ancak bu belgeler basit uygunluk beyanlarıdır ve yed'i eminden genellikle raporun doğruluğuna ilişkin bir değerlendirme yapması beklenmez (Çelik, Demirtaş ve Isaksson, 2015[2]).

Ayrıca, bir tahvil senedindeki taahhütlerin yapısı, diğer borç anlaşmalarında tipik olarak kullanılanlardan farklıdır. Kredi sözleşmelerinde normalde uyumun sabit zaman aralıklarında test edildiği finansal dönüşüm taahhütleri kullanılırken, tahvillerde (ve özellikle yüksek getirili tahvillerde) normalde yalnızca ihraççı belirli bir eylemde bulunduğu test edilen işlem sınırlayıcı taahhütler kullanılır (Brodie, 2017[13]). Bununla birlikte, daha önce de belirtildiği gibi, ihraççılar genellikle mutemede yıllık olarak bir uygunluk belgesi vermek zorunda olduklarından, tahviller için genellikle periyodik bir uygunluk testi unsuru vardır. Ancak, bu uygunluk testleri, destekleyici hesaplamalar veya arka plan belgeleri gerektirmediğinden ve ihraççıya taahhütlere ilişkin kendi uyumunu yorumlama konusunda büyük bir özgürlük bıraktığından, banka kredilerinden önemli ölçüde farklıdır. Bunun aksine, banka kredisi taahhütleri genellikle üç ayda bir test edilir ve ayrıntılı hesaplamalar gerektirirken kreditorlerin ihraççıdan ek bilgi talep etmesine genellikle izin verilir (Kahan ve Rock, 2009[16]).

Bunun etkisi, yeniden yapılandırılmaların, tahvil sözleşmesindeki taahhütlerin düzenli uygunluk testine tabi olması durumuna kıyasla daha geç başlatılması olabilir. Aşağıda daha ayrıntılı olarak ele alındığı üzere, pasif yatırımcı ortaklığındaki artışın da benzer etkileri olabilir. Buna ek olarak, Şekil 1.4'te gösterildiği gibi, taahhütlerin kullanılma derecesi de önemli ölçüde azalmıştır. Bununla birlikte, hızlandırılmış ödemelerden kar elde etmek için taahhüt ihlallerini belirlemeye odaklanan ve taahhüde uyum konusunda bir tür kontrol işlevi gören uzmanlaşmış bir riski fon sınıfı olduğunu belirtmek gerekir (Çelik, Demirtaş ve Isaksson, 2015[2]).

Tahvil sahipleri, mutemedi bilgilendirerek bir taahhüdün ihlali konusunda doğrudan kendileri harekete geçebilirken, bunu yapmak için yasal olarak tahvil sahiplerinin belirli bir oranını temsil etmeleri gerekebilir. Şirket tahvillerinin büyük medyan ihraç büyüklüğü (bkz. örneğin (OECD, 2021[1])) ve tahvil yatırımcıları arasında çeşitlendirilmiş portföy stratejilerinin hakimiyeti göz önüne alındığında, gerekli payın aşılması zor olabilir. Ancak, şirket tahvilleri ağırlıklı olarak kurumsal yatırımcılar tarafından elde tutulduğundan, bu yatırımcılar arasındaki iş birliği, yararlanıcılarının mali çıkarlarını aktif olarak korumak ve şirketleri izlemek için yeterli teşviklerin bulunması halinde bu sorunu çözebilir. Bununla birlikte, örneğin risk fonlarının aktivizmi, ihraççıların daha yumuşak taahhüt formülleri oluşturmasına neden olmaktan ve bir dereceye kadar Şekil 1.4'te belirtilen taahhütlerin kalitesinin düşmesini tetiklemekten de sorumlu tutulmaktadır (Kahan ve Rock, 2009[16]).

Bazı senetler tüm tahvil sahipleri için eşit fırsatlar sunarken, tahvil sahiplerinin çoğunluğunun ihraççılarla rıza taleplerini yapılandırılmaları⁶ ve değeri, genellikle azınlık tahvil sahiplerinin zararına ve yalnızca kendileri için en üst düzeye çıkaracak şekilde teklifler sunmaları da mümkündür. Böyle bir durumda, muvafakat talepleri, ihraççının sözleşmede değişiklik yapmak veya fiili veya olası temerrütlerden feragat etmek için

⁵ ABD'deki Tröst Senedi Yasası hükümleri uyarınca, belirli menkul kıymetler ve işlemler Yasa'nın hükümlerinden muaf tutulmaktadır.

⁶ "Onay talebi", bir menkul kıymet ihraççısının menkul kıymet sözleşmesinin şartlarında değişiklik önerdiği bir süreçtir.

tahvil sahiplerinin çoğunluğunun onayını almasına olanak tanır. Bunun karşılığında ihraççı, onay veren tahvil sahiplerine cazip ücretler teklif eder. İhraççının senedi değiştirmesinin veya temerrütten feragat etmesinin bir başka yolu da, tahvil sahiplerinin çoğunluğunun tahvillerini yeni tahviller için teklif ettiği ve karşılığında ihraççıya, takas ettikleri tahvillerde istenen değişiklikler için onay verdikleri özel bir takas teklifi yapmaktır (Çelik, Demirtaş ve Isaksson, 2015^[2]). Tüm tahvil sahiplerini temsil etmesi gereken yed'i emin, azınlık sahiplerinin zarar göreceğini ileri sürerek çoğunluğun talimatlarına uymaktan kaçınabilir. Bununla birlikte, yed'i emin, önemli bir hukuki veya cezai sorumluluk riskiyle karşı karşıya kalmazsa, çoğunluk kararına karşı çıkmak için çok az teşvik söz konusu olabilir.

2.2.2. Taahhütlere ilişkin açıklama ve pay sahibi onayı

Kurumsal yönetim politikası oluşturma ve akademik çalışmalar geleneksel olarak pay sahiplerinin yönetimi etkileme kabiliyetine ve hakim ve azınlık pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarına odaklanmıştır. Kreditörler, şirketler iflas edene kadar genellikle pasif seyirciler olarak muamele görmüştür. Ancak, tartışıldığı üzere, şirketler yönetimin takdir yetkisini önemli ölçüde kısıtlayan taahhütlerle tahvil ihraç edebilir (Şekil 1.5'te görüldüğü üzere, düşük kredi notuna sahip şirketler için daha güçlü bir şekilde) ve finansal stres altında ancak iflastan çok önce mevcut kreditorlerle borç koşullarını yeniden müzakere etmeyi seçebilir (örneğin, bir taahhüde uymaktan feragat etme konusunda mutabık kalmak üzere). Bir borcun yeniden müzakeresi sırasında, mevcut kreditorler işletmede üst düzey yöneticilerin değiştirilmesi veya planlanan sermaye harcamalarının azaltılması gibi değişiklikler talep edebilir (Nini, Smith ve Sufi, 2011^[17]).

Taahhütlerin bir şirketin kurumsal yönetimindeki önemine ve pay sahiplerinin kalan haklarının borçlanma senetleriyle ilgili değişikliklerden etkilenmesine rağmen, pay sahipleri genellikle tahvillerin ihracını ve borçlanma araçları tröst senetlerinin özel şartlarını onaylama hakkına sahip değildir. Aslında pay sahipleri genellikle, diğer birçok ilgili iş kararında olduğu gibi, şirket adına yeni borç finansmanının müzakere edilmesi için yönetimin uzmanlığına güvenirken yöneticilerin yetersiz olduğu kanıtlanırsa onları değiştirebilir. Yönetim kurulu üyelerinin güvene dayalı görevleri normal şartlar altında genellikle pay sahiplerine karşı da olduğundan, pay sahipleri olası bir haciz işleminin caydırıcı etkisi ile de güvence altına alınabilir.⁷ Bununla birlikte, pay sahiplerinin yönetimin bir şirketin borç yönetimindeki performansını etkin bir şekilde denetleyebilmelerinin ön koşulu, borç sözleşmeleri ve ilgili gelişmeler hakkında yeterli ve kamuya açık bilginin bulunmasıdır. Bu aynı zamanda G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde (V.A.7) belirtildiği üzere şeffaf piyasaların sürdürülmesine yönelik daha kapsamlı hedef için de bir ön koşuldur ve "İlkeler, yatırımcıların işletmenin önemli ve öngörülebilir riskleri hakkında tam olarak bilgilendirilmesi için yeterli ve kapsamlı bilgilerin açıklanmasını öngörmektedir".

Menkul kıymetler düzenlemesi, halka açık şirketlerin en azından bir yıllık rapor (örneğin ABD'de 10-K Formu) sunmasını, menkul kıymetleri halka arz ederken bir izahname hazırlamasını ve sunmasını (örneğin AB'de 2019/980 sayılı Yönetmelik ve ABD'de 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu) ve belirli önemli olaylar meydana geldiğinde, bu tür bir olay hakkında piyasayı derhal bilgilendirmesini (örneğin ABD'de 8-K Formu) gerektirir. Bu durum, ihraççıların mevcut önemli tahvil taahhütnameleri veya bunlardan birini ihlal etme riski hakkında bilgi açıklama yükümlülüğünü temsil edebilir. Örneğin, Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi'nin (ESMA) İzahname Yönetmeliği kapsamındaki açıklama gerekliliklerine ilişkin rehberi, ihraççının "kredi verenlere kredi olanaklarının kullanımını önemli ölçüde kısıtlayabilecek taahhütler verilip verilmediğini" açıklaması gerektiğini belirtmektedir (ESMA, 2021, s. 15^[18]). Aynı şekilde, bu rehber "bir taahhüdün ihlal edildiği veya ihlal edilme riskinin bulunduğu durumlarda, izahname ile ihlalin etkisi ve ihraççının durumu nasıl düzelleceği hakkında bilgi verilmesi gerektiğini" belirtmektedir. Borsaya kote olmayan şirketler ve halka açık piyasalarda tahvil ihraç eden yabancı şirketler daha az katı raporlama gereklilikleriyle karşı karşıya kalabilir, ancak tahvil senetleri bu durumlarda bile bazı sözleşmeye bağlı raporlama yükümlülükleri getirebilir (Christie vd., 2018^[19]).

⁷ Yönetim kurulu üyelerinin güvene dayalı görevleri hakkında daha ayrıntılı ve kapsamlı bir tartışma için lütfen OECD'nin *İklim Değişikliği ve Kurumsal Yönetim* raporuna bakınız (OECD, 2022, s. 37-39^[55]).

Şirketlerin ayrıca mevcut "dışarıdan dayatılan sermaye yükümlülükleri" (bazı borç taahhütleri bu şekilde sınıflandırılabilir) hakkında finansal raporlarında bilgi vermeleri ve bu sermaye yükümlülüklerine uymadıkları durumlarda "bu uyumsuzluğun sonuçlarını" raporlamaları gerekebilmektedir (UMS 1 paragraf 135). Ayrıca, şirketin bir borç taahhüdünün ihlalinden kaynaklanan teknik temerrütlerin ayrıntılarını sunması ve temerrüdün giderilip giderilmediğini veya borç taahhüdünün koşullarının yeniden müzakere edilip edilmediğini bildirmesi gerekecektir (IFRS 7'nin 18 ve 19'uncu paragrafları).

