

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

HUKUK ANABİLİM DALI
ÖZEL HUKUK BİLİM DALI

**ANONİM ORTAKLIĞIN
KENDİ PAYLARINI İKTİSABI**

Doktora Tezi

İlyas ÇELİKTAŞ

İSTANBUL, 2006

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

HUKUK ANABİLİM DALI
ÖZEL HUKUK BİLİM DALI

**ANONİM ORTAKLIĞIN
KENDİ PAYLARINI İKTİSABI**

Doktora Tezi

İLYAS ÇELİKTAŞ

Danışman: PROF. DR. GÜZİN ÜÇİŞİK

İSTANBUL, 2006

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

KISALTMALAR	5
GİRİŞ	8
I. Konunun Takdimi.....	8
II. Plan ve Metot.....	15

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ORTAKLIKTA “PAY” VE “KENDİ PAYLARININ İKTİSABI” KAVRAMLARI

§ 1. PAY KAVRAMI	17
§ 2. PAY KAVRAMININ ÇEŞİTLİ ANLAMLARI	19
I. Pay, Esas Sermayenin Bir Parçasıdır	19
II. Pay, Pay Sahipliği Sifatından Kaynaklanan Hakların ve Borçların Bütünüdür (Pay Sahipliği Mevkii).....	22
A. Pay Sahipliği Mevkiine Özgü İlkeler	27
1. Eşitlik İlkesi	27
2. Bütünlük İlkesi.....	28
3. Bağımsızlık İlkesi	29
III. Pay, Hisse Senedi İle Eş Anlam İfade Eder.....	29
§ 3. KENDİ PAYLARININ İKTİSABI KAVRAMI	35
I. İktisap Kavramı.....	35
II. Kendi Paylarının İktisabı Kavramı.....	36
A. Senede Bağlanmamış Kendi Paylarının İktisabı.....	40
1. Aslen İktisap	40
a. Genel Olarak	40
b. Anonim Ortaklığın Senede Bağlanmamış Kendi Paylarını Aslen İktisabı.....	42
2. Devren İktisap.....	46
a. Genel Olarak	46
b. Anonim Ortaklığın Senede Bağlanmamış Kendi Paylarını Devren İktisabı	46
B. Senede Bağlanmış Kendi Paylarının İktisabı.....	49
1. Aslen İktisap	51
2. Devren İktisap.....	51
a. Hamile Yazılı Kendi Pay Senetlerinin Devren İktisabı.....	51
b. Nama Yazılı Kendi Pay Senetlerinin Devren İktisabı.....	54
III. Anonim Ortaklığın Kendi Payları Olarak İhtiyat (Yedek) Payları.....	57

İKİNCİ BÖLÜM

ÇEŞİTLİ ÜLKELERİN HUKUK SİSTEMLERİNDE ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI

§ 4. AVRUPA BİRLİĞİ HUKUKU VE BİRLİK ÜYESİ BAZI ÜLKELERDE ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI.....	59
I. Genel Olarak.....	59
II. Avrupa Birliği İki Nolu Şirketler Hukuku Yönergesinde Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı.....	61
A. Genel İktisap Şartları.....	61
B. Genel İktisap Şartlarının Uygulanmayacağı İstisnai Haller.....	62
C. İktisabın Hukuki Sonuçları.....	63
D. Değerlendirme.....	64
III. Birlik Üyesi Bazı Ülkelerde Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı.....	66
A. Yunanistan	66
B. İtalya.....	67
C. İspanya	69

D. Belçika	72
E. Almanya	74
F. Hollanda	76
G. Finlandiya ve İsveç	78
1. Finlandiya	79
2. İsveç	80
H. İngiltere	81
1. Tarihsel Gelişim ve Mevcut Hukuki Düzen	81
2. Payların Geri Alımı İle İlgili Yapılan Değişiklikler	84
§ 5. İSVİÇRE	86
§ 6. DOĞU ASYA ÜLKELERİ	90
I. Japonya	90
A. Genel Olarak	90
B. Kendi Paylarının İktisabı Konusunda Yapılan Değişiklikler	91
II. Çin	93
III. Avustralya	95
IV. Hong Kong	98
V. Singapur	99
VI. Malezya	100
§ 7. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ	102
I. Genel Olarak	102
II. Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Şekilleri	105
A. Borsa Üzerinden Geri Alma (Open Market Repurchase)	105
B. Umumi Geri Alma Teklifi (Self Tender Offer)	106
1. Sabit Fiyatlı Teklif (Fixed Price Tender Offer)	106
2. Fiyat Marjı Teklifi (Dutch Auction Tender Offer)	107
3. Devredilebilir Satış Opsiyonları (Transferable Put Rights)	108
C. Şahsen Müzakere Edilen Geri Alım (Negotiated Repurchase)	108
§ 8. DEĞERLENDİRME	109
I. Genel Olarak	109
II. Amerikan ve Avrupa Hukuk Sistemlerinin Karşılaştırmalı Değerlendirilmesi	114
A. Alacaklıların Korunması ve Şirket Sermayesinin Muhafazası Bakımından	114
1. Finansal Sınırlamalar	114
2. Sayısal Sınırlamalar	116
3. Geri Alınabilecek Paylar	117
B. Ortakların (Pay Sahiplerinin) Korunması Bakımından	117
1. Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Yetkisi	118
2. Eşit Davranma	118
C. Sermaye Piyasası ve Yatırımcının Korunması Açısından	120

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSAP ETMESİNİN FAYDALARI VE SAKINCALARI

§ 9. ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABININ FAYDALARI	122
I. Finans Yönetimi Aracı Olarak Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabının Faydaları	122
A. Kar Payı Ödemelerine Alternatif Olarak Kullanılması	122
B. Anonim Ortaklığın Değerinden Düşük Gösterilmesini Engellemede Kullanılması	126
C. Ortaklığın Sermaye Yapısını Değiştirmede Kullanılması	127
D. Borsa Kurunu Etkilemede Kullanılması	128
E. Likidite Fazlasını Değerlendirmede Kullanılması	129
F. Ortakların Malvarlığının Maksimize Edilmesinde Kullanılması	129
G. Serbest Nakit Akımlarını Değerlendirmede Kullanılması	130
II. Ortaklık Yapısını Etkilemede Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabının Faydaları	131
A. Anonim Ortaklığı Ele Geçirme Teşebbüslerine Karşı Kullanılması	131
B. Çalışanları Pay Sahibi Edindirmeye Yönelik Olarak Kullanılması	133
C. Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Kullanılmasında	134
D. Aile Şirketlerinde Aile Hakimiyetinin Korunmasında Kullanılması	136
E. Anonim Ortaklığa Birleşme Dolayısıyla Kendi Paylarını Kullanma İmkânı Vermesi	137

III. Sermaye Piyasası Açısından Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabının Faydaları.....	138
A. Anonim Ortaklığın Piyasa Yapıcısı (Market Maker) Rolünü Oynamada Kullanılması	138
B. Sermaye Piyasasına Fon Tahsisinde Kullanılması.....	139
§ 10. ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABININ SAKINCALARI	140
I. Alacaklılar Açısından Sakıncaları	140
A. Esas Sermaye Karşılığı Malvarlığının Alacaklıların Teminatı Olarak Muhafaza Edilememesi	140
B. Sermayenin İadesi Yasağına Aykırı Hareket Edilmesi	142
C. Kendi Paylarını İktisabın Alacaklılar Açısından Değerlendirilmesi	144
II. Ortaklar Açısından Sakıncaları	146
A. Oy Verme Hakkına Yönetim Kurulunun Etkide Bulunması	146
B. Ortaklara Karşı Eşit Muamele Edilmemesi	147
1. Genel Olarak	147
2. Kendi Paylarının İktisabında Eşit İşlem İlkesinin Uygulanması	148
3. Eşit İşlem İlkesinin İhlal Edilmesinin Sonuçları	150
a. Genel Kurul Kararlarında	150
b. Yönetim Kurulu Kararlarında	151
c. Pay Sahibi Tarafından Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi	152
III. Ortaklık Açısından Sakıncaları	154
A. Ortaklara Ait Risklerin Ortaklık Tarafından Üstlenilmesi	154
B. Ortaklık Gelirlerinin Asıl Maksadın Dışında Kullanılması	154
C. Ortaklık Hukukunun Ruhuna Aykırılık Oluşturması	155
D. Özsermayenin Zayıflatılması ve Ortaklığın Fakirleştirilmesi	156
IV. Sermaye Piyasası Açısından Sakıncaları.....	157
A. Manipülasyon Tehlikesi	157
1. Genel Olarak	157
2. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı İle Bağlantısı	158
B. İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading) Tehlikesi	160
1. Genel Olarak	160
2. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı İle Bağlantısı	165

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI

§ 11. ÖZEL KANUNLARDA YER ALAN DÜZENLEMELER	167
I. Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat.....	167
A. Halka Açık Anonim Ortaklıklar	167
B. Aracı Kurumlar	168
C. Yatırım Ortaklıkları	170
D. Yatırım Fonları	174
E. Oydan Yoksun Paylar	175
II. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Ortaklığı Kanunu.....	178
III. Bankacılık Kanunu	178
§ 12. TÜRK TİCARET KANUNU'NDA YER ALAN DÜZENLEME	181
I. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Etmesini Düzenleyen TTK. m. 329'un Niteliği, Amacı ve Kapsamı	181
A. Niteliği	181
B. Amacı	182
C. Kapsamı.....	185
1. Karşılıklı Katılma (İştirak).....	185
2. Holding Ortaklıklar ve Mukayeseli Hukuk Açısından Holding ve Yavru Ortaklıkların Birbirlerinin Paylarını Almaları	190
a. İngiliz Hukuku	192
b. İrlanda Hukuku	192
c. Alman Hukuku	193
d. İsviçre Hukuku	194
e. Avrupa Birliği Hukuku	196
f. Türk Hukuku	196
3. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Finansmanı.....	198
II. TTK. m. 329'da Öngörülen İktisap Yasağının Etkili Olmadığı Haller	199
A. Iskat.....	200

B. Komisyonculuk	201
C. Aracılık	203
<i>III. TTK. m. 329'da Öngörülen İktisap Yasağının İstisnaları</i>	<i>204</i>
A. Payların Ortaklık Sermayesinin Azaltılmasına Dair Bir Karara Dayanılarak İktisap Edilmesi	204
B. Payların Ortaklığın Bir Alacağının Ödenmesi Amacıyla İktisap Edilmesi	208
C. Payların Bir Malvarlığının Veya İşletmenin Borç ve Alacakları İle Birlikte Devralınması Sonucunda İktisap Edilmesi	210
D. Payların Ortaklığın İştigal Konusu Gereğince İktisap Edilmesi	211
E. Payların Yönetim Kurulu Üyeleri, Müdürler ve Memurların Yükümlülüklerine Karşı Ortaklık Tarafından Rehin Alınması	212
F. Payların İvazsız Olarak İktisap Edilmesi	213
<i>IV. TTK. m. 329'da Öngörülen İstisnalar Gereği İktisap Edilen Payların Hukuki Durumu</i>	<i>215</i>
A. İktisap Edilen Payların İmha Edilmesi ve Elden Çıkarılması	215
B. İktisap Edilen Paylara İlişkin Haklar	217
1. Malvarlığı Hakları	218
a. Kar Payı Hakkı	219
b. Tasfiye Payına Katılma Hakkı	221
c. Yeni Pay Alma Hakkı	222
2. Yönetime İlişkin Haklar	225
a. Oy Hakkı	225
b. Diğer Haklar	230
C. İktisap Edilen Pay Üzerinde İntifa Hakkı Bulunması	230
<i>V. TTK. m. 329'da Öngörülen İktisap Yasağına Aykırılığın Sonuçları</i>	<i>231</i>
A. İktisabın Hükümsüzlüğü	231
B. Aykırılığın Genel Kurul Kararıyla Gerçekleşmesi	234
C. Aykırılığın Yönetim Kurulu Kararıyla Gerçekleşmesi	235
D. Payını Devreden Pay Sahibinin Sorumluluğu	237
SONUÇ	239
KAYNAKÇA	246
<i>I. Kitaplar:</i>	<i>246</i>
<i>II. Süreli Yayınlar:</i>	<i>256</i>
<i>III. İnternet Kanalıyla Sağlanan Belgeler</i>	<i>269</i>

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.E.	: Anonymous Etairia
AG	: Aktiengesellschaft
AİTİA	: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
AktG	: Aktiengesetz
Alm. POK.	: Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu
ASIC	: Australian Securities and Investment Commission (Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırım Komisyonu)
ATA	: Avrupa Topluluğu Antlaşması
ATRG	: Avrupa Toplulukları Resmi Gazetesi
AÜHF	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi
b.	: Bent
Bank. K.	: Bankacılık Kanunu
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BGB1	: Bundesgesetzblatt
BGE	: Bundesgerichtsentscheid
BK.	: Borçlar Kanunu
bkz.	: Bakınız
B.V.	: Besloten Vennootschap
BW.	: Burgerlijk Wetboek
C	: Cilt
c.	: Cümle
CA.	: Companies Act
çev.	: Çeviren
DEÜ	: Dokuz Eylül Üniversitesi
DGCL	: Delaware General Corporation Law
dpn.	: Dipnot
DTI	: The Department of Trade and Industry

E.	: Esas
Ed.	: Editör
ed.	: Edition
EEA	: Avrupa Ekonomik Alanı
EEC	: European Economic Community
f.	: Fıkra
Fr. TK.	: Fransız Ticaret Kanunu
GK	: Genel Kurul
HaAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
haz.	: Hazırlayan
HD.	: Hukuk Dairesi
HGB	: Handelsgesetzbuch
HGK.	: Hukuk Genel Kurulu
HSDT	: Hisse Senetleriyle değiştirilebilir Tahvil
İBD	: İstanbul Barosu Dergisi
İc. İf. D.	: İcra ve İflas Dairesi
İc. İf. K.	: İcra ve İflas Kanunu
İKV	: İktisadi Kalkınma Vakfı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İÜHF	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi
İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
İsv. BK.	: İsviçre Borçlar Kanunu
JdT	: Journal des Tribunaux
K.	: Karar
KİS	: Katılma İntifa Senedi
KLSE	: Kuala Lumpur Stock Exchange
KonTraG	: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
m.	: Madde
MBCA	: Model Business Corporation Act
MK.	: Medeni Kanun
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu

N.	: Nummer (Numara)
N.V.	: Naamloze Vennootschap
OR	: Obligationenrecht
RG.	: Resmi Gazete
S.	: Sayı
s.	: Sahife
S.A.	: Sociedad Anònima
SCRE	: Securities Committee of the State Council and the State Commission for Restructuring the Economic System
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SerPK.	: Sermaye Piyasası Kanunu
SLIM	: Simpler Legislation for the Internal Market
S.p.A.	: Società per azioni
T.	: Tarih
TBB	: Türkiye Barolar Birliği
TD.	: Ticaret Dairesi
TK.	: Ticaret Kanunu
TSG	: Ticaret Sicili Gazetesi
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTKT.	: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı
TÜSİAD	: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
US	: United States
V.	: Volume
v.	: Versus
vb.	: Ve benzeri
vd.	: Ve devamı
Y.	: Yargıtay
YKD	: Yargıtay Kararları Dergisi
YKr	: Yeni Kuruş
YTL	: Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

I. Konunun Takdimi

Bir anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edip edemeyeceği çeşitli hukuk sistemlerine göre farklılıklar gösterebilmektedir. Türk hukuk sistemine göre istisnalar dışında anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı veya rehin olarak kabulü yasaktır (TTK. m. 329, f. 1). Eski Ticaret Kanunumuz 346. maddesinde¹, “*meclisi idare, şirket hesabına şirket hisse senedatını² iştirâ veya işbu senedatı rehin mukabilinde kabul ederek para ikraz veya avans ita edemez*” hükmünü vazetmiş, fakat umumi heyete, tahakkuk eden temettüden ayıracağı paralar ile kendi pay senetlerini satın alma imkânını tanımıştı^{3,4}. 1957 tarihli mevcut Ticaret Kanunumuz, Eski Ticaret Kanunumuzun

¹ Madde metninin tamamı için bkz.: Ernst Hırş, **Ticaret Kanunu, Birinci Kitap**, İstanbul: Akay Kitabevi, 1946.

² Doğrusu “paylarını (hisselerini)” şeklinde olacak, bkz.: Ernst Hırş, **Ticaret Hukuku**, 3. Bası, İstanbul: Hak Kitabevi, 1948, s. 281.

³ Eski Ticaret Kanunumuz bu imkanı m. 346’da; “*tahakkuk eden temettüattan tefrik olunan meblağ mukabilinde bedelleri tamamen tediye olunan hisse senedatının iştirasına*” şeklinde ifade etmişti. Ancak bu imkan sadece *bedelleri tamamen ödenmiş paylar* için söz konusu idi. Şirket paylarının bu hükme aykırı olarak esas sermayeden ödenmek sureti ile satın alınması durumunda yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarının ne olacağı konusunda Kanunda açık bir hüküm olmamasına karşılık, ortaklara ve üçüncü kişilere karşı sorumlu oldukları kabul edilmiştir, bkz.: Hırş, **Ticaret Hukuku**, s. 281. Nitekim Kanun’da (m. 332, f. 5), yönetim kurulu üyelerinin, kanun ve esas sözleşme tarafından kendilerine verilen görevleri gereği gibi ifa etmemelerinden dolayı ortaklara ve üçüncü şahıslara karşı müteselsilen sorumlu oldukları ifade edilmişti. Bedelleri tamamen ödenmiş paylar için öngörülen bu istisnanın yanında başka istisnalar da mevcuttu. Bunlar: a) Yönetim kurulu üyelerinin, mesuliyetlerine karşılık teminat hükmünde olmak üzere, ortaklık sermayesinin en az yüzde birine eşit miktarda pay senedini ortaklığa vermek mecburiyetinde olmaları, b) Ortağın sermaye borcunu tamamen veya kısmen ifa etmemiş olması halinde anonim ortaklığın geçici bir süre kendi paylarını iktisap edebilmesi, c) Anonim ortaklık şeklinde kurulan bir bankanın komisyoncu sıfatıyla kendi adına ve müvekkili (müşterileri) hesabına kendi paylarını geçici olarak satın alması. Bu istisnalar dışında da anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi muteberdir. Ancak yukarıda da ifade ettiğimiz gibi bu durum yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu doğurur, bkz.: Hırş, **Ticaret Hukuku**, s. 281.

⁴ Bartu, Eski Ticaret Kanunu’nun yürürlükte olduğu tarihte yazdığı ve anonim ortaklığın kendi hisse senetlerini almak için lazım gelen parayı nereden bulacağı sorusuna cevap aradığı makalesinde (bkz.: Nihat Bartu, “Anonim Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Almaları”, **İBD** (Ağustos 1947), S. 8, Yıl: XXI, s. 346-351) konuyu sermaye, kazanç ve ihtiyat akçesi üzerinden ayrı ayrı inceleyerek şu sonuçlara varmıştır; a) *Sermaye*: “satın alınan hisse senetlerinin bedelleri şirket sermayesi üzerinden tefrik edilerek ödendiği takdirde bunun neticesi şirket sermayesinin azalmasından ibaret olacaktır. Halbuki, sermaye şirket alacaklılarının teminatını teşkil eder... Şirketin zarar etmesi gibi haller müstesna olmak üzere şirket ortakları ticaret kanununda sermayenin tenkisi için konulmuş olan usul ve merasimi ifa etmedikçe sermayeye dokunmak hakkını haiz değildirler”, b) *Kazanç*: “1) Bizim Ticaret kanunumuza göre şirketin kendi hesabına kendi hisse senetlerini satın alması için lüzumlu olan para ancak şirket kazancından temin edilebilir, 2) satın alınacak hisse senetlerinin bedelleri tamamen ödenmiş olmalıdır, 3) böyle bir muameleye mezuniyet vermek ortaklar genel kurulunun yetkisi içindedir. Yoksa kazanç hasıl olsa bile yönetim kurulu üyeleri veya müdürler kendiliklerinden böyle bir işe girişemezler”, c) *İhtiyat akçesi*: “...ihtiyat akçelerinin sureti istimali hakkında kanuni bir kayıt ve sarahat bulunmadığından

sisteminden ayrılarak bahse konu 329'uncu maddeyi 1936 tarihli İsviçre Borçlar Kanununun 659'uncu maddesinden iktibas etmiştir⁵. Hükümün gayesi ise, 4. 5. 1956 tarih ve E. 1/150- K. 50 sayılı Türk Ticaret Kanunu Adliye Encümeni Mazbatasının 329'uncu maddesinin 1'inci cümlesinde “*şirketin kendi hisse senetlerini temellük ederek veya rehin alarak şirket varlığını bunlar karşılığında sarfedip, üçüncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesine engel olmak*” şeklinde ifade edilmiştir⁶.

Ancak bazen ekonomik ve hukuki sebepler ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesini zaruri kılabilmektedir. Bu gibi durumları göz önüne alan kanun koyucu yasağa bir takım istisnalar getirmiştir. Ancak bu istisnai haller tahdidi olup, yorum yoluyla genişletilemez⁷. Söz konusu istisnai hallerden şirket sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınan payların derhal imha (itfa) edilmeleri, diğer hallerde ise iktisap edilen payların ilk fırsatta⁸ elden çıkarılması gerekir (m. 329, f. 2). Genel olarak yasağın gayesinin, ortaklık malvarlığını korumak ve ortaklığın kendi paylarını edinmesi

şirketlerin Ticaret kanununun tayin ettiği şekil dahilinde olarak ihtiyat akçelerinin bir kısmını kendi hisse senetlerinin itfasına tahsis etmelerine bir mani yoktur”.

⁵ Nitekim, bu husus Kanun'un Gerekçesinde “Ortaklığın kendi pay senetlerini hangi şartlar altında satın alabileceği hususundaki kanunun (346) ncı maddesi ihtiyaçlara uygun olmadığından bu meseleyi açık ve menfaatleri telif eder bir tarzda halleden İsviçre Kanununun (659) uncu maddesi aynen iktibas edilmiştir.” şeklinde açıklanmıştır. Bu konuda bkz.: Halid Kemal Elbir, **Gerekçeli-Notlu-Sistematik Türk Ticaret Kanunu ve Tatbikat Kanunu ile Alakalı Mevzuat**, 2. Bası, İstanbul: Hak Kitabevi, 1958, s. 59. Teoman TTK. m. 329'un yasadaki yerini eleştirmektedir. TTK. m. 329, anonim ortaklıklarla ilgili dördüncü faslın “İdare Meclisi” genel başlıklı ikinci kısmında yer almaktadır. Oysa kaynak İsv. BK. m. 659, 1991 değişikliklerinden önce “Genel Hükümler” başlıklı birinci faslın “Pay Sahiplerinin Ve Esas Sermayenin Korunması” adını taşıyan “L” bendi altında düzenlenmişti. Yazara göre madde her ne kadar yönetim kuruluna görevler yüklemekte ise de, kuralın konuluş amacı göz önünde tutulduğunda İsv. BK'nun düzenlemesi daha yerindedir, bkz.: Ömer Teoman, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983, s. 55. 1991 değişikliği ile İsv. BK. m. 659, “Genel Hükümler” başlıklı birinci faslın “Şirketin Kendi Payları” adını taşıyan “N” bendi altında düzenlenmiştir.

⁶ **TBMM. Adliye Encümeni Mazbatasını**, Gerekçe, s. 380; Elbir, s.145.

⁷ Y. 11. HD., 27. 10. 1994, E. 4243, K. 7894, karar için bkz.: Gönen Eriş, **Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler 2**, 3. baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 1895; Esas mukaveleye konulacak bir hükümle veya genel kurulda alınacak bir kararla bu istisnaların dışına çıkılamaz, bkz.: Ziya Gökçe, “Şirket Hisselerinin Devir Engelleri Ve Hukuki Sonuçları”, **Türkiye Noterler Birliği Hukuk Dergisi**, S. 106 (Mayıs 2000), s. 44.

⁸ *İmregün'e göre “ilk fırsatta” ifadesinden anlaşılması gereken, ortaklığın bir tacir olarak bu payları elden çıkarırken basiretli bir iş adamı gibi hareket etmesi gerektiğidir, bkz.: Oğuz İmregün, Kara Ticareti Hukuku Dersleri*, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2005, s. 376.

durumunda ortaya çıkabilecek riskleri ve bunun sonucu ortaklık, pay sahipleri ve ortaklık alacaklıları aleyhine doğabilecek zararları önlemek olduğu söylenebilir⁹.

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesine istisnalar dışında yasak getirilmesinin nedenlerini doktrindeki görüşler doğrultusunda aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür;

a) Sermayenin geri ödenmesi yasağının¹⁰ ihlal edilerek alacaklıların, ortakların ve bizzat ortaklığın menfaatlerinin tehlikeye girmesini önlemek¹¹.

b) Ortaklık sermayesinin, sermayenin azaltılması hakkındaki kurallara uyulmamak suretiyle indirilmesini önlemek¹².

c) Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmek yoluyla pay senedi fiyatlarını piyasa - fiyat dengesi bakımından önceden mümkün olmayan belirli bir seviyeye getirmesi veya bu seviyede tutması şeklinde manipüle etme tehlikesini önlemek¹³.

d) Eşit işlem ilkesine aykırı davranışları önlemek¹⁴.

⁹ Teoman, *Yoksunluk*, s. 56; Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1996, s. 185.

¹⁰ Payların TTK. m. 329'daki istisnai hallerde iktisabı kural olarak sermayenin geri ödenmesi yasağının kapsamına girmez. Nitekim bu husus Alm. POK. § 57, f. 1'de, § 71'de düzenlenen "Şirketin kendi paylarını devralması"nın geri ödeme yasağına istisna teşkil ettiği açık bir şekilde ifade edilmiştir. ayrıntılı bilgi için bkz.: Beşir Fatih Doğan, "Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı", **TBB Dergisi** (Ocak-Şubat 2005), S. 56, s. 55.

¹¹ Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku**, 3. bası, İstanbul: Nobel Kitabevi, 2001, s. 576.

¹² Fahiman Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku**, İstanbul: Alkım Yayınevi, 1998, s. 379. *Teoman*, anonim ortaklıkta istenilmeyen bir pay sahibinin, payın itfası (amortizasyonu) yolu ile ortaklıktan çıkarılmasını TTK. m. 329'da düzenlenen "şirketin kendi paylarını iktisap yasağı"nın, engellediğini ifade eder, bkz.: Ömer Teoman, "Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Genel Kuruldan Çıkarılması", **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 60, dpn. 1.

¹³ Ernst Giger, **Der Erwerb eigener Aktien aus aktienrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht**, Bern 1995, s. 10. *Tekinalp*'e göre "Anonim Ortaklığın kendi payları ile çeşitli borsa oyunlarına girmesini önlemek" iktisap yasağının gerekçeleri arasındadır, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 9. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 478. *Pulaşlı* ise, bu düşünceye katılmamakta ve Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel'e atfen (Peter Forstmoser, Arthur Meier-Hayoz ve Peter Nobel, **Schweizerisches Aktienrecht**, Bern, 1996, § 50, N. 134) şunları ifade etmektedir; "İsviçre hukukunda, şirketin meşru çıkarları (legitime Interessen), sınırlı oranda kendi hisselerinin iktisabını gerekli kılacağı belirtilmekte ve bu bağlamda, halka açık anonim şirketlerin borsada kendi payları üzerinde haksız olarak etkili olabilecek oyunlara engel olabilmek ve hisse senetlerinin "rayiç bedelini korumak" (Kurspflege) amacıyla, iktisap edebileceği düşüncesinin, fiyat manipülasyonlarına (Kursmanipulationen) karşı haklı bir mücadele olduğundan, caiz olduğu ve hatta emir olarak nazarı itibara alınması gerektiği açıkça vurgulanmaktadır", bkz.: Pulaşlı, *Şirketler*, s. 576.

Bu görüşler iktisap yasağının gerekçeleri olarak ileri sürülse de kanaatimizce önemli olan uygun bir hukuki yapılandırma ile bu tehlikelerin kontrol altında tutulabilir olmasıdır. Hukuki yapılandırmada, kanun koyucunun ortaklığın kendi paylarını iktisabının avantaj ve dezavantajlarından hangisini ön plana aldığı önem arz edecektir¹⁵. Uluslar arası uygulama, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin genişlemesi yönünde ortaya çıkmaktadır¹⁶. Ortaklığın sermaye yapısının gerçek ihtiyaçlara uyarlamasında bir finans yönetimi enstrümanı olması, sermaye azaltılmasına kıyasla daha az prosedür gerektirmesi¹⁷, temettü ödemeleri ile kıyaslandığında vergi açısından avantajlar içermesi¹⁸, şirketin ortaklar yapısına etki etme¹⁹ imkanı vererek ortaklık yönetiminin rızası hilafına gerçekleştirilmek istenen ortaklığın düşmanca devralma teşebbüslerini²⁰ önleyici savunma aracı olarak sunduğu avantajlarla²¹ kendi paylarını

¹⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478. Bu tür davranışlara şunlar örnek gösterilebilir; ortaklığın kendi paylarını devralmasındaki şartların (alış fiyatı ve şartları, ödeme süreleri ve şekilleri vd.) ve bununla bağlantılı hakların (örneğin temettü hakkı) paylarını devretmeye hazır bütün hissedarlar açısından aynı olmaması örnek gösterilebilir. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Giger, s. 64 vd.

¹⁵ Kendi paylarını iktisabın, ülke ekonomisi ve şirketleri için getireceği faydalar ve sakıncaların değerlendirilerek hangisinin daha ön plana çıktığına göre bir karar verilmesi gerektiğini savunan Doğan'a göre; "Eğer geri edinme, ülke ekonomisi ve şirketleri için getireceği faydalar, zararlarından daha fazla ise ve zararları belli sınırlamalarla asgari seviyeye indirebiliyorsa, geri edinme kural olarak serbest bırakılmalıdır. Buna karşılık, geri edinmenin zararları faydalarından daha fazla olacaksa, geri edinme ilke olarak yasak olmalıdır", bkz.: Beşir Fatih Doğan, "Anonim Şirketler İçin Yeni Bir Finansman Kaynağı: Kendi Payları-I", **Yaklaşım** (Mayıs 2005), S. 149, s. 237.

¹⁶ Aşağıda ayrıntılı olarak anlatılacağı üzere İngiltere'de ve Kıta Avrupa'sında anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap konusunda Amerika'daki düzene yaklaşılmasının, bu konudaki katı tutumun yumuşamasının sebeplerini *Herschsohn* şu şekilde ifade etmektedir: "Bu eğilimlerin, şirketin kendi hisse senetlerini satın almaması kuralındaki bu gevşemenin temel nedenleri nelerdir? 1) Gerek ülkeler içi, gerekse ülkeler arası ticarete günden güne artan rekabet, işletme dünyasını, her an rekabete hazır olmak için yeni yollar bulmaya zorlamaktadır. Şirketler arası birleşmelerle ve bir şirketin diğerlerini devir almasıyla, rekabete dayanma olanakları artırılmaya çalışılmaktadır. Müşterek planlamalar, üretimin genişletilmesi vb. gibi çarelerle maliyet fiyatları düşürülmektedir. 2) Bir branştaki konjonktür dalgalanmaları –komşu- diğer branşlardaki işletmelerin satın alınmasıyla düzenlenmeye veya azaltılmaya çalışılmaktadır. –Bir branşın çeşitli kollarındaki – işletmeler bir çatı altına toplanırsa, bu teşebbüs kompleksinin bütününe normalin üstünde bir stabilizasyon kazandırılmaktadır", bkz.: Heinrich Herschsohn, "Bir Anonim Ortaklığın Kendi Hisse Senedini Satın Alması", çev. İrfan Baştuğ, **Ankara Barosu Dergisi**, 1971, s. 48.

¹⁷ Andreas Benckendorff, **Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht**, Baden-Baden, 1998, s. 71.

¹⁸ Bülent Murat Haholu, "Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase)", **Yeterlilik Etüdleri 15. Dönem C. 1**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 384; Amy K. Dittmar, "Why Do Firms Repurchase Stock?", **The Journal of Business**, Vol. 73, No. 3 (Jul., 2000), s. 333.

¹⁹ Ulrich Wastl, Franz Wagner, Thomas Lau, **Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer sicht**, Frankfurt: Peterlang, 1997, s. 39 vd.

²⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz.: Martin Peltzer, "Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland?", **Zeitschrift für Wirtschaftsrecht**, 1989, s. 69-79.

²¹ Avantajlar konusunda ayrıca bkz.: Andrew Hicks & S. H. Goo, **Cases & Materials on Company Law**, 4 th edition, London: Blackstone Press, 2001, s. 287; Michael C Wyatt, **Company Acquisition of Own Shares**, 5th edition, Bristol: Jordan Publishing Limited, 2004, s. 2.

iktisap uluslar arası uygulama haline gelmiştir. Nitekim Ticaret Kanunumuzun anonim ortaklıklar kısmına geniş ölçüde kaynaklık yapan İsviçre Borçlar Kanunu'nda 1991 yılında yapılan değişiklikler sonucunda anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi belirli sınırlar içinde serbest bırakılmıştır. Anonim ortaklıkların kendi paylarını alması işlemi Anglo-Amerikan hukukunda büyük hacimlerde yapılmaktadır. Amerika'da şirketlerin kendi paylarını iktisabı pay senetlerinin değerinin artmasına²²ve sermaye piyasasına canlılık getirmesi²³ nedeniyle önemli bir şirket olayıdır ve son yıllarda artmaktadır. Sistem genel olarak izin verme istisnai olarak yasaklama şeklinde bir düzenlemeye sahiptir²⁴. Ancak kendi paylarını iktisabın sermayeden iade niteliği taşımaması gerekir²⁵. Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nda (Kanada) işlem gören şirketlerin 1989–1997 tarihleri arasında gerçekleştirdikleri 1060 geri alım programın

²² Örneğin aşağıdaki tabloda geri alımda bulunan bazı şirketlerden örnekler verilerek hisse senedi fiyatlarına etkisi gösterilmiştir, bkz.: “What is a Buyback Stock?”, <http://www.buybackletter.com> (17 Mart 2005).

Şirket	Geri alımdan önceki hisse senedi fiyatı	Geri alımdan sonraki hisse senedi fiyatı	Artış yüzdesi
Kellogg	8.75	70	1,072%
Abbott Labs	5.35	40	957%
Phillip Morris	9.10	73	1,230%
Geico Corp.	11.45	56	741%
UST Inc.	4.65	28	916%
Coca-Cola	4.80	65	1,760%
Bandag, Inc.	11.70	62	618%
Becton, D'son	9.00	58	790%

²³ Sermaye piyasasında zaman zaman görülen ekonomik krizler sırasında durgunluğa düşen ortaklık pay senetlerinin daha fazla değer kaybetmelerini önlemek için, ortaklığın kendi pay senetlerini satın almak suretiyle değerlerini koruması ve sonradan da bu pay senetlerini piyasaya sürebilmesi alacaklıların güvencelerini tehlikeye düşürmemek kaydıyla yararlı bir işlem olarak görülmektedir. ABD'de 1929 yılı Kasım ayında meydana gelen ekonomik krizin atlatılmasında alınan önlemlerden birisi de ortaklıkların kendi pay senetlerini hızla piyasadan satın almaya davet edilmeleri olmuştur, bkz.: Hüseyin Anaral, **Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye**, Ankara, 1982, s. 28, 29, dñn. 74. 1987 yılındaki borsa çöküşünden sonra yılsonu itibariyle 777 şirketin geri alım duyurularıyla Dow % 11,5 canlanmıştı. Keza, 11 Eylül'ü takip eden iki hafta boyunca yapılan geri alım duyuruları firmaların hisse senetlerine olumlu şekilde yansısıyla fiyatların düşmekte olduğu piyasa Ocak ayında tekrar kazandırmaya başlamıştır. Bkz.: Adam Shell, “Companies Buying Back Own Shares More Than 100 Firms to Repurchase \$ 43.2 Billion”, **USA Today**, 07. 31. 2002, 01b; Cassell Bryan-Low, “Inside Track: Firms Step Up By The Dozens With Buybacks”, **Wall Street Journal**, 19. 09. 2001, C20.

²⁴ Haholu, s. 404.

²⁵ Delaware General Corporation Law (DGCL), § 154. Ancak ortaklığın geri alma hakkını saklı tutarak çıkardığı imtiyazlı payların geri alınmasında bu kural uygulanmaz § 243. Ayrıca DGCL § 160 ve Model Business Corporation Act MBCA m. 5, ortaklığın kendi paylarını iktisap ederken ödeme gücünün bulunmasını ve alacaklıları zarara uğratmaması şartlarını aramaktadır. [MBCA, 1984 yılında Amerikan Barolar Birliğinin şirket bankacılığı, bankacılık ve ticaret hukuku bölümünün şirketler hukuku komitesi tarafından güncel gereksinimlere cevap verebilmesi bakımından revizyona tabi tutulmuştur, bkz.: <http://www.abanet.org/buslaw/library/onlinepublications/mbca2002.pdf> (17 Mart 2005).

performansının ölçüldüğü bir araştırmada, pay senedi geri alımlarının, satın alma duyurularını takip eden üç yılın her birisinde ortalama % 7 piyasayı canlandırdığı gözlemlenmiştir²⁶. Keza Japonya’da 1990’ların ortalarından itibaren şirketler hukuku alanında yapılan reformlar sonucu anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi yasağı 2001 yılında tamamen kaldırılmış ve 2001 mali yılında borsaya kayıtlı şirketler tarafından yapılan geri alımların hacmi 2000 yılına göre yaklaşık % 100 artarak iki milyardan fazla pay senedi ile 2.3 trilyon yen (yaklaşık 20 milyar \$) olmuştur²⁷. Bu örnekler bize -özellikle kriz zamanlarında- borsada işlem gören pay senedine alım-satım yapmak suretiyle pay senedinin değerini etkilemeye yönelik bir müdahale olan fiyat yönetimi (kurspflege) imkanını sunmaktadır. Sağlam bir fiyat yönetimi, piyasadaki aşırı dalgalanmayı azaltarak pay senedi fiyatlarının istikrarlı olmasına ve yatırımcının pay senedine olan güveninin artmasına hizmet etmektedir²⁸. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabına izin verilen sistemlerde payların devir kabiliyeti artmakta, ortaklar paylarını nasıl üçüncü şahıslara veya diğer ortaklara satabiliyorlarsa şirkete de devredebilmektedirler. Şirket de bu payları muhafaza ederek yahut kısmen veya tamamen üçüncü şahıslara devrederek ortaklara bir nevi aracılık etmektedir²⁹. Ayrıca anonim ortaklıklarda bazı önemli genel kurul kararlarına karşı çıkan azınlık pay sahiplerinin paylarını ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılabilme hakkı (appraisal right), ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilme imkânı çerçevesinde mümkün olabilmektedir³⁰. Sonuç olarak şirketler çok sayıda sebepten dolayı kendi paylarını iktisap edebilmektedirler³¹. Bu karara ortaklığın kar dağıtımı, yatırımı, sermaye yapısı, şirket kontrolü ve karşılık politikaları etki etmektedir³².

²⁶ David Ikenberry, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen, “Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading”, **The Journal of Finance**, C. LV, S. 5 (October 2000), s. 2373–2397.

²⁷ Curtis J Milhaupt, “A Lost Decade for Japanese Corporate Governance Reform?: What’s Changed, What Hasn’t, And Why” (2003), **Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 234**, s. 17, bkz.: http://www.law.columbia.edu/center_program/law_economics/wp_listing_1/wp_listing/231_240?exclusive=filemgr.download&file_id=87110&rtcontentdisposition=filename%3DWP234.pdf (30 Mart 2005).

²⁸ Benckendorff, s. 58.

²⁹ Hayri Domaniç, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması TTK Şerhi-II**, İstanbul: Temel Yayınları, 1988, s. 580.

³⁰ Model Business Corporation Act (MBCA), §13.01- §13.31 arası. Ayrılma hakkı konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.: Ayşegül Özdoğan, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan C. 2**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 691-762.

³¹ Stewart yapmış olduğu bir ampirik çalışmada geri alım kararlarının çoğunlukla defansif yapıda olduğunu, genellikle bir ortaklığın pay fiyatı anormal derecede düşük olduğunda veya karlı yatırım

Dünyada ve Ülkemizde meydana gelen ekonomik ve ticarî hayattaki gelişmeler ile küreselleşmenin getirdiği yenilikler karşısında yetersiz kaldığı görülen ve yaklaşık elli yıldır uygulanmakta olan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanununun yerini almak üzere, Adalet Bakanlığınca; üniversiteler, yüksek yargı organları, meslek kuruluşları, ilgili kamu kurum ve kuruluşları ile Adalet bakanlığı temsilcilerinden oluşturulan Komisyon tarafından hazırlanan ve 1514 maddeden oluşan yeni “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı” ilgili herkesin görüşüne sunulmuştur³³. Tasarıda anonim ortaklıklar bölümü yeni baştan kaleme alınırken Avrupa Birliği şirketler hukuku yönergeleri ile uyum sağlanmıştır. AB Konseyi’nin ilgili yönergelerinin göz önüne alınması Avrupa Birliğine uyum hedefi açısından bir zorunluluktur³⁴. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi konusunda yapılan düzenlemeler ise genel gerekçede “*eskisi ile karşılaştırılmayacak kadar esnek, liberal ve market-maker’lığa da olanak sağlayan bir yapıda*”³⁵ şeklinde ifade edilmiştir. Tasarı, aşağıda ikinci bölümde ayrıntılı olarak

fırsatları ile ilgili nakit fazlasına sahip olduğunda dikkate alındığını ortaya koymuştur, bkz.: Samuel S. Stewart, “Should A Corporation Repurchase Its Own Stock?”, **The Journal of Finance** (June 1976), V. 31, N. 3, s. 911-921.

³² Dittmar, şirketi kendi paylarını geri almaya sevk eden bu sebeplerin hangisinin geri alım kararı üzerinde daha fazla etki yaptığını incelediği araştırmasında (1977–1996 yılları arasında kapsıyor) her birinin belirli zaman dilimlerinde şirketleri etkilediğini ortaya koymuştur. Bazen hissenin değer kaybından faydalanmanın, bazen kar payı dağıtımına alternatif olarak (hiçbir zaman kar paylarının yerini alamayacağını ifade ederek) yahut borç/özsermaye oranının ayarlanmasında, devralmaları caydırmanın zaman zaman değişik dönemlerde şirketin kendi paylarını iktisabında etkili olduğunu göstermiştir, bkz.: Dittmar, s. 354.

³³ 24 Şubat 2005 tarihinde Türk kamuoyuna sunulan Tasarı, Adalet Bakanlığı web sayfasında yayımlanmıştır, bkz.: <http://www.kgm.adalet.gov.tr/turkticaretkanunutasarisi.htm> (30 Mart 2005). 17.10.2005 tarihinde Bakanlar Kurulunca son şekli verilen Tasarı, Başbakanlık tarafından 09.11.2005 tarihinde TBMM’ne gönderilmiştir, bkz.: <http://www2.tbmm.gov.tr/d22/1/1-1138.pdf> (15.01.2006). 15.11.2005 tarihinde Adalet ve Sanayi, Ticaret, Enerji, Tabii Kaynaklar, Bilgi ve Teknoloji Komisyonlarına havale edilen Tasarı halen komisyonlarda görüşülmektedir.

³⁴ Hikmet Sami Türk, “Türk Ticaret Kanunu Niçin Yenileniyor?”, **Batider** (Haziran 2005), C. XXIII, S. 1, s. 208.