Yukarıda belirtilen tüm açıklama gereklilikleri, "[kreditörleri de içeren] menfaat sahiplerinin kurumsal yönetim sürecine katıldıkları durumlarda, ilgili, yeterli ve güvenilir bilgiye zamanında ve düzenli olarak erişebilmeleri gerektiğini" belirten G20/OECD İlkeleri ile uyumludur (İlke IV.D). Bununla birlikte, bir şirketin borç taahhütleriyle ilgili tüm önemli bilgileri zamanında açıklamaması veya bunu yaparken yatırımcıların bir şirketin risklerini etkili bir şekilde değerlendirmesine izin vermeyecek genel bir dil kullanma tehlikesi her zaman vardır. Örneğin, Çinli bir imalatçı 4 Kasım 2016 tarihinde bir banka kabul senedini geri ödeyememiş ve temerrüdü sadece iki hafta sonra açıklamıştır; oysa şirketin tahvil serilerinden birinde yer alan çapraz temerrüt taahhüdü, şirketin herhangi bir temerrüdü iki iş günü içinde kamuoyuna açıklamasını öngörmektedir (şirkete daha sonra tahvil sahipleri tarafından bir ek süre tanınmıştır ancak çapraz temerrüt nihayetinde Ocak 2017'de tetiklenmiştir).⁸ Özellikle geleneksel olmayan borç taahhütleri için (daha fazla ayrıntı ve örnekler için aşağıdaki bölüme bakınız), iyi niyetli yöneticiler bile bazı taahhütlerin yarattığı riskleri anlamakta ve aktarmakta zorlanabilir.

2.2.3. Taahhütlerin hazırlanmasına ilişkin son gelişmeler

Hem 2008 krizinden sonra hem de pandemi kaynaklı krize cevaben bir dizi büyük ekonomide uygulanan genişlemeci para politikasının ve bunun sonucunda getirilerin yaygın olarak düşüşler yaşamasının ardından, Şekil 1.4'te gösterildiği gibi, birçok yatırımcı daha yüksek getiri arayışıyla daha az taahhüt koruması sağlayan tahvillere yatırım yapmaya istekli olmuştur. Örneğin, özellikle özel sermaye gruplarını ilgilendiren durumlarda taahhütlerin, değerli varlıkların teminatlı tahvil sahipleri için garanti olarak kullanılan sınırlı yetkili iştiraklerden böyle iddiaları olmayan sınırlı yetkili olmayan iştiraklere taşınması suretiyle sözde "varlık sıyırmaya" izin verdiği bir dizi örnek olmuştur. Varlıklar teminatlı tahvil sahiplerinin erişiminden çıkarıldıktan sonra, örneğin sermaye benzeri kreditorlerle finansal sıkıntılı takaslar için müzakere edilmek üzere kullanılabilirler. Bu tür anlaşmalar öncelikle ABD tahvil piyasalarında gerçekleştirilmiştir (Rennison ve Indap, 2020[20]). Bu durum, kreditor temsilcileriyle ihraççılar arasında çatışmalara yol açmış, hatta davalarla sonuçlanmıştır (Wells, 2017[21]). 2017 yılında, euro cinsinden bir ihraç için benzer hükümler ekleme girişimi yatırımcılar tarafından reddedilmiştir (Smith, 2017[22]).

Yatırım sınıfı dışındaki tahviller için, tipik olarak teminatı azaltacak "kısıtlı ödemeler" (örneğin pay sahibi temettüleri) için bir üst sınır öngören taahhütler bulunmaktadır. Bununla birlikte, neyin kısıtlı ödeme sayılacağına (ve örneğin öz sermaye katkılarının bu sınırı artırıp artırmayacağına) ilişkin açık olmayan tanımlar, ihraççının teminatı kreditorlerin erişiminden ne ölçüde uzaklaştırabileceğinin belirsiz olduğu durumlara yol açmıştır. Kısıtlı ödemelere ilişkin sınır, belirsizliği bir seviye daha artıracak şekilde, "hariç tutulan katkılar" taahhütleri üzerinden de düzenlenebilir. Hariç tutulan katkılar, pay sahiplerinin öz sermaye katkılarını, ihraççının ana mali yetkilisi tarafından verilir katkının hariç tutulduğunu belirten bir sertifikaya tabi olarak kısıtlı bir ödeme şeklinde almalarını sağlar. Hariç tutulan katkıların tanımlarının geriye dönük olarak yapıldığı ve bunun da tahvil sahipleri için erişebilecekleri gerçek teminat miktarı konusunda önemli bir belirsizliğe yol açtığı durumlar olmuştur (Scaggs, 2018[23]). Bir vakada, bir şirketin ödenmemiş tahvillerinin değeri, durumdan haberi olmayan tahvil sahiplerinin, yönetimin sahiplerine akan nakit miktarını kontrol etmediği konusunda bilgilendirilmesiyle keskin bir şekilde düşmüştür. Bunun yerine, hakim pay sahiplerine para gönderen merkezi hazine, yönetim kurulu tarafından kontrol edilirken bu kurul da esas olarak aynı hakim pay sahibi temsil

⁸Bkz (Fitch Ratings, 2019, ss. 28-29^[52]) ve (Reuters, 2017^[53]).

etmiştir. Buna ek olarak, hazine, şirketin döner kredi tesisinden çekim işlemi yapılarak finanse edilmiştir. Bazı tahvil sahiplerine göre, bu tür temettü ödemeleri beklenmezken mevcut taahhütler kapsamında teknik olarak bunlara izin verilmiş ve bir zorunluluğa tabii olanlar grubu dışında ödemelere imkan vermiştir (Smith, 2018[24]).

Taahhüt standartlarının gevşetilmesinin bir başka örneği de borç limitlerini öngören taahhütlere geniş kapsamlı istisnaların dahil edilmeye çalışılmasıdır. Yatırım sınıfı dışındaki tahvillere yönelik kaldıraç kısıtlama taahhütleri çok yaygındır (bkz. Şekil 1.5) ve örneğin maksimum borç/FAVÖK seviyesini tanımlayarak aşırı borçlanmaya karşı kısıtlamalar getirmektedir.⁹ Bununla birlikte, bazen borç limiti aşılsa bile kredi olanaklarının kullanılabilmesini sağlamak için "belirlenmiş yükümlülük" taahhütleri kullanılır; aksi takdirde bu durum teknik bir temerrüde neden olur. Örneğin, bir şirket azami kaldıraç oranına ulaşırsa ve payda düşerse (örneğin, FAVÖK'te bir borç-FAVÖK taahhüdü durumunda düşüş meydana gelmesi), belirlenmiş bir yükümlülük taahhüdü, şirketin taahhütlü olarak belirlenmesine tabi olarak kredi imkanından yararlanmaya devam etmesine imkan tanıyacaktır. Bununla birlikte, bir tahvil senedinin, belirlenen yükümlülüğün taahhüt edilen kredi imkanının kaldıraç oranından tamamen hariç tutulmasına izin verdiği ve şirketin borçlanma kapasitesini tahvil senedinde tanımlanan borç kısıtlamasının ötesinde etkili bir şekilde artırdığı görülmüştür (Scaggs, 2018[25]).

Şüpheli taahhütlerle ilgili son iki vakadan bahsetmek gerekir. Bunlardan ilki, teminatla garanti edilen borçlanma araçlarının payının borçlanma arttıkça azalabileceği ve bunun da kreditor belirsizliğine yol açabileceği sözde "küçülen garantiler"dir (Scaggs, 2018[26]). İkincisi, olağan iş akışı dışındaki varlık satışlarından elde edilen gelirin %100'ünün borcun peşin ödenmesine gitmesi gerektiği yönündeki standart varsayımdan istisnaların ("azaltmalar") daha yaygın hale gelmesi ve bu tür azaltma maddelerini etkinleştiren borç oranlarının ihraççının takdirine bağlı olarak tanımlanması ihtimalidir. Bu takdir yetkisi, örneğin, ihraççının kaldıraç oranı için temel olarak kendi kendine düzelttiği FAVÖK'ü kullanabileceği anlamına gelebilir (Scaggs, 2018[27]).

Alışılmadık istisnalarla belirsiz bir şekilde yapılandırılmış taahhütler, tahvil sahiplerinin haklarını ve yönetim işlevini düzgün bir şekilde kullanabilmelerini engellemektedir. Bu nedenle, taahhüt ihlallerinin yakın olup olmadığının yanı sıra, gelecekteki finansman düzenlemelerini veya çalışmalarını etkileyebilecek koşulların açıklanması hem kreditorler hem de pay sahipleri için önemlidir. Bu durum özellikle belirsizliğin arttığı mali sıkıntı dönemlerinde önem kazanmaktadır.

Yatırımcılar, taahhüt standartlarının gevşetilmesi ve yetersiz açıklama konusunda endişelerini dile getirmişlerdir. 2015 yılında bir grup önde gelen yatırımcı Avrupa Finansal Piyasalar Birliği'ne ("AFME") bir mektup yazarak Avrupa'daki yatırım sınıfı dışındaki tahvil piyasasındaki sorunlara ilişkin endişelerini dile getirmiş ve Birliğin en iyi uygulamalarının gözden geçirilmesini talep etmiştir. Mektupta, hem farklı kreditor anlaşmaları hem de mali sonuçlar konusunda tüm yatırımcılar için eşit şartlarda daha fazla açıklama standartları getirilmesi talep edilmiştir. Ayrıca, kaldıraç oranlarında artışlara izin veren daha liberal borçluluk taahhütleri ve beklenen sinerji maliyetlerinin FAVÖK geri eklemeleri olarak (yukarıda tartışıldığı üzere) dahil edilmesi gibi taahhüt istisnalarının ("iş kollarının satışının") daha yaygın hale gelmesine ilişkin şikayetleri de dile getirmiştir. Ayrıca, yatırımcı grubu taşınabilirlik hükümlerinin genişletilmesi ve gevşetilmesi (kaldıraç oranları gibi belirli kriterlere tabi olmak kaydıyla, kontrol değişikliğini tetiklemeden nihai pay sahipliğinin devredilebilmesi), teminatlı borçlar için teminatların etkin bir şekilde sulandırılmasının yanı sıra geri çağırma sürelerinin kısaltılması (ihraçtan itibaren bir tahvilin itfa edilemeyeceği süre) ve öz kaynak geri alım hükümlerinin genişletilmesinin (ihraççılara öz kaynak arzlarından elde edilen gelirleri kullanarak bir tahvilin bir kısmını erken itfa etme hakkı sağlanması) altını çizmiştir (Wigglesworth ve Bolger, 2015[28]).