³⁵ Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Komisyon Başkanı Prof. Dr. Ünal Tekinalp, 6 Mayıs 2005 tarihinde Türkiye Bankalar Birliği tarafından düzenlenen “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı” konulu konferansta bu konudaki düşüncelerini şöyle ifade etmiştir: “Biliyorsunuz ki, bugünkü sistemimizde bir anonim şirket kendi hisse senetlerini iktisap edemez. Neden? Şu sebeple. Kendi hisse senetlerini satın almak demek, bir bakıma senin sermayenin bir kısmının sana iade edilmesi manasını taşır demektedirler. Bu, bugün de geçerli olan ama eskimiş bir Avrupa, Kara Avrupa’sı hukuku anlayışıdır. Sadece çok zaruri olan hallerde altı yedi tane istisna vardır. Bu da bizim Türk Ticaret Kanunumuzun 329. maddesinde yerini almıştır. Anglosakson ve Amerikan sistemi tam aksi istikamettedir. Onlar; şirket deyince kapalı şirketleri, aile şirketlerini düşünmedikleri için, bu şirketin esas itibarıyla borsa şirketi olduğunu bildikleri ve onu öyle tasarladıkları için bunun borsada problemle karşılaşacağını da düşünmüşlerdir. Şöyle ki bir şirketin hisse senetleri borsada manipüle edilebilir. Bu manipülasyon sonucu şirketin manipülasyonla hisse senetlerinin değeri düşürülebilir, manipülasyonla yükseltilebilir. bu yükselme ve düşürmelerle, bu manipülasyonla bir çok kimse ve bu arada şirket zarara uğrayabilir. Onun için Amerikan hukukunda ve Amerikan sermaye piyasası tabiatında piyasa yapıcısı dediğimiz bir kavram vardır. Bir şirket icabında kendi hisse senetleri

anlatılacak şirketlere ilişkin iki numaralı Avrupa Birliği yönergesini aynen alarak iktisap yasağını hafifletmiştir³⁶. Çalışmamızda, Türk Ticaret Kanunu Tasarısında öngörülen değişikliklerin neler olduğu üzerinde de duracak ve ilgili yerlerde konuyu nasıl düzenlediği belirtilecektir.

II. Plan ve Metot

Çalışmamız bu girişi takip eden dört ana bölümden ve sonuç kısmından oluşmaktadır. Giriş kısmında ilerideki açıklamalarımıza temel oluşturmak amacıyla anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabının mevcut hukukumuzdaki durumu ve kural olarak kendi paylarını iktisabın yasak oluşunun nedenleri doktrindeki görüşler doğrultusunda ifade edilmeye çalışılmıştır.

Birinci bölümde, anonim ortaklıklar hukukunun merkez kavramı ve teknik bir terim olan “pay” kavramının açıklanması yapılmıştır. Kavramın ifade ettiği anlamın kesin ve açık olarak bilinmesinin anonim ortaklıkta karışıklıkları ve bilgi kopukluklarını önleyeceği ve anonim ortaklık sisteminin iyi kavranacağı düşüncesinden hareketle, doktrinde pay kavramına verilen değişik anlamlar ele alınarak, “pay” ile “pay senedi” arasında bir fark gözetilip gözetilmediği, payların pay senetlerine bağlanmasının zorunlu olup olmayacağı, anonim ortaklığın “kendi payları”nı iktisabı konularına açıklık getirilmiştir.

İkinci bölümde, konunun çeşitli hukuk sistemlerinde düzenlenişi ele alınmıştır. Ülkemizin 1999 Helsinki zirvesinde Avrupa Birliği’ne aday ülke olarak ilan edilmesi ve 2004 yılı aralık ayında Türkiye ile müzakerelerin 3 Ekim 2005 tarihinde başlamasına

bakımından piyasa yapıcısı rolünü oynayabilmelidir, yani borsaya girebilmeli, suni olarak düşürülen hisse senetlerinin fiyatının düşürülmesine müdahale edebilmeli veya suni olarak yükseltiyorsa buna müdahale edebilmelidir”, bkz.: Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı”, **Bankacılar Dergisi** (Haziran 2005), S. 53, s. 117.

³⁶ Hafifletme, istisnalar yoluyla değil serbesti tanınması yoluyla olmuştur. Buna göre bir anonim şirkette yönetim kurulu, sermayesinin onda birine kadar olan satın almak konusunda genel kurulundan on sekiz ay içinde kullanılmak üzere izin alabilir, bkz.: **TTKT**. m. 379, f. 1, c. 1, “Bir Şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez”, f. 2, “Payların yukarıdaki hükme göre iktisap edilebilmesi veya rehin olarak kabul olunabilmesi için, genel kurulun bu hususta yönetim kurulunu yetkilendirmiş olması gerekir. En çok onsekiz aylık bir süre için verilebilecek bu yetkinin, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların toplam itibari değerlerini ve iktisap edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırını göstermesi gerekir. Yönetim kurulunun, her izin talebinde, kanuni şartların gerçekleşmiş bulunduğunu belirtmesi şarttır”.

ilişkin Avrupa Konseyi kararından sonra “AB Müktesebatı”nın (Acquis Communautaire)³⁷ Türk Hukukuna aktarılması bir zorunluluk haline gelmiştir. Bu açıdan bakıldığında Avrupa Şirketler Hukuku yönergeleri ile uyum önem arz etmektedir. Bu bölümde bir şirketin kendi paylarını iktisabı kurumuna devrimsel boyutlar kazandırarak “amerikan çizgisi”ne yaklaştıran 13 Aralık 1976 tarih ve 77/91 sayılı, “Kuruluş ve Sermayenin Korunmasına İlişkin İki Numaralı Avrupa Birliği Yönergesi”³⁸ incelenmiştir. TTK’na kaynaklık yapan Alman Paylı Ortaklıklar Kanununda ve İsviçre Borçlar Kanununda (1991 yılındaki değişiklikler ile birlikte) konunun düzenlenişi ortaya konulmuştur. Anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmelerine 1930’lardan beri izin verilen ve sistemin kural olarak izin verme istisnai olarak yasaklama şeklinde olduğu, Kıta Avrupa’sının da kendisini bu çizgiye yaklaştırdığı Amerikan hukuku ayrıntılı şekilde incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisabının nedenleri, ortaya çıkaracağı faydalar ve sakıncalar ortaya konulmaktadır. Ortaklığın kendi paylarını devralmasının çok değişik nedenleri vardır. Bu nedenleri sınırlamak ne mümkün ne de bir anlam ifade eder. Burada doktrin ve uygulamadaki nedenleri ortaya koyarak şirket, ortaklar, alacaklılar ve sermaye piyasası açısından ortaklığın kendi paylarını iktisabının fayda ve sakıncaları incelenmiştir.

Dördüncü bölümde ise, yürürlükteki Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde ve mevcut tasarıyı da göz önünde tutarak ülkemiz hukuk sisteminde anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı incelenmiştir. Burada TTK. m. 329’da belirtilen istisnai haller ve bu hallere bağlanan hukuki sonuçlar doktrin ve mahkeme kararlarından yararlanılarak anlatılmaya çalışılmıştır.

³⁷ “Acquis Communautaire”. Avrupa Birliği Komisyonu bu kavramı şu şekilde açıklamaktadır: “Başvuruda bulunan her ülke Birliğe üye olması ile birlikte, Anlaşmaları ve Anlaşmaların öngördüğü hedefleri, Anlaşmaların yürürlüğe girmesinden itibaren verilen her türlü düzenlemeleri, kararları ve Birliğin kurulması ve güçlendirilmesi amacıyla açıklanan görüşleri çekingesiz kabul etmek zorundadır”, **ATRG** (1972) No. L 73/3.

³⁸ **ATRG** (1977) No. L 26/1; değişiklik: 92/101 sayılı yönerge ile, **ATRG** (1992) No. L 347/64.

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ORTAKLIKTA “PAY” VE “KENDİ PAYLARININ İKTİSABI” KAVRAMLARI

§ 1. PAY KAVRAMI

Pay kavramı sözlük anlamı itibariyle, “Birden çok kişi arasında bölüşülmesi gereken bir bütünden bu kişilerin her birine düşen bölüm”³⁹, “hisse, bölüm”⁴⁰ anlamlarını taşımaktadır. Bu haliyle genel bir ifade şekli olan⁴¹ pay kavramı, tezimizin konusunu oluşturan anonim ortaklıklarda ise merkezi bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır⁴². Ortaklıklarda, özellikle anonim ortaklıklarda “pay”, hak ve yükümlülüklerin ticari alanda paylaşımının kurala bağlanması aşamasında ilk hücreyi oluşturan bir kavramdır⁴³. Anonim ortaklıkların belirgin niteliklerinden biri ve belki de en başta geleni bir sermaye şirketi olması ve bu sermayenin paylara bölünmüş olmasıdır⁴⁴. Nitekim TTK., anonim ortaklığı bir unvana sahip, esas sermayesi belirli ve

³⁹ Ali Püsküllüoğlu, **Türkçe Sözlük**, Ankara: Arkadaş Yayınevi, 7. baskı, 2004, s. 1058.

⁴⁰ Ali Şafak, **Hukuk Terimleri Sözlüğü**, Ankara: Rehber Yayıncılık, 1992, s. 448.

⁴¹ Pay kelimesinin bu genel manasını ifade etmek üzere İngilizce’de “Share”, Almanca’da “Anteil”, Fransızca’da “Part” kelimeleri kullanılmaktadır. Tek başına kullanıldığında genel bir anlam ifade eden “pay” terimi kullanıldığı alana göre özel anlamlar kazanabilmektedir. Örneğin, adi şirket ortaklarının her biri tarafından aralarında mevcut ortak amacı gerçekleştirmek üzere ortaklığa koydukları malvarlığının nominal değerini ifade eden “sermaye payı” (BK. m. 521, TTK. m. 139); gemi üzerindeki müşterek mülkiyet hissesini ifade eden “gemi payı” (TTK. m. 951, 962); muris, bazı kanuni mirasçıların yasada öngörülen orandaki miras payları üzerinde bu payları ihlal eden, yok eden ya da kısıtlayan ölüme bağlı tasarruflar ile sağlar arası tasarruflarda bulunamaz. İşte bu payları ifade etmek üzere kullanılan “saklı pay” (mahfuz hisse) (MK. m. 506) örneklerinde olduğu gibi. Keza iştirak payı, tasfiye payı vb. kavramlar için bkz.: Aynur Yongalık, **Adi Şirkette Sermaye Payı**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1991, s. 28, 30 vd.

⁴² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439. Fahiman Tekil, **Şirketler Hukuku, C.II, Anonim Şirketler**, İstanbul, 1976, s. 428.

⁴³ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, C. II, Halka Arz**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 84.

⁴⁴ Şahıs şirketlerinden farklı olarak ortaklık statüsü kişilere değil paylara bağlıdır. Birer şahıs şirketi olan adi ve kolektif şirkette sermaye payının ve ortaklık payının devri bir sözleşme değişikliği niteliğini taşır ve oybirliğini gerektirir (BK. m. 532, f. 2; TTK. m. 201 vd.). Anonim ortaklıkta her pay, sahibinin kişiliğinden ayrı soyut bir ortaklık mevkiini temsil eder. Her pay bir ortaklık mevkiini oluşturduğundan ortaklık sıfatı da bu paya göre tayin edilir. Ortaklığının sorumluluğu, aynen anonim ortaklıkta olduğu gibi taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlı (TTK. m. 503) limited ortaklıklarda ise paylar ortaklık sıfatına bağlanmıştır. Sermaye payı karşısında bir pay sahipliği değil, bir ortak bulunur. Yani ne kadar ortak varsa ancak o kadar pay bulunabildiği halde anonim ortaklıklarda bir kişinin birden fazla payı elinde bulundurması doğaldır. Anonim ortaklıklarda pay kıymetli evrak niteliğinde hisse senetlerine bağlanarak kolayca devir ve tedavül edilebilirlerken, limited ortaklıklarda payın devri zorlaştırılmıştır. Kooperatiflerde ise, “sermaye miktarı sınırlandırılarak kooperatif kurulamaz” ilkesi hakim olduğundan ne pay mevki ne de ortak sabittir. Ortak sayısı değişkendir. Onun için sermaye ve pay sayısı da, ortak sayısı

paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız malvarlığı ile sorumlu bulunan bir ortaklık olarak tanımlamıştır (m. 269)⁴⁵. Görüldüğü gibi bu tanıma damgasını vuran kavramların başında hemen ilk sırayı “pay” ve “esas sermaye” almaktadır. Ayrıca bu tanımlamadan çıkan sonuçların başında anonim ortaklıkların esas sermayesinin payların birleşmesinden meydana geldiği diğer bir deyişle, payın esas sermayenin bir parçası olduğu gelmektedir⁴⁶. Buna göre bir anonim ortaklığın “muayyen” olan esas sermayesi örneğin 50.000 YTL ise bu, her biri 1000 YTL itibari (nominal) değeri olan 50 adet paydan oluşmuş demektir.

Anonim ortaklıkların odak noktasını oluşturan ve teknik bir kavram olan payın doğru ve yerinde kullanılması gerekmektedir⁴⁷. Kavramın yanlış anlaşılması, anlamlarının kesin ve açık olarak bilinmemesi, karışıklıklara ve bilgi kopukluklarına yol açabileceğinden anonim ortaklık sisteminin kavranamaması sonucunu doğuracaktır⁴⁸. Ticaret Kanunumuz dahi çoğu kez pay ile pay senedini birbirine karıştırmış, pay diyecek yerde hisse senedi demiş veya hisse senedi diyecekken paya yer vermiş bazen her iki kavram eşdeğerde kullanılmıştır⁴⁹. Bu kavram karışıklığının nedenleri: Kanunumuzun senede bağlanmamış çıplak payı özel olarak düzenlememiş olması ve

ile ilgili olarak değişir. Kooperatifin sermayesi her giren ortak ile kendiliğinden artar, çıkan ortakla da kendiliğinden azalır, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 951.

⁴⁵ Doktrinde bu tanımları başarılı bulmayarak ayrıca tanımların verildiği de görülmektedir. Örneğin, *Ansay*’a göre: “Anonim şirket sermayesi belli (sabit) ve paylara bölünmüş olan ve üçüncü kişilere karşı ortaklarının sorumluluğu sınırlı bulunan, iktisadi maksat ve konular için kurulmuş, tüzel kişiliğe sahip bir ticaret şirkettir”, *bkz.*: Tuğrul Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku Dersleri**, Ankara: AÜHF Yayını, 1973, s. 21; *İmregün* ise şu tanımlı vermektedir: “Türk Ticaret Kanununa göre anonim ortaklık, bir unvan altında, iktisadi maksat ve konular için kurulan, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş, paydaşların sorumu, üstlendikleri sermaye payları ile sınırlı, ortaklık sıfatı paya göre belirli olan, hak ehliyeti işletme konusu ile sınırlı, tüzel kişiliği olan bir ticaret ortaklığıdır”, *bkz.*: Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul: Yasa Yayınları, 1989, s. 22. Burada tanımları çoğaltmak mümkünse de önemli olan anonim ortaklık sermayesinin paylara bölünmüş olması ve bu şirketlerde *ortak* kavramından çok *pay* kavramının önem taşımasıdır.

⁴⁶ Tanör, *Halka Arz*, s. 84.

⁴⁷ Pulaşlı, *Şirketler*, s. 517.

⁴⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439.

⁴⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 440. Örneğin, TTK. m. 373, 392, 401 ve 455’de pay yerine hisse senedi, TTK. m. 286’da her iki kavram eşdeğerde, TTK. m. 313’de çıplak pay devre dışı bırakılarak hisse senedi kullanılmıştır. *Bkz.*: Selahattin Tuncer, **Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori ve Uygulama**, İstanbul, 1985, s. 204; Zühtü Aytaç, **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988, s. 69. *Aytaç*, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabına ilişkin TTK. m. 329’u anlam karışıklığı yaratabilecek yanlış kullanıma örnek maddeler arasında göstermiştir. Gerçekten burada da kanun “pay” yerine “hisse senedi” kullanmıştır.

Kanunumuza kaynak teşkil eden Alman ve İsviçre hukuklarında hem pay, hem de pay senedi için genellikle aynı kavramın kullanılmış olmasıdır⁵⁰.

Pay, anonim ortaklığın kanuni tanımının kavram bakımından bir parçasıdır. “Pay” kavramının hukuken bir bütünlük arz edecek şekilde tanımlanmasının zor oluşunun nedeni, “pay” kavramının birden fazla anlamının bulunmasıdır⁵¹. Doktrinde genellikle pay’a birbirinden değişik üç ayrı anlam verilmektedir⁵².

§ 2. PAY KAVRAMININ ÇEŞİTLİ ANLAMLARI

I. Pay, Esas Sermayenin Bir Parçasıdır

Anonim ortaklıklarda esas sermaye paylara bölünmüştür ve bu durum TTK. m. 269’da “...esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş...” şeklinde ifadesini

⁵⁰ Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 69; Hem pay hem de pay senedi karşılığı olarak Almanca’da “*Aktie*” (Alm. POK. § 1 (2)), İsviçre’de “*Aktie*” (İsv. BK. m. 620), Fransızca’da “*Action*” (Fr. TK. m. 34) kullanılmaktadır. *Bkz.*: Ansay, *Anonim*, s. 234; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 232; Tuncer, s. 204. İngiliz ve Amerikan hukukunda, paya share (veya stock), pay senedine de share certificate (veya stock certificate) şeklinde bir ayırım yapılsa da bu kavramlar çoğunlukla eşanlamda kullanılır, *bkz.*: Turgut S. Erem, **Ticaret Hukuku Prensipleri, C. II, Ticaret Şirketleri**, 7. Baskı, İstanbul, 1979, s. 296, dñn. 26. *Tarıkahya* ise eski dilimizde kullanılan “sehim” (pay, hisse) ve “esham”(sehim sözcüğünün çoğulu, hisse senedi anlamında) tabirlerinin bu kavram kargaşasını ortadan kaldırarak asıl manayı tamamen belirtecek güçte olduğunu söylemektedir, *bkz.*: Ethem Tarıkahya, “Türk Ticaret Kanunu’na Göre Hisse Senetlerinin Çeşitleri”, **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13-18 Mayıs 1963)**, Ankara, 1964, s. 238.

⁵¹ Nitekim *Kendigelen*, bu hususu şu şekilde ifade etmektedir: “Bir ortaklığa katılımdan doğan hak ve borçların bütününi tanımlamak amacı ile pay kavramının yanı sıra ortaklık payı, ortaklık hakkı, paysahipliği, ortaklık sıfatı, sermaye payı, katılma payı vb. kavramlar kullanıldığı gibi, pay kelimesi de tek başına ortaklık sermayesinin belirli bir bölümü, ortaklık hak ve borçlarının tümü (paysahipliği sıfatı) ve bunları temsil eden senedi ifade etmek üzere birden fazla anlamda kullanılmaktadır”, *bkz.*: Abuzer Kendigelen, “Adi Şirket, Ticaret Şirketleri ve Kooperatife İlişkin Payların Devrinde Şekil”, **Makalelerim**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s.218.

⁵² Ömer Teoman, “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari-Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi Ve Türk Sistemi”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 73; Fritz Von Steiger, **İsviçre’de Anonim Şirketler Hukuku**, çev. Tahir Çağa, İstanbul, 1968, s. 10; Tekil, *Anonim*, s. 375; Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1994, s. 6; Hasan Pulaşlı, **Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri**, Ankara: Dayınlarlı Yayınları, 1992, s. 4. Cerrahoğlu, payı iki anlamda kullanmaktadır: “esas sermaye payı” ve “Pay sahipliği mevki”, *bkz.*: Fadlullah Cerrahoğlu, **Menkul Kıymetler Hukuku Ders Notları**, İstanbul, 1978, s. 9. *Tekinalp* ise payı “esas sermayenin bir parçası”, pay sahipliği mevki”, “hakların ve borçların kaynağı”, “hisse senedi” olmak üzere dört anlamda kullanmaktadır, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439, 440. *Tekinalp*, payın pay sahipliği mevkiini ve kendisine bağlı hak ve borçların tümünü ifade etmesini ayrı ayrı ele almaktadır. *Tekinalp*’e katılan diğer bir yazar için *bkz.*: Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2004, s. 23 vd. Biz, pay sahipliği mevkiinin ortaklık sözleşmesinden kaynaklanan hakları ve borçları yani şirkete karşı hukuki ilişkilerin bütününi de içerdiğinden bahisle üçlü ayırımı kabul ediyoruz.

bulmuştur⁵³. Bu anlamıyla pay, ortaklık esas sermayesinin belirli sayıda birim değere bölünmüş olan bir parçasını ifade eder⁵⁴. Örneğin, 50.000 YTL olan esas sermaye 1000 adet 50 YTL’lik birim değere bölünmüş ise, her 50 YTL’lik birim değer bir “pay”dır. Anonim ortaklıkta her pay, pay sahibinin şahsına bağlı olmayan ondan soyut bir “pay sahipliği mevki”ne karşılık gelmektedir⁵⁵. Bu anlamda yukarıdaki örneğe göre ortaklıkta 1000 pay sahipliği (ortaklık) mevki vardır. Pay sahipliği mevkiileri ana sözleşme değişikliği yapılmadıkça sabit olup değişmezken pay sahipleri değişkendir⁵⁶. Anonim ortaklıkta pay sahipliği sıfatı, pay sahipliği mevkiinin elde edilmesi ile mümkündür. Pay sahipliği mevki ise kuruluş ya da sermaye artırımında taahhütte bulunarak aslen ya da sonradan bir pay sahibinden pay devralmak sureti ile devren iktisap olunabilir⁵⁷.

Pay, belirli sayı ve birim değere göre bölünmüş esas sermayenin bir parçası olarak kabul edildiğinde her payın bir itibari değerinin olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Payın itibari değeri, esas sermayenin pay adedine bölünmesi ile bulunan değerdir⁵⁸. Buna göre yukarıdaki örneğimizde $50.000 \text{ YTL} / 1000 = 50 \text{ YTL}$ payın itibari değeridir. Matematiksel olarak payların itibari değerlerinin toplamı veya pay sayısının itibari değer ile çarpılması esas sermayeyi verecektir⁵⁹. Ticaret Kanunumuz payların - ya da senet çıkarılmışsa pay senetlerinin- nominal değerinin en az 1 YKr

⁵³ “TTK’nun 269. maddesi uyarınca anonim şirketler, esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olan şirketlerdir. Yani anonim ortaklıkta, ortaklığın sermayesi, paylara bölünerek bu paylar ortaklar arasında dağıtılmıştır. Bir başka deyişle, ortaklığın sermaye miktarı belirli olduğu gibi, bu sermayenin bölündüğü payların tutarı ve paydaşların sahip oldukları paylar da belirlidir”, Y. 11. HD., 10.10.2000, E. 4789, K. 7694, **YKD** (Haziran 2001), s. 850. TTK. Tasarısında tanım şu şekilde yer almıştır: **TTKT**. m. 329, f. 1: “Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir”.

⁵⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439.

⁵⁵ Halil Arslanlı, “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği”, **İÜHF**, 1958, C. 23, S. 3-4, s. 248; İmregün, *Kara Ticareti*, s. 373.

⁵⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 440; Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 7. Pay sahipliği değişse de pay sahipliği mevkiinin yerini korumasının nedeni anonim ortaklıkların “anonim” ve “sermayeye dayalı” oluşudur, bkz.: Tanör, *Halka Arz*, s. 88.

⁵⁷ Abuzer Kendigelen, **Hukuki Mütalaalar, C. II, Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Bası, 2003, s. 281.

⁵⁸ Payın piyasa (gerçek) değeri ile itibari değerini karıştırmamak gerekir. Payın iktisadi değerini belirleyen piyasa değeri olup, payın borsada veya piyasada belirli bir anda işlem gördüğü değerdir. Kuruluş sırasında kural olarak itibari değer piyasa değerine eşittir. Şirketin malvarlığı artmasına bağlı olarak piyasa değeri de artar ya da azalır, bkz.: Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2005, s. 74; Cerrahoğlu, s. 11.

⁵⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439; Cerrahoğlu, s. 10; Tuncer, s. 208.

olacağını⁶⁰, bu değerin ancak en az birer Yeni Kuruş olarak yükseltilebileceğini öngörmüştür (m. 399). Bu kurala aykırı olarak çıkarılan paylar geçersiz olup, çıkaranlar pay sahiplerine karşı müteselsilen sorumludurlar (TTK. m. 399, f. 2)⁶¹. Kural olarak payların itibari değeri eşittir. Kural mutlak olmayıp ortaklık değişik itibari değerde paylar çıkarabilir⁶². Anonim ortaklık payları, ancak belirli gruplar veya diziler biçiminde farklı itibari değerler taşıyabilir. Her grup veya dizi içinde kalan payların itibari değerleri birbirine eşit olmalıdır⁶³. Payların itibari değerleri ile kaç adet oldukları

⁶⁰ 5274 Sayılı Türk Ticaret Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (RG., T.15.12.2004, S. 25671) ile anonim ortaklık paylarının (pay senetlerinin) itibari değerlerinin en az 1YKr olması ve YTL cinsinden itibari değeri 1YKr'un altında olan payların itibari değerlerinin yeni para birimine uygun hale getirilerek, intibak dönemi içinde 1YKr'a yükseltilmesi, ayrıca ortakların kar payı ve diğer ortaklık haklarının kullanılmasında ortaya çıkabilecek tereddütlerin giderilmesi amaçlanmıştır. Bu kanun çıkmadan önce Kanun Tasarısının değerlendirilmesi ve eleştiriler hakkında bkz.: Erdoğan Moroğlu, "Yeni Türk Lirasına Geçişte Hukuki Sorunlar", **Yaklaşım** (Kasım 2004), S. 143, s. 18-25. Moroğlu bu makalesinde anonim ortaklığın esas sermayesinin 50.000 YTL olması karşısında pay ve pay senedinin asgari itibari değerinin 1 YKr olmasını çok küçük bir rakam olarak değerlendirmekte ve asgari itibari değerin hiç olmazsa 2 YTL olarak tespit edilmesini bununda bir Euro'ya yakın bir değer olması bakımından Avrupa Birliği hukuku ile uyumlu olacağını ifade etmektedir, s. 23. Ayrıca bkz.: Seza Reisoğlu, "Yeni Türk Lirasının Hukuki Özellikleri", **Bankacılar Dergisi** (Eylül 2004), S. 50, s. 65, 66. Türk Ticaret Kanunu Tasarısında da itibari değer muhafaza edilerek bu konu şu şekilde ifade edilmiştir (Genel Gerekçe N. 122): "Asgari sermaye gibi, payın itibari değerinin bulunması sistemi de aynen korunmuştur. İtibari değersiz pay veya gerçek olmayan itibari değersiz (hesabi) pay sistemine geçmenin, önemli bir birikimin terk edilmesi sakıncası yanında, köklü bir sistem değişikliğini gerektirdiği de görülmüş, buna bu aşamada ihtiyaç olmadığı sonucuna varılmıştır". Ancak TTK. Tasarısı Komisyonu Başkanı *Tekinalp*, payın asgari itibari değerini TTK Tasarısının çıkarmaya cesaret edemediği "out"lardan biri olarak görmektedir. Bugün Avrupa'da pay ile ilgili olarak ne "itibari değer"e ne de onun "asgari" tutarına inanılmadığını ifade eden *Tekinalp*, oy hakkında köklü bir değişikliğe gerek olduğundan bu konuda çekingen davranıldığını ancak bu konuda üç-beş yıl içinde bir değişiklik gereksiniminin ortaya çıkacağını ve inisiyatifin AB'den kaynaklanacağını belirtmektedir, bkz.: Ünal Tekinalp, "Zorunlu Hedefler Bağlamında TTK Tasarısı'nda Anonim Şirkete İlişkin Kuramsal Ve Dogmatik Düzen", **Hukuki Perspektifler Dergisi** (Ağustos 2005), S. 4, s. 15. Tasarıda kanun metni şu şekilde olmuştur: **TTKT.** m. 476, f. 1: "Payların itibari değeri en az bir kuruştur. Bu değer ancak birer kuruş olarak yükseltilebilir. Bu fıkra da belirtilen itibari değer Bakanlar Kurulunca yüz katına kadar artırılabilir".

⁶¹ *Tekinalp* aynı müeyyidenin örnekseme yolu ile itibari değerden yoksun pay çıkarılması haline de uygulanabileceğini ifade etmektedir, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 454.

⁶² Esas sermaye paylarının ve bunları temsil eden hisse senetlerinin birbirine eşit nominal değerde olması mecburiyeti yoktur. **TBMM. Adliye Encümeni Mazbatası**, Gerekçe, s. 376. TTK, bazı yabancı hukukların aksine "nominal değersiz" pay çıkarılmasını kabul etmemiştir. Ayrıca nominal değerleri farklı paylar söz konusu olabilir. *Teoman* bu hususu şu şekilde ifade etmektedir; "Gerçekten, bir kere anonim ortaklığı tanımlayan TTK. m. 269'da sadece esas sermayenin paylara bölünmüş olması aranılmış, fakat gerek bu maddede gerek en az nominal değeri düzenleyen m. 399'da bunun bütün paylar yönünden aynı tutarda olması zorunlu kılınmamıştır. Aksine, TK'ye ilişkin Adliye Encümeni Mazbatasının İncelemesinden, tasarıdaki "birbirine eşit" ibaresinin, esas sermayenin birbirinden farklı paylara bölünmesi suretiyle imtiyazlı rey hakkı bahşeden hisse senetleri çıkarılmasına imkan vermek maksadıyla kaldırıldığı, yani yasakoyucunun nominal değerleri farklı anonim ortaklık paylarına bilinçli bir biçimde izin verdiği anlaşılmaktadır", bkz.: Ömer Teoman, "Hisse Senedi İle İlgili Düzenleme Ne Getiriyor?", **Milliyet**, 8 Temmuz 1983, s. 2; Reşat Atabek, "Anonim Şirketlerde İtibari Kıymeti Farklı Hisse Senetlerinin İhracı", **İBD** (Eylül-Ekim 1971), C. XLV, S. 9-10, s. 779; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 188.

⁶³ Örneğin, anonim ortaklıkta A, B, C... pay grupları bulunduğunu A grubundaki payların itibari değerlerinin 2 YTL, B grubundakilerin 4 YTL, C grubundakilerin ise 6 YTL olması halinde grup içindeki

ana sözleşmede gösterilmelidir. Payların itibari değerlerinde sonradan bir değişiklik yapılabilmesi için ana sözleşmenin değiştirilmesi gerekir⁶⁴. Anonim ortaklıkta aslında paylara bölünmüş olan sermaye değil haklar bütünüdür. Anonim ortaklığın bahsettiği hakları bir bütün olarak kabul edersek bu bütünden ne kadar adette parçanın bağımsız olarak yararlandırılması isteniyorsa, bütün o kadar birime bölünür ve her bölüm bütünden yararlanma hakkına sahip bir parçayı oluşturur. Böylece her pay diğerinden bağımsız olarak haklar vermekte ve sermaye taahhüt borcu yüklemektedir⁶⁵.

II. Pay, Pay Sahipliği Sıfatından Kaynaklanan Hakların ve Borçların Bütünüdür (Pay Sahipliği Mevkii)

Anonim ortaklıkta esas sermaye, pay sahiplerinin şahıslarından bağımsız ortaklık mevkii (pay sahipliği mevkii) oluşturan paylara bölünmüştür⁶⁶. Her pay bir pay sahipliği mevkii oluşturduğundan pay adedi kadar pay sahipliği mevkii vardır⁶⁷. Paya kim malik ise, ortak da odur. Ortak sıfatı paya göre tayin edilir⁶⁸. Paylar, yani pay sahipliği mevkileri kural olarak sabittir. Pay sahipliği ise her zaman değişebilir. Pay ile

payların itibari değerlerinin eşit olması aranır. Bütün A grubu payların 2 YTL olması gerekir, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439. Bu gruplar, ana sözleşme ile kendilerine ayrı bazı haklar tanınmadıkça sadece farklı itibari değerleri yüzünden TTK. m. 389 ve 391 anlamında bir ayrıcalıklı paylar grubu meydana getirmezler, *bkz.*: Hikmet Sami Türk, “Anonim Ortaklık Pay Senetlerinde İtibari Değer Farkları”, **Prof. Dr. Mahmut Koloğlu’na 70. yaş Armağanı**, Ankara, 1975, s. 577.

⁶⁴ Ansay, *Anonim*, s. 33; Türk, s. 577. Payların adetlerinin ve itibari değerlerinin azaltılması veya çoğaltılması kural olarak esas sermayenin azaltılması yahut çoğaltılması ile olursa da esas sermayeyi değiştirmeksizin ana sözleşmenin değiştirilmesi ile de bu mümkündür. Örneğin esas sermayeye ilişmeden payların itibari değerleri azaltılarak adetleri çoğaltılabileceği gibi, itibari değerleri çoğaltılarak adetleri azaltılabilir. Payların daha küçük paylara bölünmesi, ortağın sermayeye katılım oranını değiştirmede için ana sözleşme değişikliklerinde aranan kademeli yetersayı uygulanabilirken (TTK. m. 388, f. 3) payların itibari değerlerini arttırarak adetlerini azaltabilmek için bütün pay sahiplerinin oybirliği gerekir (TTK. m. 400, f. 2), *bkz.*: Arslanlı, *Pay*, s. 252; Cerrahoğlu, s. 10; Konrad Bloch, “Payların Bölünmesinin Hukuki Koşulları ve Etkileri”, çev. Ömer Teoman, **İktisat ve Maliye** (Nisan 1977), C. XXIV, S. 1, s. 17–20.

⁶⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 439.

⁶⁶ Erdoğan Moroğlu, **Özellikle Anonim ve Limited Ortaklıklarda Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1978, s. 2; Tuncer, s. 207.

⁶⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 440. *Domaniç’e* göre, pay mevkileri tedrici kuruluş halindeki şirketlerde söz konusu olup henüz pay haline gelmemiş hesabi ve teorik sermaye parçalarıdır. Yazara göre ortaklık mevkii şu hallerde söz konusudur: “Kuruluşun tescilinden sonra, bakiye sermaye borcunu ödemeyen ortakların şirketten çıkarılması halinde, sahipsiz kalan hisseler de hisse mevkii haline gelir (TK. 407, 408)...Yine şirket tescil edilmiş ve hükmi şahsiyet kazanmış olmakla beraber sermayenin tamamen taahhüt edilmemiş olması halinde de (TK. 306) boş hisseler, yani hisse mevkileri söz konusudur”, *bkz.*: Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 1056 vd.

⁶⁸ İmregün, *Kara Ticareti*, s. 373.

sahibi arasındaki ilişki kişisel bir ilişki değildir⁶⁹. *Pulaşlı*, pay sahipliği mevkiilerini otobüs koltuklarına benzetmiştir⁷⁰. Buna göre kim bu koltuğa oturursa, oturduğu sürece o mevkiin maliki olarak, o mevkiin içerdiği tüm hakları kullanmak ve yararlanmak yetkisine sahip olduğu gibi içerdiği borçları da ifa yükümlülüğü altındadır. Pay sahiplerinin sayısı değişse dahi pay sahipliği mevki sayısı sabit kalır⁷¹. Anonim ortaklıkta pay sahipliği sıfatı, kuruluşta veya sermaye artırımında taahhüt edilerek şirketin veya sermaye artırımının tescili ile aslen (TTK. m. 391, 395), sonradan başka bir şahıstan devren kazanılır⁷².

Pay sahipliği mevki, paya sahip olan kişinin, o pay nedeniyle bazı haklara sahip olmasını ve borç yüklenmesini ifade eder⁷³. Bu anlamda pay kavramı, ortaklık sözleşmesinden kaynaklanan, sadece hakları değil, aynı zamanda borçları da içeren, şirkete karşı hukuki ilişkilerin bütünü, yani ortak sıfatından doğan hak ve borçların bütünüdür⁷⁴. Bu hak ve borçlar pay sahiplerinin şahıslarına değil, adetleri itibari ile esas sermaye payına eşit olması zorunlu olan pay sahipliği mevkiilerine bağlanmıştır⁷⁵. Pay sahipliğinden doğan haklar doktrinde çeşitli ayrımlara tabi tutulmaktadır⁷⁶. Bunları malvarlığına ilişkin haklar (kar payı, tasfiye payı hakkı, bedelsiz pay edinme hakkı, rüçhan hakkı, hazırlık dönemi faizi alma hakkı) ve yönetime ilişkin haklar (genel kurula katılma, oy kullanma, bilgi alma, inceleme ve denetleme, iptal davası açma) olarak

⁶⁹ Orhan Nuri Çevik, **Anonim Şirketler**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2002, s. 662.

⁷⁰ *Pulaşlı, Şirketler*, s. 519. *Gökçe*'de payın ortaklık hukuki yapısı içinde bir mevki, bir koltuğu ifade ettiğini belirtmektedir, *bkz.*: *Gökçe*, s. 43. Bir başka örnekte ise pay sahipliği mevki anlamında paylar, bir gazoz kasasındaki şişelerin konulduğu yuvalara benzetilmiştir. Yuvalar sabit, şişeler değişkendir, *bkz.*: Bekir Bayraktar, "Türk Ticaret Kanunu Hükümlerine Göre Anonim Ortaklıklarda Payların Devri", **Vergi Dünyası** (Haziran 2002), S. 248, s. 68.

⁷¹ *Hirş* bu konuda şöyle bir örnek vermektedir; "bir şirket dahilinde hissedarlıkların ve hissedarların adedi yüz iken bir kısım hissedarların hisselerini diğer hissedarlara satmaları neticesinde hissedar adedi yüzden elliye düşmüş olsa bile, hissedarlıkların adedinde bir değişiklik husule gelmez. Şirket dahilinde hissedarlıkların, tabir caiz ise, işgal ettikleri mevki sabittir", *bkz.*: *Hirş, Ticaret Hukuku*, s. 280..

⁷² Satış, bağışlama, cebri icra, miras hallerinde ve sonradan doğrudan doğruya ortaklıktan alınan pay senetlerinde iktisap devren kazanılır, *bkz.*: *Hirş, Ticaret Hukuku*, s. 278, 279.

⁷³ Mehmet Bahtiyar, **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1996, s. 9.

⁷⁴ *Hirş, Ticaret Hukuku*, s. 275, 278; *Kendigelen, Şekil*, s. 218.

⁷⁵ *Cerrahoğlu*, s. 11.

⁷⁶ Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler, I. Umumi Hükümler**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 2. Bası, 1959, s. 198 vd.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 493; İmregün, *Anonim*, s. 290 vd.; Çevik, *Anonim*, s. 678; *Pulaşlı, Pay Senetleri*, s. 7; Tekil, *Anonim*, s. 382; Nail Sucu, "Anonim Ortaklıklarda Pay Senedinin Sahibine Sağladığı Haklar (I)", **Yargıtay Dergisi**, 1980, S. 3, s. 326; Kurumsal yönetim açısından OECD ilkelerinde temel pay sahibi hakları için *bkz.*: Ali Paşlı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004, s. 64 vd.

ikiye ayırmak mümkündür⁷⁷. Pay sahibi bu haklardan sermayeye katılma oranında yararlanır ki buna oransallık ilkesi denir⁷⁸. Bilgi alma, denetleme ya da iptal davası açma gibi haklar pay sahibine katılmasının oranı göz önüne alınmaksızın tanınmış olan haklardır, çünkü bir ortağın payı oranında bilgi alması ya da o oranda iptal davası açması düşünülemez⁷⁹. Oy hakkı yönünden durum değişiktir. Kanun koyucu her payın en az bir oy hakkına sahip olacağını belirtmiş (TTK. m. 373, f. 1, c. 1), fakat bu hakkın hesaplanmasında, kar payı, tasfiye payı ya da hazırlık dönemi faizinden yararlanmada olduğu üzere, payın ödenme oranının bir etkisi olup olmadığı hususunda susmuştur. *Teoman*, bu konuda Alman Hukuku'ndaki çözümün benimsenmesini, ortaklığa fiilen ödenen sermayeye göre pay sahibinin yönetimde değişik güçte etkili olabileceğinin kabul edilmesini savunmaktadır. Bu görüşe göre en azından yasa tarafından saptanan ilk taksidi ödenen payların TTK. m. 373 uyarınca 1 oy hakkına sahip bulunacakları, bu tutarın birim alınarak daha yüksek oranda ödemeler varsa, oy hakkının buna göre saptanılacağı, bunun da anonim ortaklığın sermaye ortaklığı olma niteliği ile uyumlu bulunduğu ifade edilmektedir⁸⁰. Türk hukukunda ister bir ana sözleşme değişikliğine ilişkin olsun, ister böyle bir gündem maddesi ile ilgili bulunmasın her türlü oy kullanmada, -kural olarak- oy hakkının itibari değere göre saptanılması gerekmektedir. TTK, kural olarak malvarlığına katılmadan doğan haklarda “pay ile” ya da “sermaye

⁷⁷ Burada konu açısından bir sınıflandırma yapılmış olup, bu sınıflandırmada malvarlıksal haklar (Vermögensmäßige) dışında; Katılma hakları-Mitwirkungsrechte- (genel kurula katılma, oy hakkı), aydınlatıcı haklar (bilgi alma, inceleme) ve koruyucu haklar-Schutzrechte- (müktesep haklar, azlık hakları) bulunmaktadır. Biz bütün bunları “malvarlıksal ve yönetsel (Mitverwaltungs) haklar” olarak iki kısımda topladık, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 503; Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1999, s. 40; Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 8. *Giger*'e göre, katılım ve malvarlığı haklarının hangisinin daha önemli olduğu – ara sıra malvarlığı hakları lehine yapıldığı gibi – tartışması gereksiz ve objektif değildir. Ancak hem ortaklık hem de pay sahipleri açısından menfaatler durumuna göre katılım ve malvarlığı hakları öne çıkabilir. Ortaklığın pay sahipleri için yatırım olarak görüldüğü hallerde malvarlığı hakları önem kazanabilir. Ancak ortaklık işletme, finansal veya şahsi nedenlerden ötürü gerçekleşmişse, İştirakçiler açısından katılım hakları direkt malvarlığı haklarından daha önemli olabilir, bkz.: *Giger*, s. 17.

⁷⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 504; Zafer Saka, **Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2004, s. 35; Kendigelen, *İmtiyaz*, s. 114 vd.

⁷⁹ Ömer Teoman, “Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Üstüne Notlar”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 279.

⁸⁰ Ömer Teoman, “Alman ve İsviçre Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Bedelinin Ödenme Oranının Oy Hakkına Etkisi ve Türk Sistemi Üzerine Düşünceler”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 310. *Teoman*'a göre, anonim ortaklık bir kooperatif olmadığı için, nominal değerleri ne olursa olsun her payın bir oy hakkına sahip bulunduğu ileri sürülemeyeceği gibi, “her hisse senedi en az bir rey hakkı verir” diyen TTK. m. 373'den de bu sonuca varılamayacağını, çünkü TTK. m. 373'ün dikkatle incelendiğinde “bir rey hakkı”ndan değil, “en az bir rey hakkı”ndan söz ettiği görülmektedir, bkz.: *Teoman, Hisse Senedi*, s. 2.

ile” orantıyı esas almıştır⁸¹. Yazara göre malvarlığı haklarında geçerli olan bu ilkeden yönetim hakları konusunda ayrılmayı haklı kılacak bir neden olamaz. Kanaatimizce de yönetime ilişkin hakların başında gelen oy hakkının da esas sermayeye katılma oranına, yani payın itibari değerine göre hesaplanması tutarlı bir hukuki davranış olacaktır⁸².

Doktrinde genellikle pay sahibinin tek bir borcu olduğu ve bunun taahhüt ettiği sermaye borcunu ödemek olduğu ifade edilerek “tek borç ilkesi” kavramı ortaya atılmıştır⁸³. Bu görüşe göre, pay sahibinin bunun dışında herhangi bir ek ödeme (bilanço zararını kapatma gibi) veya yükümlülüğü (rekabet yasağı, sadakat borcu gibi) yoktur⁸⁴. Pay sahibine, esas sermaye payını taahhüt borcu dışında istisnaen esas sözleşme ile bazı yükümlülükler yüklenebilir. TTK. m. 405, f. 3’e göre, esas mukavele ile pay sahiplerine belirli zamanlarda tekerrür eden ve konusu para olmayan edalarda bulunmak mükellefiyeti yüklenebilir. Örneğin, yumurta üreticileri tarafından kurulan bir anonim ortaklıkta pay sahiplerinin ürünlerinin bir kısmını ortaklığa vermelerinin kararlaştırılması gibi⁸⁵. Doktrinde pay sahibinin borçları arasında sadakat borcunun da bulunup bulunmadığı tartışmalıdır⁸⁶. Kanaatimizce sadece yönetici durumundaki pay

⁸¹ Teoman bu fikri desteklemek için, istisnalar bir yana bırakılacak olursa malvarlığı haklarının TTK’da daima esas sermayeye katılma oranına göre saptanıldığını ifade etmektedir. Örneğin; TTK. m. 455 pay sahibinin safi kazanca “payı nispetinde” katılacağından söz etmekte, TTK. m. 471’deki hazırlık dönemi faizinin fiilen ödenen sermaye tutarına göre hesaplanacağı doktrin tarafından kabul edilmekte, TTK. m. 394 yeni pay alma hakkının pay sahibinin “şirket sermayesi ile mütenasip miktarı” ile sınırlı olduğunu açıklamaktadır. Bu maddelerin hiçbirinde hakkın payın itibari değerine göre saptanacağı açıkça ifade edilmemiş ancak “pay ile” ya da “sermaye ile” orantıdan söz edilmektedir. Türk hukukunda anonim ortaklıkta tüm malvarlığı hakları –istisna anonim ortaklık tesislerinden yararlanmada görülür- payın itibari değerine göre saptanılmaktadır, bkz.: Teoman, *Payın Birim Değeri*, s. 82, 83; Dağ ise, karşı görüştedir. Yazara göre Kanun TTK. m. 455’te “payı nispetinde” ibaresini kullanmak suretiyle kademelendirmeyi ön planda tutmuş, TTK. m. 373, f. 1, c. 1’de ise “her pay bir rey hakkı verir” diyerek, kademelendirmeden ziyade payı baz almıştır. Dolayısıyla kanun koyucunun bilerek kanunlaştırmadığı bir özelliği, mehz kanunlara atıf yapmak suretiyle yorumlamamak gerekir, bkz.: Üner Dağ, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibi Açısından Oy Hakkının Kazanılması ve Kullanılması**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1996, s. 20.

⁸² Teoman, *Payın Birim Değeri*, s. 83; Kendigelen, *İmtiyaz*, s. 114. Nitekim bu husus **TTKT**. m. 434’de “Paysahipleri, oy haklarını genel kurulda, paylarının toplam itibari değeriyle orantılı olarak kullanır” şeklinde hükme bağlanmıştır.

⁸³ Kavram konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.: Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004, s. 21 vd.

⁸⁴ İmregün, *Anonim*, s. 282; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 585.

⁸⁵ Tanör, *Halka Arz*, s. 110. Anonim ortaklığa her yıl belli miktarda şeker pancarının gönderilmesi mükellefiyeti de başka bir örnektir. Ancak bu mükellefiyetlerin yerine getirilmemesi halinde ortaklık sıfatı ıskat edilmez, ancak şirket tazminat talep edebilir yahut ana sözleşme ile cezai şart kabul edilmişse ödenmesini isteyebilir, bkz.: Ansay, *Anonim*, s. 209.

⁸⁶ Nomer pay sahiplerinin hem ortaklığa karşı hem de birbirlerine karşı sadakat borcunun olduğunu kabul etmektedir, bkz.: Fusun Nomer, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul:

sahiplerinin sadakat borcu olduğunun kabul edilmesi bu kişilerin pay sahipliği haklarının ve dolayısıyla hakimiyet ve yönetme güçlerinin sınırlanmasında bir araç olacaktır⁸⁷.

Pay sahipliği sıfatının kazanılması ve pay sahipliği mevkilerinin ortaya çıkmaları kuruluşun veya sermaye artırımının tescili ile aynı anda olmaktadır. Ancak, pay sahipliği ile pay sahipliği mevkileri arasındaki bu paralellik daha sonra sermayenin azaltılması veya sermaye azaltılmaksızın payların itibari değerlerinin artırılıp adetlerinin azaltılması yahut ortaklık tüzel kişiliğinin ortadan kalkması gibi durumlarla ortadan kalkar. Bu hallerin dışında pay sahiplerinin değişmesi, TTK. m. 329 uyarınca payların ortaklık tarafından iktisap edilmesi veya pay sahibinin TTK. m. 406 vd. uyarınca şirketten çıkarılması durumlarında pay sahipliği mevkiinin varlığına hanel gelmez⁸⁸. Bu

Beta Basım Yayım, 1999, s. 76, 159. *Tekil'e* göre TTK. m. 381'de yer alan "afaki iyi niyet esaslarına aykırı olan genel kurul kararlarına karşı iptal davası açılabilir" hükmü sadakat borcuyla ilgilidir. Çünkü her pay sahibinin sosyal haklarını kullanırken ortaklığa ve diğer pay sahiplerine karşı bir sadakat borcu vardır. Genel kurulda her pay sahibi müşterek gayeye ulaşmayı amaçlamalı, ortaklığa ve diğer pay sahiplerine karşı ortaklığa yabancı özel gayeler peşinde koşmaktan sakınmalıdır, *bkz.*: Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 384 vd. *Akın* ise, TTK. m. 363, f. 2'de öngörülen pay sahibinin sır saklama yükümlülüğünün, pay sahipliği sıfatı sona erse dahi devam etmesini sadakat borcuna işaret ettiği şeklinde yorumlamaktadır, *bkz.*: Murat Yusuf Akın, **Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2002, s. 92, 93. *Ansay* anonim ortaklıkta pay sahiplerinin sadece dürüstlük kuralı çerçevesinde bir sadakat borcundan bahsedilebileceğini ifade eder, *bkz.*: Ansay, *Anonim*, s. 205. *Moroğlu* ise, pay sahiplerinin ortaklığa karşı kural olarak sadakat yükümlülüklerinin bulunmadığını belirtmekte ancak, ortaklıkta egemen konumda bulunan pay sahiplerinin ortaklığa karşı sadakat yükümlülüklerinin bulunduğunu kabul etmektedir, *bkz.*: Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004, s. 194. *Çevik* ise, aile ortaklığı niteliğinde olan veya ortak adedi az kapalı anonim ortaklıklarda sadakat yükümlülüğünün ortaklığın gayesine ulaşması bakımından aranması gerektiğini ifade etmektedir, *bkz.*: Çevik, *Anonim*, s. 747. *Aker* sadakat borcunun reddine TTK. m. 405, f. 1'in gerekçe gösterilmesine karşı çıkmaktadır. Yazara göre TTK. m. 405, f. 1 anonim ortaklık ortaklarının sadece mali yükümlülükleri bağlamında anlaşılmalıdır. Sadakat borcu ise ortaklara sadece belli davranış yükümlülüğü getirmekte, ihlal edilmediği sürece hiçbir mali yükümlülük getirmemektedir. Sadakat borcunun varlığını kabul eden yazar bunun hukuki temelini ana sözleşmeye dayandırmaktadır, *bkz.*: Halit Aker, "Hakim İşletme İle Bağımlı Şirket Arasındaki Hukuki İlişki Ve Hakim İşletmenin Sadakat Borcu", **Batider** (Aralık 2003), c. XXII, S. 2, s. 177, 178.

⁸⁷ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 194. *Tekinalp* anonim ortaklıkta pay sahibinin kişi ortaklıkları anlamında sadakat yükümünün bulunmadığını, böyle bir yükümün TTK. m. 405, f. 1 ile bağdaşmadığını ancak, ortaklığı yöneten pay sahibi veya pay sahiplerinin oylarını kullanırken MK. m. 2, TTK. m. 381 ve 336 vd. hükümlerindeki sınırlara uymakla yükümlü olduklarını savunmaktadır, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 613, 614. *Aker*, yönetici dışındaki ortakların sadakat yükümlülüğü vardır veya yoktur demek yerine nerede ve hangi şartlar altında olduğu ya da olmadığına üzerinde durulması gerektiğini savunmaktadır, s. 183.

⁸⁸ Cerrahoğlu, s. 12.

gibi hallerde payın sağladığı bu mevki boş da olsa yine mevcuttur ve sonradan satışı halinde yeni bir pay sahibi tarafından doldurulabilir⁸⁹.

A. Pay Sahipliği Mevkiine Özgü İlkeler

1. Eşitlik İlkesi

Anonim ortaklıklarda eşitlik ilkesi, pay sahipliği mevkilerinin maliklerine sağladığı haklar ve yükledikleri borçlar bakımından diğerleri ile aynı olması şeklinde ifade edilmektedir⁹⁰. Diğer bir deyişle aynı hukuki konumda olan pay sahipleri aynı nimete sahip ve aynı külfete tabi olmalıdırlar. TTK'da bu konuda bir hüküm bulunmamasına rağmen genel bir hukuk ilkesi olarak anonim ortaklıklar bakımından geçerlidir⁹¹. İlke kaynağını MK. m. 2'de yer alan dürüstlük kurallarından ve *Tekinalp*'in ifade ettiği gibi bu kuralların adaletten, güven yaratılmasından ve hakkaniyetten kaynaklanan yüksek değerli ideallerinde bulur⁹². Ancak günümüzde “mutlak eşitlik” yerini “nispi eşitlik” ilkesine bırakmıştır⁹³. Nispi eşitlik ilkesinin bir görünümü olan oransallık ilkesine göre, payın sağladığı haklardan yararlanmada ölçü olarak pay sahibinin sermayeye katılım oranı esas alınacaktır⁹⁴. Ekonomik koşullar sonucunda beliren yeni ihtiyaçların karşılanması amacıyla imtiyazlı pay kavramının gündeme gelmesi ile bu ilkeden dahi ayrılmakta payların bir kısmının, payın sağladığı haklardan sermayeye katılım oranına göre değil, bu orandan daha üstün bir şekilde yararlanabileceği öngörülmektedir⁹⁵. Pay sahiplerine farklı işlem yapılması bütün ortakların yararına olarak ortaklığın amacının gerçekleşmesinde zaruri ise veya farklı

⁸⁹ Pulaşlı, *Şirketler*, s. 519.

⁹⁰ Cerrahoğlu, s. 12; Şükrü Yıldız, *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2004, s. 39.

⁹¹ Ancak TTK Tasarısı bunu düzenlemiştir: **TTKT**. m. 357: “Pay sahipleri eşit şartlar altında eşit işleme tabi tutulur”. Böylelikle evrensel nitelikteki eşit işlem ilkesinin kanuni bir üst kural haline getirildiği maddenin gerekçesinde belirtilmiştir.

⁹² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 508; Eşit işlem ilkesinin hukuki temelleri konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.: Merih Kemal Omağ, “Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi”, **Hukuk Araştırmaları Dergisi**, 1986, C. I, S. 1, s. 3 vd.; Y. Can Göksoy, “Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Yeni Pay Alma Hakkının Kaldırılması”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 403.

⁹³ “nispi eşitlik” kavramı, farklı durumdaki pay sahiplerine farklılıkları ölçüsünde farklı işlem yapılmasına müsaade eder, bkz.: Omağ, s. 5; Füsün Nomer, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 485.

⁹⁴ Kendigelen, *İmtiyaz*, s. 28.

⁹⁵ Kendigelen, *İmtiyaz*, s. 28.

davranma meşru amaca ulaşmadaki gerçek vasıtalardan birini teşkil ediyorsa eşitlik ilkesinden ayrılmak mümkündür⁹⁶. Bu sınırlar çerçevesinde ortaklık tarafından uygulanan herhangi bir tasarrufun pay sahipleri açısından farklı ekonomik sonuçlar doğurması imkan dahilinde olup bu tasarrufu hukuka aykırı hale getirmeyecektir⁹⁷.

2. Bütünlük İlkesi

Her pay sahipliği mevki kendisine bağlanan hak ve borçlarla bir bütün oluşturur ve şirkete karşı bölünemez (TTK. m. 400, f. 1). Paylar şirkete karşı bir bütün teşkil eder. Bununla kastettiğimiz bir payda toplanmış haklar ve borçların bir bütün teşkil ettiğidir. Bir pay sahipliği mevki anonim ortaklığa karşı birden fazla kişi tarafından ayrı ayrı hak kullanılması için ileri sürülemez⁹⁸. Bu ilkeye göre, genel kurul toplantılarına iştirak hakkının bir şahsa, oy kullanma ve karara iştirak edebilme hakkının başka bir şahsa ait olması mümkün değildir⁹⁹. Ancak, pay sahipliğine bağlı hakların kullanılmasında ayrı ayrı şahıslara vekalet verilebilir veya paya bağlı mali haklar başka şahıslara devredilebilir. Örneğin, pay sahibi genel kurul toplantılarına kendi yerine bir temsilci gönderebileceği gibi, kar payı alma hakkını bir başka şahsa devretmiş olabilir¹⁰⁰. Her iki halde de gerek temsilci, gerek kar payını devir alan kimse ortaklıkta pay sahipliği sıfatını kazanamaz¹⁰¹. İlkenin diğer bir anlamı da bir payın esas sözleşmede belirlenmiş bulunan itibari değerinin pay sahibinin payını bölmesi yolu ile değiştirilemeyeceği ve bu şekilde pay sayısının arttırılamayacağıdır¹⁰². Payların tedavül gücünü artırmak için bölünmesi veya anonim ortaklığın mali durumunun düzeltilmesi amacıyla birleştirilmesi ancak ana sözleşmenin değiştirilmesi ve sözleşmede daha küçük veya büyük bir itibari değer öngörülmesi halinde mümkündür¹⁰³.

⁹⁶ Bu konudaki İsviçre Federal Mahkemesi Kararı - **JdT** 1970 I 344-350 (RO 95 II 157) için bkz.: Akar Öçal, **Anonim Şirketlerle İlgili Federal Mahkeme Kararları (1960-1970)**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1972, s. 105.

⁹⁷ Göksoy, *Yeni Pay Alma*, s. 403.

⁹⁸ Çevik, *Anonim*, s. 663.

⁹⁹ Hirş, *Ticaret Hukuku*, s. 279; Ansay, *Anonim*, s. 205; Cerrahoğlu, s. 13; Arslanlı, *Pay*, s. 250; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 447.

¹⁰⁰ Hirş, *Ticaret Hukuku*, s. 279.

¹⁰¹ Ansay, *Anonim*, s. 205; Cerrahoğlu, s. 13.

¹⁰² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 447.

¹⁰³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 447.

Bütünlük ilkesi kendisini en açık şekilde bir payın birden fazla sahibi olması halinde gösterir¹⁰⁴. Bu kişiler ayrı ayrı ortak sıfatını kazanmazlar. Çünkü bağımsız birer pay sahipliği mevkii işgal etmiş değildirler¹⁰⁵. Bunlar ortaklığa karşı haklarını müşterek bir temsilci aracılığı ile kullanabilirler (TTK. m. 400, f. 1; 373, f. 2)¹⁰⁶.

3. Bağımsızlık İlkesi

Pay sahipliği mevkilerinin bağımsızlığı, her pay sahipliği mevkiinin kendisine bağlı hak ve borçlarla diğerlerinden ayrı birer ünite oluşturması demektir¹⁰⁷. Bir kimse birden çok paya sahip olabilir ve kaç paya sahip ise ortaklıkta o kadar pay sahipliği mevkiine sahip olur¹⁰⁸. Pay sahiplerinin sayısının payların sayısı kadar olması zorunluluğu yoktur. Birden çok pay sahipliği mevkiinin tek bir pay senedinde temsili bu mevkilerin bağımsızlığını ortadan kaldırmaz¹⁰⁹.

III. Pay, Hisse Senedi İle Eş Anlam İfade Eder

Anonim ortaklıklarda pay sahipliğini belgelemek ve paylar üzerine yapılan hukuki muameleleri kolaylaştırmak amacıyla payları temsil eden pay senetleri¹¹⁰ (hisse senetleri) çıkarılabilir¹¹¹. Anonim ortaklıklarda sermayenin belirli bir bölümünü temsil

¹⁰⁴ Bu kişiler paya müşterek (paylı) veya iştirak (elbirliği) halinde malik olabilirler (MK. m. 688, 701).

¹⁰⁵ Tarık Başbuğoglu, **Uygulamalı Türk Ticaret Kanunu, Açıklamalar – İçtihatlar, 1. Cilt, Madde 1–815, Ticari İşletme - Ticaret Şirketleri - Kıymetli Evrak Hukuku**, Ankara: Yetkin Yayınları, 1988, s. 616.

¹⁰⁶ Buna göre bir payın birden fazla maliki varsa, oy hakkı ortak bir temsilci aracılığıyla kullanılacaktır. Eğer ilgililer ortak bir temsilci üzerinde anlaşamazlarsa, hakim bunu belirler, aksi halde oy hakkının kullanılması imkanı ortadan kalkar, bkz.: Ömer Teoman, “Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Birden Fazla Paya Sahip Olan Ortaklar Bir Öneri Konusunda Aynı Zamanda Olumlu ve Olumsuz Oy Kullanabilirler”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 14; Hırş, *Ticaret Hukuku*, s. 279.

¹⁰⁷ Cerrahoğlu, s. 13.

¹⁰⁸ İmregün, *Kara Ticareti*, s. 378. Böyle bir durumda ortaklığa bağlı hak ve borçlar kaynaşmaz, bu şahıs sahip olduğu pay adedi kadar birbirinden ayrı pay sahipliği mevkilerine sahip olduğundan her paydan doğan haklardan ayrı ayrı istifade eder ve borçlarla yükümlü olur, bkz.: Arslanlı, *Pay*, s. 253.

¹⁰⁹ Cerrahoğlu, s. 13.

¹¹⁰ Biz hisse senedi yerine pay senedi deyimini kullanacağız. Nitekim TTK Tasarısında da bu deyme yer verilerek (Yedinci Kısım: Menkul Değerler, Birinci Alt Kısım: Pay Senetleri) **TTKT**. m. 484’ün gerekçesinde şöyle denilmektedir: “Tasarı, 6762 sayılı Kanun gibi, anonim şirketteki sermayenin bölünmesi sonucu oluşan birime “pay” demektir. Pay kanuni bir terimdir. Payın kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanınca adının “hisse” olarak değişmesinin ve söz konusu senede “pay senedi” denmesinin makul bir sebebi yoktur”.

¹¹¹ Ansay, *Anonim*, s. 234.

eden paylar için senet çıkarılması kanuni bir zorunluluk değildir¹¹². Bir başka deyişle, pay senetlerinin çıkarılması kurucu bir rol oynamamaktadır¹¹³. Ancak ana sözleşme ile payın senede bağlanması zorunluluğu öngörülebilir¹¹⁴. Pay senedi, anonim ortaklık payını oluşturmaz, sadece zaten mevcut olan payı ve paya ilişkin bu hakkı senede bağlar¹¹⁵. Bu anlamda pay senedi, mücerretlik ilkesinin uygulanmadığı sebepli (illi) kıymetli evraktır¹¹⁶. Bununla kastedilen, paya bağlanmış hakların belirlenmesinde, pay

¹¹² Sermaye Piyasası Kanunu ise TTK'nun aksine, halka açık anonim ortaklıklarda pay senedini verilmesini zorunlu kılmaktadır. SerPK. m. 7, f. 4 gereği; "Sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır; ancak esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklar, sermaye arttırımının tescilini takip eden en geç otuz gün içinde hisse senetlerini alıcılara teslim ederler. Nama yazılı hisse senetleri için bu süre doksan gündür. Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanılır ve bu halde Türk Ticaret Kanunu'nun 395'inci maddesinin 3 üncü cümlesi ile 412 nci maddesi hükümleri uygulanmaz". Paylar için senet çıkarılmasının kanuni bir zorunluluk olmadığına ilişkin Y. 12. HD., 1.11.2001, E. 16851, K. 17585, sayılı kararı; "Anonim şirketlerde hisse senedi çıkarılması zorunluluğu yoktur. Hisse senedi çıkarılmış ise hisse senetleri İİK.nun 88. maddesi gereğince, çıkarılmamış ise A.Ş. hissesi aynı Yasanın 94. maddesi gereğince haczedilir. Borçlunun Anonim Şirkette hissesi varsa ve payını temsil eden hisse senetleri çıkarılmamış ise İİK.nun 94. maddesi gereğince hisse haczinde yasaya aykırı yön bulunmamaktadır. Hisse senedi çıkarılıp çıkarılmadığı araştırılıp hasıl olacak sonuca göre bir karar vermek gerekir", bkz.: **İçtihatlı Türk Ticaret Kanunu, CD, www.adliye.org** (Nisan 2003).

¹¹³ Ansay, *Anonim*, s. 234; Ömer Teoman, "Bağlı Nama Yazılı Pay (Senedi) ve Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramları Üstüne Düşünceler", **İktisat ve Maliye** (Nisan 1972), C. XIX, S. 1, s. 23 ve dpn. 9'da ifade edilen yazarlar.

¹¹⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 441, 623; Mehmet Bahtiyar, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 208.

¹¹⁵ Reha Poroy ve Ünal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 14. bası, 1999, s. 52; Örneğin, Oy hakkına sahip olma veya bu hakkı kullanma ne pay bedelinin ödenmesi ne de senet çıkarılmış olmasına bağlanamaz. Oy hakkını senet çıkarılmasına bağlayan şartlar TTK. m. 385'e aykırılıkları nedeni ile geçersizdir, bkz.: Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler, C. II – III. Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960, s. 45. Bu itibarla, anonim ortaklıkta pay sahipliği hak ve mükellefiyetlerinin doğumu için, hisse senedi çıkartılıp teslim edilmesi lüzumlu bir şart değildir. Çünkü, hissedarlık sıfatına bağlı haklar hisse senedi çıkarılmadan evvel de mevcuttur. "Anonim şirketlerde hisse senetleri pay karşılığı çıkarılabilir. Bundan çıkarılan sonuç, hisse senedine sahip olma, şirkete ortak olma isteminden başka bir şey değildir. Ayrıca, hisse senedi çıkarılmamış olması, şirkete paydaş (ortak) olmayı engelleyecek bir durum değildir", Y. 11. HD., 24.4.1985, E. 1673, K. 2410, bkz.: Osman Kiper, **Uygulamada Ticaret Şirketleri**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1995, s. 482.

¹¹⁶ Pay senedi, sahibinin şirketteki ortaklık mevkiini doldurma hakkını taşıyan kıymetli evrak niteliğinde bir senettir, bkz.: Reha Poroy ve Turgut S. Erem, **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü**, Ankara, 1964, s. 118; TTK'da pay senetlerinin kıymetli evrak niteliğine açıkça temas edilmemekle birlikte, pay senetleri hakkındaki mevcut hükümlerden, pay senetlerinin yapısından, bu senetlerin kıymetli evrakın tanımına ilişkin TTK. m. 557'deki unsurları taşıdığı ve kıymetli evrak niteliğinde olduğu doktrin ve yargı kararlarında tartışmasız kabul edilmektedir, bkz.: Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 69; "Anonim şirket hisse senedi "kıymetli evrak"tan madut olup, o hisse senedini ihraç eden anonim şirket ana mukavelesinde aksine bir hüküm bulunmadıkça, hisse senedinin ciro ve teslim ile tedavül etmesi mümkündür. Böyle bir senedin İc. İf. K.nun 89 uncu maddesine göre haczi mümkün değildir. Hisse senetleri ancak menkul hükümlerine göre haczedilebilir", Y. İc. İf. D., 3.11.1966, E. 10866, K. 10870, karar için bkz.: İsmail Doğanay, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi, Birinci Cilt – Madde 1-419**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 14. bası, 2004, s. 1199. Anonim ortaklığın payları bir kıymetli evrak niteliğindeki pay senedine bağlandığı vakit anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin hükümlerin yanı sıra, kıymetli evrak hukukuna ilişkin hükümlerin de uygulanması söz konusu olacaktır. bkz.: Kendigelen, *Hukuki Mütalaalar, C. II*, s. 292.

senedinin metninin yanı sıra, ana sözleşme ve bazen genel kurul kararlarının dahi etken rol oynamalarıdır. Eğer pay senetlerinin içerikleri ana sözleşme hükümlerinden farklı ise ana sözleşme hükümlerine üstünlük tanınır ve bu tür pay senetlerinin iptali talep edilebilir¹¹⁷. Payın senede bağlanması ile bağlanmaması arasında, hakların miktarı, muhtevası veya sınırları açısından hiçbir fark olmayıp senede bağlanması senedin türüne göre, paya tedavül kolaylığı sağlar¹¹⁸.

Anonim ortaklıklarda pay senetleri ancak şirketin tescilinden sonra çıkarılabilir¹¹⁹. Tescilden önce pay senedi çıkaranlar bundan doğan zararlardan

¹¹⁷ Ayrıca iktisap edenlerin iyiniyeti tazminat talep etme hakları saklı kalmak kaydıyla korunmaz, bkz.: Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s.11; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 624.

¹¹⁸ Payın kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanması pay sahibine hukuki olmayan bazı imkanlar da sağlar. Örneğin, hamile yazılı senetlerde pay sahibi kimliğini gizleyebilir, temsil yetkisi verirken sadece zilyetliği devretmesi yeterlidir, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 624.

¹¹⁹ Bunun nedeni ortaklık sıfatının tescil ile doğmasıdır. Zaten TTK’da ortaklığın tescil ile hükmi şahsiyet kazanmasından önce yapılan devirlerin ortaklığa karşı hükümsüz olduğu ifade edilmiştir (TTK. m. 302). Bunun gayesinin ortaklık sermayesini muhafaza etmek suretiyle şirketi ve şirket alacaklılarını korumak olduğu ifade edilmiştir, bkz.: **TBMM. Adliye Encümeni Mazbatası**, Gerekçe, s. 379. Aynı hüküm TTK. Tasarısında da benimsenmiştir (TTKT. m. 352). Burada şunu belirtmek gerekir ki, TTK. m. 302’de “payların” ifadesi kullanılmışsa da burada kastedilen “pay” değil “katılma hakları”dır. Zira paylar ancak tescil ile birlikte oluşur, bkz.: Hüseyin Ülgen, “Anonim Ortaklıklarda Katılma (= İştirak) Taahhüdünün Devri Sorunu”, **İktisat ve Maliye** (Ağustos 1976), C. 23, S. 5, s. 199. Bu husus TTK. Tasarısında 352. maddenin gerekçesinde şu şekilde ifade edilmiştir: “6762 sayılı Kanunda “payların” şirketin tescilinden önce devrinden söz edilerek teoriye aykırı bir ifade kullanılmıştır. Oysa, tescilden önce pay yoktur. Bu sebeple hükümde “pay taahhütlerinin” ibaresi tercih edilmiştir”. SerPK’na göre (m. 7, f. 4) kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıkların tescilden önce de pay senedi çıkarmaları mümkündür. Bu sistemde pay yönetim kurulu kararı ile, pay sahipliği ise bu senetlerin yatırımcıya teslimi ile oluşmaktadır, bkz.: Yıldız, *Yeni Pay Alma Hakkı*, s. 75. *Moroğlu*, TTK’da ana sözleşme değişikliklerinin ancak ticaret siciline tescil ile gerçekleşeceği ve tescilin kurucu nitelikte olduğuna dair temel ilkeye tamamen aykırı olarak henüz hukuken pay oluşmadan pay senedinin çıkarılmasını hukuk güvenliğini zedeleyeceği gerekçesiyle eleştirmektedir, bkz.: Erdoğan Moroğlu, “Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu”, **Makaleler I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 283. *Sevi*’de henüz ortada bir anonim ortaklık tüzel kişiliği mevcut değilken bu ortaklığa ait pay senetlerinin halka satılarak kurulmamış bir ortaklığın pay sahibi sıfatının kazandırılmasının ilişkin SerPK’daki düzenlemenin hukuk mantığına aykırı olduğunu ifade etmektedir, bkz.: Sevi, *Payın Devri*, s. 84. *Ünal* ise TTK sistemine ters düşse de bu TTK sisteminde bulunmayan kayıtlı sermaye artırımı sisteminin işleyebilmesinin gereğidir, bkz.: Oğuz Kürşat Ünal, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999, s. 91. Sermaye piyasası sisteminin TTK ile uyumlu ve bütünlük arzemesi için halka açık anonim ortaklıkların TTK’nun anonim ortaklıklara ilişkin hükümleri kapsamında ve TTK sistemi içinde düzenlenmesi kanaatimizce en doğru olanı olacaktır. Aynı görüş için bkz.: Moroğlu, *Sermaye Piyasası Kanunu*, s. 288; Ünal, *HaAO’lar*, s. 93. *Pulaşlı* ise, TTK sistemi ile SerPK sisteminde birlik sağlanması bakımından SerPK. m. 7, f. 4’de yer alan “pay sahipliği sıfatının, hisse senetlerinin teslimiyle kazanılacağı” ifadesinin “pay sahipliği hakkının, sermaye artırımının tescili şartına bağlı olarak kazanılır” şeklinde değiştirilmesi veya en azından değişikliğe kadar bu biçimde anlaşılması gerektiğini önermektedir. Bu şekilde tescilden önce pay senedi çıkarılması mümkün olabileceği gibi, tescile de SerPK sistemi açısından zoraki olarak “açıklayıcı” nitelik izafe edilmeyecektir, bkz.: Hasan Pulaşlı, “Şart Kavramı ve Anonim Şirketler Hukukundaki Şarta Bağlı Haklar”, **Prof. Dr. Hayri Domanic’e 80. Yaş Günü armağanı C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 509. TTK. Tasarısında “halka açık anonim şirket” terimi yerine “pay senetleri borsada işlem gören anonim şirket” ibaresi tercih edilmiştir. Tasarıda SerPK eleştirilerek yapay

mesuldür (TTK. m. 395, 412)¹²⁰. SerPK. m. 7, f. 4'e göre, kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklarda pay senetlerinin tescilden önce çıkarılması mümkündür. SerPK sisteminde pay sahipliği hakkının kuruluş veya sermaye artırımının tescili ile değil, pay senedinin satış esnasında alıcıya teslimi ile birlikte kazanılacağı esası benimsenmiştir¹²¹.

TTK. pay senetlerinin itibari değerlerinden aşağı bir bedelle çıkarılmasını yasak etmiştir (TTK. m. 286, f. 1). Çünkü, bu durumda esas sermayenin bütünlüğü prensibi zedelenmiş olur. Buna mukabil, pay senetlerinin itibari değerden yüksek bedelle çıkarılmaları mümkündür¹²². Fakat bu muamelenin muteberliği esas mukavelede bu hususta bir hüküm bulunmasına veya bunun için genel kurul tarafından karar alınmasına bağlıdır (TTK. m. 286, f. 2). İtibari değerden üstün bedelle pay senedi çıkarılması halinde, itibari değer ile satış kıymeti arasındaki fark veya primin, çıkarma masrafları indirildikten sonra kalan kısmının (itfalara veya yardım ve hayır işlerine sarfına karar verilmiş olmadıkça) umumi yedek akçeye eklenmesi mecburidir (TTK. m. 466, f. 2, b. 1)¹²³.

Kural olarak her paya karşılık bir pay senedi çıkarılır. Fakat kanunda yasaklayıcı bir hüküm bulunmadığı için, birden çok payların bir pay senedi ile temsil edilmesi mümkündür. Fakat paylar bağımsızlıklarını kaybetmedikleri gibi, pay sahipleri talep ettikleri takdirde, şirket, her pay için ayrı bir pay senedi çıkarmaya mecburdur¹²⁴. Her pay sahibi senet düzenlenmesini isteme hakkına sahiptir¹²⁵. *Pulaşlı*'nın belirttiğine göre pay sahiplerinin kendilerine pay senedi verilmesini isteme hakkının niteliği

bir konumda bulunan halka açık anonim şirket sınıfının ya kaldırılması ya da başka bir sınıf halinde düzenlenmesinin doğru olacağı ifade edilmiştir, bkz.: Genel Gerekçe N. 117, 118.

¹²⁰ Bu hüküm TTK Tasarısında da aynen tekrar edilmiştir. bkz.: **TTKT.** m. 486, f. 1 ve 4.

¹²¹ Mustafa Çeker, "Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi", **Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 125; Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s.11.

¹²² Erem, s. 298, dpn. 30a; "Anonim şirketleri itibari değerden yüksek bedelle hisse senedi ihraç etmeye sevk eden sebepler, şirketin devamlı olarak büyük karlar sağlayıp yüksek nispette temettü dağıtması, yedek akçelerinin ehemmiyetli miktarları bulmuş olması, şirketin istikbalinin parlak olması gibi durumlardır. Şirket bu suretle hem fazla bir hasılat elde etmiş hem de mevcut hisse senetlerinin hakiki ve fiili kıymetlerini muhafaza etmiş olur".

¹²³ Erem, s. 298.

¹²⁴ Erem, s. 298; Cerrahoğlu, s. 14; Tekil, *Anonim*, s. 422; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 70; Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 1291.

¹²⁵ Von Steiger, s. 14.

doktrinde tartışmalıdır. Bir kısım yazarlar bunu “nispi etkili kazanılmış hak” olarak değerlendirirken diğer bir kısmı “mutlak hak” olarak görmektedir. *Pulaşlı* ise, ana sözleşme ile pay senedi çıkarılmasından vazgeçilebileceği esastan hareketle bunu mutlak hak olarak değerlendirmemektedir¹²⁶. *Aytaç*’a göre bu hak tartışmasız kabul edilmesi gereken bir haktır. Ancak verilebilecek belgenin kıymetli evrak niteliğinde bir belge olup olmadığı tartışılabilirse de genellikle düzenlenen belgeler kıymetli evrak ve pay senedi niteliğindedir. Yazar bu konuda pay sahibinin dava açma hakkı olduğunu da savunmaktadır¹²⁷. İsviçre Federal Mahkemesi bir kararında, pay sahibinin pay senedi düzenlenmesini isteme hakkının esas mukavele ile önlenmesi halinde böyle bir şartın hükümsüz olacağını kabul etmiştir¹²⁸. *Tekinalp*, pay sahibinin payların sahibi olduğunu tevsik eden bir belgenin kendisine verilmesini isteyebileceğini ve bu belgenin hukukumuzda göre ilmühaber olacağını ifade etmektedir¹²⁹. TTK’da anonim ortaklıkların pay senedi çıkarma mecburiyetine ilişkin açık bir hüküm yoksa da Kanun’un pay senedi çıkarmayı normal durum kabul ettiğini bu varsayıma göre vazedilen hükümlerden (örneğin; m. 313, m. 367, m. 356 f. 2, 3) yola çıkarak ifade etmek mümkündür¹³⁰. *Erem*, ortaklık haklarını tecessüm ettirdiği ve pay sahipliği sıfatını ispat imkanı verdiği için pay senetlerinin çıkarılmasının mecburi olduğunu savunmaktadır¹³¹. Kanun, pay senedi ihracını zorunlu kılan bir hüküm içermiyorsa da yukarıda da ifade ettiğimiz gibi kanunda “pay” ve “pay senedi” arasında fark gözetilmemiş olmasından dolayı kanun

¹²⁶ *Pulaşlı, Pay Senetleri*, s. 145, 146.

¹²⁷ *Aytaç, Hisse Senetleri*, s. 149.

¹²⁸ *Tekil, Şirketler, C.II*, s. 495, dñn. 5, 6.

¹²⁹ *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, s. 623.

¹³⁰ *Orhan Çevik, “Anonim Şirketlerde Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, Yaklaşım (Mart 1993), S. 3, s. 95 vd.; Hayri Domaniç, “Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı ve Mecburiyeti”, Yaklaşım (Ağustos 1994), S. 20, s. 5 vd.; Aytaç, Hisse Senetleri, s. 70; Çevik, Anonim, s. 764.*

¹³¹ *Erem* bu konuda şunları ifade etmektedir; “Bazı müellifler anonim şirketlerde hisse senedi çıkarmak mecburiyeti bulunmadığını ileri sürerler. Bu hususta bu derecede kategorik bir hüküm vermek kanaatimizce anonim şirketin (bilhassa hakiki manadaki anonim şirketin) mahiyeti ile kabili telif olmaz. Hisse senedi ihraç edilmediği takdirde, anonim şirketin en önemli vasfı, yani payların “kolayca” devredilmesi imkanı, ortadan kalkar. Kanunun bir çok hükümlerinden de hisse senedi çıkarılmasının zaruri olduğu neticesine varılabilir (TTK. 391, 396, 499 ve 409). Kanun diğer bir kısım maddelerinde de muayyen nispetlerde hisse senedinin tevdi mecburiyetini koymak suretiyle bu zorunluluğa işaret etmiştir. Mesela, idare meclisi azalarının teminat vermesi (TTK. 313), azınlığın şirket idaresi aleyhinde murakıplara müracaatı (TTK. 356) ve azınlığın fevkalade toplantı istemesi veya gündeme madde koydurma talebi (TTK. 367) hallerine hisse senetlerinin şirkete veya “muteber bir bankaya” tevdi şarttır”, bkz.: *Erem*, s. 297, dñn. 27; *Arsılanlı* da aynı kanaattedir, bkz.: *Arsılanlı, Pay*, s. 276, dñn. 94. Bu konudaki tartışmalar için ayrıca bkz.: *Mürsel Başgöl (haz.), Türk Ticaret Kanunu İle İlgili Taslaklar-Tartışmalar, Bolu Toplantısı (30 Nisan 1988 – 1 Mayıs 1988)*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1994, s. 188, 189.

koyucunun anonim ortaklık paylarının uygulamada pay senetlerine bağlanacağı varsayımından hareket ettiği sonucuna varmak mümkündür¹³². Dolayısıyla pay sahiplerinin de, pay senetleri ihraç edilerek kendilerine verilmesini şirketten talebe hakları vardır¹³³. Kanaatimizce pay sahibinin böyle bir hakkı mevcuttur ancak verilecek belgenin hiç değilse bir ispat belgesi veya ilmühaber olması gerekir. Ancak bu belgenin kıymetli evrak ve pay senedi niteliğinde olması payın kolay devrine de imkan vereceğinden daha evladır¹³⁴. Erem'e göre bu hak esas mukavele ile de bertaraf edilemez¹³⁵.

Pay senetleri çeşitli açılardan çok değişik ayrımlara tabi tutulabilirse de Kanunumuzda, pay senetlerinin tedavül şekli bakımından yapılan ayırım benimsenmiş ve buna göre düzenlemiştir¹³⁶. Buna göre pay senetleri yalnız *nama* ve *hamile* yazılı olarak düzenlenebilirler, emre yazılı olarak çıkarılamazlar (TTK. m. 409)¹³⁷. Ana sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça pay senetlerinin *nama* yazılı olması gerekir (TTK. m. 409, f. 2)¹³⁸. Pay senetlerinin *hamiline* yazılı olarak düzenlenebilmesi için ana sözleşmede bu konuda açık hüküm bulunması ve pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekir (TTK. m. 409, f. 3)¹³⁹. Pay senetleri aynı zamanda menkul kıymettir¹⁴⁰.

¹³² Müge Tekil, "Anonim Ortaklık Pay Senetleri", **40. Yılında Türk Ticaret Kanunu**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1997, s. 182.

¹³³ Ortaklık bu talebi yerine getirmekten kaçınırsa pay sahiplerinin ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki Ticaret Mahkemesi'nde dava açmak hakları vardır, bkz.: Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 1291.

¹³⁴ Nitekim **TTKT**. m. 486, f. 2'de, *hamiline* yazılı pay senetlerinin bastırılması zorunluluğu getirilmiştir. f. 3'de ise azlık talep ettiği takdirde *nama* yazılı pay senedi bastırma zorunluluğu getirilmiş ve maddenin gerekçesinde şöyle denilmiştir; "...azlık talep ettiği takdirde bastırılması zorunluluğunun, kapalı anonim şirketlerde bütün pay sahiplerinin lehine olduğu; paysahipliği haklarının kullanılmasını ve devrini kolaylaştıracağı düşünülmektedir. Devrin kolaylaşması pay sahiplerinin tümünü, çoğunluğa bağımlılıktan bir ölçüde kurtaracaktır".

¹³⁵ Erem, s. 297. Aynı görüşte bkz.: Von Steiger, s. 14.

¹³⁶ Bu ayrımlar için bkz.: Çevik, *Anonim*, s. 768 vd.; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 76 vd.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 625; Tarikahya, s. 241 vd.; Tuncer, s. 210; Tekil, *Anonim*, s. 428 vd.

¹³⁷ **TTKT**. m. 484, f. 1; "Pay senetleri, *hamiline* veya *nama* yazılı olur".

¹³⁸ Bazen bu bir kanuni zorunluluk olarak öngörülür. Örneğin, SerPK. m. 33'de aracı kurumların pay senetlerinin tamamının *nama* yazılı olması veya pay sahipleri için tali mükellefiyet taşıyan pay senetlerinin *nama* yazılı olması gibi. ayrıntılı olarak bkz.: Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 77 vd.

¹³⁹ "Türk Ticaret Kanunu'na göre anonim şirketlerde hisseler, *hamiline* veya *nama* yazılıdır ve bedelleri tamamen ödenmemiş olan paylar için *hamile* yazılı hisse senedi çıkarılamaz. *Hamiline* yazılı hisse senetlerin devri, teslim ile hüküm ifade eder. *Nama* yazılı hisse senetlerinin devri ise, ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile olur ve bu devrin pay defterine kaydı ile şirkete karşı hüküm ifade eder. Bu yasal düzenlemelerden de anlaşılacağı üzere, pay devrinin şirket ortakları tarafından yapılması mümkün olup, anonim şirketin üçüncü kişilere pay devretmesi mümkün değildir", Y. 11. HD., E. 008063, K. 000296, bkz.: **Corpus, CD-Medya**, 2000.

§ 3. KENDİ PAYLARININ İKTİSABI KAVRAMI

I. İktisap Kavramı

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinde, iktisaptan ne anlaşılacağı ve hangi işlemlerin bu kavram altında değerlendirilmesi gerekeceği önemli bir sorundur. TTK. m. 329'un kenar başlığı “*Şirketin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alması*” şeklindedir¹⁴¹. Doktrinde, kenar başlıkta yer alan “satın alma” kelimesinin “iktisap etme” şeklinde anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir¹⁴². Çünkü “iktisap” kelimesi “satın alma”ya göre daha kapsamlıdır. İktisap, “*kazanmak, elde etmek, mal edinmek, edinim*”¹⁴³ ve “*bir şeyin mülkiyetini elde etme*”¹⁴⁴ anlamlarını taşımaktadır. *Teoman*'ında ifade ettiği gibi, Kanun, Eski Ticaret Kanunu m. 346'nın aksine ilk fıkrasında “iştirâ”dan değil, “temellük etme”den¹⁴⁵ söz etmekte ve ikinci fıkra da sayılan istisnalarda yer alan “devralma” (b. 1, 2, 4), “temellük” (b. 3, b. 6'daki -ivazsız temellük-) kelimeleri göz önüne alındığında “satın alma” amaca uygun düşmemektedir¹⁴⁶. Nitekim *Teoman*, TTK. m. 526'nın kenar başlığının da “Payların şirket tarafından iktisabı veya rehin olarak kabulü” olduğunu –limited şirketlerle ilgili olarak- belirtmektedir¹⁴⁷.

Doktrinde, ortaklığın şirkete geçmesi sonucunu doğuran her türlü hukuki işlemin bu anlamda iktisap olarak görülmesi gerektiği, bunun ne şekilde, hangi amaçla

¹⁴⁰ Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymeti bir evrak olarak nitelendirdiği için (m. 3, b) senede bağlanmamış paylar menkul kıymet olarak kabul edilemez, bkz.: Oğuz Kürşat Ünal, “Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda Hisse Senetleri”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 697.

¹⁴¹ Burada yer alan “Hisse Senetleri” ifadesinden anlaşılması gereken “hisse senedi” (pay senedi) değil “hisse” (pay) dır. Zaten Kanun f. 3, c. 2'de “Şirketçe devralınan *payların*....” ifadesine yer vererek bu görüşü doğrulamıştır.

¹⁴² Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Türk Ticaret Kanunu ve Ticari Mevzuat**, 9. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 132.

¹⁴³ Hüseyin Özcan, **Ansiklopedik Hukuk Sözlüğü**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1985.

¹⁴⁴ Ejder Yılmaz, **Hukuk Sözlüğü**, 6. Baskı, Ankara: Yetkin Yayınevi, 2001; Orhan Hançerlioğlu, **Ticaret Sözlüğü**, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2.bası, 1993.

¹⁴⁵ Temellük mefhumuna mülkiyeti nakleden ivazlı ve ivazsız bütün iktisaplar dahildir, bkz.: Erem, s. 271.

¹⁴⁶ Nitekim Alm. POK. § 71 in kenar başlığı ve kaynak İsv. BK. m. 659'un kenar başlığı “Erwerb eigener Aktien” yani ortaklığın “Kendi Paylarını Edinmesi”dir. Burada “Erwerb”, “Edinmek” anlamındadır. Amerikan ve İngiliz hukukunda ise genellikle “share buy-back”, “share repurchase”, “self-purchase”, “Purchase of its own shares” ve “Acquisition of Own Shares” terimleri kullanılmakta ve bunlar anonim ortaklığın ortaklarından kendi paylarını geri satın almasını ifade etmektedir. Biz çalışmamızda öncelikle “*iktisap*” kavramını kullanacak, fakat bu kavram içinde mütalaa edeceğimiz “*devralma*”, “*edinme*”, “*geri alma*” kavramlarına da yer vereceğiz.

¹⁴⁷ *Teoman*, *Yoksunluk*, s. 54, dpn. 1.

veya ne kadar bir süre ile olmasının önemli olmadığı ifade edilmiştir¹⁴⁸. Hem borçlandırıcı hem de tasarruf işlemleri iktisap yasağına esas teşkil eden hukuki işlemler kapsamına girer¹⁴⁹. Borçlandırıcı işlemlere satış, takas, bağışlama, usulsüz tevdi ve komisyon sözleşmeleri örnek verilebilir. İktisap sebebi bir isimsiz akid de olabilir.