Taahhütlerin açıklanmasıyla ilgili olarak, AFME'nin yüksek getirili birincil piyasaya yönelik 2018 rehberinde, arz muhtırasının "ihraççının önemli borç tesislerinin ve diğer finansmanlarının temel şartlarını ve [...] her bir önemli tesis veya araçla ilgili olarak: finansal taahhütleri [...] yatırımcıların ihraççının taahhütler kapsamındaki yükümlülüklerini

⁹FAVÖK, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nda (IFRS) tanımlanmamıştır. FAVÖK bir borç taahhüdünde yer aldığı anda, borç taahhüdü bu ölçütün nasıl hesaplanacağını tanımlar. Bu nedenle, FAVÖK olarak adlandırılan diğer ölçütlerle karşılaştırılamayabilir.

anlamalarını sağlamak için yeterli ayrıntıda açıklaması gerektiğini [...]” belirtmektedir (vurgu eklenmiştir) (AFME, 2018^[29])

Yatırımcıların iklim değişikliğine daha çok odaklanması, yeni sözleşmelerin tasarlanmasına da yol açmıştır. Buna bir örnek, bir İtalyan kamu hizmeti şirketinin 2019 yılında gerçekleştirdiği tahvil ihracıdır. Senette yer alan bir taahhünameye göre, tahvilin kuponu şirketin toplam kurulu kapasitesinin %55'ini 2021 yılı sonuna kadar yenilenebilir hale getirme hedefine bağlıdır. Hedefe ulaşılamaması halinde (bağımsız bir denetçi tarafından rapor edilmesi üzerine), tahvilin faiz oranı 25 baz puan artmaktadır (Taylor, 2020^[30]).

2.3. Finansal olmayan kurumsal sektörde aşırı risk alma

Yönetim, yönetim kuruluyla birlikte, bir şirketin piyasa değerini en üst düzeye çıkaracak en uygun sermaye yapısına karar verme noktasında en iyi konumdadır. Bu karar, örneğin menkul kıymet ihraç etme maliyetlerine, mevcut öz sermaye risk primine ve farklı finansman türlerine (örneğin temettü dağıtımı ve tahvil sahiplerine faiz ödemesi) yönelik vergi uygulamasına bağlı olacaktır. Bu nedenle, yöneticilerin işletme değerini en üst düzeye çıkarmak için finansman kararlarını bir dizi farklı faktöre ve dinamik piyasa koşullarına göre sık sık ayarlamaları gerekmektedir. Bununla birlikte, yöneticilerin hem kreditorler hem de pay sahipleri için ideal olacak bir sermaye yapısı üzerinde karara varmalarını engelleyebilecek bazı çıkar çatışmaları söz konusudur.

Bölüm 2.1'de tartışıldığı üzere, aşırı risk almaya neden olabilecek bir çatışma, pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket eden yöneticilerin, finansal kaldıraç daha düşükken eski kredi verenler tarafından uygulanan daha düşük oranlar olmadan finansal olarak uygulanabilir olmayacak bir projeyi finanse etmek için finansal kaldıraç artırmaya (ve dolayısıyla kredi verenler için riski artırmaya) karar verebilmesidir.¹⁰ Olgun, yatırım yapılabilir bir şirkette bu risk göz ardı edilebilir, çünkü şirket genellikle iyi bilinen bir dizi iş kolunu araştırmaktadır (sonuç olarak, Şekil 1.5'te gösterildiği gibi "kaldıraç kısıtlaması" taahhütleri yatırım yapılabilir tahviller için nadirdir). Ancak, yeni pazar nişlerini test etmekte olan büyüme aşamasındaki şirketler için çıkar çatışmaları daha önemli olabilir (bu nedenle ve diğer olasılıklardan dolayı, yatırım sınıfı dışındaki şirketler genellikle tahvillerine "kaldıraç kısıtlaması" taahhütlerini ekler).

Pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki ilişkide temsil maliyetleri de söz konusudur. İlk olarak, yöneticilerin değerlendirme süresi pay sahiplerinkinden daha kısa olabilir. Bu durumda, yöneticiler, örneğin, büyük bir ekonomik krizin gerçekleşmesi halinde daha yüksek risklere rağmen, kısa vadede daha düşük toplam finansman maliyetlerini temsil edecekse (öz sermaye risk priminin nispeten yüksek olduğu varsayılarak) daha kaldıraçlı bir sermaye yapısını tercih edebilirler. Pay sahiplerinin aşırı finansal kaldıraca kayıtsız kalmayacağı açıktır, ancak borsada işlem gören şirket sayısının azaldığı ve önemli ölçüde likiditenin olduğu bir piyasada, pay senedi yatırımcılarının nereye yatırım yapacakları konusunda çok fazla alternatifleri olmayabilir. Ayrıca, pay sahiplerinin koordinasyon kapasitesinin olmaması, yönetimin sermaye yapısı hakkındaki kararlarına yönelik bir müdahaleyi olası kılmayabilir. İkinci pay sahibi-yönetim temsil maliyeti ise, yönetim kurulu üyelerinin bir pandemi veya küresel jeopolitikte yıkıcı bir gelişme gibi farklı nadir senaryoları dikkate alacak uygun bir risk değerlendirme sistemi kurmak için gerekli özeni göstermemiş olmaları şeklinde belirtilebilir. Bu özen eksikliği, yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğünün ihlali anlamına gelebilir, ancak birçok durumda, pay sahiplerinin, halka açık bir şirketin sermaye yapısını yönetmek kadar karmaşık bir iş kararı düşünüldüğünde yönetimin ihmali kanıtlanması zor olabilir.

Hâkim ve azınlık pay sahipleri arasında asil-vekil ilişkisi maliyetleri de söz konusu olabilir. Bu durum özellikle çift sınıflı paylara izin verilmediği durumlarda önemlidir, çünkü hakim pay sahipleri şirketin kontrolünü devretme korkusuyla öz sermaye fonlarını artırmaya isteksiz olabilirler. Bu nedenle, hakim pay sahipleri, işletme değerini

¹⁰Dipnot 3'te tartışıldığı üzere, bu çalışmadaki çıkar çatışmaları tartışması münferit şirketlere odaklanmıştır ve diğer her şeyin eşit olduğu varsayılmaktadır.

maksimize etmeyen (yani mevcut azınlık pay sahipleri için değeri yok eden) finansal kaldıracı kabul etmeye istekli olabilirler.

Yukarıda sıralanan tüm çıkar çatışmaları şirket kavramı kadar eskidir. Dolayısıyla, sermaye piyasalarındaki son eğilimlerin bu çıkar çatışmalarından bazılarını nasıl daha geçerli kıldığı ve dolayısıyla tahvil piyasalarındaki kredi kalitesini en azından kısmen nasıl kötüleştirilmiş olabileceği yanıt aranan bir sorudur (bkz. Şekil 1.3). Örneğin, bazı büyük piyasalarda pasif pay senedi yatırıma doğru olan hareket, pay sahibi-yönetici temsil maliyetlerini artırmış olabilir. Aynı şekilde, birçok şirkette tanımlanmış hakim pay sahiplerinin bulunduğu Asya sermaye piyasalarının daha önemli hale gelmesi, çoğunluk-azınlık pay sahiplerinin çıkar çatışmalarını daha yaygın hale getirmiş olabilir.

2.4. Finansal sıkıntılı şirketlerde yasal görevler

Bölüm 2.1'de de belirtildiği üzere, pek çok ülkedeki mevzuat, zor durumdaki şirketlerin yönetim kurulu üyelerini, pay sahiplerinin yanı sıra şirketin kreditorlerinin yararına hareket etmeye teşvik etmektedir. Benzer bir şekilde, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri -herhangi bir şirketle ilgili olarak- "yönetim kurulunun şirkete ve pay sahiplerine karşı sorumlu olmanın yanı sıra menfaatleri doğrultusunda hareket etmekle de yükümlü olduğunu" belirtmektedir. Buna ek olarak, yönetim kurullarının çalışanlar, kreditorler, müşteriler, tedarikçiler ve yerel topluluklar da dahil olmak üzere diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını da dikkate alması ve bunlarla adil bir şekilde ilgilenmesi beklenmektedir" (İlke VI'ya ek açıklama).

Finansal sıkıntılı şirketlerin yönetim kurulu üyelerine uygulanan, sadece iyi niyetle hareket etmemeleri durumunda tetiklenen daha az katı standartlardan, iflas halindeki bir şirketin mali durumunun kötüleşmesinde ihmalden dolayı sorumluluk yükleyen daha ağır standartlara kadar standartlar yoğunluk bakımından farklılık göstermektedir: (Kraakman vd., 2017, s. 128- 129[11]). Teknik anlamda, bu standartlar sadece yönetim kurulu üyelerinin güvene dayalı görevlerinin içeriğinde bir değişiklik şeklinde olabilir (örneğin çoğu ABD eyaletinde) veya iflas işlemleri kaçınılmaz hale geldiğinde "hatalı işlem" için ek ihmale dayalı sorumluluk getirilebilir (örneğin Birleşik Krallık'ta¹¹).

Yönetim kurulu üyelerinin iflas halindeyken ticaret yapmama yükümlülüğü kreditorlerin menfaatlerini korumak için genellikle makul olsa da, ticaretin durdurulması, birçok işletmenin aynı anda mali zorluklarla karşı karşıya olduğu ve durumun nasıl gelişeceğine dair hala belirgin bir belirsizliğin olduğu bir krizin başlangıcında ekonomi genelinde en iyi çözüm olmayabilir. COVID-19 salgınının başlangıcı bunun bir örneğidir, çünkü hem sağlık sorunları hem de devletlerin tepkisi 2020'nin başlarında son derece belirsiz kalmışken çoğu durumda direktörler, şirketlerinin sonraki aylardaki beklentilerini değerlendirmek için gereken asgari bilgiden yoksun olmuştur. Bu nedenle, Tablo 1.1'de gösterildiği gibi, bazı ülkeler COVID-19 salgınına cevaben haksız ticaret yasalarının etkisini askıya almıştır.

Bir diğer önemli politika kararı da kamu makamlarının finansal sıkıntılı şirketlerde kreditor yanlısı davranış standartlarını uygulayıp uygulayamayacağı, örneğin bu standartları karşılayamayan üyelerin bir şirketin yöneticisi olmasının yasaklanıp yasaklanamayacağıdır (örneğin Brezilya, Fransa, İtalya, Japonya, Birleşik Krallık ve ABD'de durum böyledir). Bu kamusal yaptırım, yönetim kurulu üyelerinin yasal görevlerinin ihlaline ilişkin cezai sorumlulukla birlikte, medeni sorumluluğun üyelerin davranışlarını etkili bir şekilde değiştirmek için yeterli olmadığı durumlarda, örneğin üyelerin sınırlı servete sahip olduğu ve pay sahiplerinin çıkarlarından yakından etkilendiği durumlarda caydırıcı bir etki yaratabilir (Kraakman vd., 2017, s. 130[11]).

Hakim pay sahiplerinin yönetim üzerinde sahip olabileceği güçlü etkiyi göz önünde bulunduran bazı ülkeler yönetim kurulu üyelerinin; resmi olarak üye olmaksızın yönetim kurulunun bir üyesi olarak hareket eden kişiye, tipik olarak hakim pay sahibine, karşı sorumluluklarını genişleten "gölge üyeler" doktrini benimsemiştir (örneğin Birleşik Krallık'ta). Bazı durumlarda finansal sıkıntılı şirketlerde kreditor yanlısı bir standardın karşılanmamasından kaynaklanan sorumluluk da bu kapsama girebilir.