II. Kendi Paylarının İktisabı Kavramı

TTK. m. 329'un uygulanabilmesi için anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edinmiş olması gerekir. Ortaklığın bizzat oluşturduğu paylar ya da çıkardığı pay senetleri kendi payları sayılır^{150 151}. Payın bir senette vücut bulması veya payın bağlandığı senedin (hamiline veya nama yazılı olması, imtiyazlı veya adi olması) bir önemi yoktur¹⁵². İktisaba konu olan şeyin yukarıda da ifade ettiğimiz gibi esas sermayenin bir parçası olan ve pay sahipliğinden doğan hak ve borçların bir bütünü olan “pay” olması nedeniyle temettü kuponları¹⁵³, intifa senetleri¹⁵⁴, opsiyon senedi¹⁵⁵ ve

¹⁴⁸ Benckendorff, s. 211.

¹⁴⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 482. Nitekim Yargıtay Ticaret Dairesi bir kararında “TTK. nun 329 uncu maddesi uyarınca, anonim ortaklıkça pay senetlerinin temellük edilmesi ve rehin olarak kabul edilmesi halinde bu sözleşmeler geçersizdir” diyerek iktisaba esas teşkil eden sözleşmelerin geçersiz olduğunu ifade etmiştir, Y. TD., 6. 1. 1964, E. 2851, K. 93, *bkz.*: Gönen Eriş, **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1995, s. 261.

¹⁵⁰ Teoman, *Yoksunluk*, s. 60.

¹⁵¹ Çevik, TTK. m. 329'da belirtilen istisnai hallerde şirkete dönmüş olan şirkete ait pay senetlerini “*kasa pay senetleri*” olarak adlandırmaktadır, *bkz.*: Çevik, *Anonim*, s. 770.

¹⁵² Gökçe, s. 43. **TTKT.** m. 379'un gerekçesinde iktisap yasağının kapsamı hakkında şu ifadeler yer verilmiştir; “senede bağlanmış olsun olmasın, nama, hamiline, gerçek nama ve bağlı nama yazılı paylar için uygulanır. Yasağın, pay senedi ile değiştirilebilir tahvilleri ve şarta bağlı sermaye artırımında söz konusu olan değiştirme ve alım haklarını ve diğer benzeri halleri içerip içermediği gibi tartışmalı olan konular öğretiye açıktır. Bu konudaki katı kanuni düzenlemelerin uygulamada sıkıntılara sebep olabileceği ve hukukun gelişimini önleyebileceği düşüncesi ile hareket edilmiştir”.

¹⁵³ Anonim ortaklıklarda dağıtım kararı alınmış kar paylarını pay sahiplerine düzenli ve kolay bir şekilde dağıtabilmek amacıyla ihdas edilen ve hamiline yazılı olan kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 715; Çevik, *Anonim*, s. 802.

¹⁵⁴ İntifa senedi pay senedi olmadığı için sermaye payını temsil etmediği gibi, ortaklık mevki de sağlayamaz, *bkz.*: Başbuğoglu, s. 618; Gökçe, s. 43; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 674; Tekil, *Anonim*, s. 446. Bu yüzden intifa senetleri iktisap yasağının kapsamına dahil değildir, *bkz.*: Von Steiger, s. 177; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 123, dpn. 97; Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 543. *Giger* ise bu konuda aksi görüşte olup ortaklık sermayesinin korunması açısından intifa senetlerinin iktisabının da yasak kapsamında değerlendirilmesi gerektiğini savunmaktadır, *bkz.*: Giger, s. 27. SPK tarafından Seri: III, No: 10 sayılı “Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği” (RG., T. 14.7.1992, S. 21284) ile düzenlenen ve anonim ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kardan pay alma, tasfiye bakıyesinden yararlanma, yeni pay alma ve bu imkanların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlamak üzere çıkarılan “katılma intifa senetleri”nin ortaklık tarafından yeniden satılmak üzere geri satın alınmaları bir takım sınırlamalara tabidir. Esas sözleşmede yer alacak bu sınırlamalara göre; a) KİS, ihraç tarihinden itibaren 2 yıl geçmedikçe geri satın alınamaz, b) Geri satın alınacak miktar KİS sermayesinin % 10'undan fazla olamaz ve en kısa sürede elden çıkarılır, *bkz.*: **Sermaye Piyasası Mevzuatı, C. I**, Ankara: SPK Yayını, 2003, 2. Bölüm, s. 107.

tahviller¹⁵⁶ payları değiştirme veya yeni pay alma hakkı verseler bile¹⁵⁷ TTK. m. 329 anlamında iktisap kavramına girmezler¹⁵⁸. Anonim ortaklık açısından bu çeşit senetlerin iktisap edilmesi yasağı bulunmamaktadır. İlmühaberler ise pay senetlerinin yerini tutmak üzere geçici olarak düzenlenmiş kıymetli evrak niteliğinde senetler olup hukuken pay senetleri ile aynı mahiyette olduğundan¹⁵⁹ TTK. m. 329 anlamında iktisap yasağına girerler. Anonim ortaklığın ilmühaberleri iktisap etmesi kendi paylarını iktisap etmesi olarak kabul edilir.

Anonim ortaklığın kendi paylarını rehin almasını ise iktisap kavramına dahil etmiyoruz. Rehin alma yasağı ile kendi paylarını iktisap yasağına ilişkin hükümlerin dolanılması engellenmek istenmiştir¹⁶⁰. Ancak anonim ortaklığın kendi paylarını rehin

Teoman'a göre, KİS'nin anonim ortaklığa geri satın alınması imkanının öngörülmesi yerinde değildir. Çünkü burada tahvillerdekine benzer bir itfa söz konusu olmadığı gibi KİS'ini elinden çıkarmak isteyen bir kişi bunu esasen bir üçüncü kişiye devredecektir. Ayrıca geri alma imkanı KİS'nin % 10 una tanındığı için eşitlik ilkesi ile bağdaşmamaktadır. Yapılması gereken, Tebliğ'de ortaklık lehine TTK. m. 329'dakine benzer bir iktisap imkanının öngörülmesidir, *bkz.*: Ömer Teoman, "Sermaye Piyasası Kurulunun Tebliğine Göre Katılma İntifa Senetleri", **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayın, 2001, s. 20.

¹⁵⁵ Pay sahiplerinin esas sermayenin artırılması sırasında yeni payları, katılma paylarının esas sermayeye oranı miktarında (TTK. m. 394) öncelikle alma hakkına sahip olmasına rüçhan hakkı denir. İşte bu rüçhan hakkını temsil eden kuponlara "opsiyon senedi" de denilmektedir, *bkz.*: Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 195; Çevik, *Anonim*, s. 806; Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992, s. 52. ABD hukukunda ise opsiyonlar bir sözleşmedir ve üzerlerinde satma ve satın alma hakkı tesis ettiği belgelerin menkul kıymet olup olmadığına bakılmaksızın bunlardan ayrı olarak menkul kıymet kabul edilmektedir, *bkz.*: Oğuz Kürşat Ünal, **Menkul Kıymetler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988, s. 94. Uygulamada en çok rastlanan opsiyon türü hisse senedi opsiyonlarıdır, *bkz.*: Serpil Canbaş ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar**, Ankara, 1995, s. 120. Opsiyon sözleşmelerinin tanımı ve hukuki niteliği konusunda *bkz.*: İsmail Kırca, **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000, s. 186 vd.

¹⁵⁶ Devralma yasağı tahviller için söz konusu değildir, *bkz.*: Tekil, *Anonim*, s. 463. *Arslanlı*, tahviller konusunda şöyle demektedir; "Ticaret Kanununun 329. uncu maddesi hükmü sırf hisse senetlerine şamildir. Esasen, menfaatler vaziyeti bakımından da anonim şirketin borçlusu bulunduğu bir senedi satın alması diğer alacaklıları izrar etmez", *bkz.*: Arslanlı, *Anonim Şirketler II*, s. 294. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi caiz olmadığından kendi paylarını tahvillerle mübadele etmesi de hukuken mümkün değildir, *bkz.*: Arslanlı, *Anonim Şirketler II*, s. 314.

¹⁵⁷ TTK. m. 403 hükmüne göre yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı tanınan intifa senetleri bir tür opsiyon sözleşmesi mahiyetindedir, *bkz.*: Ünal, *Menkul Kıymetler*, s. 92.

¹⁵⁸ Çünkü bu senetler şirketteki ortaklık haklarını göstermezler, *bkz.*: Benckendorff, s. 211; Gökçe, s. 43.

¹⁵⁹ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 159; Tekil, *Anonim*, s. 479; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 189; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 670; Erem, s. 301. Uygulamada "Geçici Pay Senedi" olarak da adlandırılırlar, *bkz.*: Çevik, *Anonim*, s. 805; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 574. Yasaman da TTK. m. 557'deki genel hükme uygun niteliği karşısında kıymetli evrak olarak kabul edilmesi gerektiğini savunur, *bkz.*: Yasaman, *Borsa*, s. 50; Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 81. *İmregün*'e göre ilmühaberlerin kıymetli evrak niteliği yoktur, *bkz.*: *İmregün*, *Anonim*, s. 360. Kanaatimizce de ilmühaberler geçici de olsa pay senedinin yerine geçmek üzere çıkarıldıklarından hamiline rey, temettü, iştirak payı gibi üyeliğin bahşettiği bütün hakları vermesi ve devirlerinin şekle tabi olması nedeniyle kıymetli evrak niteliğindedir, *bkz.*: Doğanay, s. 1230.

¹⁶⁰ Giger, s. 33, dñn. 30'da belirtilen yazarlar.

alması ile bu paya bağlı haklar ortaklığa geçmemektedir¹⁶¹. Anonim ortaklık bu paylar üzerinde tasarruf edemeyeceğinden iktisapta olduğu gibi örneğin bu paylar ile borsada suni değer artışı oluşturacak manipülatif hareketlerde bulunması gibi bir tehlike mevcut olmayacaktır¹⁶². Anonim ortaklık rehinle teminat altına aldığı kendi paylarını borç ödenmediği takdirde *lex commissaria* yasağı gereği doğrudan doğruya iktisap da edemeyecektir¹⁶³. Ayrıca rehin alma yasağının sermayenin korunması ilkesine tam olarak hizmet ettiği de söylenemez. *Domaniç*'e göre esas yasaklanması gereken ticari maksatlar dışında anonim ortaklığın kendi ortaklarına borç para vermemesi olmalıydı. Halbuki ortaklık kendi ortaklarına borç para verebildiği halde kendi paylarını rehin alamayarak bu teminattan mahrum kalmaktadır¹⁶⁴. Aşağıda belirtildiği üzere İsviçre'de 1991 yılında anonim ortaklıklar hukukunda yapılan değişikliklerde anonim ortaklığın kendi paylarını rehin olarak kabul etme yasağı tamamen kaldırılmıştır¹⁶⁵.

TTK. m. 329, iktisabın bir anonim ortaklık tarafından olmasını aramaktadır. Kendi paylarının iktisabı kavramı, hem doğrudan hem de dolaylı iktisapları kapsamaktadır¹⁶⁶. Kendi adına ve fakat şirket hesabına hareket eden bir kimse tarafından dolaylı ve hukuka uygun bir devralmada, iktisap edilen paylar bundan sonra şirketin payları olarak kabul edilecektir¹⁶⁷. Üçüncü bir kişinin, kendi adına ve fakat şirketle aralarındaki anlaşma gereğince onun hesabına devraldığı ve bundan doğan ortaklık haklarını şirketin direktifleri doğrultusunda kullandığı her durumu şirketin

¹⁶¹ Ayrıntılı olarak bkz.: Y. Can Göksoy, **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2001, s. 216; Giger, s. 33.

¹⁶² Göksoy, *Payın Rehni*, s. 216. *Böckli*, anonim ortaklık hukuku açısından rehin almanın değil ancak ortaklığın kendi payları ile teminat altına alınmış olan kredi verilmesinin sorun teşkil ettiğini belirtmektedir, bkz.: Peter Böckli, **Das neue Aktienrecht**; Darstellung für den Praktiker, Bundesgesetz vom 4. Oktober 1991 über die Revision des 26. Titels des schweizerischen Obligationenrechts "Die Aktiengesellschaft", Zürich, 1992, N. 417.

¹⁶³ Göksoy, *Payın Rehni*, s. 216.

¹⁶⁴ Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 584. Aynı fikirde Göksoy, *Payın Rehni*, s. 216.

¹⁶⁵ Bkz.: Aşağıda Bölüm II, § 6, dñn. 378.

¹⁶⁶ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 123.

¹⁶⁷ TTK. Tasarısında da şirketin kendi paylarını iktisap edemeyeceğine ilişkin hükmün (TTKT. m. 379, f. 1, c. 1) bir üçüncü kişinin kendi adına ancak şirket hesabına iktisap olarak kabul ettiği paylar için geçerli olacağını kabul etmiştir (TTKT. m. 379, f. 1, c. 2). Anonim ortaklığın kendi paylarını bir vasıta ile dolaylı olarak da iktisap edemeyeceğine ilişkin hükmün *Erem*'e göre pratik bir kıymeti yoktur. Çünkü yasağa rağmen bu iktisaplar muvazaa iştirakler veya mutemed şahıslar yoluyla her zaman kolaylıkla yapılabilmekte ve ispatı da çok güç olmaktadır, bkz.: Erem, s. 272.

kendi paylarını doğrudan iktisabı olarak değerlendirmek gerekir¹⁶⁸. Burada önemli olan üçüncü kişinin şirket hesabına hareket etmesidir. Şirket geçerli bir anlaşmaya binaen üçüncü kişiye karşı talimat verme yetkisine sahip olmalı ve en azından kısmen de olsa iktisadi bir riziko taşınmalıdır¹⁶⁹. Anonim ortaklıkların büyük çoğunluğunun bir yavru şirketinin mevcut olduğu veya bir şekilde başka bir şirketle ilişki içerisinde olduğu bir gerçektir. Dolayısıyla yavru şirket vasıtasıyla gerçekleşecek dolaylı devralmalar da şirketin kendi paylarını iktisabı hakkındaki hükümlere tabi olacaktır¹⁷⁰.

Anonim ortaklık kendi paylarını bir üçüncü kişinin hesabına iktisap ettiğinde bunu kendi adına veya başkası adına yapabilir. Ortaklığın kendi paylarını başkası adına ve hesabına devralması halinde, bu durum TTK. m. 329 bakımından kendi paylarını iktisap teşkil etmez¹⁷¹. Ancak ortaklığın kendi paylarını başkası hesabına ancak kendi adına iktisap etmesi halinde durum değişir¹⁷². Örneğin alım-satım komisyonculuğunda komisyoncu kendi adına ancak iş sahibi adına hareket eder. Komisyonculuğa konu olan malların -ki burada ortaklığın kendi paylarıdır- mülkiyeti geçici olarak ortaklığa geçer. Bu şekilde alım ve satım komisyonu işlemleri ortaklığın TTK. m. 329 anlamında kendi paylarını iktisap kavramına girer¹⁷³. Aynı durum, ortaklığın kendi paylarını kendi adına

¹⁶⁸ Çünkü bu durumda ortaklığın kendi paylarını devralması neticesinde ortaya çıkabilecek tehlike ve sorunlar ortaklık, ortaklar ve alacaklılar açısından mevcudiyetini korumaktadır, *bkz.*: Giger, s. 44.

¹⁶⁹ Benckendorff, s. 260. **TTKT.** m. 380, f. 2; “şirket ile diğer bir kişi arasında yapılmış ve üçüncü kişiye şirketin paylarını, şirketin veya şirkete bağlı bir şirketin veya şirketin paylarının çoğunluğuna sahip olduğu şirketin hesabına iktisap etme hakkı tanıyan veya yükümlülüğü yükleyen bir hukuki işlem, şirket bu payları iktisap etseydi 379 uncu maddeye aykırı düşecek idiyse batıldır”. Bu hüküm Alm. POK. § 71a II’de şu şekilde düzenlenmiştir: “Şirket ile bir başkası arasındaki, o kimseyi şirketin hisselerini, şirket veya bağlı bir ortaklığı veya şirketin çoğunluğunu elinde bulundurduğu bir işletme hesabına devralma konusunda yetkilendiren bir hukuki işlem de, şirket tarafından devralmanın § 71 f. 1 veya 2’yi ihlal etmesi halinde geçersizdir”.

¹⁷⁰ Anonim ortaklığın TTK. m. 329’da yazılı iktisap yasağını aşmak üzere kendi paylarını kendisi değilde tamamen egemenliği altındaki bir yavru ortaklık tarafından satın alınması kanuna karşı hile teşkil eder, *bkz.*: Tekil, *Anonim*, s. 44. Tasarıda bu durum **TTKT.** m. 379, f. 5’de şu şekilde hüküm altına alınmıştır; “Yukarıdaki bir ila dördüncü fıkralarda yer alan hükümler, ana şirketin paylarının yavru şirket tarafından iktisabı halinde de uygulanır”.

¹⁷¹ Tekinalp de anonim ortaklığın kendi paylarının alınmasına aracılık yapmasının mümkün olduğu görüşündedir, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478. Burada doğrudan bir temsil söz konusudur. Ortaklığın yaptığı hukuki muamele -kendisinin hukuki sahasına uğramaksızın- doğrudan doğruya temsil edilen kimsenin hukuki sahasında hüküm ve neticelerini doğurur, *bkz.*: Andreas von Tuhr, **Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı Cilt: 1-2**, çev. Cevat Edege, Ankara: Yargıtay Yayınları, 1983, s. 314.

¹⁷² Burada ise dolaylı bir temsil söz konusu olup, muamelelerin hükümleri evvela şirketin şahsında doğar ve sonradan diğer muamelelerle temsil edilen kimseye intikal eder, *bkz.*: von Tuhr, s. 314.

¹⁷³ Alman hukukunda payların komisyon işlemleriyle devralınmasına açıkça herhangi bir kısıtlama getirilmemiştir, *bkz.*: Alm. POK. § 71, f. 1, b. 4; “Devralma ivazsız gerçekleşmiş veya bir kredi kuruluşu devralma suretiyle bir *alım komisyonu* icra ediyorsa”. Burada uygulamada daha çok sık rastlandığı için sadece alım komisyonundan bahsedilmişse de satış komisyonculuğu için de söz konusu olabilir, *bkz.*:

ve fakat kendi veya başkası hesabına devralması ancak tekrar devrinin devralma zamanında çok büyük bir ihtimal dahilinde görülmesi veya bunun bağlayıcı şekilde temin edilmesi (örneğin, üçüncü bir kişi ile satım sözleşmesi imzalanması) halinde de geçerlidir. Bu halde de ortaklığın doğrudan kendi paylarını iktisabı söz konusudur¹⁷⁴. Ancak, tekrar devretmenin fiili ve hukuki olarak teminat altına alındığı hallerde kanuni anlamda ortaklığın kendi paylarını devralması mevcut olmadığından Ticaret Kanunu Tasarısında (TTKT. m. 379, f. 1) benimsenen % 10'luk sınırın uygulanmaması gerekir.

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabının ne şekil ve surette gerçekleşeceği ise, payların bir senede bağlı olup olmamasına göre değişecektir. Yukarıda da ifade ettiğimiz gibi anonim ortaklık, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin istisnai durum (SerPK. m. 7/IV) hariç pay senedi çıkarmaya mecbur değildir¹⁷⁵.

A. Senede Bağlanmamış Kendi Paylarının İktisabı

1. Aslen İktisap

a. Genel Olarak

Bir hakkın doğrudan doğruya, ilk sahibi olarak iktisap edilmesine hakkın aslen iktisap edilmesi denilir¹⁷⁶. Anonim ortaklık payının aslen iktisabı ise, kuruluşta veya esas sermaye artırımında payın taahhüdü veya kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan anonim ortaklıklarda yönetim kurulunca ihraç edilen pay senetlerini satın alma yolu ile gerçekleşir^{177 178}. Anonim ortaklıkların kuruluşu *ani* ve *tedrici* olmak üzere

Giger, s. 47, dñn. 39. *Tekinalp* de BK. m. 393 açısından sorunun önem kazanmasına rağmen komisyonculukta da yasağın ihlal edilmiş olmayacağını savunmaktadır, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

¹⁷⁴ Giger, s. 48.

¹⁷⁵ *Bkz.*: yukarıda dñn. 112. Uygulamada az sayıda da olsa pay senedi çıkarmayan anonim ortaklıkların mevcudiyetini ifade eden *Tekil'e* göre, bu ortaklıklar anonim ortaklığın başka avantajlarından yararlanmak amacıyla olup payın kolay devrine gerek duymayarak genel hukuka göre alacağın temlik hükümlerini (BK. m. 162 vd.) uygulamaya razı olmuşlardır, *bkz.*: Tekil, *Anonim*, s. 424. *Moroğlu*'na göre ülkemizde halka açık olmayan özellikle aile tipi anonim ortaklıkların pay senedi çıkarmamalarının nedeni basım ve saklama külfetidir, *bkz.*: Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2003, s. 106.

¹⁷⁶ M. Kemal Oğuzman ve Nami Barlas, **Medeni Hukuk, Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, 10. Bası, s. 151.

¹⁷⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 476; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 571; Ansay, *Anonim*, s. 238, İmregün, *Anonim*, s. 274;

olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir (TTK. m. 276, f. 1). Ani kuruluşta esas sermayenin tamamı kurucular tarafından taahhüt edilir (TTK. m. 276, f. 2). Kurucular dışındaki üçüncü şahıslardan şirkete katılmaları veya sermaye getirmeleri istenmediğinden ve sermayeyi oluşturan payların tamamı kurucular tarafından taahhüt edildiğinden ani kuruluşta kurucular aynı zamanda pay sahibi olup bu payları aslen iktisap ederler¹⁷⁹. Tedrici kuruluşta ise, bir kısım paylar kurucular tarafından taahhüt olunur ve geri kalan kısım için ise halka müracaat edilir (TTK. m. 276, f. 3)¹⁸⁰. Tedrici kuruluşta da ani kuruluşta olduğu gibi ana sözleşmeyi hazırlayıp imza eden ve sermaye olarak belli bir parayı veya paradan başka bir şeyi koymayı taahhüt eden pay sahipleri kurucu sayılır (TTK. m. 278, f. 1). Sonradan katılacak olan diğer ortaklar ana sözleşmeyi değil, iştirak taahhütnamesini imzalarlar. Sermayenin tamamının taahhüt ve

¹⁷⁸ Bir ticaret ortaklığının anonim ortaklık nev'ine dönüştürülmesinde ve birleşme sırasındaki pay sahipliği kazanımları da aslen iktisap edilmiş olur, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 476; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 572; Tanör, *Halka Arz*, s. 90. Herhangi bir ticaret şirketinin anonim ortaklık nev'ine dönüştürülmesi hakkında özel bir hüküm olmadığından bu dönüşüm -özel düzenlemeler (TTK. m. 268, 553-555)- dışında bütün ticaret şirketlerinin birbirlerine dönüşümünü düzenleyen genel nitelikteki TTK. m. 152 çerçevesinde gerçekleştirilir. TTK. m. 152 çerçevesinde gerçekleştirilen nev'i değiştirmelerde, hukuki türü anonim ortaklığa dönüşecek ortaklık fesih ve tasfiye söz konusu olmaksızın aynı tüzel kişi olarak yani hukuki ayniyetini koruyarak kesintisiz bir şekilde devam etmekte ve bir kişilik ikileşmesi yaşanmamaktadır. Bu husus TTK. m. 152'de "...yeni nev'e çevrilen şirket eskisinin devamıdır." şeklinde ifade edilmiştir. Bir ticaret ortaklığının anonim ortaklığa dönüştürülmesi halinde nev'i değiştirmenin tamamlanması ve tescil ile oluşan anonim ortaklık payları nev'i değişimine katılan ortaklarca aslen iktisap edilir. Nevi değiştirme ile ilgili ayrıntılı bilgi için *bkz.*: Abuzer Kendigelen, "Bir Ticaret Şirketinin Anonim Şirket Nev'ine Dönüştürülebilmesi İçin Yapılması Gerekli İşlemler", **Makalelerim**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 118-143; Aynı yazar, "Kişi Ortaklıklarının Sermaye Ortaklıklarına Dönüştürülmesinin Sonuçları", **Makalelerim**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 144-163. Anonim ortaklıkların birleşmesinde devralan veya yeni kurulan ortaklığın pay sahipliği sıfatının kazanılması, bu sıfatı belgeleyen pay senetlerinin fiili olarak teslimine bağlı değildir. Birleşme kararı ile birlikte devralma yoluyla birleşmede devreden ortaklığın dağılmasının, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşmede ise birleşen ortaklıkların dağılmalarından başka yeni ortaklığın ticaret siciline tescili ile dağılan ortaklık veya ortaklıkların pay sahipleri, birleşme sözleşmesinde öngörülen oranlarda devralan veya yeni kurulan ortaklığın paylarını aslen iktisap ederler, *bkz.*: Hikmet Sami Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986, s. 99, Ayrıca *bkz.*: Hamdi Yasaman, **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1987, s. 32.

¹⁷⁹ "Davalı şirketin 26 Aralık 1975 tarihli TSG'de yayınlanan şirket ana sözleşmesi incelendiğinde, davalının şirket kurucuları arasında yer almadığı, dolayısıyla herhangi bir payı aslen iktisap ederek pay sahibi sıfatını kazanmadığı her türlü tartışmadan uzaktır", *bkz.*: Kendigelen, *Hukuki Mütalaalar*, C. II, s. 281.

¹⁸⁰ Ticaret Kanunumuz tedrici kuruluşu asıl kabul ederek ayrıntılı, ani kuruluşu ise esasen tedrici kuruluş işlemlerine atıf yapmak suretiyle ve tek maddede düzenlemiştir (TTK. m. 303). Ancak, yasal düzenleme bu şekilde olmasına karşılık uygulama tamamen aksi yönde gelişmiştir. Tedrici kuruluş hükümleri çok uzun ve ayrıntılı olduğundan hemen tüm anonim ortaklıklar ani olarak kurulmuş, halka açılacak olanlar, kuruluşu tamamlayıp tüzel kişilik elde ettikten sonra bunu gerçekleştirmişlerdir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Halka Açık Anonim Ortaklıklar"a ilişkin hükümleri ve Kurul tebliğleri TTK.'nın tedrici kuruluş hakkındaki hükümlerinin büyük bir kısmını uygulanamaz hale getirmiştir, *bkz.*: İmregün, *Kara Ticareti*, s. 264; İbrahim Arslan, **Şirketler Hukuku Bilgisi**, Konya: Mimoza Basım Yayım, 1996, s. 132; Çeker, *Hisse Senetleri*, s. 94.

temin edilmesi sonucunda, kuruluş genel kurulu ve onay işlemleri gerçekleştirildikten sonra şirket ticaret siciline tescil edilerek tüzel kişilik kazanır¹⁸¹. Payların oluşumu ve pay sahipliği sıfatının kazanılması bu tescil işlemi mümkün olur. Sermaye artırımında ise, bu yolda alınan genel kurul kararının şirket merkezinin bulunduğu yerdeki ticaret siciline tescil ve ilan edilmiş olması şarttır (TTK. m. 395). Tescil ile birlikte paylar ve pay sahipliği sıfatı aslen iktisap edilmiş olur¹⁸².

Senede bağlanmamış paylarda aslen iktisap ile ifade edilmek istenen, kuruluşun veya sermaye artırımının tescili neticesinde kendiliğinden oluşan ve senede bağlanmamış bulunan payların, ana sözleşmeye ve/veya katılma taahhütnamesine uygun olarak doğrudan doğruya şirketten iktisap edilmesidir. Kuruluşa veya sermaye artırımına iştirak eden kimseler (kuruluştaki kurucular veya halktan katılan ortaklar, sermaye artırımlarında artırıma katılan mevcut ortaklar veya üçüncü şahıslar), kuruluş veya sermaye artırımını tamamlanmışsa tescil ile kendiliğinden oluşan payları aslen iktisap etmiş sayılırlar¹⁸³.

b. Anonim Ortaklığın Senede Bağlanmamış Kendi Paylarını Aslen İktisabı

TTK. m. 329'un kenar başlığı ve metninde "hisse senetleri"nden bahsedilmekte ise de, senede bağlanmamış çıplak paylar da maddenin kapsamına girmektedir¹⁸⁴. Doktrinde anonim ortaklığın kendi paylarını ortaklığın kuruluşunda asli olarak iktisap edemeyeceği ileri sürülmüştür. Nitekim *Tekinalp*'e göre, iktisap yasağı devren edinmeler düşünülerek öngörülmüş olup kuruluşta uygulanmasına hukuken imkan

¹⁸¹ Ani kuruluştan farklı olarak henüz tüzel kişilik kazanmadan önce TTK. m. 289'daki gündemi görüşüp karara bağlamak üzere kuruluş genel kurul toplantısının yapılması gerekmektedir.

¹⁸² Çevik, *Anonim*, s. 672. Şirket tarafından tescil işleminden önce düzenlenmiş olan "geçici pay" senetlerinin geçerli ve esas pay senetleri ile değiştirilebilmesi ancak tescil ve ilandan sonra mümkün olup tescilden önce çıkarılan pay senetleri hükümsüzdür, bkz.: Doğanay, s. 1188. "Anonim ortaklığın, sermaye artırım işlemleri kesinleşmeden çıkarılarak satılan pay senetleri, "Geçici pay senedi" başlığını taşısa bile, bu senetler geçersizdir. Bu nedenle, bu senetleri satın alan kişilerin ortaklığın tesbiti davasının dinlenme olanağı bulunmadığından, açılan ortaklığın tespiti davasının reddi gerekir", Y. 11. HD., 21.9.1993, E. 6484, K. 5774, bkz.: Eriş, *Anonim*, s. 571.

¹⁸³ Dağ, s. 44 ve dpn. 2.

¹⁸⁴ Teoman, *Yoksunluk*, s. 54, dpn. 2. Payın doğumu, ileri sürülebilmesi ve herhangi bir hukuki işleme konu oluşturabilmesi (örneğin, intifa hakkına) için bir kıymetli evraka bağlanması gerekmez, bkz.: Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 35. Bir pay çıplak haliyle de alım satım, trampa, bağışlama, bir miras hakkı veya miras sözleşmesi, cebri icra, rehin hakkı, intifa, bir iştirak veya şufa hakkına konu olabilir, bkz.: Von Steiger, s. 159.

yoktur¹⁸⁵. Çünkü bu aşamada, henüz kendi paylarını taahhüt edecek bir anonim ortaklık mevcut değildir. *Tekinalp*, sermaye artırımında ise anonim ortaklığın kendi paylarını taahhüt etmesinin geçersiz olduğunu ifade etmektedir¹⁸⁶. *Teoman* da anonim ortaklığın kendi paylarını bizzat taahhüt edemeyeceği için daha önce bir başka kişinin bu paya ilişkin pay sahipliği sıfatını elde etmiş olması gerektiğini ifade eder¹⁸⁷. *Çevik* de anonim ortaklığın kuruluş veya sermaye artırımında kendi paylarını taahhüt ederek iktisap etmesinin söz konusu olmadığından öngörülen yasağın sadece devren iktisaplarda uygulanabileceğini ifade eder¹⁸⁸. *Von Steiger* ise bunun düşünülemeyeceğini bir anonim ortaklığın kendi hissedarı olmasının işin mahiyetine aykırı olduğunu ifade etmiştir¹⁸⁹. *Barz* ise anonim ortaklığın kendi paylarını aslen devralamamasının tabii olduğunu belirtmektedir¹⁹⁰. *Studer*, böyle bir durumun ortaklığın kendi kendisiyle işlem yasağına aykırılık teşkil edeceğini ileri sürmüştür¹⁹¹.

Anonim ortaklığın kendi paylarını kuruluştaki asli olarak iktisap etmesi, ortaklığın kuruluştaki kendi paylarını taahhüt etmesi anlamına gelir ki böyle bir durum kurucularla taahhütte bulunanların kimliklerinin ortaya çıkması bakımından imkansızlık teşkil eder. Bu sebeple ortaklığın kendi paylarını asli olarak kuruluştaki devralması mümkün değildir¹⁹². *Giger* ise ortaklığın kendi paylarının sermaye artırımı esnasındaki iktisabını farklı değerlendirmekte ve bu konuda yapılan itirazları yerinde bulmamaktadır. *Giger*, baskın görüşün aksine, ortaklığın kendi paylarını kuruluşunda olmasa bile sermaye artırımında asli olarak iktisap edebileceğini savunmaktadır¹⁹³. Yazarın bu konudaki görüşleri şu şekildedir:

¹⁸⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478. Aynı görüşte bkz.: Sebastian Burckhardt, **der Erwerb eigener Aktien und Stammanteile, Basler Studien zur Rechtswissenschaft, Reihe A: Privatrecht, Band 7, Basler diss. 1983**, Basel und Frankfurt am Main, 1983, s. 88.

¹⁸⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

¹⁸⁷ Teoman, *Yoksunluk*, s. 61.

¹⁸⁸ Çevik, *Anonim*, s. 676.

¹⁸⁹ Von Steiger, s. 177.

¹⁹⁰ Carl Hans Barz, **§§23-75 AktG, Aktiengesetz Grosskommentar, Dritte, neu bearbeitete Auflage, Erster Band, 1. Halbband**, Berlin/New York, 1973, s. 539.

¹⁹¹ Studer, s. 71 (bkz.: Giger, s. 38). Türk hukuku bakımından istisnai hallerde ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi TTK. m. 329 gereği ortaklıkla işlem yapma yasağına (TTK. m. 334) girmez, bkz.: Erol Ulusoy, **Anonim Şirketlerde Şirketle İşlem Yapma Yasağı ve Çifte Temsil**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005, s. 177.

¹⁹² Giger, s. 37.

¹⁹³ Giger, s. 36 vd.

“Şirketin sermaye artırımı çerçevesinde kendi paylarını taahhüt etmesine kendi kendine işlem yasağının engel teşkil edeceği itirazı, pay taahhüdünde bulunmanın saf borçlar hukuku işlemi olduğu kanaatine dayanmaktadır. Şirketin kendi kendisi ile işlem yapması fikri, bir hukuki işlemin varlığı için en az iki kişinin şart olması ve aksi takdirde hak ve borçların birleşme nedeniyle ortadan kalkacağı veya hiç meydana gelmeyeceği gerçeği karşısından bir değer ifade etmez. Ancak pay taahhüdünde bulunmanın sırf borçlar hukuku işlemi değil, şirketler hukuku karakteri de olduğundan hareket edildiği takdirde şirketin kendi kendisi ile sözleşme yapması şirketin kendi paylarını taahhüt etmesine bir engel teşkil etmez. Ayrıca bu itiraz, taahhüdü ödeme borcunun yeni kaynakların konulması suretiyle değil, sermayenin yeniden yapılandırılması suretiyle yerine getirileceği veya yerine getirilmek zorunda kalınacağını göz ardı etmektedir. Aynı şekilde şirketin kendi paylarını taahhüt etmesinin geçersiz olması, diğer hissedarların rüçhan haklarına tecavüz edildiği gerekçesiyle de izah edilemez. Şirketin pay taahhüdünde bulunması elbetteki kanuni düzenlemeler çerçevesinde ve diğer hissedarların haklarına riayet edilmek suretiyle gerçekleşecektir. Gerçek anlamda esas sermayenin bütününün sermaye olarak konulması şirketin kendi paylarını asli olarak devralmasının caiziyetine halel getirmez. Kanun koyucu bu anlamda değişik tedbirler almış ve bu suretle anonim şirketin sermayesine uyan değer in şirkete akması ve orada kalması temin edilmiş olmaktadır. Pay taahhüdünde bulunan, taahhüt ettiği sermayeyi peşin olarak, aynı sermaye veya mahsub etme suretinde ödenmesi gerekir ki bu mükellefiyetin taahhütte bulunanın bizzat kendisi tarafından değil üçüncü bir kimse tarafından da yerine getirilebileceği izahtan varestedir. Buna ilave olarak OR 652d hükmü, ödeme yükümlülüğünün şirketin kendi kaynaklarından yapılabileceğini açıkça düzenlemiştir. Şu halde bir anonim şirket sermaye artırımı çerçevesinde taahhütte bulunduğu takdirde, şirket bu halde – genel kurul kararıyla - kendi kaynaklarından ödemesi gerekir veya üçüncü bir kimseye ödettirilmesi gerekir. Bu suretle şirkete gerçek sermaye konulması esası dikkate alınmış olmaktadır. Bu söylenenlerden çıkan sonuç, şirketin kendi paylarını asli olarak devralması hukuka uygundur ve genelde OR 659 vd. anlamında bu devralma kavramına girer”¹⁹⁴.

¹⁹⁴ Giger, s. 39 vd.

Her ne kadar TTK'da anonim ortaklığın kendi paylarını taahhüt edemeyeceğine ilişkin açık bir hüküm yoksa da mantıklı olarak bu taahhüdün üçüncü bir kişi tarafından yapılması gerekir. Kanaatimizce sermaye artırımında anonim ortaklığın kendi paylarını taahhüt etmesi, anonim ortaklığın temel prensiplerinden olan gerçek bir sermaye koyma esasına aykırılık teşkil edecektir¹⁹⁵. Sermaye artırımında ortaklığın yeni kaynaklar koymak suretiyle değil, serbest rezervlerin ana sermayeye dönüştürülmesiyle paylarını tamamen veya kısmen kendisinin taahhüt etmesi *Giger*'in¹⁹⁶ ifade ettiği gibi sermayenin yeniden yapılandırılmasını ihtiva etse de olması gereken hukuk açısından savunulabilir. Ticaret Kanunumuza göre, sermaye artırımında kuruluşa ilişkin hükümler caridir (TTK. m. 392, f. 1, c. 1)¹⁹⁷. Özellikle yeni pay senedi çıkarmak suretiyle yapılan sermaye artırımında, özel bir düzenleme bulunmayan hallerde, ortaklığın kuruluşuna ilişkin hükümler uygulanır¹⁹⁸. Kuruluşa veya sermaye artırımında ortaklığın kendi paylarını taahhüt edebileceğine ilişkin açık bir düzenleme olmayıp TTK. m. 329 hükmü karşısında buna imkan yoktur¹⁹⁹.

¹⁹⁵ Esas sermayeye tekabül eden payların muvazadan arı olarak tamamen taahhüt edilmiş olması (TTK. m. 285, f. 1), itibari değerinden aşağı bir bedel ile pay senedi çıkarılamaması (TTK. m. 286, f. 1), aynı katılma paylarının değerinin bilirkişi tarafından tespiti (TTK. m. 289, f. 1, b. 2) ve anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edemeyeceği ve rehin olarak kabul edemeyeceği (TTK. m. 329) gibi hükümler hep gerçek sermaye koyma esasına yöneliktir, *bkz.*: Necat Tüzün, **Şirketler Hukuku Dersleri**, Ankara, 1976, s. 76. Alacaklılar, sadece ortaklığın malvarlığına müracaat edebildiklerinden, pasifte itibari bir rakam olarak bulunan esas sermaye ve bunun karşılığındaki aktiflerin korunması ile ilgili hükümler, alacaklıların teminatını teşkil eder, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 232.

¹⁹⁶ *Giger*, s. 38.

¹⁹⁷ Kuruluşa ilişkin hükümlere atıf yapılması sermaye artırımının hukuki niteliği konusunda doktrinde değişik görüşlerin ileri sürülmesine sebep olmuştur. Bunlar: anonim ortaklığın kısmen yeniden kurulması (Hırş, *Ticaret Hukuku*, s. 269); ek kuruluş olduğu (Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 100); kuruluş hükümlerinin aynen değil, fakat sermaye artırımı işleminin bünye ve mahiyetine uydurularak uygulanacağı bir ana sözleşme değişikliği (İmregün, *Anonim*, s. 442); kuruluş hükümlerine yapılan yollamadan amacın, sermaye artırımına, bir kuruluş niteliği vermek olmadığı, sermaye artırımında kuruluş hükümlerinin bazen değişik uygulandığı bir ana sözleşme değişikliği olduğu (Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 956); esas sermaye artırımı, yasada öngörülen konularda kuruluşa ilişkin hükümlerin uygulandığı, bir esas sözleşme değişikliği niteliğindedir (Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 731); bir ana sözleşme değişikliği olduğu (Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 23).

¹⁹⁸ Eriş, *Anonim*, s. 544.

¹⁹⁹ TTK. Tasarısında konuyla ilgili açık bir hüküm getirilmiştir; “**TTKT.** m. 388,

f. 1, Şirket kendi paylarını taahhüt edemez

f. 2, Üçüncü kişinin veya bir yavru şirketin kendi adına fakat şirket hesabına pay taahhüdünde bulunması, şirketin kendi paylarını taahhüt etmesi sayılır.

f. 3, Bu maddenin birinci ve ikinci fıkralarına aykırı hareket halinde, söz konusu payları, kuruluşa kurucular, sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri taahhüt etmiş sayılır ve bunlar pay bedellerinden sorumlu olurlar. Kanuna aykırı taahhütte kusurları bulunmadığını ispat eden kurucular ve sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri sorumluluktan kurtulurlar.

2. Devren İktisap

a. Genel Olarak

Bir hakkın bir kimseden diğerine geçmesi halinde, yeni hak sahibinin hakkı iktisap tarzı devren iktisaptır²⁰⁰. Devren iktisap, ya devreden ile iktisap eden şahsın bu hususta anlaşmaları sonucu vaki olur veya onların iradesi dışında miras intikali şeklinde olur²⁰¹. Payın iradi olarak devri bir hukuki işleme, taraflar arasında yapılacak bir sözleşmeye dayanır. Payların devrine ilişkin bu sözleşme de, diğer bütün sözleşmeler gibi BK. m. 1 gereğince tarafların karşılıklı ve birbirine uygun irade beyanları ile oluşur²⁰². Özellikle satım, trampa ve bağışlama sözleşmeleri buraya örnek verilebilir. Alım veya ön alım hakkı içeren sözleşmelerin akdi anonim ortaklığın kendi paylarını hukuki işlem yoluyla devralması anlamına gelmez; ancak bu sözleşmelerden doğan hakların kullanılması İsv. BK. m. 659 vd. ve TTK. m. 329 anlamında ortaklığın kendi paylarını devralması sonucunu doğurur²⁰³. Senede bağlanmamış paylarda devren iktisap ise, senede bağlanmamış payların, kuruluşun veya sermaye artırımının tescilinden sonra, devir şekline uygun olarak payı aslen kazanmış olanlardan veya daha sonraki müktesiplerinden yani haleflerinden iktisap edilmesidir²⁰⁴.

b. Anonim Ortaklığın Senede Bağlanmamış Kendi Paylarını Devren İktisabı

Pay senedine bağlanmamış çıplak payların devri konusunda TTK'da açık bir düzenleme bulunmamakla birlikte, bu tür payların devrinin BK. m. 162 vd. hükümlerine

f. 4, Birinci ve üçüncü fıkra hükümleri ana şirketin paylarını taahhüt eden yavru şirketlere kıyas yoluyla uygulanır. Söz konusu paylar yavru şirketin yönetim kurulu üyeleri tarafından taahhüt edilmiş kabul olunur. Üyeler pay bedellerinden sorumludur”.

²⁰⁰ Oğuzman ve Barlas, s. 152.

²⁰¹ Necip Bilge, **Hukuk Başlangıcı**, Ankara: Turhan Kitabevi, 12. bası, 1998, s. 206.

²⁰² Kendigelen, *Şekil*, s. 213.

²⁰³ Giger, s. 31. Özellikle kapalı veya aile tipi anonim ortaklıklar yabancılaşmayı önlemek için ana sözleşmeye koydukları hükümlerle; alıcının satın aldığı senetleri başka birine satmaya karar vermesi durumunda satıcıya satın almada öncelik hakkı sağlayan önalım (şufa) hakkı, hak sahibinin istediği anda alımı gerçekleştirebildiği alım (iştirak) hakkı ve satıcının sattığı pay senedini istediği vakit geri alabildiği geriye alım (vefa) gibi haklar öngörerek pay devrini sınırlandırmaktadırlar, bkz.: Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 507. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 487 vd.

²⁰⁴ Dağ, s. 44. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 476. *Arslanlı*, devren iktisabı “müştak” olarak nitelendirmektedir, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 134; Giger, s. 30.

paralel olarak yazılı şekilde yapılacağı doktrinde çoğunlukla kabul edilmektedir²⁰⁵. *Tekinalp*'e göre nama veya hamiline yazılı olma ayrımı TTK'da pay senetleri için öngörülmüş olmasına rağmen bunu çıplak paya da teşmil etmek gerekir²⁰⁶. *Dağ* ise payın teknik bir kavram olarak farklı anlamları içerdiğini ve bu farklı anlamlarından biri gereği kendisine bağlı hak ve borçların bütününe ifade ettiğini, maddi varlığa sahip olmayan senede bağlanmamış paylara özgü bir devir usulünün TTK'da öngörülmemiş olması nedeniyle bu payların türlerinden bahsedilemeyeceğini bunların alacağın temliki hükümlerine göre devredileceklerini ifade ederek *Tekinalp*'e katılmaz²⁰⁷. *Dağ*'ın fikrine katılarak senede bağlanmamış payın nama veya hamile yazılı olacağına ilişkin TTK'da bir hüküm bulunmaması ve pay senedine ilişkin hükümlerin ancak senetlerle ilgili bir özelliğe sahip olmaması halinde çıplak paylara uygulandığını göz önüne alarak çıplak payın nama veya hamiline yazılı olabileceğini kabul etmiyoruz²⁰⁸. Bedeli tamamen ödenmiş paylarda devir işlemi alacağın temliki hükümlerine göre yazılı şekilde ve anonim ortaklığın onayına gerek olmaksızın yapılır. Bedeli ödenmemiş veya kısmen ödenmiş çıplak payın devri, devralan kişinin borç yüklenmesi niteliğinde olduğundan BK. m. 173 gereğince yine yazılı şekilde yapılması ve anonim ortaklığın devre muvafakat etmesi gerekir²⁰⁹. TTK. m. 329'a göre anonim ortaklık istisnalar dışında kendi paylarını iktisap edemez. Ancak istisnai durumlarda senede bağlanmamış kendi

²⁰⁵ Arslanlı, *‘Anonim Şirketler I*, s. 139; Kendigelen, *Hukuki Mütalaalar, C. II*, s. 282; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 572; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 442; Çevik, *Anonim*, s. 774; Mustafa Çeker, **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000, s. 133; İmregün, *Anonim*, s. 352; Kendigelen, bu konuda şunları ifade etmektedir: “Gerçekten de payın içerdiği –kar payı gibi somutlaşan- malvarlığı haklarının bile devrinde yazılı şeklin arandığı, bu durumda payın tamamının devrinin şekilden yoksun olarak gerçekleştirilebileceğinin ileri sürülemeyeceği; ayrıca özel hukukun diğer hükümlerinde –örneğin rehinde olduğu gibi (MK 868 vd.)- alacak hakları ile ortaklık (paysahipliği) haklarının genellikle aynı düzenlemeye tabi tutulduğu; kıymetli evrak hukukunda da alacak senetleri ile pay senetleri arasında bir ayrım yapılmadığı; nihayet yazılı şeklin, –özellikle bakiye sermaye borcunun ödenmesi kapsamında- tamamı ödenmemiş paylar için hamiline yazılı ilmühaber ve pay senedi ihraç edilmemesi hükmünün temelinde yatan amaca paralel bir şekilde hukuk güvenliğini sağlamak ve böylece şirket ile şirket alacaklılarını korumak açısından da zorunlu olduğu gerekçeleri göz önünde bulundurulduğunda, çıplak payların devrinin de alacağın temliki hükümlerine kıyasen yazılı şekle tabi olduğu görüşünün yerinde olduğu sonucuna varılacaktır”, bkz.: Kendigelen, *Şekil*, s. 230.

²⁰⁶ Yazara göre bunun nedeni nama veya hamiline yazılı çıplak paylara bazen aynı (örneğin, ilmühaber çıkarılacağı zaman bunun nama mı hamile mi yazılacağı çıplak payın cinsine göre tayin edilir) bazen de farklı (örneğin, her ikisi de alacağın temliki hükümlerine göre, yani yazılı olarak devir edilir) kuralları uygulanmasıdır, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 447.

²⁰⁷ Dağ, s. 42.

²⁰⁸ Dağ, s. 43.

²⁰⁹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 443; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 572; Çeker, *Oy Hakkı*, s. 133. *Dağ*'a göre borcun naklinin yapılmasına gerek yoktur. Senede bağlanmamış pay, karakteristik edimi olan ortaklık haklarının devir şekli ile, yani alacağın temliki ile devredilir. Bu devir ile birlikte paya ilişkin borç ve varsa tali mükellefiyetler de kendiliğinden devir alana geçer, bkz.: Dağ, s. 63.

paylarını devren iktisap edebilecektir. Bedeli ödenmemiş veya kısmen ödenmiş senede bağlanmamış kendi paylarını ise devralması mümkün olamayacaktır. Çünkü, anonim ortaklık bakiye pay bedellerinden sorumlu olacağından TTK. m. 329, f. 1, b. 6’da yer alan “iktisabın ivazsız olması” şartı yerine getirilmiş olmayacaktır²¹⁰. Ortaklığın kendisine karşı borçlu olarak temerrüt faizi ödemesi veya ıskata tabi olması düşünülemez²¹¹.

Bilindiği üzere tescilden önce pay yoktur. Acaba anonim ortaklığın kuruluşunun veya sermaye artırımının tescilinden önce kuruluşa veya sermaye artırımına iştirak eden kimseler pay taahhütlerini ortaklığa devredebilirler mi? Anonim ortaklık bu pay taahhütlerini devren iktisap edebilir mi? TTK. m. 302’ye göre, anonim ortaklığın tescilinden önce payların²¹²devri ortaklığa karşı hükümsüzdür. Bu hükmün amacı, ortaklık ile ortaklık alacaklılarını koruma ve anonim ortaklık sermayesinin tescile kadar aynı durumda kalmasını sağlamaktır²¹³. Başka bir ifade ile anonim ortaklığa kimlerin ortak olacağının belirlenmesinde kuruluşa kurucuları, sermaye artırımlarında ortaklığı söz sahibi yapmak suretiyle, tescilden önce belirlenen ortakların değişmesine engel olmak, tescil ile kendiliğinden oluşan payların kimlere ait olduğunun bir karışıklığa yol açmadan saptanabilmesidir²¹⁴. Devir taraflar arasında olabilirse de ortaklık ile pay taahhüt edenler arasında mümkün değildir. Ortaklığın kendi paylarını taahhüt etmesi anlamına gelecek olan bu durum kurucularla taahhütte bulunanların kimliklerinin ortaya çıkması bakımından imkansızlık oluşturacaktır. Tescile kadar geçen sürede kurucular arasında bir ön ortaklık bulunduğu ve bu ortaklığa adi ortaklık hükümlerinin uygulanması gerektiği kabul edilmektedir²¹⁵. Dolayısıyla bu aşamada kendi paylarını taahhüt edecek bir anonim ortaklık mevcut olmadığından kendi paylarını taahhüt etmesine hukuken imkan yoktur²¹⁶.

²¹⁰ Erem, s. 274; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 481; Çevik, *Anonim*, s. 778.

²¹¹ Nitekim TTK. Tasarısında da bu esas benimsenmiştir. Buna göre, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar için geçerlidir (TTKT. m 379, f. 4).

²¹² “Pay taahhütlerinin” veya “katılma taahhüdü” olması gerekiyor, bkz.: yukarıda dpn. 119.

²¹³ Doğanay, s. 907.

²¹⁴ Dağ, s. 46.

²¹⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 16; Ansay, *Anonim*, s. 75; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 53.

²¹⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

B. Senede Bağlanmış Kendi Paylarının İktisabı

Pay için kıymetli evrak niteliğinde bir belgenin ihraç edilmiş olması halinde senede bağlanmış pay söz konusudur²¹⁷. Payın kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanması, senedin türüne göre, paya tedavül imkanı kazandıracak ve payın devri konusunda kıymetli evrak hükümlerinin uygulanmasını gündeme getirecektir²¹⁸. Ancak günümüzde özellikle pay senedi gibi menkul kıymetlerde yaşanan gelişmeler “kıymetli evrak” kavramındaki “evrak”ın atılarak kaydi işlemler ve kaydi değerler ile “evraksız kıymetli evrak”ın ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur²¹⁹. “Kıymetli evraka veda” olarak nitelendirilen bu sistemde payın devri, “senetsiz”, hamiline pay senetlerinde zilyetliğin geçirilmesine nama yazılı senetlerde de ciro+zilyetliğin geçirilmesine gerek kalmadan kaydi olarak senetler yerinden kıpırdamadan yapılmaktadır²²⁰. Sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin miktarının ve işlem sayısının artması²²¹; senet basma zorunluluğunun zaman ve maddi bakımdan maliyet yaratması; çalınma, kaybolma, sahtecilik gibi senedin fiziki varlığına özgü risklerin varlığı gibi nedenler pay senetlerinin varakasız ve kaydi değer olarak işlem görmesine yol açmıştır²²². Hukukumuzda pay senetlerinin kaydi değer olarak işlem görmesini sağlayan kanuni düzenleme 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı kanun²²³ ile SerPK’na eklenen ve “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi” başlığını taşıyan 10/A hükmü ile gerçekleşmiştir²²⁴. Buna göre, sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların özel

²¹⁷ Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 81.

²¹⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478; Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 81.

²¹⁹ Ünal Tekinalp, “Evraksız Kıymetli Evraka Veya Kıymet Haklarına Doğru”, *Batider* (Haziran 1988), C. XIV, S. 3, s. 2 vd.

²²⁰ Tekinalp, *Evraksız Kıymetli Evrak*, s. 9; Asuman Turanboy, **Varakasız Kıymetli Evrak**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1998, s. 56 vd.

²²¹ Örneğin 2006 yılının ilk beş ayında İMKB Hisse Senedi Piyasası bakımından toplam işlem miktarı 43.099.235,00 (Nominal bin YTL) olarak gerçekleşmiştir, *bkz.: SPK Aylık Bülten*, Mayıs 2006, <http://www.spk.gov.tr> (01.07.2006).

²²² Çağlar Manavgat, “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”, *AÜHF Dergisi*, 2001, C. 50, S. 2, s. 159.

²²³ RG. T. 18.12.1999, S. 23910.

²²⁴ Aslında pay senetlerinin kaydi değer haline getirilmesine ilişkin ilk düzenleme SPK’nun 558 sayılı KHK (RG. T. 27.06.1995, S. 22326) ile SerPK. m. 22 hükmüne eklenen (n) bendine dayanarak çıkardığı Seri:IV, No: 22 sayılı “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydi Değer Haline Getirilmesine İlişkin esaslar Tebliği” (RG. T. 19.12.1996, S. 22852) idi. Ancak 558 sayılı KHK Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilince (RG. T. 24.11.1995, S. 22473) Danıştay açılan iptal davasında önce yürütmenin durdurulmasına daha sonrada Tebliğ’in iptaline karar vermiştir (Danıştay Onuncu Dairesinin 25/5/2000 tarih ve Esas No: 1997/577, Karar No: 2000/1934 sayılı Kararı). Tebliğ’in kapsamına hisse senetleri ile yatırım fonu katılma belgeleri girmekteydi. *Turanboy’a* göre yeni düzenlemenin kanunla (SerPK. m. 10/A) yapılması

hukuk tüzel kişiliğini haiz bir merkezi kayıt kuruluğu tarafından kayden izlenmesi hükme bağlanmıştır (SerPK. m. 10/A, f. 1)²²⁵. Merkezi kayıt kuruluğu tarafından yapılacak kayıtların hukuki niteliğı konusunda doktrinde farklı görüşler ileri sürülmüştür. *Turanboy*, “kayden izlenen sermaye piyasası araçları üzerindeki hakların üçüncü kişilere karşı ileri sürülebilmesinde, Merkezi kayıt kuruluğuna yapılan bildirim tarihi esas alınır” (SerPK. m. 10/A, f. 3) hükmüne dayanarak kaydın hakkın doğumu bakımından kurucu etkiye sahip olduğunu ifade ederken²²⁶ *Tekinalp* ve *Manavgat* ise bu kayıtların kurucu değil bildirici etkiye sahip olduğunu ifade etmektedirler²²⁷. Kanaatimizce de SerPK. m. 10/Anonim ortaklık f. 3 hükmü istisnai bir hüküm olup iyiniyetli üçüncü kişilerce hak iktisabında veya senet üzerinde aynı hak kazanma konusunda sicil kayıtlarını esas almakta, hakkın kayıtla doğması ve terkinle sona ermesi gibi kurucu sisteme ilişkin temel düzenleme getirilmediğinden payların merkez dışında genel hükümlere göre devri mümkündür²²⁸. Merkezi Kayıt Kuruluğu pay senetleri bakımından SPK’nun vereceğı karar çerçevesinde kaydileştirme çalışmalarına devam etmektedir²²⁹.

hukuk güvenliğı ve metodolojisi açısından isabetli olmuştur, bkz.: Asuman Turanboy, “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, *AÜHF Dergisi*, 1999, C. 48, S. 1-4, s. 45 vd. Bu değışiklik ve sisteme getireceğı avantajlar madde gerekçesinde “..Sermaye piyasalarının şeffaflaşması konusunda en ciddi ve köklü reform çalışmalarından biri gerçekleştirilmektedir. Sermaye piyasası araçlarının kaydi sisteme geçirilmesi kağıt basımını ortadan kaldıracak, halka arzlarda ve sermaye artırımlarında ihraççı şirketlerin maliyetleri azalacaktır. Gerek halka arzedilen gerekse halka arzedilmeyen hisse senetleri ve ihraççı halka açık şirketlerin ortaklık bilgileri daha sağlıklı bir şekilde takip edilebilecektir. Sermaye piyasası araçlarının kaydi olarak tutulması çalınma, sahte araç basımı ve araçların fiziki olarak hasar görme risklerini ortadan kaldıracaktır. Halka açık şirketlerin sermaye artırımı ve temettü ödemelerinde verilen hizmetler kolaylaşacak ve daha kısa sürelerde gerçekleştirilebilecektir. Keza hisse senetlerinin kaydi olarak tek bir yerde tutulması takas işlemlerinde kolaylık sağlayacak ve temerrütleri azaltacaktır. Sonuç olarak, sermaye piyasası araçlarının kaydi sisteme geçirilmesiyle, sermaye piyasasında güven ve şeffaflık sağlanacak ve piyasanın derinliğı artacaktır...” şeklinde kanun koyucu tarafından belirlenmiştir.

²²⁵ Bu kuruluş, Bakanlar Kurulu tarafından çıkarılan “Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik” (RG. T. 21.06.2001, S. 24439) gereğı Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan ana sözleşmesinin, 26.9.2001 Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde yayınlanması ile anonim ortaklık şeklinde kurulmuştur.

²²⁶ *Turanboy, Kaydi Değer*, s. 51.

²²⁷ Ünal Tekinalp, “Nama Yazılı Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliğı”, Prof. Dr. Tahir Çağa’nın Anısına Armağan, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 543; *Manavgat, Kaydi Sistem*, s. 181.

²²⁸ *Manavgat, Kaydi Sistem*, s. 181, 190.

²²⁹ 21 Mart 2005 tarihinde başlaması planlanan basılı hisse senetlerinin kaydi dönüşüm işlemleri teknik nedenlerle ertelenmiştir. Kuruluş teknik hazırlıklarını sonuçlandırarak SPK’nın vereceğı karar çerçevesinde, İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin tamamı için kaydi dönüşüm işlemlerine başlamayı planlamaktadır. Açıklanacak geçiş tarihinde, Takasabank’ta Müşteri İsmine Saklama Sisteminde fiziken

1. Aslen İktisap

Anonim ortaklıkta paylar kuruluşun veya sermaye artırımında artırımın tescili ile kendiliğinden oluşur²³⁰. Pay senedine bağlanması zorunlu değildir. Ancak pay sahipliğini tevsik etmek ve paylar üzerinde yapılan hukuki muameleleri kolaylaştırmak maksadıyla payları temsil eden pay senetleri çıkarılabilir²³¹. Anonim ortaklıkta aslolan ve varlığı zorunlu olan pay olup senede bağlanma ikinci planda kalır²³². Pay ise kuruluş veya sermaye artırımlarının tescili ile zorunlu olarak oluştuğundan anonim ortaklığın daha sonradan ihtiyari olarak senede bağlanan kendi payını aslen iktisap etmesi düşünülemez. *Tekinalp*'in de ifade ettiği gibi TTK. m. 329'daki yasak devren iktisaplar düşünülerek öngörülmüştür²³³.

2. Devren İktisap

a. Hamile Yazılı Kendi Pay Senetlerinin Devren İktisabı

Anonim ortaklıklar hukukunda aslolan nama yazılı pay senetleridir²³⁴. Ancak ana sözleşmede hüküm bulunması²³⁵ halinde ve pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması şartı ile hamiline yazılı pay senetleri çıkarılabilir (TTK. m. 409, f. 3)²³⁶. Hamile

saklanmakta olan tüm hisse senetleri iptal edilerek, bu hesap kayıtları MKK tarafından devralınarak hisse senetleri artık sadece MKK 'da kayden hak sahibi bazında izlenecektir. Yine bu tarihten sonra İMKB'de alım-satımı yapılacak hisselerin takasına sadece kaydi hisse senetleri kabul edilecektir. Kaydi dönüşüme Takasbank'ta aynen saklamada tutulan hisse senetleri ile haksahiplerinin Takasbank dışında tuttukları hisse senetleri de konu olabilecektir. Bunun için hak sahiplerinin aracı kuruluşlar ve ihraççılar vasıtasıyla hisse senetlerini kaydileştirilmek üzere MKK adına görevli Takasbank'a teslim etmeleri gerekmektedir. Hak sahipleri 2007 yılının sonuna kadar kaydileştirmedikleri fiziki hisse senetleri ile ilgili her türlü hukuki tasarruflarını bugüne kadar olduğu şekilde gerçekleştirebileceklerdir. Hisse senetlerinin kaydileşme tarihinden sonra yapılacak tüm bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarında artık fiziki senet basım ve teslimi yapılamayacak sadece kaydi pay ihracı sözkonusu olacaktır, bkz.: <http://www.mkk.gov.tr> (20.05.2006).

²³⁰ SerPK sisteminde ise paylar tescil ile değil pay senedinin verilmesi ile doğmaktadır. Pay senedini teslim alan pay sahipliğini kazanmakta (SerPK, m. 7, f. 4) ancak hakları kullanabilmesi için tescil gerekmektedir, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 742. Çeker, *Oy Hakkı*, s. 135 vd.

²³¹ Ansay, *Anonim*, s. 234; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 624.

²³² Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 68.

²³³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

²³⁴ Esas mukavelede aksine hüküm bulunmadıkça pay senetlerinin nama yazılı olması lazımdır (TTK. m. 409, f. 2).

²³⁵ Ercüment Erdem, *Anonim Şirketlerin Çıkardığı Senetler ve Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, Ankara, 1992, s. 13.

²³⁶ Pay bedellerinin tamamının ödenmiş olması şartı sermayenin sağlanması ve korunması ilkesinin gereğidir. Ancak bedelleri ödenmemiş paylar bulunsan bile bu şartı yerine getiren paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılabilir. Aynı grup içinde olsalar bile durum aynıdır, bkz.: Tekinalp

yazılı pay senetlerinin devri şirket ve üçüncü kişiler hakkında ancak teslim ile hüküm ifade eder (TTK. m. 415). Hamiline oluşu, pay senedinin devrini kolaylaştırır. Bu nedenle el değiştirme imkanını artırır, tedavül yeteneğini en üst düzeyde sağlar. Devrin anonim ortaklığa bildirilmesine veya bir yere kayıt edilmesine gerek yoktur. Bu durum anonim ortaklığın varoluş felsefesini doğrular ve güçlendirir²³⁷. Kanun ve ana sözleşme hükümleri çerçevesinde çıkarılan hamiline yazılı pay senetlerini aslen iktisap eden pay sahiplerinin ortaklığa mülkiyeti geçirmek gayesiyle pay senedinin zilyetliğini nakletmesi ortaklığın kendi payını devren iktisap etmesini sağlar. TTK. m. 415, devrin ancak “teslim” ile hüküm ifade edeceğini belirtmekle birlikte pay senedi teslimin yanı sıra, zilyetliğin teslimsiz kazanılması hallerinden herhangi biriyle de devredilebilir²³⁸. Hamile yazılı pay senetlerinin devri için zilyetliğin naklinin yanında ciro ya da özel bir temlik beyanına gerek yoksa da doktrinde bu senetlerin de ciro veya temlik beyanı ile devredilebilecekleri kabul edilmektedir²³⁹.

TTK. m. 329’da yer alan istisnai hallerde örneğin, anonim ortaklık bir alacağının ödenmesi maksadıyla borçlu ortağından kendi hamiline yazılı pay senetlerini devralabilecektir. Ancak bu borcun şirketin kuruluşu veya sermaye artırımını dolayısıyla imzalanan katılma payı taahhütlerinden doğmaması gerekir (TTK. m. 329, f. 1, b. 2). Yine -eğer mevcutsa- hamiline yazılı pay senetlerini bir malvarlığının veya işletmenin borç ve alacakları ile beraber devralınması neticesinde iktisap edebilecektir (TTK. m. 329, f. 1, b. 3). Devir bağışlama gibi karşılıksız olarak yapılmışsa yine geçerli olarak kendi hamiline yazılı paylarını iktisap edebilecektir (TTK. m. 329, f. 1, b. 6). Bu devralmaların sonuçları ise ileride ayrıntılı olarak anlatılacaktır²⁴⁰. Kendi paylarını

(Poroy/Çamoğlu), s. 632. **TTKT.** m. 484, f. 2; “Bedelleri tamamen ödenmemiş olan paylar için hamiline yazılı pay senetleri çıkarılamaz”.

²³⁷ Tanör, *Halka Arz*, s. 114; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 629. Hamiline yazılı pay senetleri Avrupa ülkelerinde oldukça yaygın olmalarına karşılık İngiltere ve Amerika’da bu pay senetlerinden hemen hemen hiç faydalanılmamaktadır, bkz.: Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 86; Oğuz İmregün, **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1968, s. 67; Ansay, *Anonim*, s. 237, dpn. 10.

²³⁸ Çeker, *Oy Hakkı*, s. 138; Göksoy, *Payın Rehni*, s. 48, 49; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 574. “Hamile yazılı pay senetlerinin devri için (TTK. m. 415) senet üzerindeki zilyetliğin de devri zorunlu olmasına ve 2.5.1979 günlü protokol münderecatına göre de bu hal dava konusu olayda teslim suretiyle gerçekleşmemiş olmasına binaen, davanın reddi kararı doğrudur”, Y. 11. HD., 3.2.1983, E. 5721, K. 412, bkz.: Doğanay, s. 1234. Nitekim TTK. Tasarısında (m. 489) “Hamiline yazılı pay senetlerinin devri, şirket ve üçüncü kişiler hakkında, ancak zilyetliğin geçirilmesiyle hüküm ifade eder” denilmiştir.

²³⁹ Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 89, dpn. 82’de anılan yazarlar.

²⁴⁰ Bkz.: Bölüm IV, § 13, III.

iktisaba ilişkin haller kanunda tahdidi olarak sayıldığından bu istisnalar dışında herhangi bir sebeple hamile yazılı kendi paylarını iktisap eden bir anonim ortaklık, devir işleminin taraflar arasında, üçüncü kişiler nezdinde ve ortaklık karşısında geçersiz olması nedeniyle, payı devren iktisap etmiş sayılmayacağından pay senedinin maliki olarak kabul edilmeyecektir²⁴¹. TTK. m. 329'a aykırı olarak payı devralan ortaklık maddi anlamda oy hakkının sahibi olamadığından, şekli anlamda oy hakkının sahibi sıfatı da kazanamayacaktır²⁴². TTK. Tasarısına göre anonim ortaklık esas veya çıkarılmış sermayesinin % 10'una kadar kendi paylarını ivazsız olarak iktisap edebilecektir (TTKT. m. 379, f. 1). Bu iktisabın bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar için geçerli olduğu göz önünde tutulduğunda ortaklık hamiline yazılı kendi pay senetlerini bu oran içinde rahatça iktisap edebilecektir.

²⁴¹ Dağ, s. 250. *Dağ'a* göre bu durumda eski malik, tevdi yükümünü (TTK. m. 360, f. 3) yerine getirmek şartıyla, şekli anlamda oy sahibi olarak kabul edilecektir. Buna karşılık anonim ortaklık hamile yazılı kendi paylarını istisnalar dahilinde devir biçimine uygun biçimde devralsaydı pay senedinin maliki olarak kabul edilecek ve tevdi yükümünü yerine getirmek şartıyla şekli anlamda oy hakkının sahibi olacaktı. Ancak iktisap edilen bu paylara ilişkin oy hakkı TTK. m. 329, f. 3, c. 2 gereği "donmuş" olacağından bundan yararlanamayacaktır. Oy hakkını bizzat kullanma imkanına sahip olamayan ortaklık, aynı sonuca üçüncü bir kişiye açık veya örtülü temsil yetkisi vererek ulaşması TTK. m. 361, f. 1 gereği mümkün değildir, *bkz.*: Dağ, s. 205, 121. *Tekinalp* oy hakkına ilişkin sınırlamalardan birini etkisiz bırakmak amacıyla pay senetlerinin başkasına verilmesini caiz görmeyen TTK. m. 361, f. 1'in kapsamına haklı olarak mülkiyetin geri dönmesi kaydı ile devredildiği inanlı devirleri ve pay üzerinde intifa hakkı tanınması hallerini de sokmaktadır, *bkz.*: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 577. Konu **TTKT.** m. 433, f. 1'de düzenlenmiştir. Buna göre; "Oy hakkının kullanılmasına ilişkin sınırlamaları dolanmak veya herhangi bir şekilde etkisiz bırakmak amacıyla, payların veya pay senetlerinin başkasına verilmesi geçersizdir".

²⁴² Dağ, s. 277.

b. Nama Yazılı Kendi Pay Senetlerinin Devren İktisabı

Nama yazılı pay senetlerinin devri, ciro ve teslim ile gerçekleşir²⁴³. Bu devrin ortaklığa karşı geçerli olabilmesi ve devir alanın ortaklıkta pay sahipliği kazanabilmesi için devrin ortaklık pay defterine kaydedilmesi gerekir (TTK. m. 416, f. 2). Nama yazılı pay senetlerinin ortaklık sözleşmesinde aksine hüküm yoksa alacağın temlik hükümlerine göre de devredilebileceği kabul edilmektedir²⁴⁴. Bu durumda temlik beyanı senet üzerine yazılabileceği gibi, ayrı bir kâğıda da yazılabilir²⁴⁵. Bazı hallerde nama yazılı pay senetlerinin devri anonim ortaklığın mevcut pay sahibi yapısının korunması, yabancılaşmasının veya payların çoğunluğunun belli kişilerin veya grupların ellerine geçmesinin önlenmesi gibi anonim ortaklığın çıkarlarını gerektiren nedenlerle ana sözleşmede yer alan bir hükümle yasaklanabilir veya şarta tabi tutulabilir²⁴⁶. Bağlam olarak nitelendirilen bu sınırlamalar sadece anonim ortaklık hukuku açısından sonuç doğurur, senedin kıymetli evrak hukuku açısından niteliğini etkilemez²⁴⁷. Dolayısıyla

²⁴³ Bilindiği üzere ciro emre yazılı senetlerin devir yoludur. Bu durum doktrinde görüş ayrılıklarına sebep olmuştur. Bu görüşleri üç grupta toplamak mümkündür: Birinci görüşe göre, maddedeki ciro kelimesi, temlik beyanının ayrı kâğıda değil de senedin üzerine yazılması gerektiğini belirtmek içindir. Yani burada ciro kelimesi kullanılmakla nama yazılı senetlerin devrine ilişkin genel kurala bir istisna getirilmiş değildir (Hirş, *Ticaret Hukuku*, s. 470; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 95; İmregün, *Anonim*, s. 364). İkinci görüşe göre, burada söz konusu olan normal bir cirodur. Kanun nama yazılı pay senetlerinin devrini, emre yazılı senetlerin devrini düzenleyen kurallara tabi kılmıştır. Bu sebeple pay senetlerinin kanunen emre yazılı senetlerden olduğu kabul edilebilir. Bunlar beyaz ciro ile de devredilebilir. Hakim görüş budur (Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 637; Erdoğan Moroğlu, “Nama Yazılı Pay Senetlerinin Devri ve Yargıtay Kararları”, **Makaleler I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 260 vd.; Eriş, *Anonim*, s. 664). Üçüncü görüşe göre, kanunda nama yazılı olacakları belirtilen pay senetlerinin temlik beyanı ile devredilebilecekleri, ancak TTK. m. 416, f. 2 ile ayrıca ciro ile devir imkanında öngörülmüş olduğudur. Bu görüştekilere göre bunlar gerçek anlamda nama yazılı kıymetli evraktır ancak devir hususunda emre yazılı senetler hakkındaki hükümlere tabidirler (Ansay, *Anonim*, s. 239). Bu görüşler için bkz.: Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 93; Moroğlu, *Pay Senetleri*, s. 245; Cerrahoğlu, s. 18; Poroy ve Tekinalp, s. 90; Hüseyin Ülgen, “Anonim Ortaklıklarda Nama Yazılı Pay Senetlerinin Ciro Yerine Ayrı Bir Temlikname İle Devri Caiz midir?”, **İktisat ve Maliye** (Nisan 1980), C. 28, S. 1, s. 18-25. Yargıtay’a göre nama yazılı bir pay senedinin devri için, hem ayrı bir temlikname, hem ciro ve hem de zilyetliğin devri işlemlerinin – üçünün birlikte- yapılmış olması zorunlu değildir, “tam ciro” şerhi ile birlikte nama yazılı senet üzerindeki zilyetliğin devri yeterlidir, bkz.: Doğanay, s. 1238 ve dpn. 86. TTK. Tasarısında bu husus şu şekilde ifade edilmiştir: **TTKT.** m. 490, f. 2; “Hukuki işlemle devir, ciro edilmiş nama yazılı pay senedinin zilyetliğinin devralana geçirilmesiyle yapılabilir”.

²⁴⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 643; Kendigelen, *Şekil*, s. 232.

²⁴⁵ Kendigelen, *Şekil*, s. 232.

²⁴⁶ Moroğlu, *Pay Senetleri*, s. 254; Ansay, *Anonim*, s. 240; Kendigelen, *Şekil*, s. 232, dpn. 63; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 648; Çevik, *Anonim*, s. 790; İmregün, *Anonim*, s. 369; Dağ, bağlamın amaçlarını üç grupta toplamıştır: a) Mali yönden zayıf şahısların pay sahibi olmalarının engellenmesi, b) Ortaklığın özelliklerinin korunması, c) Yabancılaşmanın önlenmesi, bkz.: Dağ, s. 130 vd.

²⁴⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 648; Çeker, *Oy Hakkı*, s. 143; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 106.

ciro ve teslim yoluyla senet üzerindeki mülkiyet hakkını kazanan kişi, ortaklık tarafından pay defterine kayıt edilirse pay sahipliği sıfatını kazanır²⁴⁸.

TTK. m. 418, f. 1'e göre, ortaklık, devir keyfiyetini ana sözleşmede öngörülen sebeplerden dolayı pay defterine kayıttan imtina edebilir²⁴⁹. Örneğin belli meslek mensupları veya aile fertleri dışındaki kimselerin pay defterine kayıt edilemeyeceğine ilişkin ana sözleşmede bir hüküm yer almışsa ve pay senedini devralan kişi bu nitelikleri karşılamıyorsa pay defterine kayıt edilmeyecektir²⁵⁰. Ana sözleşmeye, ortaklığın sebep göstermeksizin dahi pay defterine kayıttan kaçınabileceğine dair hüküm konulabilir (TTK. m. 418, f. 2). Ancak ortaklık kayıttan imtina hakkını keyfi olarak kullanamaz²⁵¹. Ancak miras, karı-koca mallarının yönetimine ilişkin hükümler ve cebri icra yolu ile iktisap halleri bağlam hükümlerini ortadan kaldırır (TTK. m. 418, f. 4)²⁵². Bu hallerde yönetim kurulu, devri, pay defterine yazmaktan kaçınamaz veya teminat talep edemez²⁵³. Ancak bu istisnai hallerde, yönetim kurulu üyeleri ve ortaklar, miras, cebri icra ve mal rejimleri ile el değiştiren pay senetlerini borsa rayici bulunmadığı takdirde kayıt için başvurma tarihindeki gerçek değeri üzerinden almaya istekli oldukları takdirde ortaklık yine pay defterine kayıttan kaçınabilecektir (TTK. m. 418, f. 4, c. 2)²⁵⁴.

²⁴⁸ "Türk Ticaret Kanununa göre, Nama yazılı hisse senetleri, esas mukavelede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Devir ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile olur. Şu kadar ki; devir, şirkete karşı ancak pay defterine kayıtlı hüküm ifade eder. Somut olayda, Anonim Şirket anasözleşmesine göre devri yasak olan pay senetleri, bu yasağa karşın devir edilirse, devir hususu anonim ortaklık bakımından geçersiz olmakla birlikte, devir eden ile devir alan yönünden devir sözleşmesi geçerlidir", Y. 11. HD., 16. 09. 2003, E. 001840, K. 007853, karar için bkz.: **Corpus, CD-Medya**, 2000.

²⁴⁹ **TTKT**. m. 493, f. 1; "Şirket, esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek ...onay talebini reddedebilir".

²⁵⁰ Ansay, *Anonim*, s. 240; Doğanay, s. 1243; Çeker, *Oy Hakkı*, s. 144.

²⁵¹ Moroğlu, *Pay Senetleri*, s. 255; Eriş, *Anonim*, s. 677; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 107.

²⁵² TTK. Tasarısındaki düzenlemeye göre ortaklık bu hallerde onay vermeyi ancak alıcıya pay senetlerini gerçek değeri ile devralmayı önerdiği takdirde reddedebilir (**TTKT**. m. 493, f. 4). Bu hallerde iktisap edilen pay senetlerinin mülkiyeti ve malvarlığına ilişkin hakları, derhal; katılım hakları ise, ancak şirketin onayı ile birlikte devralana geçer (**TTKT**. m. 494, f. 2).

²⁵³ Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 107; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 659.

²⁵⁴ Çevik, *Anonim*, s. 793; Aytaç, *Hisse Senetleri*, s. 108; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 660. "Türk Ticaret Kanunu 418/4 ncü maddesinin amacı; hisseleri nama yazılı ortaklıklarda, ortaklığa istenmeyen kişilerin girmesinin engellenmesi ve onun özgün yapısının korunmasının sağlanmasıdır. Nitekim, "Ortaklara satınalma hakkının tanınmasıyla istenmeyen yeni ortaklarla çalışma mecburiyeti bertaraf edilerek, ortakların korunması amaçlanmıştır. "Yönetim kurulunun sebep göstermeksizin hisse senetlerini kayıttan imtina edebileceği, şirket ortakları arasındaki devirlerin bundan istisna olacağı" şeklindeki şirket anasözleşmesinin 7 nci maddesindeki amaç da; yine, şirketin mevcut yapısının korunması içindir. Somut olayda; 39.200/80.000 nama yazılı hissenin sahibi olan davalı şahıs davacılar gibi, dava dışı Anonim Şirketin bir paydaşıdır. Miras hissesinin adına intikali ve pay defterine kaydı halinde şirketin yeni bir ortağı olmayacak, sadece pay oranı artacaktır. Bu nedenle mahkemenin bu davalıya yönelik davanın

Anonim ortaklık nama yazılı kendi pay senetlerini bu senetler için öngörülen devir esaslarına uygun olarak TTK. m. 329'da öngörülen istisnai hallerde iktisap edebilecektir. Hatta bağlı nama yazılı pay senetleri için miras, icra ve mal değişimlerinde ortaklar ve yönetim kurulu üyeleri borsa değeri yoksa gerçek değerinden almaya istekli olmazlarsa yönetim kurulu bu pay senetlerini ortaklık adına alabilmelidir²⁵⁵. Böyle bir durum ortaklığın kendi paylarını geçici olarak iktisaba zorlamaktadır. Anonim ortaklık kendi nama yazılı payını TTK. m. 329'daki istisnalar dışında herhangi bir sebeple iktisap ederse, devir işlemi hem taraflar arasında, hem üçüncü kişiler nezdinde, hem de ortaklık karşısında geçersiz olacağından pay senedinin maliki olarak kabul edilmeyecek ve pay defterine kaydedilmeyecektir²⁵⁶. Mevcut hukuk açısından durum böyle olmakla birlikte doktrinde olması gereken yönünde görüş ileri sürülmüştür. Nitekim *Tekinalp* bağlam hükümlerinin anonim ortaklığı korumak amacıyla öngörüldüğünü, yönetim kurulu üyelerinin ve pay sahiplerinin bu payları almamaları veya almaya paralarının bulunmaması halinde İsviçre uygulamasında olduğu anonim ortaklığın kendisi tarafından alınması gerektiğini hatta kanun koyucunun olumsuz tutumuna rağmen bu halin TTK. m. 329'un istisnaları arasına sokulması gerektiğini savunur²⁵⁷. Kanaatimizce de olması gereken hukuk açısından TTK. m.

reddine karar vermesi gerekir", Y. 11. HD., 11. 7. 2003, E. 001075, K. 007423, karar için *bkz.*: **Corpus, CD-Medya**, 2000.

²⁵⁵ *Jäeggli* ortaklığın kendisine böyle bir hak tanınması gerektiğini savunmaktadır, *bkz.*: Peter Jäeggli, "Anonim Ortaklıklar Hukukunun Çözümlememiş Sorunları", çev. Ömer Teoman, **İktisat ve Maliye** (1975), C. XXII, S. 1, s. 28.

²⁵⁶ Dağ, s. 204. *Dağ'a* göre bu durumda pay defterinde hala kayıtlı olan eski malik, ortaklık karşısında pay sahibi sıfatını muhafaza ettiğinden, şekli anlamda oy hakkının sahibi olarak kabul edilecektir. Anonim ortaklık nama yazılı kendi payını istisnalar dahilinde devir şekline uygun olarak devralsaydı pay senedinin maliki olarak kabul edilecek ve pay defterine kaydedilerek ortak sıfatını kazanacak ve şekli anlamda oy hakkının sahibi olacaktı. Ancak bu payların genel kurulda temsili mümkün olmadığından (TTK. m. 329, f. 3, c. 2) bu paylara ilişkin oy hakkını kullanamayacaktır.

²⁵⁷ *Tekinalp* (Poroy/Çamoğlu), s. 662, 658. Nitekim **TTKT**. m. 493, f. 1'de bu imkan tanınmıştır. Buna göre, şirket devredene, pay senetlerini, başvurma anındaki gerçek değeri ile, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay talebini reddedebilecektir. Gerekçede ise şu görüşlere yer verilmiştir; "Anonim şirkete, devre konu olan pay senetlerini gerçek değeri üzerinden devralma önerisinde bulunabilme olanağının tanınması, ona, haklı sebepler yanında, sağlanmış, uygun görmediği devirlerden kurtulabilme olanağıdır. Uluslar arası uygulamada ve öğretide *escape clause* (kaçış, kurtuluş klotu) diye anılan bu hüküm kişisel unsurları öne çıkaran anonim şirketlerde, (aile anonim şirketi, tek kişilik anonim şirket, iki gruptan oluşan anonim şirket ve genel olarak kapalı anonim şirket gibi) şirketin yabancılaşmasını veya niteliklerini kaybetmesini önleyen bir etkin araçtır. Bu aracın kullanılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması gerekmez". Gerekçede ayrıca bu iktisabın anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabını düzenleyen **TTKT**. m. 379'da öngörülen istisnalara ek bir istisna olarak değerlendirilebileceği gibi **TTKT**. m. 381 (yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi) kapsamında da değerlendirilmesinin mümkün olduğuna işaret edilerek şunlar ifade edilmiştir; "Çünkü Tasarı 379 vd'den bağımsız olarak şirkete kendi hisse senetlerini iktisap olanağını tanımıştır. Paysahipleri

329'un istisnaları arasında anonim ortaklığa bu payları iktisap etme hakkının tanınması gerekirdi.

III. Anonim Ortaklığın Kendi Payları Olarak İhtiyat (Yedek) Payları

Stok paylar²⁵⁸ olarak da adlandırılan bu paylar, üçüncü bir kişi tarafından kendi adına, fakat ortaklık hesabına taahhüt edilmiş payları ifade eder²⁵⁹. Bu özellikle HSDT çıkaran bir anonim ortaklığın -kendi paylarını iktisap edememesi nedeniyle- yükümlülüklerini üstlenmek üzere bir üçüncü şahısla pay senetlerini ortaklık adına bir bedel karşılığında taahhüt etmesi anlaşması yapmasında görülür²⁶⁰. Anonim ortaklığın kendi paylarını devralmasında kendi payları doğrudan ortaklığa ait olurken, ihtiyat paylarında ortaklığın kuruluşu veya sermaye artırımı esnasında üçüncü bir kişiden ortaklık hesabına devralınan paylar söz konusudur²⁶¹. Üçüncü kişi genellikle bir banka veya banka konsorsiyumu yahut ortaklığa yakın olan başka bir ortaklıktır²⁶². 1920 ve 1930'lu yıllarda oldukça yaygın olan ihtiyat payları sisteminde anonim ortaklığın payları başta yönetim kurulu üyeleri olmak üzere, üçüncü kişiler tarafından anonim ortaklık hesabına taahhüt ediliyor ya da satın alınarak ortaklığın emrine hazır tutuluyordu²⁶³. Başlangıçta enflasyonla eriyen aktiflerin esas sermayeye uyarlanmasına hizmet etmekte kullanılan ihtiyat paylarının getirdiği faydalar şu şekilde sıralanabilir²⁶⁴: a) anonim ortaklığın sermayeye ihtiyaç duyması halinde bu payları ortaklık hesabına edinen üçüncü kişiler (saman adamlar) tarafından diğer üçüncü kişilere satılabilmesi, b) yabancılaşmaya karşı kullanılması, c) yönetim kurulu bu paylardan doğan oy hakkından yararlanarak işletme içindeki hakimiyeti elinde tutabilmesi, d) değiştirilebilir tahviller

veya üçüncü kişi hesabına devralmada ise herhangi bir şart ve sınırlama yoktur. Mehzada yer alan ve Tasarıya aktarılan iki sözcük tereddüt yaratabilir. Bunlardan birincisi; payları/pay senetlerini şirketin kendi "hesabına" almasıdır. "Hesaba" sözcüğü iç ilişkiyi çağırıştırır. Burada şirketin iktisabı geçicidir; şirket paylarını hemen elden çıkarmalıdır. Hesaba sözcüğü bunu vurgular. İkincisi ise "diğer paysahipleri" ibaresindeki "diğer" sözcüğüdür. Bu da devreden paysahibi dışındaki paysahiplerine vurgu yapmaktadır".

²⁵⁸ Almancası *Vorratsaktien*'dir. *Verwaltungs* veya *Verwertungsaktien* olarak da bilinirler, bkz.: Benckendorff, s. 35; Böckli, N. 440 vd.

²⁵⁹ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 557; Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 45, dpn. 8.

²⁶⁰ Huriye Kubilay, **Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller**, Ankara: DEÜ Yayını, 1986, s. 67.

²⁶¹ Benckendorff, s. 35.

²⁶² Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 557; Giger, s. 45; Benckendorff, s. 35.

²⁶³ Teoman, *Yoksunluk*, s. 69. Pay başına ödenen sermayeyi ortaklık, ya payı devralanlara (çalıştığı bankalardan veya ortaklığa yakın duran kişilerden) verir veya devralmadan sonra geri öder. İktisadi riziko bu şekilde tamamen ortaklığa aittir, bkz.: Benckendorff, s. 35.

²⁶⁴ Teoman, *Yoksunluk*, s. 69, 70; Benckendorff, s. 35; Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 557.

çıkarabilme, e) başka ortaklıklarla birleşmeye hizmet etme amacı. Bu amaçlar bugün itibariyle kayıtlı sermaye ve şartlı sermaye artırımı hakkındaki hükümlerle tanzim edilmiştir²⁶⁵.