¹¹Bkz. 1986 tarihli Birleşik Krallık İflas Kanunu'nun 214. Bölümü.

Tamamlayıcı bir şekilde, bazı ülkeler de iflasın eşiğinde olan bir kurumsal borçluya iş yapan kreditorler ve diğer üçüncü taraflar için geçerli standartları benimsemektedir. Bu işlemler borçlunun açık bir şekilde zararına ise, genellikle iflas davasında *ex-post* (ardıl) olarak iptal edilir ve üçüncü tarafın elde ettiği faydaların borçluya iade etmesi zorunlu hale gelir (Kraakman vd., 2017, s. 134^[11]). Üçüncü taraflar işlemlere, ancak işlemlerin borçlu için *önceden* avantajlı olabileceğini değerlendirdiklerini kanıtlayabilirlerse güvенеbileceğinden, bu üçüncü taraflar yönetim kurulu üyelerinin, borçlunun mali durumunu kötüleştirmesini önleyebilirler.

2.5. Şirket grupları

Şirket grupları, borsaya kote şirketlerin önemli sahipleridir. 2020 sonunda küresel piyasa değerinin %11'i kadar bir pay sahiplikleri söz konusuydu. Bu yapı özellikle Şili, Türkiye ve Endonezya başta olmak üzere, şirketlerin borsaya kote şirketlerin %60'ından fazlasının en büyük sahibi olduğu bazı ülkelerde öne çıkmaktadır (OECD, 2021^[11]). Şirket gruplarının ve karmaşık ortaklık yapılarının yaygınlığı, daha önceki OECD çalışmaları (OECD, 2020^[31]) ana hatlarıyla belirtildiği üzere, kurumsal yönetim etkileri yaratmaktadır.¹² Bununla birlikte, özellikle sermaye benzeriyle ilgili olarak tahvil sahibi hakları üzerinde de etkileri vardır.

Yapısal bağlılık, bir ihraççının bir şirket grubu yapısı içinde nereye yerleştirildiğine bağlı olarak kreditor sıralaması oluşturmayı amaçlamaktadır. İştiraklerin kreditorleri daha üst sıralarda yer alırlar, çünkü varlıklarına karşılık bir talepleri vardır, oysa ana şirketin kreditorleri, iştiraklerin varlıklarından (ana şirketin sahip olduğu öz kaynak) yalnızca ikinci derecede kreditor oldukları için yapısal bağlılıkta daha alt sıralarda yer alırlar. Bu tür bir tabiiyet, Amerika Birleşik Devletleri'nde daha yaygın olan sözleşmeye dayalı tabiiyetin aksine, örneğin birçok Avrupa ülkesinde yaygındır (Miller vd., 2014^[32]).

Kreditorlerin yapısal bağlılığa dayandığı piyasalarda, kıdemli teminatlı kredi verenler tipik olarak borçlarının doğrudan iştirak tarafından üstlenilmesini talep ederken, teminatsız (ve muhtemelen yatırım sınıfı dışındaki) tahviller ana şirket tarafından ihraç edilmektedir. Buna karşılık, ana şirketin tahvil sahipleri taahhütlerin kabul edilmesini, tahvillerin iştirak garantileri; iştiraklerin ek borç alma kabiliyetlerine ilişkin sınırlamalar; ve iştiraklerin temettü ödemelerini kısıtlama kabiliyetlerine ilişkin sınırlamalar (yukarı yönlü ödemelerini sağlamanın bir yolu olarak) gibi yapısal bağlılıktan kaynaklı bazı riskleri sınırlamak için talep edebilmektedir (Miller vd., 2014^[32]).

Her durumda, tahvil senetleri (diğer sözleşmeler gibi) gelecekte meydana gelebilecek tüm olayları hesaba katamazken grubu kontrol edenlerin gruptaki şirketler arasında varlıkları, maliyetleri ve iş fırsatlarını hareket ettirmesi için bazı fırsatlar olabilir; örneğin, diğer iştiraklerdeki mevcut tahvil sahiplerinin zararına olacak şekilde yeni tahvil ihraç etmeyi planlayan iştirakler tercih edilebilir. Ancak bu tür durumlar için, Fransa'da bir iştirakin kreditorlerinin, şirketlerin "anormal finansal işlemler" gerçekleştirdiğini kanıtlamaları halinde, aynı gruptaki başka bir şirketin varlıklarına karşı kreditorlerini icra edebilecekleri *action de confusion de patrimoine* (Ticaret Kanunu'nun L621-2 Maddesi) gibi bazı yasal yollar bulunmaktadır.

2.6. Kurumsal yatırımcılar ve pasif yatırım

Kurumsal yönetime katılımı ilgili olarak, tahvil sahipleri de pay sahipleri gibi hem çıkış yapma hem de söz hakkı yoluyla katılımında bulunma imkanına sahiptir. Ancak, şirketi sürekli olarak etkileyebilen pay sahiplerinin aksine, tahvil sahipleri genellikle sadece tahvil sözleşmesinin oluşturulmasındaki belirli olaylarda ve yakında gerçekleşecek veya fiili temerrüt durumunda seslerini duyururlar. Şirket tahvillerine ilişkin düzenleyici, yasal ve sözleşmesel çerçeve tahvil sahiplerinin haklarının temelini oluştururken, tahvil sahiplerinin haklarını

¹² Daha fazla bilgi için lütfen bakınız (De la Cruz, Medina ve Tang, 2022^[56]).

kullanma konusundaki katılım derecesi çoğunlukla yatırım stratejisi, portföy bileşimi ve yükümlülük yapıları gibi konulara ilişkin iş modellerinden etkilenmektedir.

Son yirmi yılda, yatırımcı dünyası, perakende yatırımların doğrudan sahiplikten büyük kurumsal yatırımcılar aracılığıyla pay sahipliğine geçişle kurumsal yatırımcıların hakimiyetinin artmasına tanık olmuştur. Örneğin, OECD ekonomilerindeki kurumsal yatırımcılar 2020 yılı sonunda borsada işlem gören toplam piyasa değerinin %54'üne sahip olmuştur (OECD, 2021^[1]). Fonlu emeklilik sistemlerine geçişle birlikte, kurumsal yatırımcı hakimiyetindeki büyümenin önemli bir nedeni, hem yatırım fonları ve ETF'ler gibi endeksli yatırım araçlarındaki büyüme hem de emeklilik fonları ve sigorta şirketlerinin yapmış olduğu önemli miktardaki "al ve tut" yatırımları yoluyla pasif yatırım stratejilerin popüleritesindeki artıştır.

Yatırım fonları ve borsa yatırım fonları, likit yükümlülük yapıları, yüksek çeşitlilik sunan portföyleri, sabit ücret yapıları ve maliyetlerini düşürmek için pasif stratejilerin kullanımıyla karakterize edilir. Yüksek düzeyde çeşitlendirilmiş portföylerin temelini oluşturan yatırım stratejisi yalnızca çeşitlendirilemeyen riskleri üstlenmek olduğundan, herhangi bir tek firmayla iş yapmak firma düzeyinde değer artırıcı olsa bile stratejinin dışında kalacaktır. Buna ek olarak, diğer çeşitlendirilmiş fon rakipleri de aynı şirkette mülkiyet sahibi olabileceğinden, bir şirkete angaje olan bir yatırımcı değer artışını rakipleriyle paylaşırken maliyeti tek başına üstlenecek ve göreceli performansını kötüleştirecektir. Bu nedenle, sahipliğin bu tür portföylerde yoğunlaşması, geleneksel kurumsal yönetim prosedürlerine katılma teşvikini etkili bir şekilde azaltmıştır (Gordon, 2021^[33]). Bu durum, bu tür yatırımcıları tahvil sahiplerinin haklarını uygulamak için olası olmayan temsilciler haline getirmektedir. Ayrıca, COVID-19 salgını sırasında bir dizi merkez bankasının önemli şirket tahvili satın alma programları üstlenmesi (veya mevcut olanları genişletmesi), tahvil sahiplerinin haklarının kullanılmasına ilişkin yeni endişeler yaratmıştır.

Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi geleneksel kurumsal yatırımcılar, genellikle yükümlülük yapılarına uygun olarak uzun süre ellerinde tuttıkları bir menkul kıymeti satın alırlar ve böylece sık alım satımla ilgili maliyetlerden kaçınırlar. Portföylerindeki münferit tahvilleri izlemek yerine, genellikle iyi çeşitlendirilmiş tahvil portföylerine yatırım yaparlar ve kapsamlı piyasa endekslerine benzer temerrüt oranlarını hedeflerler. Dolayısıyla bu geleneksel kurumsal yatırımcılar, tahvil sahipleri olarak haklarını aktif bir şekilde takip etme konusunda daha isteksiz olabilirler.

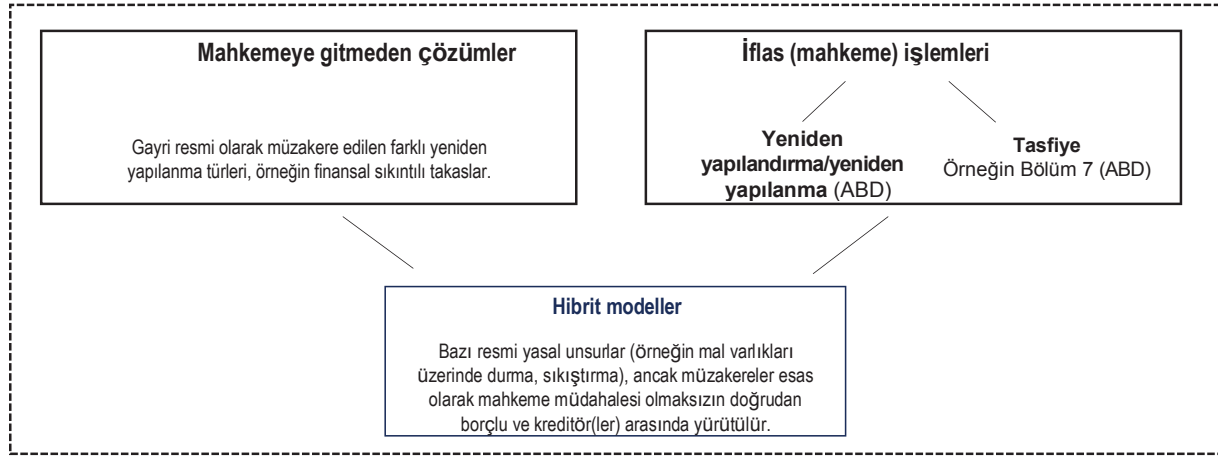
Ancak, Bölüm 2.2.1 'de de belirtildiği gibi, senetlerin uygulanması ve ihraççılarla karlı uzlaşmalar konusunda uzmanlaşmış risk fonları, tahvil taahhütlerine ilişkin bir ihlalle ilgili işlem yapmakla daha fazla ilgilenmektedir. Bu tür bir katılım, daha önce de açıklandığı gibi, katılımlarını genellikle genel portföy risklerini yönetmek ve yeniden yapılandırılmaya ve kayıpların telafisine katılmakla sınırlayan geleneksel büyük kurumsal tahvil sahiplerinin katılımından farklıdır.