Bu payların ve bununla bağlantılı ortaklık haklarının (örneğin, oy hakkı) kullanılması, ortaklığın menfaati açısından inançlı işlem anlaşmaları ile teminat altına alınmıştır²⁶⁶. İhtiyat payı paydaşı olan kimse lehine inançlı işlem yapılan kimse olarak tam mülkiyet hakkını elde eder. İhtiyat paylarıyla bağlantılı bütün hak, yükümlülük ve rizikolara da sahip olur, ancak bu hakları kullanırken inançlı işleme dayalı borçlar hukuku anlamında bir takım sınırlamalara tabidir²⁶⁷. Örneğin ihtiyat paylarına bağlı olan oy haklarının inanç işlem anlaşmasına göre yedek pay sahibine ait olduğu, donduğu veya bunları çıkartan ortaklığın direktifine tabi olduğu kararlaştırılabilir²⁶⁸. Giger'e göre, inançlı işlem sözleşmesi gereği, ortaklığın ihtiyat paylarından doğan rizikoyu taşıması veya oy hakkı oranlarına etki edebilmesi durumunda, bu payları İsv. BK. m. 659 anlamında ortaklığın kendi payları kabul etmek gerekir²⁶⁹. Kanaatimizce de sadece doğrudan değil ihtiyat paylarında olduğu gibi ortaklığın dolaylı olarak da kendi paylarını devralması İsv. BK. m. 659 ve TTK. m. 329 hükümlerine tabi olacaktır. Nitekim Alm. POK. § 71d'ye göre, kendi adına ve fakat ortaklık hesabına hareket eden üçüncü bir kişi, ortaklığın kendi paylarını ancak bunun ortaklığın kendi paylarını devralması ile ilgili § 71, f. 1 ve 2'ye göre ortaklık açısından da mümkün olması halinde devralabilir veya elinde tutabilir. Esas sermayedeki pay oranının tespitinde bu paylar ortaklığın payı sayılır. İhtiyat payları yasaklanmamıştır. Ancak düzenleme, devralanın paya tekabül eden bütün sermayeyi ödemesi borcuna karşılık kendisine bundan herhangi bir hak doğmayacağı şeklinde yapılmıştır²⁷⁰.

²⁶⁵ Teoman, *Yoksunluk*, s. 70; Benckendorff, s. 35. Yedek paylar tehlikeli bir takım uygulamalara araç yapıldığı ve fazla külfetli olduğu için şarta bağlı sermaye artırımı kabul edilince terk edilmiş, ancak yasaklanmamıştır, bkz.: Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, s. 45, dñn. 8.

²⁶⁶ Giger, s. 45; Benckendorff, s. 35.

²⁶⁷ Giger, s. 45.

²⁶⁸ Giger, s. 45. Ancak hangi yol kabul edilirse edilsin işlemin riski anonim ortaklığın üzerindedir, bkz.: Tekil, *Şirketler*, C.II, s. 558.

²⁶⁹ İnançlı işlemde ihtiyat paylarını ortaklık hesabına iktisap eden üçüncü kişi "inanılan" olup bu payları, kendi yararına olmaksızın üzerinde anlaşılan şartlar altında kullanmaktadır, bkz.: Ergun Özsunay, **Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler**, İstanbul, 1968, s. 4 vd.

²⁷⁰ Nitekim AktG § 56, III hükmüne göre; "Kurucu veya iştirak taahhüdünde bulunan veya şartlı sermaye artırımı çerçevesinde bahsedilen değiştirme veya yeni pay alma hakkını kullanan sıfatıyla, bir payı şirket

İKİNCİ BÖLÜM

ÇEŞİTLİ ÜLKELERİN HUKUK SİSTEMLERİNDE ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI

Finans piyasalarının hızlı bir şekilde globalleşmesi, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilmesi konusundaki bakış açısını daha pozitif hale getirerek ülkelerin hukuk sistemlerinde yerini almasını sağlamıştır. Ortaklığın kendi paylarını iktisabı, sermayenin eski bir yatırım alanından yenisine kanalize edilmesini sağlayarak²⁷¹ artan sermaye hareketliliğini kolaylaştırması²⁷² ve kaynakların daha verimli kullanımına yol açacak şekilde pay sahiplerinin menfaatlerinin maksimize edilmesine hizmet etmektedir. Pay geri alımları, muhalif pay sahiplerinden paylarının ortaklıkça alınarak şirket içerisindeki uyumun devam ettirilmesinde de kullanılmaktadır. Bu bölümde, çeşitli hukuk sistemlerinde anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabının düzenlenişini ele alarak birbirine benzeyen veya farklı bulunan yanlarını ortaya koymaktır. Bu konuda ilerleme kaydetmiş ülkelerin mevzuatlarının incelenmesinin kendi hukukumuzda yapılması gereken değişiklikler veya yenilikler açısından yardımcı olacağına inanmaktayız.

§ 4. AVRUPA BİRLİĞİ HUKUKU VE BİRLİK ÜYESİ BAZI ÜLKELERDE ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI

I. Genel Olarak

Avrupa Birliği Şirketler Hukukunun uyumlaştırılması, yönergeler, anlaşmalar ve üye devletlerin şirketler hukuklarını yaklaştırması ve aralarındaki önemli farklılıkları ortadan kaldırması gibi düzenlemeler yoluyla gerçekleştirilmektedir. Ortak hukuk

veya bağlı olduğu veya çoğunluğunu elinde bulundurduğu işletme adına devralan kimse, payı kendi hesabına almadığını ileri süremez. O kimse, şirket veya bağlı veya çoğunluğunu elinde bulundurduğu işletme ile yapmış olduğu anlaşmaya bakılmaksızın taahhüt ettiği sermayenin tamamını koymakla yükümlüdür. Payı kendi hesabına devralmadan önce o kimse, paydan doğan haklarını kullanamaz”.

²⁷¹ Haholu, s. 389.

²⁷² Buna sermayenin sınıraşan hareketliliği (capital mobility) de denilebilir. Günümüzde şirketlerin sınıraşan birleşmeleri ve merkez taşımaları, yabancı ülkede açılan şubeler “capital mobility”e yol açan nedenlerdendir, bkz.: Companies and Securities Law Review Committee Report to The Ministerial Council A Company’s Purchase of It’s Own Shares (September 1987), bkz.: <http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=496> (29.05.2005).

koyma söz konusu olunca Topluluk tüzüğü, hukuk uyumlaştırması söz konusu olunca da yönerge devreye girmektedir²⁷³. Uyumlaştırma iç pazarın gelişimi ve Avrupa Birliği'nin başarısı için bir anahtardır²⁷⁴. Avrupa Birliği şirketler hukuku alanındaki uyumlaştırmada yönergeleri kullanmıştır²⁷⁵. “Anonim Şirketlerde Kuruluş ve Sermayenin Korunmasına İlişkin 13 Aralık 1976 Tarihli İkinci Konsey Yönergesi”²⁷⁶ de bunlardan birisidir. Üye devletler yönergede öngörülen hususları, uygun gördükleri şekilde (kanun, kanun hükmünde kararname, idari işlem) kendi iç hukuklarına uyarlamak zorundadırlar. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı ile ilgili hükümler yönergenin 18-24a maddelerinde düzenlenmiştir²⁷⁷. “*Sermaye Yönergesi*” diye anılan ikinci yönerge, sermayenin korunması ilkesini pekiştirmiş, bir şirketin kendi paylarını iktisabı kurumuna devrimsel bir boyut kazandırmıştır. Söz konusu hükümler Birleşik Krallık hükümlerinden model alınmış olsa da sermayenin muhafazası, hissedarların ve alacaklıların korunması gibi hususlar genelde kıta hukuk sisteminden zuhur etmiştir²⁷⁸.

²⁷³ ATA. m. 249. 2 hükmüne göre “Topluluk tüzüğü genel bir geçerliliğe sahiptir. Bütün kısımlarıyla bağlayıcıdır ve her üye devlette doğrudan doğruya geçerlidir”. Topluluk tüzükleri, Avrupa Konseyi veya Konsey ile Avrupa Parlamentosu tarafından ortak karar alma usulü içinde birlikte ya da Komisyon yahut Avrupa Merkez Bankası tarafından çıkarılır. Yönergeler ise, ATA. m. 249. 3'e' göre “Yönergeler yöneltildiği her üye devlet için yönelinen gaye bakımından bağlayıcıdır, ancak şekil ve aracın seçimi ulusal makamlara bırakılmıştır” şeklinde ifade edilmiştir. Yönergeler doğrudan uygulanmaz, üye ülke tarafından iç hukukuna alınması gerekir, bkz.: Ünal Tekinalp, **(Tekinalp/ Tekinalp) Avrupa Birliği Hukuku**, 2. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 71.

²⁷⁴ Alan S Reid, “The Increasing Europeanisation of Company Law”, **Business Law Review** (July 2003), V. 24, No: 7, s. 165; Ergun Özsunay, “AET’de Hukukların Koordinasyonu, Uyumlaştırması, Denkleştirilmesi ve Topluluk Hukuku’nun Belirgin Özellikleri”, **Birinci Avrupa Hukuku Haftası**, İstanbul, 1979, s. 59.

²⁷⁵ Karel Van Hulle, **Avrupa Birliği’nin Şirketler Hukuku Müktesebatı ve Türkiye’nin Uyum**, İstanbul: İKV Yayınları, 2003, s. 11; Haluk Kabaalioglu, **AT’da Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasası Çalışmaları-Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul: TÜSİAD, 1989, s. 35. Avrupa Topluluğu Anlaşması m. 44.3g (eski 54.3g) hükmü uyarınca, üye devletlerin ulusal hukuklarında bulunan, şirketlere ilişkin olup da ortakların, pay sahiplerinin ve üçüncü kişilerin menfaatlerini koruyucu hükümler, Konsey ve Komisyon tarafından gerekli olduğu oranda uyumlaştırılmak zorundadır. Buradaki “şirket” terimi geniş anlamda kullanılmış olup; kooperatifleri de kapsayacak şekilde medeni hukuk ve ticaret hukuku şirketlerini, kar gayesi gütmeyenler hariç, kamu ve özel hukukun diğer tüzel kişilerini ifade eder, bkz.: Gülören Tekinalp, **(Tekinalp/ Tekinalp) Avrupa Birliği Hukuku**, 2. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 346.

²⁷⁶ **ATRG** (1977) No. L 26/1. Yönerge hükümleri anonim ortaklıklara ilişkin olmasına rağmen pek çok üye devlet Yönerge hükümlerini limited şirketlere de uygulamaktadır, bkz.: Van Hulle, s. 21. Yönerge 92/101 sayılı başka bir yönerge ile [**ATRG** (1992) No. L 347/64] değiştirmiş olup değişiklik bir anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesini sınırlayan kuralları, yavru ortaklıkları veya alt-yavru ortaklıkları tarafından yapılan iktisaplara da genişletmeye yöneliktir, bkz.: Tekil, *Anonim*, s. 15.

²⁷⁷ Bkz.: Jürgen Basedow (Ed.), **European Private Law, Sources/Fonti/Quellen I, Company and Labour Law**, The Hague: Kluwer Law International, 1999, s. 43-55.

²⁷⁸ Vanessa Edwards, **EC Company Law**, New York: Oxford University Pres, 1999, s. 51; Pay senetlerinin geri satın alınmasının yasaklanması ve yalnızca çok sınırlı amaçlar için istisnalara yer verilmesi

Üye devletler Yönergede belirtilen durumlara uymak, kanunlarını bu yönerge ışığı altında okumak ve yorumlamak zorunluluğundadırlar.

II. Avrupa Birliği İki Nolu Şirketler Hukuku Yönergesinde Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı

A. Genel İktisap Şartları

Yönerge, kural olarak şirketin kendi paylarını iktisap edemeyeceğini (m. 18, f. 1) öngörse de bazı hallerde üye devletlerin şirketin kendisinin veya bir vekil aracılığıyla kendi paylarını iktisap etmesine izin verebileceğini hükme bağlamıştır. Bu haller şunlardır (m. 19, f. 1):

1. Genel kurulun böyle iktisaplara izin vermesi²⁷⁹;
2. Şirket tarafından veya şirket hesabına iktisap edilen payların toplam nominal değeri yoksa hesaplanabilir değeri taahhüt edilen sermayenin % 10'undan fazla olamaz²⁸⁰;
3. İktisaplar, şirketin net varlıklarını taahhüt edilen sermaye ile dağıtılmamış yedekler toplamından aşağı indiremez²⁸¹;
4. Sadece bedeli tamamen ödenmiş paylar iktisap edilebilir.

Üye Devletler, şu iki halde genel kurulun yetkisine gerek kalmadan anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilmelerine karar verebilirler (m. 19, f. 2)²⁸²:

geleneksel Avrupa tutumunu yansıtır, *bkz.*: Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (Ed.), **Capital Markets and Company Law**, Oxford: Oxford University Press, 2003, s. 100.

²⁷⁹ İzin, her bir muamele için değil 18 ayı geçmeyecek şekilde bir süre ile sınırlandırılabilir. Ayrıca genel kurul vereceği yetkide; iktisabın şartlarını ve süresini, iktisap edilecek maksimum hisse senedi sayısını ve iktisap değeri olarak maksimum ve minimum bedeli belirleyebilir.

²⁸⁰ Hükümün amacı, ortaklığın esas sermayesinin % 10'unun üzerinde bir oranda kendi paylarına sahip olmasının yol açabileceği olumsuzlukları engellemektir, *bkz.*: Asuman Yılmaz, "Avrupa Birliği Hukuku'nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması", **Prof. Dr. Ergun Özsunay'a Armağan**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2004, s. 32.

²⁸¹ Hükümün amacı, kendi paylarını devralma işleminin kar payı olarak dağıtılabilecek kaynaklardan finanse edilmesini sağlayarak ortaklık sermayesini ve alacaklılarını korumaktır, *bkz.*: Yılmaz, s. 32.

²⁸² *Edwards*'a göre, bu iki istisnanın ilki Alman hukukunu, ikincisi ise, şirkete işçilerin katılımını teşvik eden Alman ve Fransız politikasını yansıtır, s. 71 vd.

1. İktisabın, şirkete yönelik ciddi ve yakın bir zararı önlemek için gerekli olması²⁸³. Böyle bir durumda iktisaptan sonraki ilk genel kurul; iktisabın mahiyeti ve sebebi, sayısı, nominal değeri ve taahhüt edilen sermayeye oranı hakkında bilgilendirilir.

2. Payların şirket veya şirkete tabi bir işletmenin çalışanlarına dağıtmak için iktisap edilmesi. Bu halde paylar iktisap tarihinden itibaren 12 ay içinde dağıtılmalıdır.

B. Genel İktisap Şartlarının Uygulanmayacağı İstisnai Haller

Üye Devletler, şirketin kendi paylarını iktisap edemeyeceği hükmünü şu hallerde uygulamayabilirler (m. 20, f. 1):

a. Payların sermayeyi azaltma kararını yerine getirmek için iktisap edilmesi, veya üye devletlerin yasalarının şirkete geri alınabilir paylar (redeemable shares) (m. 39) ihraç etme yetkisi verdiği durumlar;

b. Payların malvarlığının genel devri sonucunda iktisap edilmesi;

c. Bedeli tamamen ödenmiş payların ivazsız olarak veya bankalar ve diğer finans kurumları tarafından satın alma komisyonu olarak iktisap edilmesi;

d. Payların bir hukuki yükümlülük veya azınlık pay sahiplerinin korunmasına ilişkin bir mahkeme kararı durumunda, özellikle şirketin birleşmesi, şirketin maksat ve nevinin değişmesi, şirket merkezinin nakli veya payların devri üzerindeki sınırlamaların başlangıcı nedeniyle iktisabı;

e. Payların, bir pay sahibinin pay bedelini (borcunu) ödeyememesi halinde iktisabı;

²⁸³ Bu istisna hükmünün uygulanması bakımından zararın; a) ortaklığa yönelik olması, b) ortaklığın büyüklüğü ve finansal gücü dikkate alındığında kayda değer boyutta olması, c) yakın bir gelecekte somut olarak gerçekleşme ihtimalinin yüksek olması, d) kendi paylarını devralmayı objektif olarak zorunlu kılması gerekir, bkz.: Yılmaz, s. 30. TTK. Tasarısında (TTKT. m. 381, f. 1'in gerekçesi) yakın ve ciddi tehlikeye örnek olarak; ortaklığın kendi paylarını iktisap edememesi durumunda borca batık bir kişiden alacağın tahsil edilememesi, pay senetlerinin borsada ani düşmesi veya düşebilecek durumda bulunması, ortaklık hakimiyetinin başka bir grubun eline geçmesi veya geçecek olması halleri gösterilmiştir.

f. Payların, ortak şirketlerde azınlık pay sahiplerinin zararını ödemek için iktisap edilmesi;

g. Bedeli tamamen ödenmiş payların pay sahibinin şirkete karşı olan borcunun ödenmesi için mahkeme kararıyla uygulanan satışta iktisap edilmesi;

h. m. 15(4) de ikinci alt paragrafta tarif edilen sabit sermayeli yatırım ortaklığı tarafından ihraç edilen bedeli tamamen ödenmiş payların, şirket veya ortak olduğu şirket tarafından yatırımcının isteği ile elde edilmesi durumunda m. 15(4) (a) uygulanacaktır.

Yukarıdaki zikredilen (a) ve (h) deki haller hariç diğer durumlarda şirketin kendi adına fakat şirket hesabına hareket eden bir kişi vasıtasıyla iktisap edilenlerde dahil olmak üzere iktisap ettiği payların nominal değeri yoksa hesaplanabilir değeri taahhüt edilen sermayenin % 10 unu aşamaz ve iktisap edilmelerinden itibaren üç yıl içerisinde elden çıkarılmaları gerekir (m. 20, f. 2). Eğer paylar bu süre içerisinde elden çıkarılmazsa iptal edilmelidirler. Üye devletlerin kanunları bu iptali taahhüt edilen sermayedeki azalmaya karşılık olarak yapabilirler. Eğer iktisap edilen payların iptali, bilançoda gösterilen net varlıkların, taahhüt edilen sermaye ile yedek akçelerin altına düşmesi sonucunu doğuruyorsa sermaye azalımı zorunludur (m. 20, f. 3). Eğer payların iktisabı yukarıda zikredilen hükümlere (m. 19, 20) aykırı olarak gerçekleşirse iktisaplarından itibaren bir yıl içerisinde elden çıkarılmaları gerekir. Burada devralınan payların toplam nominal değerinin belli bir orana ulaşması şartı aranmamıştır²⁸⁴. Bu süre içinde elden çıkarılmazlarsa iptal edilirler (m. 21).

C. İktisabın Hukuki Sonuçları

Şirketin iktisap ettiği kendi paylarına ilişkin oy hakkı askıdadır [m. 22, f. 1 (a)]. Oy hakkının kullanılamaması paylar ortaklığın elinde bulunduğu sürece söz konusu olup bir üçüncü kişiye devredildiğinde yeni pay sahibi oy hakkını kullanabilecektir²⁸⁵. Ortaklığın kendi paylarının satın alma değerine eşit bir tutarı, bilançonun pasif tarafında yedek akçeler arasında göstermesi gerekir (m. 22, f. 1, b. b). Aksi takdirde bu payların

²⁸⁴ Yılmaz, s. 35.

²⁸⁵ Yılmaz, s. 35.

değeri aktifde yer aldığı için bu tutar kar olarak gözükecektir. İktisap edilen paylara ilişkin olarak; mali yıl zarfında yapılan iktisapların nedenleri, iktisap edilen ve elden çıkarılan payların nominal yoksa hesaplanabilir değerleri ve taahhüt edilen sermaye içindeki oranın yıllık rapor içinde gösterilmesi gerekir (m. 22, f. 2).

23 Kasım 1992 tarihli 92/101 sayılı yönerge²⁸⁶ ile yapılan değişiklik ile şirketin kendi paylarını iktisap etmesi imkânını sınırlayan hükümler yavru şirketler tarafından yapılan iktisaplara da şamil kılınmıştır (m. 24a)²⁸⁷. Böylelikle ana ortaklık yönetim kurulunun yavru ortaklığın devraldığı paylardan doğan oy hakkını kendi çıkarları lehine kullanarak ortaklık içindeki güç dengesini haksız olarak bozması veya payların borsa değerini manipülatif olarak yükseltmek amacıyla yavru ortaklığı kullanması önlenmek istenmiştir²⁸⁸.

D. Değerlendirme

Yönerge, taahhüt edilen sermayenin muhafaza edilmesi ve hissedarlara eşit muamele yapılmasını sağlamak için anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etme hakkını sınırlamaktadır. İktisap üzerine sınırlama sadece şirketin kendi yaptığı iktisaplara değil kendi adına fakat şirket namına hareket eden bir kişinin yaptığı iktisaplara da uygulanmaktadır. Ayrıca ortaklığın, kendi paylarının veya holding ortaklığının paylarının bir üçüncü kişi tarafından taahhüt veya satın alınması maksadıyla doğrudan veya dolaylı ödünç para, garanti veya teminat vermesi yasaklanmıştır (m. 23)²⁸⁹. Böyle bir hüküm gizli iktisapları önlemek için gereklidir²⁹⁰. Aksi takdirde ortaklık esas sermayesi pay sahipleri tarafından değil bizzat ortaklık tarafından finanse edilmiş olmaktadır²⁹¹. Bu yönerge üye devletler için bağlayıcıdır, ancak şekil ve aracın seçimi ulusal makamlara aittir. Yönerge 16 Aralık 1976 da üye devletlere bildirildikten sonra yerine getirilmesi için iki yıllık bir zaman dilimi öngörülmüştü. İtalya ve Belçika ve Lüksemburg 1982'ye kadar yerine getirmemişti. Yönerge genel olarak zorunlu

²⁸⁶ Bkz.: yukarıda dpn. 276.

²⁸⁷ Edwards'a göre, m. 24 kural ve istisnaları doğrudan Alman hukukundan esinlenmiştir, s. 73.

²⁸⁸ Yılmaz, s. 40.

²⁸⁹ Ancak kredi kurumlarının olağan işlemlerinden olan borç para verme ve çalışanların hisse senedi iktisabının finansmanı istisnaya tabidir.

²⁹⁰ Edwards, s. 73.

²⁹¹ Yılmaz, s. 37.

nitelikteki muhtevasıyla oldukça spesifik olup üye devletlere sadece yöneticilik rolü bırakmaktadır. Yönerge yayınladığından bu yana yaklaşık 30 yıl geçti. Bu arada Avrupa Komisyonu Eylül 2001’de Avrupa mevzuatını gözden geçirmek için şirketler hukuku uzmanlarından oluşan yüksek düzey bir grup²⁹² teşkil etti. Grup, 4 Kasım 2002 de Avrupa’da şirketler hukuku için modern düzenleyici çatı teşkil edecek istişari bir belge niteliğinde rapor yayınladı²⁹³. Rapor ikinci yönergenin basitleştirilmesini ve güncelleştirilmesini savunmakta ve SLIM²⁹⁴ grubun önerdiği²⁹⁵ gibi şirketin kendi paylarını iktisaba dağıtılabılır rezervlerin sınırları içerisinde (taahhüt edilen sermayenin % 10’una kadar olan mevcut sınırlamanın yerine) izin verilmesi gerektiğini belirterek kendi paylarını iktisabın kolaylaştırılmasını öngörmektedir²⁹⁶. Mevcut sınırlama herhangi bir amaca hizmet etmemektedir²⁹⁷. Netice olarak şirketlerin yönergede öngörülen oranın üstünde kendi paylarını iktisap edebilmeleri ve bu konuda yönetim kuruluna daha uzun yetki verilmesi gerektiği savunulmaktadır²⁹⁸. Şirketin paylarını iktisap etmek için üçüncü şahıslara finansal yardım yapılması da öngörülen konular arasındadır²⁹⁹.

²⁹² High Level Group of Company Law Experts (Şirketler Hukuku Alanında Yüksek Düzeyli Uzmanlar Grubu)

²⁹³ A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts bkz.: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/consult_en.pdf (29.05.2005). Avrupa Birliği Komisyonu, bu rapor üzerine kısa, orta ve uzun vadede yapılması gereken eylemleri içeren “Anonim Ortaklıklar Hukukunun Çağdaştırılması ve Avrupa Birliğinde Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Eylem Planı”nı (Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward) 21.05.2003 tarihinde Konsey’e ve Parlamento’ya sunmuştur, bkz.: http://www.ecgi.de/commission/documents/com2003_0284en01.pdf (29.05.2005).

²⁹⁴ Avrupa komisyonu tarafından 1996’da mevcut kuralların yerini alabilecek daha basit bir mevzuatı saptamak için kurulan bir gruptur, *Simpler Legislation for the Internal Market* (SLIM).

²⁹⁵ The Simplification of the First and Second Company Law Directives, Explanatory Memorandum, Brussels, October 1999, bkz.: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/6037en.pdf (29.04.2005).

²⁹⁶ A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts, s. 85, 91.

²⁹⁷ Pieter Leyte, “The Regime of Capital Maintenance Pertaining to Public Companies, Its Reform and Alternatives”, **Business Law Review** (April 2004), V. 25, No. 4, s. 87.

²⁹⁸ A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts, 81.

²⁹⁹ Reid, s.166.

III. Birlik Üyesi Bazı Ülkelerde Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı

A. Yunanistan

Yunanistan’da anonim şirkete karşılık olarak “*Anonymous Etairia –A.E.*” yi görmekteyiz. A.E. ile ilgili temel kanun 1920 tarihli 2190 sayılı Kanun’dur³⁰⁰. Kanuna göre bir A.E. prensip olarak kendi pay senetlerini iktisaptan men edilmiştir. Bu prensip, iktisap gerek şirketin kendisi tarafından gerekse kendi namına şirket hesabına hareket eden bir kişi tarafından gerçekleşsin geçerlidir (m.16 § 1). Kanun A.E.’nin kendi pay senetlerini iktisap etme yasağına sıkıda olsa bir takım istisnalar öngörmüştür. Bu hallerde yasak uygulamayacaktır. Bunlar³⁰¹;

1) Pay senetlerinin, şirket ana mukavelesine göre sermaye azaltılmasına ilişkin bir genel kurul kararını icra etmek için şirket tarafından iktisap edilmesi (m.16 § 2 a). Bu sebepten dolayı iktisap edilen pay senetleri derhal iptal edilmelidir (m. 16 § 3).

2) Pay senetleri bir malvarlığının tümüyle devri neticesinde şirket tarafından iktisap edilmişse (m.16 § 2 b). Bu halde de pay senetleri derhal iptal edilmelidir (m. 16 § 3).

³⁰⁰ İngilizce “Company Limited By Shares” olarak nitelendirebilecek A.E. ile ilgili Kanun başlıca 4237 sayılı ve 1962 tarihli Kararname (Legislative Decree) ile değiştirilmiş ve 174 sayılı ve 1963 tarihli Krallık Fermanı (Royal Decree) ile derlenerek kodife hale getirilmiştir. Kanun, şirketler hukukunun uyumlaştırılması amacıyla Avrupa Birliği Yönergeleriyle uyumlu hale getirilmek için iki kez değiştirilmiştir; 1) 28.11.1986 tarih ve 409 sayılı Kararname (Resmi Gazete A. No. 191/1986), 2) 31.12.1987 tarih ve 498 sayılı Kararname (Resmi Gazete A. No. 236/1987). Bu değişikliklerde konumuzla alakalı 77/91/E.E.C. sayılı Avrupa Birliği İkinci Konsey Direktifi’ne de uyulmuştur (Konseyin 77/91/EEC sayılı İkinci Şirketler Hukuku Yönergesi). Ayrıca, 20.1.1993 tarih ve 14 sayılı Kararname ile ikinci Konsey Direktifinin 19. Maddesi 2190 sayılı Kanunun 16. Maddesine yeni paragraflar (5-14) olarak ilave olunmuştur. Buna göre; hisse senetleri Atina Menkul Kıymetler Borsasına kote (kayıt) edilmiş bir şirket: taahhüt edilmiş sermayesinin %10’unu geçmeyecek şekilde kendi hisse senetlerini iktisap edebilir. Bu orana şirket tarafından ve kendi adına şirket hesabına hareket eden bir kişi tarafından iktisap edilen hisselerde de dahildir. Kanunun gayesi hisse senetlerinin borsa değerini desteklemek yoluyla piyasada dengede durması ve şirkete gelebilecek ciddi ve yakın zararı önlemektir. İktisap için gereken şartlar Kanunda ayrıntılı olarak belirtilmiştir (m. 2 §§ 6, 8). Bu şartların ihlali, muameleyi mutlak butlan ile malul kılar. Bu yolla elde edilen hisse senetleri elde edildikleri tarihten itibaren üç yıl içinde elden çıkarılmazlarsa genel kurulun kararıyla iptal edilirler. Bu konuda bkz.: Lambros E. Kotsiris, **Greek Company Law**, 2nd ed., Athens: Sakkoulas/Kluwer, 1993, s. 35, 75, 94.

³⁰¹ Kotsiris, s. 93.

3) Şirketin hissedarlarından olan alacaklarının ödenmesi babında bedeli tamamen ödenmiş pay senetlerinin iktisabı (m. 16 §§ 2,8). Böyle pay senetleri en fazla bir yılı geçmeyecek şekilde en kısa zamanda satılmalıdır. Eğer bu süre içinde satılmamışlarsa iptal edilmelidirler (m. 16 § 3).

4) Pay senetleri bankacılık şirketleri tarafından üçüncü bir şahsın emriyle iktisap edilmişse (m. 16 § 2,8).

5) Bağışlama gibi bedeli ivazsız olarak iktisap edilen bedeli tamamen ödenmiş pay senetlerinin iktisabı (m. 16 § 2, e). Böyle pay senetleri satılmalı aksi takdirde iptal edilmelidir.

Şirketin iktisap ettiği kendi pay senetleri genel kurulun toplantı nisabının hesaplanmasında nazara alınır, fakat bu pay senetlerine bağlı oy hakkı geçici olarak askıdadır (m. 16 § 4). Kanun şirketin kendi ya da yavru şirketin pay senetlerini borçlara veya diğer kredilere karşı rehin olarak kabulünü de yasaklıyor (m. 17 § 1, 1). Bununla birlikte, bu yasak bankalar ya da diğer finansal kurumlar tarafından normal işleri olarak sonuçlandırdıkları muamelelere uygulanmaz (m. 17 §§ 1, 2). Ayrıca yavru şirket (m. 42 e § 5, a L’de tanımlanmıştır), ana şirketin aktiflerindeki suni artışı önlemek için, sermayesinin bir kısmını dahi ana şirketin hisselerine yatırması yasaklanmıştır (m. 17 § 2). Sonuç olarak denilebilir ki, *iktisap yasağının gayesi* şirket malvarlığının bütünlüğünü azalmaya karşı muhafaza suretiyle pay sahiplerinin ve alacaklıların menfaatlerini şirketin varlıklarının korunmasını garanti altına almak suretiyle korumaktır³⁰².

B. İtalya

İtalya’da anonim şirket (Società per azioni –S.p.A.-)³⁰³, 16 Mart 1942 tarih ve 262 numaralı İtalyan Medeni Kanunu’nun (Code Civil) 2325 ve 2461 inci maddeleri arasında düzenlenmiştir. Minimum sermaye 120000 Euro’dur. Borçlarından dolayı yalnızca malvarlığı ile sorumludur ve tüzel kişiliği vardır. Şirketin kendi pay senetlerini

³⁰² Kotsiris, s. 92.

³⁰³ Ayrıntılı olarak bkz.: Roberto Cociancich, “Italy”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2 nd. ed., London: Sweet Maxwell, 1997, s. 335 vd.

satın alabileceği durumlar sınırlıdır. Kural olarak S.p.A.’nın kendi pay senetlerini satın alması yasaktır (m. 2357). Ancak, pay senetlerinin satın alınması, edinimi, sermaye azaltılması konusunda bir genel kurul kararının yerine getirilmesine, bedeli tamamen ödenmiş olanlarda ivazsız olmasına, bir miras intikali yahut birleşmeye ya da bedeli tamamen ödenmiş olanlarda şirketin bir alacağının ödenmesi amacıyla cebri icraya konu olması hallerinde yasağa ilişkin sınırlamalar uygulanmayacaktır (m. 2357bis).³⁰⁴ Bu hallerde iktisap edilen paylar esas sermayenin % 10’unu aşıyorsa fazla kısmın iktisap tarihinden itibaren bir yıl içinde elden çıkarılması gerekmektedir (m. 2357bis). Yönetim kurulu üyeleri, bu şekilde satın alınan, elde edilen pay senetleri üzerinde genel kurulca verilen bir yetki olmadıkça tasarrufta bulunamazlar. Bu paylara ilişkin oy hakkı askıdadır ancak genel kurulun teşkili ve kararları için gerekli olan nisapların belirlenmesi amacıyla sermayenin bir kısmı olarak hesaba alınır (m. 2357ter). Ancak mali haklar konusunda donmanın söz konusu olmadığı, iktisap edilen paylara ilişkin kar payı ve rüçhan haklarının diğer ortaklara verileceği öngörülmüştür³⁰⁵. Kanun şirketin kendi pay senetlerini hiçbir şekilde taahhüt edemeyeceğini de hüküm altına almıştır. Bu hükümlerin ihlali halinde ve kusursuz olduklarını ispatlamadıkça kurucuların, kurucu üyelerin sermaye artırımı halinde yönetim kurulu üyelerinin taahhüt ve ödemedi sorumlulukları öngörülmüştür (m. 2357quarter)³⁰⁶. Ayrıca, S.p.A. kendi pay senetlerinin iktisabı ya da taahhüdü için ne ödünç ne de garanti veremeyeceği gibi kendi pay senetlerini bir aracı şirket vasıtasıyla menkul kıymet olarak dahi kabul edemez (m.2358)³⁰⁷. Görüldüğü gibi Kanun S.p.A.’nın kendi pay senetlerini satın almasının pay sahipleri, ortaklık alacaklıları ve ortaklık sermayesi için getireceği tehlikeleri düşünerek kural olarak bunu yasaklamıştır³⁰⁸.

³⁰⁴ Jonathan Rickford (Ed.), “Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, **European Business Law Review**, C. 15, S. 4 (2004), s. 1012, dpn. 280.

³⁰⁵ Hatta iktisap edilen payların genel kurul karar ve toplantı yetersayılarının hesaplanmasında göz önünde tutulacağı öngörülmüştür, *bkz.*: Wastl/Wagner/Lau, s. 104 vd.

³⁰⁶ Yönetim kurulunun sorumluluğu hakkında ayrıntılı olarak *bkz.*: Tomaso Pignatti Morano, “Italy”, **Directors’ Duties and Liabilities**, (Ed.: Paul J. Omar), Aldershot: Ashgate Publishing, 2000, s. 67 vd.

³⁰⁷ Bu madde 10 Şubat 1986 tarih ve 30 sayılı Kararname (Presidential Decree) ile değiştirilmiştir. Diğer ülkelerde yaygın olmayan, borçlanarak şirket satın alma konusunda İtalya’da bir takım problemlere sebebiyet vermiştir. Bu konuda *bkz.*: Aldo Frignani, ve Giancarlo Elia, **Italian Company Law With the Italian Text of the Civil Code, Book V Articles 2325-2548**, Milan: Ipsoa/Kluwer, 1992, s. 9.

³⁰⁸ Wastl/Wagner/Lau, s. 103. Kanun sermayenin iade edilemeyeceği ilkesinin ihlali anlamına gelebilecek olan yavru şirketin ana şirketin hisse senetlerini satın alamayacağı konusunda da hükümler getirmiştir, m. 2359, 2359bis. Yavru şirketler holding şirketlerinin hisse senetlerini dağıtılabılır karları ve kullanılabılır

C. İspanya

İspanya’da anonim şirketler “Sociedad Anónima” ya da kısaltılmış şekli ile “S.A.” olarak ifade edilmektedirler. 1 Ocak 1986’da Avrupa Ekonomik Topluluğunun (şimdi Avrupa Birliği ya da AB) bir üyesi haline gelen İspanya’da şirketler hukuku alanında AB Yönergeleri ile uyumlu hale gelebilmek amacıyla çok sayıda değişiklik yapıldığından İspanya hukuku bu alanda çoğunlukla diğer AB ülkelerine benzemektedir. Avrupa Birliği düzenlemelerinde ayrıntılı olarak açıkladığımız üzere konumuzla alakalı; *şirketlerin kuruluşu, sermayelerinin muhafazası ve değiştirilmesine* ilişkin 13 Aralık 1976 tarih ve 77/91 sayılı İkinci Konsey Yönergesi, S.A.’ya ilişkin hükümlerde etkisini göstermiştir. S.A.’nın kendi pay senetlerini iktisabı ile ilgili hükümler Kanunun³⁰⁹ “Hisse Senetleri” başlığını taşıyan IV. Bölümünün, “*Şirketin Kendi Hisse Senetlerini İhtiva Eden Muameleleri*” başlıklı dördüncü kısmında (m.74-89) düzenlenmiştir. Öncelikle şirket hiçbir surette kendi yahut ana şirketi (kontrolü altında olduğu şirket) tarafından çıkarılan pay senetlerini taahhüt edemez. Bu kurala aykırılık halinde taahhüt edilen pay senetlerinin ödenmesi için müştereken ve ayrı ayrı kuruculara, sermaye artırımında idarecilere müracaat edilecektir. Eğer taahhüt bir aracı kurum vasıtasıyla yapılmışsa yine kurucuların ve idarecilerin müşterek ve ayrı ayrı –kusursuz olduklarını ispat etmedikçe- sorumlulukları söz konusudur (m. 74 § 1, 2, 3, 4)³¹⁰. Bir S.A.’nın kendi ya da ana şirketi tarafından ihraç edilen pay senetlerini iktisap edebilmesi ise şu şartlara bağlanmıştır (m. 75).³¹¹

yedek akçelerinin sınırları içerisinde hisse senetleri tamamen ödenmiş olmak şartıyla satın alabilirler. Böyle hisse satın alımı için teklifin Genel Kurul tarafından onaylanmış olması gerekir. Yavru ve Holding şirketler arasında karşılıklı katılmayı önlemek amacıyla 1994’te özel bir Kanun yürürlüğe girmiştir, bkz.: Cociancich, s. 342.

³⁰⁹ İspanya hukukunda S.A. şirketler esas olarak 25 Haziran 1989 tarih ve 19 sayılı Kanun (Ley de Sociedades Anónimas) ile düzenlenmiş, 1 Ocak 1990 da yürürlüğe giren 22 Aralık 1989 tarih ve 1564 sayılı Kraliyet Kararnamesi ile onaylanmıştır. Bu Kanun, 1 Haziran 1995 tarihinde yürürlüğe giren 23 Mart 1995 tarih ve 2 sayılı Sınırlı Sorumlu Şirketler (Sociedad de Responsabilidad Limitada – S.L.) hakkındaki Kanun ile kısmen değiştirildi. Bu konuda bkz.: Santiago C. Minguela, **Spanish Corporation Law and Limited Liability Company Law**, Madrid: La Ley Actualidad, 1996, s.5 vd.

³¹⁰ Yönetim Kurulunun sorumluluğu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz.: Rosana Hallett, “Spain”, **Directors’ Duties and Liabilities**, (Ed.: Paul J. Omar), Aldershot: Ashgate Publishing, 2000, s. 112 vd; Kanuna (Ley de Sociedades Anónimas) göre minimum sermaye miktarı 60101 Euro’dur (m. 4).

³¹¹ Ayrıca bkz.: Almudena Arpón de Mendivil, “Spain”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2 nd. ed., London: Sweet Maxwell, 1997, s. 490 vd.

1) İktisap Genel Kurul Kararı tarafından yetkilendirilmiş olmalı ve genel kurul kararında satın alma usulü, satın alınacak maksimum pay senedi sayısı, minimum ve maksimum satın alma fiyatı ve hiçbir surette 18 ayı geçemeyecek yetkilendirme süresi belirtilmelidir. Ana şirketten iktisap edilen pay senetleri için ana şirketin pay sahiplerinin de izni gerekmektedir.

2) İktisap edilen paylar –şirketin iktisap ederek halihazırda elinde tuttukları dahil- şirket sermayesinin %10'unu geçemez.

3) Satın alınan pay senetlerinin bedeli tamamen ödenmiş olmalıdır. Bu şartlar ihlal edilerek iktisap edilen pay senetleri ilk iktisap tarihinden itibaren bir yıl içerisinde devredilmelidir. Eğer böyle bir elden çıkarma gerçekleşmezse şirket pay senetlerini geri alarak derhal sermayesini azaltma yolunu tutmalıdır (m. 76).

Şirket kendi veya ana şirketinin pay senetlerini şu hallerde yukarıda zikredilen (m. 75) şartlara tabi olmaksızın iktisap edebilir:

1) pay senetleri Genel Kurulda kabul edilen sermaye azaltılmasına ilişkin karara dayanılarak devralınmışsa,

2) pay senetleri bütünüyle devralınan bir mamelekin bir kısmını teşkil ediyorsa,

3) bedeli tamamen ödenmiş pay senetlerinin ivazsız olarak iktisabı,

4) şirketin bir alacağının ödenmesi için bedeli tamamen ödenmiş pay senetlerinin mahkeme emri neticesinde iktisap edilmesi. Normal şartlar altında iktisap edilen pay senetleri (sermaye azaltılmasından dolayı amorti edilmemişlerse yahut şirket tarafından halihazır zilyetliğinde olanlara eklendiğinde şirket sermayesinin %10'unu geçmedikçe) iktisap tarihinden itibaren 3 yıllık bir süre içerisinde elden çıkarılmalıdırlar. Eğer bu süre zarfında elden çıkarılmazlarsa yukarıda zikredilen m. 76 hükümleri uygulanacaktır (m. 78).

Şirketin iktisap ettiği kendi pay senetlerine şirketin elinde bulunduğu süre zarfında hangi kurallar uygulanacaktır? Kanun bu konuda şu hükümleri vazetmiştir (m. 79):

1) Şirketin kendi yahut ana şirketin pay senetlerine bağlı oy hakkı ve diğer bütün ekonomik olmayan haklar askıda kalacaktır. Şirketin kendi pay senetlerine bağlı kar payı hakları, yeni pay senetlerini ücretsiz satın alma hakkı hariç geri kalan pay senetleri arasında orantılı olarak dağıtılacaktır,

2) Şirketin kendi pay senetleri, toplantı yapma ve o hususta bir kararın onaylanması için gerekli nisabın hesaplanmasında sermayenin bir parçası olarak göz önünde tutulacaklardır,

3)İktisap eden şirketin bilançosunun pasif tarafında kendi pay senetlerinin yahut malvarlığına dahil ana şirketin pay senetlerinin değerine eşit değerde zorunlu bir karşılık oluşturulacak ve bu karşılık pay senetleri devir edilinceye ya da amorti edilinceye kadar tutulmalıdır,

4)İktisap eden şirketin yönetim kurulu raporunda; mali yıl boyunca yapılan iktisapların sebepleri, iktisap edilen ve elden çıkarılan pay senetlerinin sayısı ve nominal değeri ve onların temsil ettiği pay senedi sermayesinin oranı gibi hususlar yer almalıdır.

Bir S.A. kendi yahut ana şirketinin pay senetlerini iktisap da olduğu gibi benzer şartlara bağlı olarak ve belirlenen sınırlar içerisinde rehin yahut diğer bir teminat şekli olarak kabul edebilir (m. 80). Rehin alma yasağının da, iktisap yasağı gibi sermayenin korunmasına hizmet ettiği açıktır. Ancak kanun, bankacılık ve diğer finansal kurumların normal faaliyet alanı içerisinde deruhte ettikleri muameleler açısından istisna öngörmüştür. Şirket kendi pay senetlerini satın alması için bir üçüncü kişiye avans fon ve ödünç veremeyeceği gibi bu konuda herhangi bir diğer finansal yardım sağlayamaz (m. 81, § 1). Ancak şirketin, kendi pay senetlerini, personeli tarafından iktisabını kolaylaştırmaya yönelik doğrudan faaliyetleri bundan istisnadır (m. 81, § 2). Kanun iki ya da daha çok şirketin pay senetlerini karşılıklı olarak elinde bulundurması durumu (m. 82, 83, 84, 85) ile ana şirket (m. 87) ve aracıları (m. 88) düzenledikten sonra müeyyidelere (m. 89) yer vermiştir.

D. Belçika

Belçika’da anonim ortaklıklara ilişkin mevzuat çok sayıda değişiklik yapıldığından bir gel-git’i andırır³¹². Avrupa Topluluğunun konumuzla alakalı 2. Yönergesi 1984 tarihli önemli değişikliklere neden olmuştur. Son değişiklikler 7 ve 13 Mart 1995 tarihli değişikliklerdir. Belçika hukukunda prensip olarak bizdeki anonim ortaklıklara tekabül eden ortaklık tipi “*Naamloze vennootschappen*” olarak adlandırılmaktadır. Tüzel kişilikleri vardır ve hissedarların sorumlulukları taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlıdır. Bu ortaklık tipi Ticaret Kanununun “Ticaret Ortaklıkları” na ait 9. Kısımın 4. Bölümünde düzenlenmişlerdir. Ortaklığın kendi pay senetlerini iktisabına ilişkin m. 52bis, 3. Fasılda (Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerinin Devri, m. 41- 52 septies) yer almaktadır ve çok ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. M. 52bis’e göre; şirketin (*Naamloze vennootschappen*) kendi pay senetlerini doğrudan yahut kendi adına şirket hesabına hareket eden bir kişi vasıtasıyla iktisap etmesi şu şartlara bağlanmıştır:

1) iktisap öncelikle m. 70bis’de³¹³ öngörülen toplantı nisabı ve çoğunluk şartlarına uygun olarak kabul edilmiş Genel Kurul kararına tabidir,

2) şirketin evvelce iktisap etmiş oldukları ve portföyünde bulundurdıkları dahil olmak üzere iktisap edilen pay senetlerinin nominal değerinin yoksa net aktif değerinin ödenmiş sermayenin %10’undan fazla olamaz,

3) iktisap için tahsis edilmiş miktar m. 77’de öngörülen (envanter ve yıllık hesaplar başlıklı bölümde yer alan kar dağıtımı ile ilgili) kurallar için geçerli olmalıdır,

4) iktisap işlemi yalnızca bedeli tamamen ödenmiş pay senetleri ile ilgilidir,

5) bütün pay sahiplerinin mevcut yada temsil edilmiş olduğu bir genel kurulda oybirliği ile alınmış iktisap kararı hariç satın alma teklifi bütün pay sahiplerine yapılmış olmalıdır. Pay senetleri menkul kıymetler borsasına yahut Avrupa Birliğine üye

³¹² Akar Öcal, **Belçika ve Fransız Hukuklarında Ticaret Şirketlerinin Yönetimi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Araştırma Fonu Projesi, 1998, s. 38.

³¹³ Madde şirket gayesinin değiştirilmesi ile ilgili toplantı ve karar yetersayılarından söz etmektedir. Bu konuda bkz.: H.S.C. Warendorf ve diğerleri, **Belgian Company Law**, The Hague: Kluwer Law International, 1996, s. 147.

devletlerde kurulu bir menkul kıymetler borsasına kote (kayıt) edilmiş şirketler hissedarlara satın alma teklifi yapmaksızın kendi pay senetlerini satın alabilirler.

Şirket eğer pay senetlerini çalışanlarına sunmak gayesiyle elde etmiş yahut şirket için yakın tehlike arz eden ciddi bir zarardan kaçınmak amacıyla iktisap gerekliyse birinci paragrafta belirtilen genel kurul kararına ihtiyaç yoktur (m. 52bis § 1. 2, 3). Bu hak şirket sözleşmesinin ya da esas sözleşme değişikliklerinin yayımı tarihinden itibaren 3 yıllık süre ile sınırlıdır. Bu süre madde 70 bis 'deki toplantı nisabı ve çoğunluk şartlarına uygun olarak aynı periyotlar için genel kurul kararı ile uzatılabilir. İktisaptan sonraki genel kurul toplantısında iktisabın sebepleri ve gayesi yönetim kurulu tarafından bildirilmelidir (m. 52bis § 1. 4). Genel kurul ya da sözleşme maddeleri iktisap edilecek maksimum pay senedi sayısını düzenlemeli, verilen yetki süresi minimum ve maksimum olarak belirtilmeli, ancak 18 ayı geçmemelidir (m. 52bis § 1. 5).

M. 52bis § 2'de ise yukarıda (§ 1) sayılan hükümlerin uygulanmayacağı halleri göstermiştir. Örneğin, pay senetlerinin m. 72'ye göre sermaye azaltılması konusunda genel kurul kararının yerine getirilmesi için derhal imha etmek amacıyla iktisap edilmesi. M. 52bis § 3'de ise, şirketin elinde bulundurduğu pay senetlerine bağlı oy haklarının durumu düzenlenmiş ve bunların geçici olarak kullanılamayacağı (askıda kalacağı) ifade edilmiştir³¹⁴. Kanun, şirketin kendi pay senetlerinin üçüncü şahıslar tarafından iktisabı için ödünç veremeyeceğini dahi düzenlemiştir. Ancak normal faaliyetleri bu muamelelerden olan özel bir kanunla idare olunan kredi kurumları ve böyle kurumlar tarafından tanınan kredi birlikleri, bankalar, özel tasarruf bankaları ve teşebbüsler hakkında bu hüküm uygulanmaz (m. 52ter § 2). Ayrıca, şirket pay senetlerinin iktisap sebeplerini yıllık faaliyet raporunda bildirecektir (m.77, 6)³¹⁵. Oldukça ayrıntılı bu hükümlerin gayesinin şirketin (*Naamloze vennotschappen*) sermayesini kendi pay senetleri için harcamak suretiyle alacaklıların ve hissedarların haklarının tehlikeye düşürülmesini önlemek olduğu görülmektedir.

³¹⁴ Bu konuda Belçika hukukunda doktrinde görüş birliği bulunmaktadır, bkz.: Oğuz İmregün, **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları Ve Bunları Telif Çareleri**, İstanbul, 1962, s. 44 ve dnp. 131'de anılan yazar.

³¹⁵ Warendorf ve diğerleri, s. 165.

E. Almanya

Almanya’da hukukumuzdaki anonim şirkete karşılık gelen ve bir sermaye ortaklığı olan *Aktiengesellschaft* (AG), Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz/AktG*) tarafından düzenlenmiştir³¹⁶. Kanuna göre bir AG için minimum sermaye 50000 Euro’dur (m. 7). Bir AG, adi ve imtiyazlı pay senetleri (*Vorzugsaktien*) gibi değişik türde pay senetleri ihraç edebilir. Alman Paylı ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz / AktG*) § 71- 71e hükümleri Almanya’da anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesinin hukuki çerçevesini oluşturmaktadır. Avrupa Birliği’nin 2 nolu Yönergesine uygun olarak kendi paylarının iktisabı kural olarak yasaktır. § 71, mümkün olabilen istisnaları ve bu durumlar için ilave gerekleri ve sınırlamaları ortaya koymaktadır. § 71’in kenar başlığı “Şirketin kendi paylarını devralması”³¹⁷ şeklindedir. Bu hükme göre, şirket kendi hisselerini ancak aşağıdaki hallerde iktisap edebilecektir³¹⁸:

1. Ağır ve derhal vuku bulacak bir tehlikeden korumak için devralma lüzumlu ise.
2. Şirket kendi bünyesinde veya bağlı işletmelerinde çalışanlarına veya daha önce çalışmış olanlara verilmek üzere kendi paylarını iktisap etmesi³¹⁹.
3. Birleşme veya nevi değiştirme hallerinde pay sahiplerine tazminat ödenmesi amacıyla kendi paylarını iktisap etmesi.
4. Devralmanın ivazsız gerçekleşmiş olması³²⁰ veya bir kredi kuruluşunun iktisap ile bir alım komisyonu yürürlüğe koyması.
5. Ortaklığın kendi paylarını külli halefiyet yoluyla devralması.

³¹⁶ Ünal Tekinalp, “Yeni Alman Paylar Kanunu Tasarısının Getirdikleri”, **Batider**, 1965, C. III, S. 1, s. 127–138.

³¹⁷ “Erwerb eigener Aktien”

³¹⁸ Ayrıca bkz.: Jürgen J. Seiger ve Ludwig Leyendecker, “Germany”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2 nd. ed., London: Sweet Maxwell, 1997, s. 223.

³¹⁹ § 71 III hükmüne göre bu şekilde iktisap edilen hisselerin bir yıl içinde elden çıkarılması gerekir. Burada önemli olan şirketin hisseleri personeline devretme çabası içinde olmasıdır. Bu gaye içinde iken bir yıllık sürenin geçirilmesi ile iktisap geçersiz hale gelmez. Ancak herhangi bir umut yoksa AktG § 71 c I gereği kıyasen devretme borcu altına girer, bkz.: Benckendorff, s. 221.

³²⁰ Şirketin iktisap için herhangi bir karşılık ödememesi gerekir.

6. Genel kurul kararına dayanarak esas sermayenin azaltılması hakkındaki hükümler çerçevesinde tahsil söz konusu ise.

7. Bir kredi veya finans kuruluşunun kıymetli evrak alım satımıyla kendi paylarını devralması³²¹.

8. Genel kurul kararına dayanarak iktisap etmesi.

Bu 8 numaralı bent KonTraG³²² ile eklenmiş olup kendi paylarını iktisap konusunda Alman hukukunu liberal bir yapıya kavuşturmuştur³²³. Avrupa Birliğinin anonim şirketlerde kuruluş ve sermayenin korunmasına ilişkin ikinci konsey yönergesi ile de uyumludur³²⁴. Şirketin genel kurul kararına dayanarak kendi paylarını devralması mümkün hale gelmiştir. Önceden § 71 I, b. 1–7 de düzenlenen kendi paylarını iktisap halleri dar bir çerçevede mümkün olup bir takım şartlara bağlanmıştı. Şirketin kendi paylarını iktisabı yasak olmaktan çıkmış ve sadece belirli sınırlamalara tabi tutulmuştur. Bu sınırlamalar şunlardır; Genel kurul kararında geri alım için en düşük ve en yüksek değerlerin belirtilmesi, geri alımın esas sermayenin % 10'u ile sınırlı olması, genel kurulun vereceği yetkinin 18 ayı aşmaması, § 53a'da öngörülen eşit muamele ilkesine uyulması. Yukarıda yer alan 1–3, 7 ve 8 numaralı bentler % 10'luk sınırlamaya tabi iken (§ 71 II), 4–6 numaralı bentlerde iktisap edilen paylar esas sermayenin % 10'unu aşabilir. § 71a "Kanuna karşı hileli işlemler" başlığını taşımaktadır. Buna göre şirket tarafından başka birisine, konusunu bu şirketin paylarını devralmayı amaçlayan bir avans veya kredi yahut teminat verilmesi oluşturan işlemler geçersizdir. Ancak, kredi veya finans kuruluşlarınca cari işlemler çerçevesinde yapılan veya payların işçinin şirketi veya bağlı işletmesi tarafından devralınması amacıyla şirket tarafından bir avans veya kredi verilmesi yahut teminat gösterilmesi istisnadır. § 71b'ye göre şirketin iktisap

³²¹ Şirketin genel kurulca yetkilendirilmiş olması ve genel kurul kararında her günün sonunda bu amaçla devralınan hisselerin toplamının şirket esas sermayesinin yüzde beşini geçemeyeceği hususu ile ödenecek en düşük ve en yüksek hisse bedeli belirtilmiş olmalıdır. Verilecek yetkinin süresi 18 ayı aşmamalıdır.

³²² 27.04.1998 tarihli "İşletmeler Alanındaki Kontrol ve Şeffaflığa İlişkin Kanun (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich) 6. 3. 1998, **BGBI.** I, 30.04.1998, G 5702 – Nr.24, s. 786–794. kanun hakkında genel bilgi için bkz.: Fatih Bilgili, **Yeni Gelişmelerle İsviçre ve Alman Hukuklarında Anonim Ortaklıkların Organlarının Davranışlarından Dolayı 3. Kişiler Karşısındaki Sorumluluğu ve Organların Tazminat Borcu**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 80 vd.

³²³ Benckendorff, s. 223. Yazara göre bu hüküm 8 numaralı bent olarak değil ya § 71 AktG'nin başına alınmalı veya ayrı ve bağımsız bir madde olarak düzenlenmesi gerekir, s. 224.

³²⁴ Sermaye Yönergesi m. 19, f. 1, b. a'ya dayanmaktadır.

ettiği payları şirkete herhangi bir hak bahşetmez³²⁵. Kendi adına fakat şirket hesabına hareket eden üçüncü bir kişi şirketin kendi paylarını ancak bunun, § 71 I, b. 1–5, 7 ve 8 ve § 71 II hükümlerine göre şirket açısından da mümkün olması halinde devralabilir veya elinde tutabilir. Aynı şey şirketin kendi paylarını, bağlı bir ortaklığı veya şirketin çoğunluğunu elinde bulundurduğu bir işletme hesabına hareket eden üçüncü kişilerce devralınması veya elde bulundurulması hali için de geçerlidir. Esas sermayedeki pay oranının tespitinde bu paylar şirketin payları sayılır (§ 71d).

Bir anonim ortaklıkta esas sermayenin % 95'ine sahip olan bir pay sahibi, % 5 paya sahip olan azınlık pay sahip veya sahiplerinin paylarını uygun bir tazminat karşılığında “aleni teklif” ile devralmak suretiyle, ortaklıktan çıkarabilme hak ve yetkisine sahiptir (Alm. POK. § 327a, f. 1). Burada büyük pay sahibi için öngörülen % 95 oranı hesaplanırken, ortaklığın kendi payları ile üçüncü bir kişide ortaklığın hesabına tutulan payların dikkate alınmayacağını ve esas sermaye miktarından çıkarılması gerektiğini belirtmek gerekir³²⁶.

F. Hollanda

Şirketler hukuku alanında çıkarılan ve konumuzla alakalı Avrupa Birliği Konseyinin 77/91/EEC sayılı İkinci Şirketler Hukuku Yönergesi Hollanda tarafından yerine getirilmiştir. Böylelikle bir şirket kendi pay senetlerinin iktisabı için ikraz ya da teminat veremeyecektir. Hollanda hukuku, şirketlerin, üçüncü şahıslara (pay sahipleri yahut diğerleri olsun) bu amaçla (pay senetlerinin üçüncü şahıslar tarafından taahhüt veya iktisabı) finansal yardım vermesini yasaklamaktadır. Bu kurallar sermayenin ve alacaklıların korunması gayesine yöneliktir³²⁷. Bu kurallar hem N.V.'ye (BW³²⁸

³²⁵ İktisap edilen paylardan doğan hem malvarlığı hem de yönetime ilişkin haklar kullanılamaz. Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi ile birlikte bu haklara ait tüm mali ve kişisel nitelikteki haklar donar. Donma tüm haklar açısından söz konusudur. Baumbach/Hueck ise bu hakların hiç doğmamış sayılacağı görüşündedir, bkz.: Adolf Baumbach ve Alfred Hueck, **Aktiengesetz**, 13. Aufl., München, 1968, § 71, dnp. 23.

³²⁶ Hasan Pulaşlı, “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 655. buna uluslararası literatürde “squeeze out” denilmektedir ve TTK. Tasarısı bu hakkı iki halde tanımlamıştır: - Bölünmede (TTKT. m. 141, f. 2) –Tam hakimiyet halinde (TTKT. m. 208).

³²⁷ Steven R. Wschuit ve Jan-Erik Janssen, “Acquisitions, Takeovers and Joint Ventures”, **Dutch Business Law, Legal, Accounting and Tax Aspects of Doing Business in the Netherlands**, (haz.: Steven R. Schuit, Marcel Romyn ve Gerrit H. Zevenboom), The Hague: Kluwer Law International, 1998, s. 14-22 vd.

m.2:98c) hem de B.V.'ye (BW m.2:207c) uygulanır³²⁹. Ancak finansal yardım yasağı, N.V. pay senetleri şirketin ya da grup şirketlerinin çalışanları hesabına iktisap edilmişse uygulanmayacaktır. Benzer şekilde N.V.'ler ile ilgili olarak bu yasaklar Hollanda'da kayıtlı ve WTK'ya (Wet toezicht kredietwezen-Act on the Supervision of the Credit System-) tabi olan bankalar ve benzeri kurumların normal işletme faaliyeti olan muamelelerine uygulanmaz [(BW m.2:98c(3)]. Hollanda hukuku bir şirkete kendi pay senetlerini iktisap için izin vermekle birlikte önemli sınırlamalar getirmiştir³³⁰.

BW m.2:95 ve 205'e göre bir şirket kuruluş sırasında yahut daha sonra sermaye artırımında kendi pay senetlerini taahhüt edemez.

Pay senetlerinin itibari değeri tamamen ödenmiş olmalıdır.

Bir Naamloze Vennootschap -N.V.- doğrudan ya da tabi şirketleri vasıtasıyla dolaylı olarak kendi pay senetlerinin %10'undan fazlasını iktisap edemeyeceği gibi rehin olarak da elinde tutamaz [BW.m.2:98 (2)]. Bir B.V. için bu miktar %50 dir [BW.m.2:207(2)].

Bir N.V.'nin sözleşmesi geri satın almaya izin vermelidir. Bu konuda Yönetim Kuruluna verilecek yetkinin süresi 18 ayı geçemez [BW.m.2:98 (4)].

Şirketin mali yılının son altı aylık zarfında geri satın alma, bir evvelki mali yılın yıllık hesapları kabul edilmemiş ve ilk altı aylık süre onaylanmamış ise yasaklanmıştır [BW.m.2:98 (3) / 207 (3)].

³²⁸ Hollanda Medeni Kanunu (Burgerlijk Wetboek –BW–)

³²⁹ Hollanda şirketler hukuku esas olarak Hollanda Medeni Kanununun 2. Kitabının kapsamında ele alınmıştır. Hollanda hukuku iki farklı şirket tipi tanıır: N.V. (Naamloze Vennootschap) ve B.V. (Besloten Vennootschap). Her ikisi de paylara bölünmüş esas sermayeye ve hissedarlarından ayrı tüzel kişilikleri vardır [BW m. 2:64 (1) / 175 (1)]. N.V. hisse senetleri hamiline yazılı olabilir ve serbestçe ciro edilebilirler [BW m. 2:82 (1)]. Bununla birlikte nama yazılı N.V. hisse senetlerinin devri sınırlandırılabilir. Devir sınırlamaları esas mukavelede zikredilebilir [BW m. 2:87(1)]. B.V. hisse senetleri nama yazılı olmalıdırlar [BW m. 2:194 (1)] ve genel kural olarak serbestçe devredilemezler. Netice olarak B.V. hisse senetleri Amsterdam Borsasına kayıtlı olamazlar. N.V. hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesinden dolayı halka açık şirkettir. Bu konuda bkz.: Steven R. Schuit, "Business Organizations; Corporations", **Dutch Business Law, Legal, Accounting and Tax Aspects of Doing Business in the Netherlands**, (haz.: Steven R. Schuit, Marcel Romyn ve Gerrit H. Zevenboom), The Hague: Kluwer Law International, 1998, s. 9-34 ve 37.

³³⁰ Schuit, s. 9–57.

Kendi namına şirket hesabına pay senedi satın alanlar iktisap ettikleri pay senetlerini devir için şirkete karşı kanuni yükümlülük altındadırlar (BW m.2:98b).

Bir N.V.’nin tabi şirketi ana şirket tarafından ihraç edilen pay senetlerini taahhüt edemez [BW.m.2:98d (1) / 207d (1)].

İktisap edilen paylara ilişkin idari ve mali haklar bu payların elden çıkarılacağı zamana kadar donar. Oy hakları geri alınan pay senetleri hakkında uygulanmaz [BW.m.2:118 (7) / 228 (6)].

Netice olarak, şirket sözleşmesi şirkete pay senetlerini iktisap etmesi için izin vermeli ve iktisap genel kurul tarafından onaylanmalıdır. Sermaye Yönergesinde olduğu gibi en çok onsekiz aylık bir süre için verilebilecek bu yetkinin, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların toplam itibari değerlerini ve iktisap edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırını göstermesi gerekir. Eğer bu kanuni hükümlere uyulmazsa, muamele iptal edilir ve yönetim kurulu üyeleri pay senetlerini kendilerine iktisap etmelidirler ve ayrıca üçüncü şahısların uğradıkları zarar ve ziyanı tazmin etmelidirler. Yönetim kurulunun şirkete karşı olan bu sorumluluğunun kaynağı sermayenin korunmasına ilişkin hükümlerde bulunmaktadır³³¹.

G. Finlandiya ve İsveç

İskandinav ülkelerinde şirketler hukuku, ister Avrupa Birliği üyeliği isterse Avrupa Ekonomik Alanına (EEA)³³² katılmış olsun, halen yürürlükte olan Avrupa Birliği Yönergeleriyle uygun olarak kabul edilme sürecindedir³³³. Bu durum İsveç ve

³³¹ Gérard Carrière, “The Netherlands”, **Directors’ Duties and Liabilities**, (Ed.: Paul J. Omar), Aldershot: Ashgate Publishing, 2000, s. 83 vd.

³³² *European Economic Area*. EEA, AT ile EFTA ülkeleri arasında, korumacılığın kaldırılması konusunu hedefleyen bir işbirliğidir. 2 Mayıs 1992’de Oporta’da imzalanan antlaşma 1 Ocak 1994’de yürürlüğe girmiştir. Antlaşmanın özelliği AT yanında üye ülkelerce de imzalanmış olmasıdır. İsveçre, referandumun olumsuz sonuçlanması sebebiyle, dışarıda kalmıştır, bkz.: Tekinalp, (Tekinalp/ Tekinalp) AB Hukuku, s. 61, 62.

³³³ II. Dünya Savaşından evvelki yıllarda, İskandinav ülkeleri şirketler hukuklarının reformu için birlikte çalıştılar. Savaş yüzünden bu çalışma yalnızca İsveç şirketler hukuku reformuyla sonuçlandı. 1950’lerin sonuna doğru bu ortak reform programı yeniden başladı. 1970’lerde İskandinav ülkelerinde şirketler hukuku reformunun başarılması; Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç arasındaki yakın işbirliğinin sonucudur. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Paul Krüger ve Karsten Engsig Sorensen, “Free Movement of Companies from a Nordic Perspective”, **Maastricht Journal of European and Comparative Law**, Vol. 6, No. 1, 1999, s. 67–72.

Finlandiya’da kapsamlı değişikliklere ve biri özel (private) diğeri kamuya açık (public) iki şirket şeklinin girmesine yol açmıştır. Bununla beraber, uygulamada değişiklik önceki sistemi çok fazla değiştirmemiştir. İşkandinav ülkelerinde de şirket şekilleri ülkeden ülkeye farklıdır. Örneğin, Danimarka³³⁴, da bulunan belirli şirket şekillerinin diğer İşkandinav ülkelerinde muadili yoktur. Sonuç olarak sistemlerin yakın olduğunu ancak tamamıyla aynı olmadığı ifade edilebilir³³⁵.

1. Finlandiya

Finlandiya hukukuna göre, sınırlı sorumlu bir şirket, pay sahiplerinin şirket borçlarından şahsen sorumlu olmadığı bir řirkettir³³⁶. Fince “*osakeyhtiö, Oy*” veya “*julkinen osakeyhtiö, Oyj*”, İsveççe “*aktiebolag, Ab*” veya “*publikt aktiebolag, Abp*” olarak adlandırılmaktadır. Genel kural olarak, sınırlı sorumlu bir şirket kendi pay senetlerini yalnızca dağıtılabılır fonlarını kullanarak iktisap edebilir. Public limited liability company’ler ilave sınırlamalara tabidirler: böyle bir şirket, sermayenin veya şirketteki oy haklarının % 5’ten fazla pay senedini bulundurma sonucunu verecek şekilde kendi pay senetlerini iktisap edemez. Ayrıca, bir sınırlı sorumlu şirket birleşme yoluyla diğer bir şirketin iktisabı ile ilgili olarak kendi pay senetlerini iktisap edebilir. Bir sınırlı sorumlu şirket veya yavru şirketleri hiçbir şekilde kendi pay senetlerini taahhüt edemezler³³⁷.

³³⁴ Şirketin kendi hisse senetlerini iktisabıyla yakından ilgili bir kural olan şirketin gerek kendi gerekse ana şirketinin hisse senetlerini iktisap yoluyla finansal yardım sağlama yasağı Danimarka’da geniş bir uygulama alanına sahiptir. Danimarka Yüksek Mahkemesi, finansal yardım yasağını 2 Nolu Şirketler Hukuku Direktifi m. 23’ten daha geniş bir uygulamaya sahip olarak görüyor ve yasağı daha az sınırlayıcı şekilde yorumlayan İngiltere gibi üye devletlere göre karşı yönde hareket ediyor, bkz.: Soren F. Hansen ve Karsten Engsig Sorensen, “Reforming the Financial Assistance Provision in the Second Company Law Directive: A Danish Perspective”, **European Business Law Review**, Vol. 14, No. 1, 2003, s. 5 vd.

³³⁵ Leif Gustafsson (Ed.), **Business Laws in the Nordic Countries**, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 1998, s. 78.

³³⁶ İlgili Kanun, 1 Eylül 1997’de yürürlüğe giren fakat ihtiva ettiği geçici hükümler sebebiyle tedrici olarak 1978 tarihli Şirketler Kanununun yerini alacak yeni Şirketler Kanunudur (*osakeyhtiölaki 1997/145*). Yeni Kanundaki en önemli değişiklik sınırlı sorumlu şirketlerin *private* ve *public* sınırlı sorumlu şirketler olarak ayrılmasıdır. Asgari sermaye miktarı private limited company’de 50.000 Fin markı, public limited company’de 500.000 Fin markı olmalıdır. Yeni düzenlemeye göre, sadece public limited company’lerin hisse senetleri borsaya kote edilebilecek. Yeni Şirketler Kanunu diğer şeylerin yanı sıra şirketlerin kuruluşunda, sermayenin ödenmesinde, azınlığın korunmasında, birleşmeler ve şirketlerin yeniden yapılandırılmasında değiştirilmiş hükümler ihtiva ediyor, bkz.: Leif Gustafsson, s. 89; 734/1978 sayılı Finlandiya Şirketler Kanunu ve bu Kanunda yapılan değişiklikler için bkz.: <http://www.finlex.fi/english/laws/index> (31. 12. 2003).

³³⁷ Leif Gustafsson, s. 97.

Bir şirket tarafından kendi pay senetlerinin iktisabı Genel Kurul'da onaylanmış olmalıdır yahut pay sahipleri, Genel Kurul'da, yönetim kurulunu bir yılı geçmemek şartıyla belirli bir periyot için böyle iktisapları onaylama konusunda yetkilendirebilirler. Eğer bir public limited company birleşme yoluyla veya diğer bir şirketin iktisabı ile ilgili olarak kendi pay senetlerinin iktisabında yukarıda bahsedilen % 5 oranını aşarsa fazla kısım böyle pay senetlerinin iktisabından üç yıl içerisinde elden çıkarılmalıdır. Eğer şirket kendi pay senetlerini, Şirketler Kanununun hükümlerini ihlal ederek başka türlü iktisap ederse böyle pay senetleri iktisaplarından altı ay içerisinde elden çıkarılmalıdır³³⁸.

2. İsveç

İsveç'te anonim ortaklıklar 15. 12. 1977 tarihli Paylı Ortaklıklar Kanunu³³⁹ (*Aktiebolagslag*) ile düzenlenmiştir. Kanuna göre, bir şirket kendi pay senetlerini taahhüt veya iktisap edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Aynı şekilde yavru şirket ana ortaklığın paylarını iktisap edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Bu yasağa aykırılık sözleşmeyi hükümsüz kılacaktır. Ancak bu yasağın istisnaları da öngörülmüştür; herhangi bir alacak nedeni ile haczedilen ortaklık pay senedinin açık arttırma yolu ile yeniden iktisabında, bir işletmenin devralınmasında ve çoğunluk pay sahiplerinin çoğunluk gücünü kötüye kullanmaları halinde mahkemece ortaklığın azınlık paylarını ödemeye yükümlü tutulması hallerinde kendi paylarını edinme geçerlidir. Ancak bu şekilde iktisap edilen paylar, iktisap tarihinden itibaren üç yıl içerisinde elden çıkarılmak zorundadır³⁴⁰. Ayrıca bu paylar ortaklığa oy hakkı vermezler³⁴¹.

³³⁸ Leif Gustafsson, s. 97.

³³⁹ SFS (*Svensk författningssamling*, İsveç Kanun ve Tüzükler Dergisi) 1975:1385. Kanun, İngiliz sistemini esas alarak “public” ve “private” olmak üzere iki şeklini öngörmüştür. Asgari sermaye miktarı; *private company*'de 100.000 İsveç Kronu (Skr), *public* olanda 500.000 İsveç kronu (Skr)dur, bkz.: Leif Gustafsson, s. 124.

³⁴⁰ Mats Koffner, “Sweden”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2 nd. ed., London: Sweet Maxwell, 1997, s. 516.

³⁴¹ Leif Gustafsson, s. 128; Gebhard Carsten, “İsveç Paylı Ortaklıklar Hukukunda Yeni Gelişmeler”, çev. Zühtü Aytaç, **Batider** (Aralık 1978), C. IX, S. 4, s. 1059.

H. İngiltere

1. Tarihsel Gelişim ve Mevcut Hukuki Düzen

İngiliz hukukunda anonim ortaklığın³⁴² kendi paylarını iktisap etmesine ancak istisnai hallerde izin verilmiştir. Bu yönüyle Türk hukuk sistemine benzemektedir. Ortaklığın kendi paylarını iktisap edemeyeceğine ilişkin temel kural “sermayenin muhafazası” prensibinden doğmaktadır³⁴³. Ortaklığın kendi paylarını satın alması ortaklık konusu dışında yapılmış sınırdışı bir işlem (ultra vires) olarak kabul edilir³⁴⁴. Yasağın tarihsel geçmişi 1887 yılında Lordlar Kamarası’nın *Trevor v. Whitworth* davasında³⁴⁵ verdiği karara dayanmaktadır. Karar, şu gerekçe ile ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesine karşı çıkmaktaydı; eğer bir şirket kendi paylarını kolayca alabilseydi sermaye azalımı için öngörülen sıkı prosedür ve hükümlere sahip olmak

³⁴² Türk hukukundaki anonim şirketlere karşılık gelen şirket türü olarak karşımıza “company limited by shares” çıkmaktadır. Esas sermayesi muayyen ve paylara bölünmüş olup ortaklarının sorumluluğu koymayı taahhüt ettikleri sermaye payları ile sınırlıdır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Ali Cem Budak, “İngiliz Şirketler Hukukunun Ana Hatları”, **Batider** (Haziran 1991), C. XVI, S. 1, s. 66 vd.; Bu ortaklık, yukarıda anlatılan İki Nolu Konsey Yönergesine de uygun gelecek şekilde halkın katılmasına açık “public company” ve halka açık olmayan “private company” şeklinde kurulabilmektedirler, bkz.: Sabih Arkan, “İngiliz Hukukunda Ortaklık Türleri”, **Batider** (Haziran 1976), C. VIII, S. 3, s. 102 vd.; “Public” ve “private companies limited by shares”ler esas olarak CA 1985 tarafından düzenlenmişlerdir. 1985 Act, 1989 tarihli CA tarafından başlıca değiştirilmesine rağmen şirketler hukukunu idare eden başlıca kanun olmayı sürdürmektedir. “Private company”lerin temel farklılığı kamuya hisse senedi veya tahvil arz edememesidir, bkz.: Julian Maitland-Walker, “United Kingdom”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), London: Sweet & Maxwell, 1997, s. 552; CA 1985 117, 118’e göre bir “public limited company” minimum 50000 £ sermayeye sahip olmalıdır.

³⁴³ Thomas B. Courtney, **The Law of Private Companies**, 2nd ed., Dublin: Butterworth Ireland Ltd., 2002, s. 1037.

³⁴⁴ Domanic, *TTK Şerhi-II*, s. 580.

³⁴⁵ (1887) 12 App Cas 409. Davada temyiz eden şirketin tasfiye memuruydu ve karşılık veren (savunan) vefat etmiş bir hissedarın (Mr. Whitworth) vasiyetini yerine getiren kişi idi ve hisse sahibinin şirkete satmış olduğu hisselerinin satın parasının tamamen ödenmesini istiyordu. Alt derece mahkemeleri izin vermişti fakat şirketin kendi hisse senetlerini satın alıp alamayacağı hukuki meselesi karar için Lordlar Kamarasına gelmişti. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Michael Ottley, **Briefcase on Company Law**, 2nd edition, London: Cavendish Publication, 2002, s. 107; Lordlar Kamarasına göre, şirket ana mukavelesi şirketin kendi paylarını iktisaba izin versin veya vermesin kendi paylarını satın alma fiilinin bizzat kendisi kanuna aykırıydı. Lord Watson şahsi görüşlerini özetle şu şekilde ifade etmiştir: “Kanunkoyucu tarafından düşünülen temel amaçlardan biri, şirkete (limited company) alacaklı olabilecek kişilerin menfaatlerini korumak için, ana sözleşmede belirtilen sermaye miktarlarını azaltmadaki yetkilerini kısıtlamaktır. Şirket sermayesi şirketin yaptığı işlemler sonucunda azalabilir veya zayı olabilir bu hiçbir kanunun önleyemeyeceği bir sonuçtur. Ancak sınırlı sorumlu bir şirketle ilişkide olan, kredi veren kişiler tabiatıyla şirketin evvelce ödenmiş belirli bir sermayeyle işlem yaptığı gerçeğine güvenmek isterler” ((1887) 12 App Cas 409, s. 423–424). Lord Hershell ise belli başlı nedenleri şu şekilde özetlemiştir: “Eğer şirket kendi paylarını usulüne uygun bir tebligat ve mahkeme izni olmaksızın satın alabilseydi sınırlı sorumlu bir şirketin sermayesinin azalmasını önlemek için sıkı tedbirler boş olacaktı” ((1887) 12 App Cas 409, s. 413–414).

boşuna olacak bunların kolayca önüne geçilecekti. Şirket tarafından alınan paylar yeniden satılacaksa bu payların yasal olmayan biçimde alınıp satılması olacak yok eğer satılmayacaklarsa o zamanda sermaye azaltılmasını düzenleyen yasal hükümlerin dışında kalacağı için yasadışı bir sermaye azalımı olacaktı³⁴⁶. İngiliz örf ve adet hukukunun (common law) temel taşı olarak kabul edilen *Trevor v. Whitworth* davasında sınırlı sorumlu bir şirketin kendi paylarını alması, sermayesini azaltmak olarak kabul edilerek kanuna aykırı olduğuna hükmedildi. Böylelikle sermayenin iadesi veya azaltılmasına neden olacak şirketin kendi paylarını iktisabı, mahkeme tarafından tasdik edilmedikçe kanun dışı ve hükümsüzdü.

İngiliz hukukunda bir şirketin mahkeme kararı olmaksızın kendi paylarını satın alamayacağına ilişkin yasak 1981 yılına kadar sürdü³⁴⁷. 22 Aralık 1980 tarihinde yürürlüğe giren Companies Act 1980, parlamentoda görüşülürken İki Nolu Sermaye Yönergesi göz önünde bulundurularak konuya ilişkin istisnaların genişletilmesi imkanı görüldü. Nihayetinde Ticaret ve Sanayi Bakanlığı³⁴⁸ tarafından hazırlanan danışma belgesi³⁴⁹de göz önünde bulundurularak daha geniş istisnalar içerdi³⁵⁰. Bu değişiklikler ile şirketlere esas mukavele ile yetkili kılınması³⁵¹ ve Şirketler Kanunu'nun hükümlerine uymak suretiyle kendi paylarını iktisap etmeye izin veriyor. Bu hükümler 1985 tarihli Şirketler Kanunu'nun 143–149 ve 159–181 maddeleri içine dahil edildi. Hem public hem de private company'ler kanuni usul şartlarına tabi olmak şartıyla kendi

³⁴⁶ Ben Pettet, **Company Law**, Harlow: Longman, 2001, s. 305.

³⁴⁷ Sermayenin korunması açısından sakıncalı görünen ortaklığın kendi paylarına iktisabına 1948 tarihli Companies Act'da da izin verilmemişti. CA. 1948, m. 27 de yavru ortaklığın ana ortaklıktan pay edinmesi yasaklanmıştı. Keza, m. 54'de de, ana ortaklığın yavru ortaklığa veya yavru ortaklığın ana ortaklığa mali yardımda bulunması men edilmişti. 1967 tarihli CA. değişikliğinde m. 170–186, 187'de 1948 tarihli Kanunun 27. maddesi aynen korunmakla beraber m. 54 biraz yumuşatılarak aleniyet koşuluna bağlanmıştır. Kayıtlı sermayenin azaltımında payların geri alınması (CA. 1948, m. 66) veya mahkemenin kararı dolayısıyla payların ortaklığa dönmesi (CA. 1948, m. 210) gibi yasal zorunluluk halleri, ortaklığın kendi paylarını edinememe kuralına istisna teşkil ediyordu, bkz.: Anaral, s. 27, dñn. 66, 68. Şirketlerin esas sermayelerini azaltmak için kanuni hükümlere uygun olarak mahkemenin onayını elde etmeye çalışma gerekliliği şimdi 1985 tarihli Şirketler Kanunu m. 135–138 hükümlerine aksetmiş durumdadır. Bu kuralın istisnası şirket tarafından geri alınabilen hisse senetleri sınıfını oluşturan imtiyazlı hisselerdi. Ancak bu sınırlama m. 159 ile kaldırılmıştır.

³⁴⁸ The Department of Trade and Industry, <http://www.dti.gov.uk> (20. 07. 2005).

³⁴⁹ Department of Trade (1980), The Purchase by a Company of its Own Shares, Cmnd. 7944.

³⁵⁰ Örneğin, CA 1980, 35(1), (2), (4), 36 ve 37. kısımlar.

³⁵¹ Şirket sözleşmesinde böyle bir yetki yer almalıdır. Örneğin,

–Kendi Hisse Senetlerinin Satın Alınması

–Şirket kendi hisse senetlerini satın alabilir.

pay senetlerini satın almaya genellikle yetkilidirler (m. 162–169). Böyle bir satın alma için gereken şartlar ³⁵²:

a) Satın alma paralarının yalnızca dağıtılabilir karlarının dışında veya private company’ler lehine sınırlı bir istisna olmak üzere pay senedi ihracı yoluyla temin edilmesi³⁵³;

b) Satın alınmış pay senetleri iptal edilmiş gibi muamele görmelidir ve şirketin esas sermayesi bu senetlerin itibari değeri kadar azaltılmalıdır;

c) Satın almayı takiben geri satın alınmamış pay senetlerini elinde tutan en az bir pay sahibi olmalıdır.

Şirket pay geri alımını “piyasa dışı”³⁵⁴ veya “piyasa”³⁵⁵da yerine getirebilir³⁵⁶. Bir piyasa dışı işlemde şirket belirlediği kişi veya gruba teklifte bulunmakta diğerleri bunun dışında kalmaktadır. Böyle bir işlem şirketteki bütün pay sahiplerine açık olmadığından şirket genel kurulu tarafından yetkilendirilmeyi gerektirir³⁵⁷. Piyasa geri alımları şirket tarafından borsada taahhüt edilen pay geri alımlarını ifade eder. Böyle bir halde salt çoğunlukla alınmış bir kararla yetkilendirme yeterlidir³⁵⁸. Bu karar daha sonra aynı şekilde salt çoğunlukla alınacak bir kararla geri alınabilir, değiştirilebilir veya süresi uzatılabilir. Bu piyasa geri alımlarına katılmada bütün pay sahipleri fırsat eşitliğine sahip olduğu için kararda maksimum ve minimum fiyatlar ile birlikte geri

³⁵² **Palmer’s Company Law Manual** (Ed.: Richard Smerdon), London: Sweet & Maxwell, First Edition, 2000, s. 337; Maitland-Walker, s. 561.

³⁵³ Dağıtılabilir karlar ve bu amaçla yeni hisse ihracı pay geri alımlarının başlıca iki kaynağıdır. Kar dönen varlıklardan kısa vadeli borçların indirilmesiyle belirlenir. Çeşitli kar kavramları için bkz.: Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Ankara: Güzem Yayınları, 1992, s. 449.

³⁵⁴ CA 1985 m. 163–164.

³⁵⁵ CA 1985 m. 166. Burada tanınmış bir borsada satın alınan paylar söz konusu olup yalnızca halka açık (public company) şirketlerle ilgilidir.

³⁵⁶ Eğer paylar kabul edilmiş bir İngiltere Borsası dışında veya kabul edilmiş bir İngiltere Borsası olmakla birlikte bu piyasanın kurallarına tabi değilse piyasa dışı (off market), kabul edilmiş bir borsada ise piyasa (market) işlemi söz konusudur, bkz.: Douglas Smith, **Company Law**, Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999, s.116.

³⁵⁷ Genel kurula katılan pay sahiplerinin % 75’inin onayını gerektiren özel bir kararı gerekli kılmakta CA 1985 m. 164(1), (2). Bu karar daha sonra aynı nitelikteki bir kararla geri alınabilir, değiştirilebilir veya yenilenebilir CA 1985 m. 164(3). Halka açık (public company) bir şirket söz konusu ise verilecek yetkinin genel kurul kararının alınmasından itibaren 18 aylık süre ile geçerli olacağı kararda belirtilmelidir CA 1985 m. 164(4).

³⁵⁸ CA 1985 m. 166(1). Bu kararın alınmasından itibaren 15 gün içerisinde Şirketler Sicil Memuruna (Registrar of Companies) sunulması gerekmektedir CA 1985 m. 166(7) ve bu yetki de 18 aylık bir süreye tabidir.

alınacak payların maksimum sayısı belirtilir³⁵⁹. Manipülasyon imkanına karşı ilave koruma sağlamak için sözleşmeye göre şirketin kendi paylarını satın alma hakları devredilemez ve muamelenin ayrıntılarının Şirketler Sicil Memuruna bildirilmesi gerekmektedir³⁶⁰.

İngiliz hukukunda bir anonim ortaklığın kendi paylarının veya tabi şirketin paylarının edinilmesi amacıyla doğrudan veya dolaylı olarak herhangi bir mali yardımda bulunması da kanuna aykırı kabul edilmiştir CA 1985 m. 151(1)³⁶¹. Mali yardım geniş olarak yorumlanmakta ve ödünç verme, hibe, garanti şartı veya tazminat bu kapsamda değerlendirilmektedir³⁶². Nitekim anonim ortaklığın kendi paylarının satın alınması gayesiyle bilerek ödünç para vermesinin, onun olağan ticari işleri arasında tanımlanamayacağı ifade edilmektedir³⁶³.

2. Payların Geri Alımı İle İlgili Yapılan Değişiklikler

Son olarak İngiliz Hukukundaki durumu şöyle özetlemek mümkündür: Mevcut hukuka göre (CA 1985) şirketlerin kendi paylarını satın almalarına izin verilmiştir. Bununla birlikte satın alınan payların iptal edilmesi gerekmektedir. Çünkü bir anonim ortaklık iktisap ettiği kendi payını elinde bulundurup daha sonra istediği bir tarihte elinden çıkarmak imkanına sahip değildir. Bu şart 1981 yılında getirilmiştir. Bu tarihten evvel şirketlerin kendi paylarını satın almalarına izin verilmemişti. Ancak İngiliz Hukukunda da konu ile ilgili değişiklik çalışmaları da son zamanlarda hız kazanmıştır. Ticaret ve Sanayi Bakanlığı Mayıs 1998’de yayımladığı danışma dokümanında³⁶⁴ İki

³⁵⁹ CA 1985 m. 166(6).

³⁶⁰ CA 1985 m. 169.

³⁶¹ Bu konuda bkz.: Geoffrey K. Morse, “Financial Assistance by a Company for the Purchase of its own Shares”, **Journal of Business Law** (March 1983), s. 105 vd. Alman hukunda benzer bir hüküm Alm. POK. § 71a, f. 1.

³⁶² Ancak bunun istisnaları da vardır CA 1985 m. 153(1), (2), (3). Örneğin pay iktisabı gayesi olmaksızın şirketin mali yardımda bulunması onun başlıca gayesi ise. Şirketin bu şekilde çalışanlarının bir kısmına veya bütününe yeni yatırım fırsatları sunmak amacıyla nakit ikramiye vermesi ancak çalışanların bu ikramiyeleri şirketin paylarını satın almada kullanması durumunda bu hukuka aykırı olarak kabul edilmeyecektir. Çünkü buradaki mali yardımın gayesi sözleşmesel bir borcun yerine getirilmesi olup pay iktisabı değildir, bkz.: Smith, s. 112 vd.

³⁶³ Paul L. Davies, “Financial Assistance for the Purchase of Own Shares; Slater Case”, **Journal of Business Law** (January 1980), s. 48.