2.7. İflas çerçeveleri

Bir kurumsal iflas çerçevesinin iki ana hedefi vardır. Birincisi, kreditorlerin kusursuz olmayan piyasa koşullarında çıkarlarını daha iyi koordine etmelerine yardımcı olmak ve mali stres altındaki şirketlerin operasyonlarını sürdürmeleri için yeniden yapılandırma fırsatları sağlamak. İkincisi bir iflas çerçevesi, varlıkların düzenli bir şekilde tasfiye edilmesini ve kreditorlere ödeme yapılmasını (varlıkların ucuza satışı yerine, iki taraflı borç icrası yoluyla), bir şirketin varlıklarının değerini asgari düzeye çıkarmayı ve en verimli şekilde kullanılmalarını amaçlamaktadır. Yasa koyucuların, bu hedefleri gerçekleştirmek için borçluların ve kreditorlerin korunması arasında bir denge yakalaması gerekmektedir. Bir yandan, görevdeki yönetimi ve borcun yeniden düzenlenmesini aşırı derecede destekleyen bir sistem kredi riskini ve dolayısıyla şirketler için finansman maliyetlerini artırabilecektir. Öte yandan, kreditorlere karşı daha ılımlı bir çerçeve, risk sermayesini ürkütüp faaliyetlerini uzun vadede sürdürebilecek şirketleri tasfiyeye zorlayabilecektir.

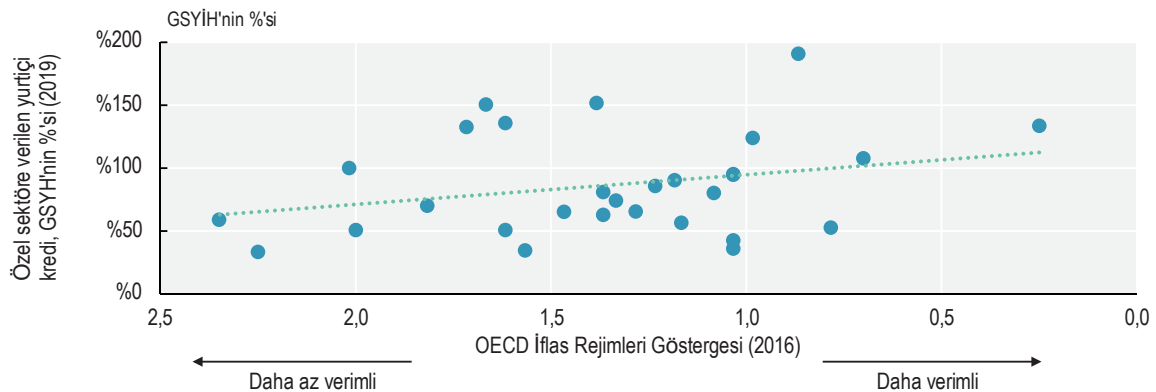
Bu bölümde kullanılan yapı ve terminolojiye genel bir bakış sağlamak amacıyla, Şekil 2.1'de bir iflas çerçevesinin üç ana unsurunun (mahkemeye gitmeden çözümler, iflas işlemleri ve hibrit modeller) bir taksonomisi sunulmaktadır.

Şekil 2.1. İflas çerçevesinin taksonomisi



Yukarıda belirtilen hedefleri yeterince yerine getiren iflas çerçeveleri, krediye erişimi iyileştirerek ve sermayeyi daha iyi tahsis ederek ekonominin genelinde verimliliği artıracaktır. Kreditorler, haklarının uygulanabilir olduğunu ve gelecekteki olası bir iflas sürecinin öngörülebilir, maliyet etkin ve yüksek bir beklenen kurtarma oranı sağlayacağını bilirlerse kredi vermeye daha istekli olacaklardır. Ampirik çalışmalar, etkin iflas rejimlerinin genel kredi mevcudiyetinin artmasının yanı sıra daha düşük kredi maliyeti ve kredi temerrüdü durumunda kreditorlere daha fazla getiri sağlanmasıyla da ilişkili olduğunu göstermektedir (Dünya Bankası, 2014, s. 4-5^[34]). Krediye erişim eksikliğinin kurumsal büyüme üzerinde önemli bir kısıt olduğu tespit edilmiştir (Ayyagari, Demirgüç-Kunt ve Maksimovic, 2008^[35]). İflas rejimleri ile kredi bulunabilirliği arasındaki bağlantıyı daha fazla destekleyen bir kanıt olarak Şekil 2.2, Adalet McGowan ve Andrews (2018^[36]) tarafından geliştirilen iflas göstergeleri kullanıldığında da benzer bir korelasyon ortaya koymaktadır. İyi işleyen bir iflas sistemi, kreditorlerin takibini engellemeksizin ucuz krediyi bu şekilde teşvik ederken, ihtiyatsız borçlanmayı da caydırır. Böyle bir iflas sistemi, "kurumsal yönetim çerçevesinin genel ekonomik performans, piyasa bütünlüğü ve piyasa katılımcıları için yarattığı teşvikler ile şeffaf ve iyi işleyen piyasaların teşviki üzerindeki etkisi göz önünde bulundurularak geliştirilmesi gerektiğini" belirten G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (I.A) ile uyumlu olacaktır.

Şekil 2.2. İflas rejimlerinin ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin etkinliği



Not: Örnekleme Adalet McGowan ve Andrews (2018^[36]) ile aynı ülkeleri kapsamakta, ancak Dünya Bankası veri setinde yurt içi kredi verilerinin bulunmaması nedeniyle Kanada ve İsviçre hariç tutulmaktadır.

Kaynak: (McGowan ve Andrews, 2018^[36]) (x eksen), Dünya Bankası (y eksen).

Daha iyi bir iflas rejiminin etkisi sonucunda krediye erişimde ve mevcut farklı kredi türlerinin çeşitliliğinde iyileşme sağlanması belirli şirket türleri için özellikle güçlü olabilir. Becker ve Josephson (2016[37]), özellikle daha riskli şirketler için tahvil piyasalarının gelişiminin doğrudan iflas prosedürlerinin gücüne bağlı olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır. Bu durum, verimsiz iflas rejimlerinin bulunduğu ülkelerde tahvil sahiplerinin, diğer nedenlerin yanı sıra göreceli büyüklükleri nedeniyle bankaların genellikle avantajlı olduğu mahkeme dışı çözümlere başvurma ihtimallerinin daha yüksek olduğu gerçeğine telafi olarak daha yüksek faiz oranlarına ihtiyaç duymalarının bir etkisidir.

Sermaye tahsisi açısından, güçlü iflas rejimleri çeşitli şekillerde iyileşmelere katkıda bulunur. Örneğin, başarısız firmaların piyasadan daha etkin bir şekilde çıkması, daha güçlü bir piyasa seçim mekanizmasına olanak tanır ve yaşayamayan firmalarda tüketilen veya tutulan kıt kaynakların payını azaltır (Adalet McGowan ve Andrews, 2016[6]). Benzer şekilde, ampirik çalışmalar iyi işleyen bir iflas çerçevesinin tahsili gecikmiş alacakların payını azaltmaya yardımcı olabileceğini göstermektedir (Dünya Bankası, 2021[38]). Bu durum, Şekil 1.12'de gösterildiği üzere, Euro krizinden sonra bazı Avrupa ülkelerinde görülen uzun süreli yüksek TGA oranları dikkate alındığında özellikle önemlidir.

Temelde ekonomik olarak yaşayabilir firmaların tasfiyesi yerine yeniden yapılandırılmasını kolaylaştıran ve teşvik eden rejimler, bir ekonomideki aşırı kaldıracı azaltırken, örneğin tedarikçilerle ilişkiler ve istihdamın sürdürülmesi şeklinde ekonomik değeri koruyabilir. Daha genel anlamda, iflas sistemleri, hem çıkış hem de girişin önündeki engelleri değiştirerek ekonomik verimliliği bir ekonomide hem firma kurma hem de yok etme dinamikleri yoluyla etkiler. İyi işleyen bir iflas sistemi, girişimciliği engelleyecek iş başarısızlığını çok sert bir şekilde cezalandırarak, firma yaratılmasının önüne yüksek engeller koymadan, ayakta kalamayan firmaların amaca uygun çıkışını kolaylaştırır.

Uygulamada, uzun vadede ayakta kalabilen - ve bu nedenle borçlarının yeniden yapılandırılması gereken - ve kalamayan - ve dolayısıyla tasfiye edilmesi gereken - firmalar arasında ayırım yapmak karmaşık ve maliyetli bir işdir. Bu ayırım, genellikle özel sektör bilgisi ve bir şirketin yönetiminin ve uzun vadeli iş beklentilerinin münferit olarak analiz edilmesini gerektirir. Kreditorler, ilgili meblağlar yüksekse mahkeme dışı bir çalışmada böyle bir analiz yapmak için zaman ayırmaya istekli olabilirler veya bir iflas işleminde bunu yapmak zorunda kalabilirler. Ancak, bir şirketin ayakta kalabilmesine ilişkin sağlıklı bir analiz, özellikle resmi yeniden yapılandırmalar söz konusu olduğunda, küçük işletmeler için ekonomik olarak mümkün olmayabilir. Bu nedenle, KOBİ'ler söz konusu olduğunda, iflas prosedürlerinin maliyet ve karmaşıklık açısından iflas eden şirketin büyüklüğüyle orantılı olması, işletmenin yaşayabilirliğinin daha az sofistike bir şekilde değerlendirileceği anlamına gelse bile, özellikle önemlidir.

İşletmenin büyüklüğüne ek olarak, münferit şirkete ve kurumsal bağlama ilişkin bir dizi başka özellik de belirli bir duruma ilişkin ideal çözümü değiştirebilir. Bununla birlikte, genel olarak, bir şirketin finansal stres altında olduğuna dair erken uyarılar, yeniden yapılandırma sürecinde kreditorlerin azınlığının "dışarıda kalmasını" önleyen bir mekanizmanın benimsenmesi ve mahkemeye gitmeden çözüm seçeneği de dahil olmak üzere bazı uluslararası en iyi uygulamalar bir dizi çalışmada özetlenmiştir (McGowan ve Andrews, 2016, s. 15-16[39]).

Yeniden yapılandırma prosedürlerinin gecikmeli başlatılması, yeniden yapılandırmanın maliyetlerini artırabilir ve yaşayabilir şirketlerin başarılı bir şekilde yeniden yapılandırılması ihtimalini azaltabilir. Yeniden yapılandırma işlemlerinin erken başlatılmasına olanak tanıyan iki ana politika aracı bulunmaktadır. İlk olarak, kreditorler, kurumsal borçluların yasal olarak belirlenmiş bir değeri aşan temerrüdü gibi net bir tetikleyici durumunda bir iflas takibi başlatma hakkına sahip olabilirler. İkinci olarak, borçluların yetkilileri, Bölüm 2.4'te ele alındığı üzere, şirketin iflas ettiğine veya iflas etme yolunda olduğuna dair yeterli kanıtlar oluştuktan hemen sonra bir iflas takibi başlatmazlarsa hukuki veya cezai sorumlulukla karşı karşıya kalabilirler.

Bazı durumlarda, küçük bir kreditor grubu kendileri için bir fayda elde etme umuduyla yeniden yapılandırma sürecini, tüm kreditorlerin servetini maksimize edecek bir çözümü geciktirmek anlamına gelse bile, geciktirme motivasyonu gösterebilir. Bu nedenle, bir yeniden yapılandırma planının onaylanması için oybirliği şartı aranması, mali sıkıntının çözümünü geciktirebilir, hatta imkansız hale getirebilir. Bu nedenle bazı ülkeler yeniden

yapılandırma planlarının her bir sınıftaki kreditorlerin çoğunluğu tarafından onaylanmasına ("sıkıştırma" hükümleri olarak bilinir) ve bazı durumlarda bir sınıfın diğer muhalif sınıfa üstün gelmesine ("sınıflar arası sıkıştırma") izin verir. Her halükarda, kreditorlerin beklentilerini korumak amacıyla uygulanan "sıkıştırma", genellikle yalnızca aynı sınıftaki kreditorlerin eşit muamele görmesi ve kreditorlerin yeniden yapılandırma planı kapsamında alacaklarının en azından şirketin tasfiyesinde alacakları kadar olmasının beklendiği durumlarda mümkündür.

Şekil 1.9.'da gösterildiği gibi, mahkeme dışı çalışmada (kamu piyasalarında genellikle "finansal sıkıntılı takaslar" olarak adlandırılır) geri kazanım oranları, özellikle teminatsız ve sermaye benzeri tahvillerde iflas işlemlerinden önemli ölçüde daha yüksek olmuştur. Mahkeme dışı çalışmaların, genelde mahkeme katılımıyla ilişkili daha yüksek yasal maliyetlere maruz kalmamak ve uzlaşmaya dayalı hızlı bir anlaşma yoluyla sıkıntılı dönemi potansiyel olarak kısaltmak gibi bir dizi avantajı vardır. Ayrıca mahkeme dışı çalışmalar, ekonomik krizler sırasında, tıkanma potansiyeli olan mahkemelere önemli bir alternatif sunmaktadır. Muhtemelen mahkeme dışı çalışmaların en önemli iki dezavantajı, muhalif kreditorlerin çoğunluk tarafından reddedilememesi (kreditorlere azınlığı tarafından reddedilebilmesi) ve mahkemelerde iki taraflı borç icra davalarının hala mümkün olmasıdır (bu durum kilit üretken varlıkların teminatlı kreditorler tarafından haczedilmesi durumunda ticari faaliyette bir kesinti anlamına gelebilir). İkinci soruna bir çözüm olarak, bazı ülkeler (örneğin Fransa, İtalya, İspanya ve Birleşik Krallık) kreditorlerin kurumsal borçlu ile bir anlaşma müzakere etme konusunda önemli ölçüde özgürlüğünün bulunduğu ve mahkemenin yalnızca kritik noktalarda (belki de en önemlisi, kreditor eylemlerinin durdurulmasını ilan etmek için) müdahale edeceği karma rejimleri benimsemiştir (J. Díez vd., 2021, s. 25[40]). Genel olarak, mahkeme prosedürlerinin maliyetli olması nedeniyle, mahkeme dışı çalışmaların teşvik edilmesi ve mahkeme müdahalesinin yalnızca mutlak bir gereklilik olduğu durumlarda sınırlandırılmasından elde edilecek olası verimlilik kazanımları vardır. Tasfiye memurları mahkemeler tarafından atandığında, ücretlendirme yapılarının verimsiz sonuçlara yol açacak şekilde çarpık teşvikler sunmamasını sağlamak önemlidir (örneğin yaşayamayan firmaları hayatta tutmak) (Adalet McGowan ve Andrews, 2016[6]).

İflas ve kurumsal yönetim çerçeveleri arasındaki sınırdaki yer alan ilginç bir soru, iflas davası sırasında görevdeki yönetimin korunması veya görevden alınması gerekip gerekmediğidir (örneğin geniş yetkilere sahip bir iflas yöneticisinin atanması yoluyla). Bir yandan, yönetim kurulu üyeleri ve yetkililer firmaya veya sektöre özgü nadiren bulunan bilgi ve ilişkilere sahip olabilir ve bu nedenle işletme için aynı kişileri pozisyonlarında tutmak daha iyi olabilir. Buna ek olarak, yöneticiler iflas sürecinin başlatılmasından sonra yerlerinin değiştirileceğini öngörüyorsalr, zararları gizleyerek veya fabrika bakımı gibi gerekli operasyonel maliyetlerden vazgeçerek iflasın tanınmasını ertelemeye çalışabilirler. Öte yandan, mali stres mevcut yönetim ekibinin yetersizliğinden veya aşırı risk alma tutumundan kaynaklanıyor olabilir ve krize yönelik çözüm kapsamında yapılabilecek bir şey de bu kilit yöneticilerin değiştirilmesi olabilir. Ayrıca, bir ciro beklenmiyorsa, yönetim stratejik olarak temerrüde düşmeyi seçebilir ve şirketi ayakta tutmak için mahkeme müdahalesine gerek kalmadan bir yeniden yapılandırma işlemiyle ilişkili korumalardan (kreditorlerin işlemlerinin durdurulması gibi) yararlanabilir (McGowan ve Andrews, 2016, s. 23-24[39]).

2.7.1. Tasfiye prosedürleri sırasında tahvil sahipleri

Şirket tahvillerinin kendine has özelliklerinin, tahvil sahiplerinin mahkeme dışı çalışma ve iflas prosedürleri sırasında oynayabilecekleri rolü etkiler. Bölüm 2.2'de detaylı olarak ele alındığı gibi, mülkiyet, tahvil sahipleri açısından genellikle daha dağınık olup tahvil mülkiyet kayıtlarına ulaşılması banka kredilerine kıyasla daha zor olmaktadır, bu da borç yapılandırma müzakerelerine katılması gereken tarafları belirlemede zorluklar yaratmaktadır.

Bir şirket tahvilinin yasal şekli de yeniden yapılandırma sürecini etkiler, çünkü bunlar borç senetleridir ve bu nedenle içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasanın kötüye kullanımı ile ilgili yasalar kapsamında düzenlenirler. Bu da, tahvil sahiplerinin bir yeniden yapılandırma prosedürü sırasında hassas bilgilere ulaşabileceği ve sonuç olarak tahvil alım satımının kısıtlanabileceği anlamına gelir.

Bu durum, tahvil sahiplerinin yeniden yapılandırma ile ilgili herhangi bir özel bilgi almayarak sağlanabilecek olan pay sahipliklerini alıp satma kabiliyetlerini sürdürme istekleri ile tatmin edici bir yeniden yapılandırma anlaşması yapmak için bazı tahvil sahiplerinin özel bilgi alma ihtiyacı arasında bir gerilim yaratmaktadır. Bu durum genellikle yeniden yapılandırma müzakerelerine katılan bir tahvil sahipleri grubu oluşturularak çözülür (resmi veya gayri resmi olarak atanır; ikinci durumda "geçici komite" olarak bilinir). Bu grup daha sonra ihraççının danışmanlarıyla kendileri adına müzakere yürüten mali ve hukuki danışmanları görevlendirir. İlerleme kaydedildikçe, teklif (ki bu özel bir bilgidir) onu değerlendirecek olan tahvil sahipleri grubuna iletilir. Bilgi daha sonra kamuya açıklanır ve daha önce kısıtlanmış olan grubun menkul kıymetlerde tekrar işlem yapmasına izin verilir. Bu süreç birkaç kez tekrarlanabilir (Brodie, 2017_[13]).

3 Düzenleyici kurumların görüşleri

Bazı ülkeler ve kuruluşlar yakın zamanda, özellikle COVID-19 krizine cevaben tahvil sahibi hakları ve kurumsal açıklama ile ilgili rehberlik sağlamıştır. Bu bölümde bu girişimlerden bazılarında genel bir bakışın yanı sıra *Dünya Bankası'nın Etkin Tasfiye ve Kreditor/Borçlu Rejimlerine İlişkin İlkeleri* ve seçilen ülkelerdeki yeniden yapılandırma rejimlerinin bir özeti sunulmaktadır.

3.1. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu

Kasım 2021'de, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB), şirketlerin uzun vadeli borçları hakkında sözleşmelerle sağladıkları bilgileri iyileştirmek için IAS 1 Finansal Tabloların Sunuşu'nda değişiklikler önermiştir (IFRS Foundation, 2021^[41]). Halihazırda IAS 1, bir şirketin bir yükümlülüğünü, raporlama tarihinden itibaren en az 12 ay ödeme erteleme hakkı varsa, cari olmayan şeklinde sınıflandırmasını gerektirmektedir. Ancak, böyle bir hak genellikle şirketin raporlama tarihinden sonra taahhütlere uymasına tabidir. Örneğin, bir şirketin raporlama tarihinden sonra taahhütlere uymaması halinde 12 ay içinde geri ödenebilir hale gelebilecek uzun vadeli borcu olabilir.

Haziran 2022'de IASB, bir işletmenin kredi anlaşmalarından kaynaklanan yükümlülüklerini uzun vadeli olarak sınıflandırması ve bu yükümlülüklerin taahhütlere tabi olması durumunda, işletmenin, yatırımcıların yükümlülüklerin 12 ay içinde geri ödenebilir hale gelme riskini değerlendirmelerini sağlayacak bilgileri açıklaması gerektiğini belirten değişiklik önerilerini nihai hale getirmeye geçici olarak karar vermiştir: (1) işletmenin uymakla yükümlü olduğu taahhütler hakkında bilgi (taahhütlerin niteliği ve işletmenin bunlara uymak zorunda olduğu tarih gibi); (2) işletmenin taahhütlere uymakla yükümlü olduğu tarihte taahhütlere uymakta zorluk yaşayabileceğini gösteren olaylar ve durumlar (IFRS Foundation, 2022^[42]) Değişikliklerin 1 Ocak 2024 tarihinde veya bu tarihten sonra başlayan yıllık raporlama dönemlerinde yürürlüğe girmesi beklenmektedir.

3.2. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu

Haziran 2020'de, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu Şirket Finansmanı Bölümü ("SEC Bölümü"), şirketlerin COVID-19 ile ilgili iş ve piyasa aksaklıklarına ilişkin olarak dikkate alınması gereken operasyonlar, likidite ve sermaye kaynakları açıklamalarına ilişkin SEC Bölümü'nün ek görüşlerini sağlamak için rehber açıklamalar yayımlamıştır. İlgili SEC birimi, bu rehber açıklamalar ile şirketleri, yatırımcıların COVID-19'un mevcut ve beklenen etkilerini yönetimin gözünden değerlendirebilmelerine olanak tanıyacak açıklamalar sunmaya ve olaylar ve koşullar değiştiğinde açıklamaları proaktif olarak gözden geçirip güncelleme konusunda teşvik etmeye devam etmektedir. Bu rehber açıklamalarda SEC Birimi şirketleri, taahhütlerini yerine getirmeme konusunda önemli bir risk altında olup olmadıkları da dahil olmak üzere geniş bir yelpazedeki soruları değerlendirmeye teşvik etmiştir. Ayrıca şirketler, finansman düzenlemelerinin ek finansman elde etme kabiliyetlerini sınırlandıracak şartlar içerip içermediğini ve bu şartların şirketin mevcut faaliyetlerini sürdürmemesine neden olacak likidite zorluklarına yol açıp açmayacağını değerlendirmeye teşvik edilmiştir (SEC, 2020^[43]).

3.3. İrlanda Denetim ve Muhasebe Gözetim Kurumu

İrlanda Denetim ve Muhasebe Denetleme Kurumu ("IAASA"), raporların ilgili finansal rapor çerçevesiyle uyumlu olmasını sağlamak için belirli öz kaynak ve borç ihraççıların yıllık finansal tablolarını inceler. Otorite ayrıca, tüm ihraççıların yönetimine finansal raporlarını hazırlarken yardımcı olmak amacıyla bu incelemelerden elde edilen temel sonuçları ve gelecekteki incelemeleri için öncelikleri yayınlar (bunlara "gözlem belgeleri" denir). 2020 ve 2021 yıllarında yayımlanan gözlem belgelerinde, kredi sözleşmelerine ilişkin raporlamanın COVID-19 pandemisi sırasında ihraççıların yönetimi için önemli bir husus olduğu vurgulanmıştır. IAASA, 2021 yılında özellikle şu tavsiyede bulunmuştur: "[Sağlık krizinin] kredi taahhütleri üzerindeki etkisi, (i) feragat koşullarının açıklanması da dahil olmak üzere, kredi verenlerle kredi taahhüt koşullarından feragatlerin yeniden müzakere edilmesi; (ii) kredi taahhüdü feragat koşullarına uyulmamasının etkisinin açıklanması ve (iii) kredi taahhüdü feragat koşullarının potansiyel başarısızlığı ve gelecekte başka bir feragat alma olasılığının açıklanmasıyla birlikte yıllık raporlarda açıklanmalıdır" (IAASA, 2021, s. 8^[44]).

3.4. Birleşik Krallık Finansal Raporlama Konseyi'nin Kılavuzluk Kodu

Birleşik Krallık Finansal Raporlama Konseyi ("FRC"), Ekim 2019'da kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerle nasıl ilişki kurmaları gerektiğini özetleyen 2010 tarihli Kılavuzluk Kodu'nun güncellenmiş bir versiyonunu yayımlamıştır. Revize edilmiş versiyon bir dizi başka değişikliğin yanı sıra, imzacıların, sabit gelir de dahil olmak üzere, orijinal kapsam olan kamu sermayesinin ötesindeki varlık sınıflarına ilişkin yönetim faaliyetlerini açıklamalarını gerektirmektedir. Bu durum, "[2010'dan bu yana] sabit getirili tahviller, gayrimenkul ve altyapı gibi borsada işlem gören pay senetleri dışındaki varlıklara yapılan yatırımlarda önemli bir büyüme olduğu" gerçeğine bir yanittir (FRC, 2020^[45]). Bu çalışmanın eğilimler bölümünde sunulan rakamlarla uyumludur.

Gözden geçirilmiş Kılavuzluk Kodu'nun 12. İlkesi, imzacıların hak ve sorumluluklarını aktif bir şekilde kullanmaları gerektiğini belirtmektedir. Şirket tahvilleri gibi sabit getirili varlıklar için, şu konulardaki yaklaşımlarını açıklamalıdır: senet veya sözleşmelerdeki hüküm ve koşullarda değişiklik istemek; tesis senetlerinde sağlanan bilgilere erişim istemek; değer düşüklüğü hakları; ve izahname ve işlem belgelerini gözden geçirmek (FRC, 2020^[45]). Geleneksel olarak kurumsal yatırımcıların hisse payı sahiplikleri bağlamında tartışılan bir konu olsa da, Birleşik Krallık Kılavuzluk Kodu'nun sabit geliri de kapsayacak şekilde genişletilmesi, Bölüm 2.6'da tartışılan pasif tahvil yatırımlarıyla ilgili konularla ilgilidir. FRC'nin, bu ilavenin getirilmesinden bu yana çok az sayıda yatırımcının şirket borçlarındaki haklarını nasıl kullandıklarına dair raporlama yaptığını gördüğünü belirtmek gerekir.

3.5. Dünya Bankası: Etkin Tasfiye ve Kreditör/Borçlu Rejimlerine İlişkin İlkeler

Dünya Bankası'nın Etkin Tasfiye ve Kreditör/Borçlu Rejimlerine İlişkin İlkeleri ("DB İlkeleri") dört ana başlık altında tavsiyeler içermektedir: kredi ortamı; risk yönetimi ve gayri resmi çalışma sistemleri; tasfiye hukuku sistemleri; ve tasfiye sistemlerinin uygulanması (Dünya Bankası, 2016^[46]). *Kredi ortamına* ilişkin ilkeler esas olarak borçların tahsiline yönelik yöntemlerin etkinliği, şeffaflığı ve güvenilirliğine odaklanmaktadır. İkinci olarak, iyi işleyen bir kredi sisteminde, teminat yönetimi ve icra sistemlerinin (teminatlı ve teminatsız borçlar için farklı mekanizmalarla) varlığı ve etkinliği gerekli olarak belirtilmektedir. Buna ek olarak, sağlam bir tasfiye sistemine sahip olmak için (tasfiye sistemi dışındaki prosedürlerin yanı sıra), icra sistemlerinin öngörülebilirliği, şeffaflığı ve uygun maliyetli olması temel unsurlar olarak vurgulanmaktadır. Dünya Bankası İlkeleri'nin gayri resmi kurumsal çalışmalar bölümü, işletmelerin mali açıdan yaşayabilir hale getirilmesine odaklanmakta ve (1) yaşayabilir durumdaki sorunlu işletmelere kredi verilmesinin, yatırım yapılmasının veya bu işletmelerin yeniden sermayelendirilmesinin teşvik edilmesi, (2) borç silme, yeniden takvimlendirme, yeniden yapılandırma ve borç-öz kaynak dönüşümleri gibi çok çeşitli yeniden yapılandırma faaliyetlerinin desteklenmesi ve (3) yeniden yapılandırmalar için uygun veya nötr vergi muamelesi sağlanması konularında tavsiyeler içermektedir. Tavsiyelerin risk yönetimi bileşeni, eksiksiz, doğru ve güvenilir kredi bilgi sistemlerinin bulunmasını gerektirmektedir.

DB İlkeleri'nin ticari iflasa ilişkin usuller konusunda rehberlik sağlaması önemlidir. İflasın, özellikle tasfiye veya yeniden yapılanmanın (firmanın varlıklarının değerini ve kreditorlerin tahsilatlarını en üst düzeye çıkarmak için hangisi seçilirse seçilsin) zamanında, verimli ve tarafsız bir şekilde (benzer durumdaki kreditorlere eşit muamele sağlayarak) yürütülmesi beklenir. Dünya Bankası İlkelerinde de belirtildiği üzere, bunun için güçlü kurumsal ve düzenleyici çerçevelerin bulunması gerekmektedir. Dünya Bankası İlkeleri bu dört tavsiye alanının yanı sıra, borçların çözümüne yönelik etkin bir çerçeve için sağlam bir temel oluşturacak sağlıklı yatırım iklimlerinin teşvik edilmesine yönelik kapsayıcı bir husus olarak, kurumsal yönetim ve şeffaflığın önemini vurgulamaktadır.

3.6. Yeniden yapılandırma rejimleri - Seçilmiş ülke örnekleri

Standartlaştırılmış mahkeme dışı yeniden yapılandırma süreçleri, borçluların ortak özelliklere sahip olduğu çok sayıda yeniden yapılandırma için tasarlanmış merkezi çerçevelerdir. Genellikle, bu tür yeniden yapılanma düzenlemeleri yargı sistemini içermez. Bu tür bir prosedürü Kore ve İzlanda gibi birkaç ülke kendi iflas sistemlerine zaten dahil etmiş durumdadır. İzlanda örneğinde hükümet, 2010 yılında finansal sisteminde yaşanan ciddi bir krizin ardından, yeniden yapılandırmanın önündeki vergi engellerini azaltmayı amaçlayan çeşitli vergi teşvikleri yoluyla, örneğin borçlulara borçlarının silinmesi konusunda vergi muafiyetleri uygulayarak planları desteklemiştir. Taraflar arasındaki anlaşmazlıkların mahkemelerin müdahalesine gerek kalmadan çözülmesi için bir tahkim kurulu da programa entegre edilmiştir (Menezes ve Akvile, 2021^[47]). Kore'de hükümet KOBİ'lere işletme sermayesi için kredi garantileri sağlamış ve kurumsal yeniden yapılandırma fonları, dönüştürülebilir tahviller ve borç-öz sermaye takasları yoluyla KOBİ'lere borç ve öz sermaye yatırımları yapmıştır (Bergthaler vd., 2015^[48]). Tasfiye rejiminin 2001 yılında yasalaştırılan gözden geçirilmiş versiyonu daha kısa süreler içermekte, borçlunun elinde bulundurduğu yapıları izin vermekte ve pay sahiplerinin dönüştürülen öz sermayeyi geri satın almasına izin vermektedir (Bergthaler vd., 2015^[48]).

Fransa, Hollanda, Almanya, İspanya ve İtalya gibi bazı ülkeler, sözleşmeye dayalı çalışmalarını sınırlı mahkeme müdahalesi ile birleştiren gayri resmi egzersiz çalışmalarını uygulamaktadır. Bu yapılar karma prosedürler olarak bilinmektedir ve Euro bölgesi krizi sırasında Fransa, İtalya ve İspanya'nın deneyimlerini takiben Avrupa Birliği tarafından 2019 Avrupa Yeniden Yapılandırma Direktifi'nde ve Birleşik Krallık tarafından 2020 Kurumsal İflas ve Yönetim Yasası kapsamında son tasfiye reformunda desteklenmektedir (Diez vd., 2021^[49]). Ayrıca, Almanya, Kolombiya ve Polonya gibi birçok ülke COVID-19 salgınına cevaben benzer prosedürleri geçici olarak benimsemeyi tercih etmiştir.

Hollanda, Ocak 2021'de yürürlüğe giren yeni bir hibrit mahkeme dışı yeniden yapılandırma mekanizmasını kabul etmiştir. Bu mekanizma, borçluların kreditorleriyle resmi iflas prosedürü dışında bir yeniden yapılandırma planı müzakere etmelerine olanak tanır ve bu plan ancak daha sonra bir mahkeme tarafından resmi bir işlemle onaylanır (Menezes ve Akvile, 2021^[47]). Borçlu, ilk plan işlemlerini, kreditorlerin sözleşmelerdeki fesih hükümlerine başvurma hakkı da dahil olmak üzere haklarını kullanmalarını durduracak en fazla sekiz aya kadar mahkeme kararıyla durdurma ile eşleştirebilir (Houthoff, 2020^[50]). Mahkemenin planı kabul etmesi, (hakları plandan etkilenen) tüm kreditorlerin ve pay sahiplerinin planı onaylamasına bağlıdır. Sınıfın kabulü için, oy kullanan tüm sınıf katılımcılarının üçte iki çoğunluğu gereklidir. Mahkeme, örneğin bazı kreditorlerin veya pay sahiplerinin tasfiye durumunda plan kapsamında daha kötü durumda olması halinde yeniden yapılandırma planını reddedebilir. Bir veya daha fazla kreditor sınıfının planı reddetmesi halinde, mahkeme yine de ilgili planı, tasfiye durumunda karşı çıkan kreditorlere kısmi dağıtım yapılması koşuluyla onaylayabilir. Süreç boyunca borçlu, varlıklarına sahip olmaya devam edecek ve işlerini her zamanki gibi yürütmeye devam edebilecektir.

Kaynakça

- Adalet McGowan, M. ve D. Andrews (2016), *Insolvency Regimes And Productivity Growth: A Framework For Analysis*, <https://doi.org/10.1787/5ilv2iahxaa6-en>. [6]
- AFME (2018), *European High Yield Primary Market Practice Guidelines*, <https://www.afme.eu/Portals/0/globalassets/downloads/industry-guidelines/afme-hvd-european-hv-Drimarv-bond-market-practice-guidelines.Ddf>. [29]
- AFSA (2021), *Temporary debt relief measures ended on 1 January 2021*, <https://www.afsa.gov.au/about-us/newsroom/temporary-debt-relief-measures-ended-1-januarv-2021>. [9]
- Armour, J., B. Cheffins ve D. Skeel Jr. (2003), "Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom", *Vanderbilt Law Review*, <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol55/iss6/3>. [12]
- Ayyagari, M., A. Demirgüç-Kunt ve V. Maksimovic (2008), *How Important Are Financing Constraints? The*, <https://doi.org/10.1093/wber/lhn018>. [35]
- Becker, B. ve J. Josephson (2016), *Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets*, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw014>. [37]
- Bergthaler, W. vdl. (2015), *Tackling Small and Medium Sized Enterprise Problem Loans in Europe*, IMF. [48]
- Billett, M., T. King ve D. Mauer (2007), *Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants*, ss. 697-730, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x>. [54]
- Brodie, S. (2017), "Bonds and restructurings: corporate bond considerations in the design of debt restructuring frameworks in emerging market economies", *Law and Financial Markets Review*, Sayı 11/2-3, ss. 117-125, <https://doi.org/10.1080/17521440.2017.137913>. [13]
- Çelik, S., G. Demirtaş ve M. Isaksson (2020), *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD, <https://www.oecd.org/corporate/corporate-bond-market-trends-emerging-risks-and-monetary-policy.htm>. [57]
- Çelik, S., G. Demirtaş ve M. Isaksson (2015), *Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance*, OECD, <https://doi.org/10.1787/5is69li4hvnw-en>. [2]
- Charles Russell Speechlys (2020), *The French Government extends exceptional insolvency measures related to the COVID-19 crisis up to the 31st December 2021*. [7]

- Christie, J. vd. (2018), *European High Yield Bond Reporting Covenants: Who Needs to Know and Why?*, <https://www.whitecase.com/Dublications/alert/euroDean-high-yield-bond-reporting-covenants-who-needs-know-and-why> (erişim tarihi: 24 Ocak 2022). [19]
- Dağa, A., S. Murdoch ve C. Jim (2021), *Evergrande creditors fear imminent default as concerns shake sector*, <https://www.reuters.com/world/china/chinese-markets-return-break-more-everarande-angst-2021-10-07/>. [51]
- De la Cruz, A., A. Medina ve Y. Tang (2022), *Corporate Ownership and Concentration*, OECD Publishing, Paris. [56]
- Diez, F. vd. (2021), *Insolvency Prospects Among Small and Medium Enterprises in Advanced Economies: Assessment and Policy Options*, IMF. [49]
- ESMA (2021), *Guidelines on disclosure requirements under the Prospectus Regulation*, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/ibrarv/esma32-382-1138-guidelines-on-disclosure-requirements-under-the-prospectus-regulation.pdf>. [18]
- Feldhütter, P., E. Hotchkiss ve O. Karakaş (2016), “The value of creditor control in corporate bonds”, *Journal of Financial Economics*, Sayı 121/1, s. 27, <https://doi.Org/10.1016/j.ifineco.2016.03.007>. [15]
- Fitch Ratings (2019), *China Corporate Bond Market Blue Book*. [52]
- Franklin (2021), *French insolvency law reform of 15 September 2021: beyond a simple transposition of the ELI Directive of 20 June 2019*, <https://www.franklin-paris.com/en/news-en/french-insolvencv-law-reform-of-15-september-2021-bevond-a-simple-transposition-of-the-eu-directive-of-20-iune-2019>. [8]
- FRC (2020), *The UK Stewardship Code 2020*, <https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code-Dec-19-Final-Corrected.pdf>. [45]
- Gordon, J. (2021), “Systematic Stewardship”, Sayı Columbia Law and Economics Working Paper No. 640, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 566/2021, s. 55, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3782814>. [33]
- Houthoff (2020), *The New Dutch Act on the Confirmation of Out-of-Court Restructuring Plans*, <https://www.houthoff.eom/-/media/6EE174F77B0C4E3797440E5A1CF1DD40.pdf>. [50]
- IAASA (2021), *Observations on selected financial reporting issues - years ending on or after 31 December 2021*, <http://www.iaasa.ie/Publications/Financial-Reporting-Supervision/Annual-Observation-Documents/Qbservations-2021>. [44]
- ICMA (2020), *Sustainability-Linked Bond Principles*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>. [3]
- IFRS Foundation (2022), *AP12F: Non-Current Liabilities with Covenants (Amendments to IAS 1)—Effective date and due process*, <https://www.ifrs.org/proiects/work-plan/classification-of-debt-with-covenants-as-current-or-non-current-ias-1/#proiect-history>. [42]
- IFRS Foundation (2021), *Non-current Liabilities with Covenants - Proposed amendments to IAS 1*, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/proiect/non-current-liabilities-with-covenants-> [41]

[amendments-to-ias-1/ed-2021-9-nclwc.pdf](#).

- INSOL (2017), *INSOL International Statement of Principles for a Global Approach to MultiCreditor Workouts*. [5]
- J. Diez vd, F. (2021), *Insolvency Prospects Among Small and Medium Enterprises in Advanced Economies: Assessment and Policy Options*, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2021/03/25/Insolvency-Prospects-Among-Small-and-Medium-Sized-Enterprises-in-Advanced-Economies-50138>. [40]
- Kahan, M. ve E. Rock (2009), "Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights", *Northwestern University Law Review*, Sayı 103/1. [16]
- Kraakman, R. vd. (2017), *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. [11]
- McGowan, A. ve D. Andrews (2018), *Design of insolvency regimes across countries*, <https://doi.org/10.1787/d44dc56f-en>. [36]
- McGowan, M. ve D. Andrews (2016), *Insolvency Regimes And Productivity Growth: A Framework For Analysis*, https://www.oecd-ilibrary.org/economics/insolvency-regimes-and-productivity-growth_5ilv2iqhxxq6-en. [39]
- Menezes, A. ve G. Akvile (2021), *Overview of Insolvency and Debt Restructuring Reforms in Response to the CO VID-19 Pandemic and Past Financial Crises : Lessons for Emerging Markets*, The World Bank Group. [47]
- Miller, R., P. Denaro ve J. Cunningham (2014), *High-yield covenants and terms - introductory concepts*, Milbank, <https://www.milbank.com/images/content/1/7/17909/HYB-Milbank-diqi.pdf>. [14]
- Miller, R. vd. (2014), *Protecting the bondholder's place in the queue - the role of subordination, antilayering, liens, guarantees and time*, Milbank, <https://www.milbank.com/images/content/1/7/17909/HYB-Milbank-diqi.pdf>. [32]
- Nini, G., D. Smith ve A. Sufi (2011), "Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value", <https://doi.org/10.2139/ssrn.1344302>. [17]
- OECD (2022), *Climate Change and Corporate Governance, Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/272d85c3-en>. [55]
- OECD (2022), *Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Brazil*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/a9889ba3-en>. [4]
- OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>. [1]
- OECD (2020), *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/859ec8fe-en>. [31]
- OECD (2015), *Growth Companies, Access to Capital Markets and Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, <https://www.oecd.org/g20/topics/framework-strong-sustainable-balanced-growth/QECD-Growth-Com-pan-ies-Access-to-Capital-Markets-and-Corporate-Governance.pdf>. [10]

- Rennison, J. ve S. Indap (2020), *PetSmart scraps debt deal after investor push back*, [20]
<https://www.ft.com/content/bb212e94-3048-45c8-9fac-d01b592c6898>.
- Reuters (2017), *China's Dalian Machine Tool Group cross-defaults on short-term bills*, [53]
<https://www.reuters.com/article/china-machine-default-idUSL4N1F33W7>.
- Scaggs, A. (2018), *Hope floats*, [27]
<https://www.ft.com/content/89178cc4-5188-3fb5-9e77-fed4b7494307>.
- Scaggs, A. (2018), *Now you see it, now you don't: the Incredible Shrinking Bond Guarantee!*, [26]
<https://www.ft.com/content/2f32d007-008a-38bd-939d-a7Q582cb7617>.
- Scaggs, A. (2018), *PetSmart's covenant mystery*, [23]
https://www.ft.com/content/2dc51_b39-ed1_b-3499-a27d-d4b118efc3fe.
- Scaggs, A. (2018), *'Some of the worst covenants that we've ever seen'*, [25]
<https://www.ft.com/content/21d6b2f7-f3a3-3ecc-b479-f11c3c7645bd>.
- SEC (2020), *Coronavirus (COVID-19) — Disclosure Considerations Regarding Operations, Liquidity, and Capital Resources*, [43]
<https://www.sec.gov/corpfin/covid-19-disclosure-considerations>.
- Smith, R. (2018), *Bonds plunge in Barclay brothers-controlled Shop Direct*, [24]
https://www.ft.com/content/be747fb2-5e98-11_e8-9334-2218e7146b04.
- Smith, R. (2017), *Junk bond investors win rare victory over covenants*, [22]
<https://www.ft.com/content/38bf3af0-4c57-11e7-a3f4-c742b9791d43>.
- Taylor, B. (2020), *Send bond covenants into battle against climate change*, [30]
https://www.ft.com/content/0472f192-00e3-4119-a8a7-c5b1_a379fbce.
- Wells, P. (2017), *J. Crew sues over right to move IP assets*, [21]
<https://www.ft.com/content/73412d84-ab16-3b76-8d8d-3c01934ac69a>.
- Wigglesworth, R. ve A. Bolger (2015), *Investors raise concerns on ELI junk bonds*, [28]
<https://www.ft.com/content/6be60918-bc35-11e4-a6d7-00144feab7de>.
- World Bank (2021), *How Insolvency and Creditor/Debtor Regimes Can Help Address Nonperforming Loans*. [38]
- World Bank (2016), *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regime*. [46]
- World Bank (2014), *Debt Resolution and Business Exit*, [34]
<https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/912041468178733220/debt-resolution-and-business-exit-insolvencv-reform-for-credit-entrepreneurship-and-growth>.