³⁶⁴ “Share Buybacks”, A Consultative Document, The Department of Trade and Industry, May 1998, <http://www.dti.gov.uk/cld/bybak141.pdf> (20. 07. 2005); Bunun yanında Ekim 1999’da Şirketler Hukuku Gözden Geçirme İdare Grubunun (Company Law Review Steering Group-CLR- Mart 1998’de DTI’nın

Nolu Avrupa Birliği Şirketler Hukuku Yönergesi tarafından izin verildiği gibi anonim şirketin kendi paylarını esas sermayesinin % 10'una kadar satın alabilmesine ve daha sonra tekrar satmak üzere elinde tutabilmesine izin verilmesi gerektiği teklifinde bulunmuştu. Direktife uyacak şekilde ortaklığın elinde bulundurduğu pay senetlerine (treasury shares)³⁶⁵ bağlı oy hakkı askıda kalacaktır³⁶⁶. Bu gelişmeler üzerine 2003 yılında Şirketler Kanununda değişiklikler yapıldı³⁶⁷.

Düzenlemeler ile 1985 Şirketler Kanununun şirketin kendi pay senetlerini satın alması ile ilgili kurallar değiştirildi (Kanunun 162. maddesinin değiştirilmesi ve yeni maddeler -162A, 162B, 162C, 162D, 162E, 162F ve 162G- eklenmesiyle). Bir şirketin kendi pay senetlerini almasına uygulanacak düzenlemelerde şirketin elinde tuttuğu bu gibi pay senetleri otomatik olarak iptal edilmeyecek fakat sonradan yapılan tekrar satış ve devirler sınırlamalara tabidir (162, 162A, 162B). Bu şekilde satın alınan paylar şirket tarafından tekrar satılincaya, iptal edilinceye veya çalışanların pay edinmesi maksadıyla devredilinceye kadar “Treasury shares” olarak adlandırılır. Hükümet bazı şirketlere

bir bölümü olarak kurulmuştur) şirketin oluşumu ve sermayenin muhafazası rejimi üzerine CA 1985'in değiştirilmesi ile ilgili teklifi de sözkonusudur: CLR, Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance, London, 1999, s. 45 vd. bkz.: <http://www.dti.gov.uk/cld/1843cptl.pdf> (20. 07. 2005).

³⁶⁵ Birleşik Krallık'ta bir şirket kendi paylarını daha sonradan iptal etmek ve tekrar satmamak veya devretmemek üzere satın alabilir. “Treasury shares” kavramı ABD'de iyi bilinirken Birleşik Krallık'ta bilinmemektedir.

³⁶⁶ Parlamenter Kim Howells de DTI'nın dokümanını takiben Kanun değişikliği ile ilgili olarak görüşlerini şu şekilde ifade etmiştir: “Mevcut kanunun, şirketlerin kendi paylarını satın alabilmelerine ve daha sonraki bir tarihte tekrar satabilmeleri için treasury olarak elinde bulundurmalarına izin verecek şekilde değiştirilmesi kararına vardım. Pay geri alımlarının hissedarlar tarafından onaylanması zorunluluğu devam edecek. Avrupa Birliği hukuku ile uygun olarak, şirketin treasury olarak elinde tutacağı payların maksimum miktarı esas sermayesinin % 10 u kadar olacak ve hisselerle bağlı oy hakları ortaklık tarafından kullanılamayacak ve askıda kalacaktır. Değişiklik şirketlere esas sermayelerini idare etmede biraz daha esneklik verecek ve sermayelerini azaltmada yardımcı olacaktır. Treasury olarak tutulan paylar ile ilgili olarak kar paylarının askıda olması gerektiğine karar verdim”, bkz.: Purchase By Companies Of Their Own Shares For Holding In Treasury : Kim Howells Announces Proposed Change To The Law, 22 December 1999, <http://www.dti.gov.uk/cld/bybak196.htm> (20. 07. 2005).

³⁶⁷ THE COMPANIES (ACQUISITION OF OWN SHARES) (TREASURY SHARES) REGULATIONS 2003 (SI 2003/1116), THE COMPANIES (ACQUISITION OF OWN SHARES) (TREASURY SHARES) NO. 2 REGULATIONS 2003 (SI 2003/3031). Düzenlemeler bir şirketin kendi paylarını satın aldıktan sonra iptal etmesi gerektiği şartını hafifletti. Şirketler dağıtılabilir karların dışında kendi paylarını satın alabilir ve daha sonraki bir tarihte satmak veya devretmek üzere “treasury” paylar olarak veya işçileri hisse senedi edindirme planına göre elinde tutabilir. Treasury olarak tutulan payların toplam nominal değeri şirket çıkarılmış sermayesinin % 10 unu geçemez. Eğer bu sınır geçilirse 12 ay içerisinde fazla kısım elden çıkarılmalı veya iptal edilmelidir. Bir şirket elinde tuttuğu treasury payların hiçbirisine herhangi bir hak kullanamaz (GK da oy hakkı dahil) ve böyle bir hakkın kullanımını ifade edecek her şey hükümsüzdür. Herhangi bir kar payı ödemesi ve şirket malvarlığının herhangi bir başka şekilde dağıtımı yapılamaz. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Şirketler Hukuku ve Yönetim Direktörlüğü, Aralık 2003, bkz.: <http://www.dti.gov.uk/cld/compacqu.pdf> (17. 05. 2005).

kendi paylarını satın alma, elde tutma ve sonradan tekrar satma yeteneği vermek suretiyle şirketlere sermayelerini idare ve ayarlama büyük esneklik veriyor. Bu şirketlerin sermaye maliyetlerinde kapsamlı bir azalmaya yol açacaktır. Şirketler sermayesini daha fazla artırmak için treasury olarak tuttıkları payları satma opsiyonuna sahip olma ihtiyacını duyarlar. Bu maliyetli ve önemli idari külfetlere yol açabilecek ilave yeni pay ihracı usulünün önüne geçecektir. Şirket yalnızca bir çeşit paylara sahipse treasury olarak tutulan payların toplam nominal değeri hiçbir zaman şirketin çıkarılmış sermayesinin nominal değerinin % 10'unu aşamaz (162B, f. 1). Şirket esas sermayesi farklı çeşit paylara bölünmüş ise treasury paylar olarak tutulan herhangi bir çeşit payın toplam nominal değeri hiçbir zaman şirketin çıkarılmış sermayesinin % 10'undan fazla olamaz. Eğer bir şirket sınırlara uymazsa ihlalden itibaren 12 ay içerisinde treasury payların fazlasını elden çıkarmalı veya iptal etmelidir (162B, f. 3). Eğer şirket fazla kısmın elden çıkarılmasına karar verirse düzenlemeler gereği ister satabilme isterse çalışanları pay edindirme planına göre devredebilme ruhsatına sahiptir (162D, f. 3). Eğer bir şirket belirli bir pay çeşidinin % 12 sini satın almışsa % 2 lik kısmın 12 ay içerisinde iptal edilmesi veya elden çıkarılması gerekecektir. Ayrıca eğer bir şirket sınırları ihlal ederse ihmali olan her şirket idarecisi para cezası ile sorumlu olabilecektir. Treasury paylar toplantılara katılmak ve oy kullanmak konusunda herhangi bir hak sağlamadığı gibi herhangi bir kar payı hakkı da sağlamaz (162C). Bir şirketin kendi paylarını satın alma ile ilgili olarak gerekli temel prosedür düzenlemelerden etkilenmedi. Şöyle ki, örneğin, şirket bu konuda esas mukavelede yetkili kılınmalı ve satın alma ortaklar tarafından onaylanmalıdır. Bir şirketin kendi paylarını iktisap etmesi yeni pay ihracından elde edilen gelirlerden değil ancak dağıtılabılır karların dışında yapılabilir (162 (2B) ve 162A, f. 1)³⁶⁸.

§ 5. İSVİÇRE

Geleneksel olarak bir İsviçre anonim şirketinin kendi pay senetlerini satın almasına kural olarak (çok sınırlı şartlarda istisnalar var) izin verilmemiştir. İstisnai şartlar; esas sermayenin azaltılması veya bir mamelek yahut bir işletmenin devralınması gibi iktisaplardır. Böyle şartlar altında iktisap edilen pay senetleri derhal iptal edilmeli

³⁶⁸ Değişiklikler konusunda ayrıntılı olarak bkz.: <http://www.opsi.gov.uk/si/si2003/20031116.htm> (19. 05. 2005); <http://www.sjberwin.com/media/pdf/publications/corp/treasuryshares.pdf> (19. 05. 2005).

veya en kısa sürede elden çıkarılmalıdır. Şirket tarafından iktisap edilen pay senetleri oy hakkı vermez ve şirketin yıllık raporuna kaydedilir. 1991’de yapılan değişiklik ile kendi pay senetlerini satın alma konusu daha yumuşatılmıştır. Şirket, satın alma fiyatı net karlar, yedek akçeler veya serbest yedeklerden temin edilmek şartıyla esas sermayesinin % 10’una kadar geri satın alma yapabilecektir. Yavru şirket tarafından ana şirketin pay senetlerinin satın alınması, şirketin kendi pay senetlerini satın alması gibi muamele görecektir. Değişiklik, şirketin kendi pay senetlerini kullanarak oy hakkına sahip olamayacağı kuralını muhafaza etmektedir³⁶⁹.

Bilindiği gibi, İsviçre’de anonim ortaklıkları düzenleyen kurallar İsviçre Borçlar Kanunu (İsv. BK.)’nin içinde yer almaktadır. Bu kurallar 1957 tarihli Ticaret Kanunu’nun anonim ortaklıklar ilgili hükümlerine büyük ölçüde kaynaklık yapmıştır. Konumuzla ilgili TTK. m. 329 hükmü de 1936 tarihli İsv. BK.’nin 659’uncu maddesinden iktibas edilmiştir. Bu yüzden ve Türk Ticaret Kanununun değiştirilmesinin gündemde olması nedeniyle İsviçre’deki yasal gelişmeler bizi yakından ilgilendirmektedir³⁷⁰. İsviçre’de anonim şirketlerle ilgili hükümleri revize etme gayretleri 1968 yılında başlamış³⁷¹ ve 1 Temmuz 1992’de yürürlüğe giren Anonim

³⁶⁹ Jean-Paul Aeschmann and François Rayroux, “Switzerland”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2 nd. ed., London: Sweet Maxwell, 1997, s. 527.

³⁷⁰ Kanunlar çıkarıldıkları zamanın sosyal, ekonomik ve hukuki ihtiyaçlarına göre tanzim edildiklerinden zamanla değişen sosyal şartlara ve yeni gelişmelerin doğuracağı ihtiyaçlara cevap verebilmesi için değiştirilmektedir. Bu manada kaynak İsviçre Borçlar Kanunu’ndaki değişikliklerin ülkemiz için önemi büyüktür. Burada anonim şirketlerle ilgili bazı hükümlerin kaynak İsviçre hukukundan ayrıldığını da ifade etmek gerekir. Çünkü bir Kanunu iktibas ederken şüphesiz kendi ülkenizin şartlarını dikkate almak zorunluluğu vardır. Nitekim bu husus Prof. Dr. Ernst E. Hirş tarafından kaleme alınan 1956 tarihli TTK’na ilişkin tasarılarından 1951 tarihli İsviçre’deki Gerekeçe’de şöyle ifade edilmiştir; “Anonim şirket hükümleri ilk nazarda İsviçre Borçlar Kanunu’ndakilere benzer görülebilir. Gerçekte fiili ve hukuki durum aksinedir. Anonim şirketlerin kurulması, statülerinin tadili, ortaklarının faaliyeti hususları İsviçre’de tamamen ilgililerin ihtiyarına bırakıldığı halde Türkiye’de bu bakımdan Devlet makamlarının geniş müdahale ve sıkı kontrol yetkisi vardır” (bkz.: TBMM. Zabıt Ceridesi, Dönem X İçtima 2). İsviçre ve Türk hukuku anonim şirketler hükümleri arasındaki farklar konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.: Tekil, *Anonim*, s. 20 vd.

³⁷¹ Bu çalışmalar 1975 yılı başlarında Federal Adalet Bakanlığı’na sunulan kesin sonuçlar ile tamamlanmış ve bunun üzerine “İsviçre Borçlar Kanunu’nun 26. Kısımının Değiştirilmesine İlişkin Federal Yasa Tasarısı” adı altında Öntasarı yayınlanmıştır. Bu Öntasarı’nın ele aldığı konular arasında *anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı* (m. 659, f. 2, b. 6 ve f. 3) da vardı. İsv. BK. m. 659, f. 2’ye bir altıncı bent eklenerek iktisap yasağının, payların işçilere sunulmak üzere edinilmesi durumunda uygulanmayacağı istisnası ve bu payların özel (ayrı) bir biçimde yönetileceği öngörülmüştü. Bu kuralın amacı anonim ortaklığın sermayesine işçilerin de katılabilmesini olanaklı kılmaktır. Buna göre anonim ortaklık sadece kendi işçilerine değil, yavru ortaklıklarının işçilerine de paylarını devredebilmek amacı ile kendi paylarını iktisap edebilecektir. Bunun dışında maddede her hangi bir değişiklik yapılmamıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Ömer Teoman, “İsviçre’de Anonim Ortaklıklar Hukuku Değiştirilirken”, **İktisat ve Maliye** (Kasım 1976), C. XXIII, S. 8, s. 322-334.

Şirketler Hukuku Hakkındaki Federal Kanun ile sonuçlanmıştır³⁷². Bu kanun ile anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabında kanun yapma tekniği açısından üçlü bir ayırım yapılmıştır³⁷³. Bu ayırım; İsv. BK. m. 659 “Devralmanın sınırlandırılması”, m. 659a “Devralmanın sonuçları” ve m. 659b “Yavru ortaklıklar üzerinden devralma” şeklindedir.

m. 659, f. 1; Şirket kendi pay senetlerini ancak serbestçe tasarruf edebileceği yedek akçeleri varsa esas sermayenin % 10’unu aşmayacak şekilde edinebilir.

f. 2; devri sınırlandırılmış (yönetim kurulunun muvafakatine bağlı) nama yazılı pay senetlerinin edinilmesi söz konusu ise bu oran % 20’dir. % 10’u aşan kısmın iki yıl içinde elden çıkarılması veya sermaye azaltılması yoluyla iptal edilmesi gerekir.

m. 659a; iktisap edilen paylara ilişkin oy hakları ve diğer bağlantılı haklar kullanılamaz. Şirket iktisap ettiği kendi pay senetlerinin değerine eşit bir tutarı yedek akçe olarak ayırması gerekir.

m. 659b; şirketin kendi paylarını çoğunluğuna sahip olduğu bir yavru şirket vasıtasıyla iktisap etmesi de kendi paylarını iktisap hükmünde olup aynı sınırlamalara ve sonuçlara tabidir.

Bu düzenlemeler ile İsviçre’de anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı kesin yasak olmaktan çıkarak sınırlı da olsa bir devralma iznine dönüştürmüştür³⁷⁴. Ortaklığın kendi paylarını iktisapta pay sahipleri arasında eşitlik ve özen kuralına uyması (İsv. BK. m. 717, f. 2), yönetim kurulunun görevleri ve özen yükümlülüğü (İsv. BK. m. 716 vd.) ve sorumluluğu (İBK. m. 754), İştirak sermayesinin esas sermayeye dahili (İsv. BK. m. 656b, f. 3), yıl sonu bilançosunda şirketin kendi paylarının

³⁷² İsviçre Avrupa Birliği’ne üye değilse de etrafını bu birliğe dahil ülkelerin çevirdiği bir gerçektir. İsviçre bu Kanun ile şirketler hukukuyla ilgili Avrupa Birliği Direktiflerinin gerektirdiği minimum standartların çoğunu karşılamaktadır, bkz.: Rolf Watter, **Swiss Company Law in the European Context: The New Swiss Company Law and the Euro-Council Directives**, St. Gallen: ReMax Verlags, 1994, s. 354; Poroy’a göre “değişiklik toplamı 190 kadardır. 143 madde üzerinde 190’a varan değişiklik, işin kapsamını göstermektedir”, bkz.: Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 242. Kanunun İngilizce metni için bkz.: Bruno Becchio ve diğerleri, **Swiss Company Law**, 2 nd edition, The Hague: Kluwer Law International, 1996, s. 104 vd.

³⁷³ Giger, s. 57.

³⁷⁴ Yaşar Karayalçın, “İsviçre Borçlar Kanunu’nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler”, **Batider** (Haziran 1993), C. XVII, S. 1, s. 20; Giger, s. 58.

belirtilmesi (İsv. BK. m. 663, b. 10)³⁷⁵, şirketin kendi payları için yedek akçe ayırması (İsv. BK. m. 671a)³⁷⁶ hükümleri de bu alanda uygulama alanı bulur³⁷⁷. Şirketin kendi paylarını rehin almasını iktisap kavramı içinde düşünmeyen kanun koyucu yapılan düzenlemeler ile rehin yasağını tamamen yürürlükten kaldırmıştır³⁷⁸. m. 659, f. 1 ve f. 2’de yer alan % 10 ve % 20 sınırlarının aşılması halinde yapılan işlemin akıbeti ne olacaktır? Eğer her iki taraf da satış sözleşmesini bilerek ve isteyerek yapmış ise sözleşme İsv. BK. m. 20 gereğince batıl sayılacaktır. Böyle bir durumun olmaması yahut şirket sermayesinin yetersiz olması halinde butlan değil yönetim kurulu ve denetçilerin sorumluluğu söz konusu olacaktır³⁷⁹. Esas sermayenin % 10’unu temsil eden pay sahipleri önemli sebeplere dayanarak şirketin feshini dava etmesi halinde hakim fesih yerine şirketin devamını sağlayacak başka bir çözüm yolu olarak bu senetlerin şirket tarafından satın alınmasına (iktisabına) karar verebilir (İsv. BK. m. 736)³⁸⁰.

³⁷⁵ *Karayalçın’a göre*, yeni kanunun Almanca ve Fransızca metninde “yıllık” sıfatı kullanılmasına rağmen bunlar bir hesap (işletme) dönemi (exercice, Geschäftsjahr) ile ilgili oldukları için dönem raporu –dönem hesapları olarak tanımlanmalıdır. Dönem raporu, işletme raporu ve yıllık hesaplardan oluşur (m. 662, f. 1). Yıllık hesaplar ise sonuç (kar ve zarar) hesabı, bilanço ve ekinden oluşur (m. 662, f. 2). İşte bu bilanço eki hazırlanırken ortaklığın mali durumu ile ilgili bilançoda yer almayan rakam ve belgeleri (m. 663 b) ek’de açıklamak mecburiyeti, Avrupa Birliği’nin yıllık hesaplar ve finansal tablolarla ilgili 78/660 sayılı 4. Yönergesine (ATRG (1978) No. L 222/11) uygun olarak kabul edilmiştir. İsv. BK. m. 663, b. 10; “Şirketin kendi pay senetlerinin, şirketin çoğunlukla sermayesine katıldığı başka bir şirketin katılan şirkete ait sahip olduğu pay senetlerinin iktisabı, devri ve sayısı, bu senetleri iktisap ve devir şartları”, bkz.: Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 35, 39.

³⁷⁶ Bu değişiklik ile kanuni yedek akçeler: a) genel (kanuni) yedek akçeler, b) kendi pay senetleri için (kanuni) yedek akçeler olarak iki kısma ayrılmıştır. Şirket iktisap ettiği payların değeri tutarında pasifte yedek akçe ayırması gerekir ki bu payların değeri daha önce aktifte yer aldığı için kar gibi görünmesin. Pay senetleri devredilir veya iptal edilirse iktisap değerleri ile bu yedek akçe çözülür, bkz.: Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 41. İsv. BK. m. 671a ve 671b maddeleri TTK. Tasarısına da kaynak teşkil etmiştir. **TTKT.** m. 520, f. 1’e göre; “Şirket, iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırır. Bu yedek akçeler, anılan paylar devredildikleri veya yok edildikleri takdirde iktisap değerlerini karşılayan tutarda çözülebilirler”.

³⁷⁷ Giger, s. 57.

³⁷⁸ Zaten bu yasağın gerekli olup olmadığı hususu doktrinde tartışma konusuydu. Ortaklığın kendi paylarını rehin alma yasağının devralma yasağı ile birlikte düzenlenmesinin buraya dahil edilmesinin altında yatan düşünce bu yolla iktisap yasağına ilişkin hükümlerin dolaşılmasını engellemektir. Ancak doktrinde bazı yazarlar, ortaklığın kendi paylarını devralması ile bağlantılı problem ve tehlikelerin rehin alma halinde ortaya çıkmayacağını zira rehin alınan paylar İMK. m. 901 hükmüne göre pay şekline göre devredilmiş olsa bile rehin alan olarak şirketin kendisine geçmeyeceğinden devralma yasağına ilişkin hükmün dolaşılması unsurunun normlaştırılması ne gerekli ne de amaca uygundur, bkz.: Giger, s. 33.

³⁷⁹ Böckli, s. 113, 114. *Karayalçın* da 1991 değişiklikleri ile ilgilenen okuyucular için *Böckli*’nin eserini tavsiye etmektedir, bkz.: Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 6, dnp. 3.

³⁸⁰ Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 20; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 582.

§ 6. DOĞU ASYA ÜLKELERİ

I. Japonya

A. Genel Olarak

Japonya’da Kabushiki-Gaisha bir anonim şirkettir ve tüzel kişiliğe sahiptirler. 1899 tarihli Ticaret Kanununda³⁸¹ (m. 165–456) düzenlenmiştir. Pay sahiplerinin şirkete karşı borçları taahhüt ettikleri sermayeyi ödemektir (m. 200). Şirketin alacaklılarıyla olan ilişkilerinde bundan başka sorumlulukları yoktur. Sahip olması gereken minimum sermaye miktarı 10 milyon yen’dir (m. 168–4). Şirketin kendi pay senetlerini satın alması ile ilgili hükümler Şirketler ile ilgili ikinci kitabın dördüncü bölümünde “Hisse Senetleri” başlığını taşıyan ikinci kısmında yer almaktadır. “Şirketin kendi hisse senetlerini iktisabı veya rehin alması” kenar başlıklı m. 210’a göre; şirket kendi pay senetlerini iktisap edemeyeceği gibi pay senetlerinin yüzde beşinden fazlasını rehin olarak da alamayacaktır. Ancak, bunun istisnaları da söz konusudur³⁸². Bunlar; pay senetlerinin itfası yahut şirketin birleşmesi, şirketin haklarını kullanarak gayesine ulaşması için iktisap veya rehin alma gerekliyse (örneğin, şirketin bir alacaklı olarak pay senetlerini elinde tutan borçluya karşı haklarını kullanması), birleşme ya da işletmenin devri gibi belirli bir genel kurul kararına karşı olan bir veya daha fazla pay sahibinin pay senetlerinin piyasa değerinden (fair value-hakkaniyete uygun bir değerden) satın alınmasını talep etmeleri (m. 245–2, 349(1) ve 408–3), ortaklık sözleşmesinin pay senetlerinin devri üzerine sınırlamalar ihtiva etmesi ve şirketin devreden kimseden pay senetlerini şirkete satmasını talep etmesi (m. 204–3, 204–3–2 ve

³⁸¹ Alman Profesör Hermann Roesler’in etkisi altında hazırlanan ilk Ticaret Kanunu (Eski Ticaret Kanunu) ve 1890’da kanunlaşmış ancak Temmuz 1898’e kadar tamamen yürürlüğe girmemişti. Kısa bir zaman sonra yerini 1899 tarihli Ticaret Kanunu (Yeni Ticaret Kanunu) almıştır. Bu Kanun 1950’de işgal zamanında değiştirildiğinde Amerikan şirketler hukukuna ait çok sayıda unsur Kanuna dahil edilmiştir, bkz.: Tomotaka Fujita, “Modernising Japanese Corporate Law: Ongoing Corporate Law Reform in Japan”, *Singapore Academy of Law Journal* (September 2004), V. 16, s. 322. 48 sayılı 1899 tarihli Kanun beş kitaptan oluşur: Genel Hükümler, Şirketler, Ticari Muameleler, Poliçeler ve Deniz Ticareti. *Kabushiki-Gaisha*, Kanun’un 2 Nolu Şirketler Kitabının IV. Bölümünde düzenlenmiştir. Kanunda yer alan diğer şirket tipleri; Gömei-Gaisha ve Göshi-Gaisha’dır. *Kabushiki-Gaisha* ilgili 1990 (64 sayılı Kanun) ve 1993’de (62 sayılı Kanun)’de değişiklikler yapılmıştır. Konumuzla alakalı 1995 değişikliği ile şirketin kendi hisse senetlerini satın alması ve tutması ile ilgili sınırlamalar hafifletildi. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Hiroshi Oda, *Basic Japanese Laws*, New York: Oxford University Press, 1997, s. 211.

³⁸² Stephen Bottomley, “Company Law in Japan”, *Company Law in East Asia*, (Ed.: Roman Tomasic), Aldershot: Ashgate Publishing, 1999, s. 61.

204–5). Ayrıca, şirket kendi pay senetlerini çalışanlarına devir için iktisap edebilir (m. 210–2). Şirket bu gaye ile ihraç ettiği pay senetlerinin toplam sayısının %3'üne kadar kendi pay senedini iktisap edebilir. Bu husus Genel Kurulda karara bağlanır. Yönetim Kurulu pay senetlerinin çalışanlara devri için gerekli sebepleri açıklamalıdır. Yine şirket kendi pay senetlerini, hissedarların mirasçılarında üzerindeki sınırlamalar ile birlikte mirastan bir yıl içerisinde satın alma yolu ile iktisap edebilir (m. 210–3). Kanun, iş yılı sonunda bilançoya göre şirketin net varlıklarında risk söz konusu ise şirketin kendi pay senetlerini satın alması üzerine sınırlamalar getirmiştir (m. 210–4). Yönetim Kurulu böyle durumlarda pay senedi satın alamayacak aksi halde müştereken ve ayrı ayrı sermayedeki azalmadan şirkete karşı sorumlu olacaklardır. Yine bu konuda önem arz eden ana şirket-yavru şirket ilişkisinde, Kanun (m. 211–2) diğer bir kabushiki-gaisha'nın ihraç ettiği toplam pay senedi sayısının büyük bir çoğunluğunu elinde tutan veya diğer bir yūgen-gaisha'nın³⁸³ sermayesinin büyük bir çoğunluğunu elinde tutan şirketi ana şirket olarak nitelendirmiştir. Tabi şirket makul bir süre içerisinde ana şirketin pay senetlerini elden çıkaracaktır.

Şirketin kendi pay senetlerini satın alması ile ilgili yasağı (m. 210) ihlal eden herhangi bir kurucu, yönetici, denetçi, idareci ya da diğer bir görevli kanunen sorumludur (m.489).

B. Kendi Paylarının İktisabı Konusunda Yapılan Değişiklikler

1990'ların ortasında Japonya şirketler hukuku aktif bir reform evresine girdi. Ticaret Kanunu 1993, 1994 ve 1997'de değiştirildi. Pay geri alımlarının yeniden düzenlenmesi ise tarihsel olarak şu şekilde gerçekleşmiştir³⁸⁴;

³⁸³ Yūgen-gaisha bir sınırlı sorumlu şirkettir. Üye sayısı 50 ile sınırlandırılmıştır. Minimum sermaye üç milyon yen'dir. Türkiye'deki limited şirketlere benzer. Sınırlı Sorumlu Şirketler Hakkındaki Kanun tarafından düzenlenmişlerdir, bkz.: Oda, s. 210.

³⁸⁴ Fujita, s. 322 vd.; Milhaupt, s. 5.

Yıl	Değişiklik Konuları	Önerenin Kimin Tarafından Teklif Edildiği
1994	Çalışanları pay edindirme planı veya payların iptali amacıyla yasağın kaldırılması	Hükümetçe verilen önerge
1997	(1) Pay senedi opsiyon hakkı amacıyla yasağın kaldırılması (2) Halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını piyasadan veya aleni pay alım teklifi ile geri alabilmeleri prosedürünün kolaylaştırılması	Milletvekili tarafından verilen önerge
1998	Halka açık anonim ortaklıklarda basitleştirilmiş prosedür için eldeki parasal imkanların genişletilmesi	Milletvekili tarafından verilen önerge
2001	Treasury paylar (ortaklığın kendi kasasında kalan paylar) üzerindeki yasağın ve pay geri alımları üzerindeki yasağın tamamen kaldırılması	Milletvekili tarafından verilen önerge
2003	Halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını piyasadan veya aleni pay alım teklifi ile geri alabilmeleri prosedürünün kolaylaştırılması	Milletvekili tarafından verilen önerge

1994'e kadar Japon şirketlerinin kendi paylarını iktisap etmeleri -birleşme yoluyla iktisapta olduğu gibi çok sınırlı durumlar istisna- çok katı bir şekilde yasaklanmıştı. 1994 değişikliği, yukarıda ifade edildiği gibi belirli durumlar için yasağı kaldırdı. Takip eden değişikliklerle istisnaların kapsamı genişletildi ve son olarak 2001 değişikliği ile yasak tamamen kaldırıldı. Mevcut durum itibarıyla şirketler, alacaklıların

korunması düzenlemelerine ve pay sahipleri arasındaki eşit işlem ilkesine uymak şartıyla kendi paylarını satın almada serbesttirler³⁸⁵.

II. Çin

Çin Halk Cumhuriyeti Şirketler Kanunu³⁸⁶ iki temel şirket şekli öngörüyor: Sınırlı Sorumlu Şirket -Bizdeki Limited Şirket- (Limited Liability Company) ve Anonim Şirket (Joint Stock Company)³⁸⁷. Kanun 11 Bölüm ve 230 maddeden oluşmaktadır. Üçüncü Bölüm; Anonim şirketlerin Kuruluş ve Organizasyonu, Dördüncü Bölüm; Anonim Şirket Pay Senetlerinin İhraç ve Devirleri ile ilgilidir. Dördüncü bölümün “Pay Senetlerinin Devredilmesi” başlığını taşıyan ikinci kısmında yer alan 149’uncu maddeye göre; Anonim şirketlerin kendi pay senetlerini satın almalarına izin verilmemiştir. Ancak satın alma, sermaye azaltılması için pay senetlerinin iptali gayesiyle yapılmışsa yahut şirket pay senetlerini elinde bulunduran diğer bir şirketle birleşmiş bulunuyorsa bundan istisnadır. Bu hallerde şirket satın aldığı tarihten itibaren 10 gün içinde pay senetlerini iptal etmelidir ve sermayesindeki değişikliği kanun ve idari düzenlemelere uygun şekilde ticaret siciline tescil ettirmelidir. Ayrıca şirket böyle

³⁸⁵ Fujita, s. 344. Japonya şirketler hukuku rejimi hızla değişmektedir. Adalet Bakanlığı Yasama Konseyi Eylül 2002’den beri “Şirketler Hukukunu Modernleştirme” olarak adlandırılan bir proje üzerinde çalışmaktadır ve mevcut şirketler hukuku rejimine çeşitli değişiklikler teklif edecek olan Şirketler Hukukunun Modernleştirilmesine ilişkin Tasarıda son şeklini almaktadır. Tasarı, şirketlerle ilgili bütün hükümlerin Ticaret Kanunundan ve şirketle ilgili diğer kanunlardan kaldırılmasını ve onların yeni ve ayrı bir “Şirketler Kanunu” içinde birleştirilmesini teklif etmektedir. Tasarı pay geri alımlarının kar payı ödemelerine alternatif olarak ve serbest nakit akımlarının değerlendirilmesi amacıyla kullanılmasına ilişkin düzenlemeler getiriyor, bkz.: Fujita, s. 344, 345.

³⁸⁶ Çin Halk Cumhuriyeti Şirketler Kanunu 1993 Aralıkta kanunlaştı ve 1994’ün ortalarında yürürlüğe girdi. Kanun, 8. Ulusal Halk Kongresi Daimi Kurulunun 5. Genel Kurulu tarafından kabul edildi ve Başkanlık emriyle ilan edilerek 1 Temmuz 1994’de yürürlüğe girdi. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Robert C. Art ve Minkang Gu, “China Incorporated: The First Corporation Law of the People’s Republic of China”, **The Yale Journal of International Law**, Vol. 20, No. 2, (Summer 1995), s. 273.

³⁸⁷ İki şirket arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Üye sayısı bakımından Sınırlı Sorumlu Şirket 50 üye ile sınırlandırılmış iken Anonim Şirket en az beş kişi ile kurulabilmekte fakat üst sınır öngörülmemiştir (m. 20). Ayrıca Sınırlı Sorumlu Şirketlerde hisse senetlerinin devri üzerine sınırlamalar getirilmiştir (m. 35). Bundan başka bu iki şirketin asgari sermaye gereksinimi ve yönetim yapılarında da farklılıklar bulunmaktadır. Bütün bunlar için bkz.: Roman Tomasic ve Jian Fu, “Company Law in China”, **Company Law in East Asia**, (Ed.: Roman Tomasic), Aldershot: Ashgate Publishing, 1999, s. 155 vd. Bir Anonim Şirketin minimum kayıtlı sermaye miktarının RMB 10.000.000 yuan olması gerektiğini belirtmek gerekir (m. 78). RMB, Çin Halk Cumhuriyeti para birimidir (Ren Min Bi).

bir azaltılma kamuya duyurulmalıdır. Bundan başka şirketin kendi pay senetlerini rehin olarak kabul etmesine de izin verilmemiştir³⁸⁸.

Bir de yurtdışında (örneğin Hong Kong ve diğer yabancı borsalarda) kayıtlı şirketlerin esas sözleşmelerine dahil etmeleri gereken uyulması zorunlu hükümler (mandatory provisions)³⁸⁹ bulunmaktadır. Burada, yatırımcının korunması amacıyla sermaye azaltılması ve pay senetlerinin geri satın alınmasının sıkı kurallara bağlandığı görülmektedir (Dördüncü Bölüm: Sermayenin Azaltılması ve Pay Senetlerinin Geri Satın Alınması). Buna göre, şirket, şu hallerde ilgili makamın onayını aldıktan sonra esas sözleşmesinde öngörülen prosedüre uygun olarak ihraç ettiği pay senetlerini geri satın alabilir (m. 24): 1) sermayesini azaltmak için pay senetlerini iptal edecekse, 2) şirketin pay senetlerini elinde tutan diğer şirketler ile birleşmesi, 3) Kanun ve diğer kanuni düzenlemeler tarafından öngörülen diğer şartlarda. Ayrıca, ilgili makamın onayına bağlı olarak pay senetlerinin geri satın alınması için kabul edilebilecek metotlar da gösterilmiştir (m. 25). Peki, esas sözleşmelerini uyulması zorunlu hükümlere göre tanzim etmek zorunda olan yurtdışında kayıtlı şirketler pay senetlerinin satın alınması için kişilere finansal yardımda bulunabilirler mi? Kural olarak, şirket ya da yavru şirketleri, hiçbir zaman şirket pay senetlerini satın alan yahut alma niyetinde olan kişilere finansal yardımda bulunamaz. Bu şekilde pay senetlerini satın alan kişiler, doğrudan veya dolaylı olarak şirkete karşı sorumlu hale gelirler. Ayrıca, şirket, sorumluluk altına giren kişilerin şirkete karşı olan borçlarının azaltılmasında da mali bakımdan yardımda da bulunamaz (m. 29). Hangi hallerde finansal yardımın söz konusu olacağı sınırlama yapılmaksızın örnek olarak gösterilmiştir; bağışta bulunmak, kefil yükümlülüğü altına girmek veya teminat olarak malvarlığı sağlamak, ödünç vermek gibi (m. 30). Ancak finansal yardım yasağının istisnaları da vardır (m. 31). Bunlar:

³⁸⁸ I.A. Tokley ve Tina Ravn, **Company and Securities Law in China**, Hong Kong: Sweet & Maxwell Asia, 1998, s. 159.

³⁸⁹ “Mandatory Provisions in Articles of Association of Companies Listed Overseas”. Uyulması Zorunlu Hükümler, SCRE (Securities Committee of the State Council and the State Commission for Restructuring the Economic System) tarafından düzenlenmiştir ve 27 Ağustos 1994 tarihinde resmen ilan edilmiştir. 21 bölüm ve 166 maddeden oluşur. Hong Kong’a gelince, bir asır ve yarı İngiliz idaresinden sonra 1 Temmuz 1997’de Çin Halk Cumhuriyetinin Özel İdari Bölgesi haline gelmesine rağmen dünya çapında bir finans, ticaret ve iş merkezi olması ve bunu arttırarak devam ettirmesinden ötürü Hong Kong Borsasını da kendine özgü yeri bakımından yurtdışı gibi dikkate alabiliriz. Örneğin, Uyulması Zorunlu Hükümler m. 28, Hong Kong Borsasına kayıtlı şirketlerin esas sözleşmelerine dahil etmeleri gereken özel esasları belirlemektedir; keza bu hükümler Honk Kong Menkul Kıymetler Borsasının Kote Kurallarını yansıtmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Tokley ve Ravn, s. 105, 223.

1) Finansal yardım şirket yararına ve hüsnüniyetli olarak yapılmış olup gaye şirketin pay senetlerini satın almak değilse (m. 31, b. 1),

2) kanuna uygun şekilde yapılan kar dağıtımı (m. 31, b. 2),

3) kar paylarının pay senedi olarak dağıtımı (bonus shares) (m. 31, b. 3),

4) şirketin esas sözleşmeye uygun olarak pay senetlerini geri satın alarak kayıtlı sermayesini azaltması (m. 31, b. 4),

5) şirketin normal faaliyet alanı içerisindeki ticari faaliyetinin gayesi için ödünç vermesi. Şu şartla ki; böyle ödünçlerin şirketin net varlıklarında bir azalmaya sebebiyet vermemesi, varlıkların kapsamının bu münasebetle azalmaması, şirketin dağıtılabilir karlarının dışında temin edilmesi gerekir (m. 31, b. 5).

6) finansal yardımın, şirket personel ve işçilerinin pay senedi satın alma planına karşı uygulanması (m. 31, b. 6).

III. Avustralya

Avustralya bir federasyon olup altı eyalet ve iki özerk bölgeden oluşmaktadır. 1991 yılından önce şirketler hukuku geleneksel olarak Eyalet Kanunlarına bağlıydı. 1 Ocak 1991, evvelki Eyalet Kanunlarının birleştirilerek Şirketler Kanununun başlangıcı ve Ulusal düzenleyici olarak Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırım Komisyonunun³⁹⁰ kuruluşu oldu. Halen, Federal düzeyde uygulanmakta olan 15 Temmuz 2001 tarihli Şirketler Kanunudur³⁹¹. Şirketin³⁹²kendi paylarını geri alması 1989 yılına kadar yasaklanmış olmasına rağmen birçok şirket karşılıklı iştirak tesis etmek suretiyle bunun önüne geçmiş ve geçerliliği mahkemeler tarafından da kabul

³⁹⁰ *Australian Securities and Investment Commission (ASIC)*

³⁹¹ Kanun 27 Bölümden ve 2000'in üzerinde Kısımdan oluşmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Michael A Adams, **Essential Corporate Law**, Sydney: Cavendish Publishing, 2002, s. 6 vd.; Kanunun tamamı için bkz.: <http://scaleplus.law.gov.au/html/pasteact/3/3448/top.htm> (18.07.2005).

³⁹² Avustralya'da halen iki ana tip şirket vardır: Public Company (Anonim Şirket) ve Proprietary Company (Limited Şirket). Section 112'ye göre, bu iki ana tipin değişik kategorilere ayrılabilceğini ifade ediyor; *limited by shares, limited by guarantee, unlimited with a share capital, no liability*. Bunlardan, *Companies limited by guarantee* ve *no liability companies* sadece public company şeklinde olabilir. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Keturah Whitford, "Corporations Law in Australia", **Company Law in East Asia**, (Ed.: Roman Tomasic), Aldershot: Ashgate Publishing, 1999, s. 636 vd; A Adams, s. 12.

edilmiştir. Bu durum pay geri alımlarını beş farklı şekilde kabul eden Kanun'un 1989'da kabul edilmesine yol açtı³⁹³ ³⁹⁴. Avustralya şirketlerinin daha fazla pay geri alımında bulunabilmeleri için pay geri alım hükümleri 1995'te basitleştirilmiştir. Değişiklikler; denetçiler, uzmanlar, ilanlar, bildirimler gibi zorunlu prosedürün yerini almak üzere alacaklılar ve ortaklar için yeni himayeler içeren şirketin ödeme gücünü devam ettirme, pay sahiplerine eşit davranma ve ilgili bütün bilgilerin açıklanması noktasında toplanmıştır.

Şirketin sermayesini pay sahiplerine iade edemeyeceğini ifade eden sermayenin muhafazası kuralının Temmuz 1998'den önce birkaç istisnası vardı. Ancak, 1 Temmuz 1998 tarihli *Company Law Review Act*, sermaye azaltılması ve pay senedi geri satın alımlarında şirketler bakımından başlıca değişiklikler getirmiştir. Kural olarak, Kanun bir şirketin pay senetlerini kendisinin iktisap etmesini yasaklar (Section 259 A). Bunun istisnası, kanuna göre yapılan geri alımlar ile bir mahkeme emri ile yahut geçerli şekilde yapılan finansal yardımlardır. Belirli şartlarda ve belirli teminatlara bağlı olarak pay senedi geri satın almaları izin verilmiştir. Şirketlerin ancak 12 aylık bir periyotta pay senetlerinin maksimum % 10'unu almalarına izin verilmiştir (Section 257 B). Geri alımların, Şirketler Kanunu'na uygunluğundan başka şirketin alacaklılarına ödeme gücü hakkında önemli bir önyargı oluşturmaması gerekiyor

³⁹³ Kanun görünüşte alacaklıların ve hissedarların menfaatlerini korumak için çok katı kurallar öngörüyordu. Bunlar; pay geri alımların muhtemel avantaj ve dezavantajları hakkında detaylı açıklamalar, şirket esas mukavelesinde yapılacak değişiklikler, denetçilerin şirketin mali durumu ve yöneticiler tarafından yapılan ödeme bildirimini üzerine hazırladıkları rapor, 12 aylık sürenin üzerindeki pay geri alımlarında % 10 luk üst sınır konulması gibi. Avustralya Şirketler ve Menkul Kıymetler Hukuku İnceleme Komitesi 1987 yılında yayınladığı raporunda aynı şeyleri tavsiye etmişti, bkz.: Companies & Securities Law Review Committee Report to the Ministerial Council "A Company's Purchase of its Own Shares" (September 1987), <http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=496> (19.07.2005).

³⁹⁴ Bu beş pay geri alım şekli şunlardır: (a) Eşit erişim pay geri alımları (equal access buy-backs); en basit pay geri alım şeklidir. Yalnızca adi hisse senetlerine uygulanır ve teklif hissedarların her birine hisselerinin yüzdesine eşit olarak yapılır. (b) Açık piyasa pay geri alımları (on-market buy-backs); borsada yapılan normal işlemler gibi yapılmakta ve borsanın kuralları uygulanmaktadır. Borsaya kayıtlı şirketler bundan istifade edebilirler. 10/12 limitinin üzerindeyse salt çoğunlukla alınacak kararın varlığı gerekir. (c) Minimum elde tutma veya düşük lot pay geri alımları (minimum holding buy-back); borsaya kayıtlı bir şirket hissedarlardan piyasaya sürülemeyen hisse miktarlarını geri alabilir. (d) İşçileri pay edindirme planı geri alımı (employee share scheme buy-back); bir şirket, şirketin veya ilgili şirketin işçileri veya yöneticileri için pay geri alımında bulunabilir. 10/12 limitinin üzerindeyse salt çoğunlukla alınacak kararın varlığı gerekir. (e) Seçici pay geri alımlar (selective buy-back); diğerlerini dışarıda bırakarak belirli hissedarlardan hisselerin satın alınmasıdır. Hissedarlar arasında farklı muamele imkanı yüzünden bu geri alımlar yukarıda anılanlardan daha sert düzenlemelere tabidir. Bir kere bütün hissedarlar tarafından onaylanmalı veya % 75 çoğunluğun onayını gerektiren özel bir kararın varlığını gerektirir ki satmak isteyen hissedarlar oy kullanamaz. 10/12 limiti bu geri alımlara uygulanmaz. Geri alım çeşitleri hakkında bkz.: A Adams, s. 55, 56 ; Whitford, s. 656.

(Section 256 B). 12 aylık süre içerisinde satın alınabilecek toplam payların % 10 veya daha az olmasına ya da % 10'un üzerinde olmasına bağlı olarak pay geri alım çeşitleri içerisinde farklı kurallar uygulanabilmektedir. Bu bazen 10/12 limiti olarak da adlandırılır ve 2001 Şirketler Kanunu'nun 257 B(4) ve 257 B(5) hükümlerinde öngörülmüştür. 10/12 limitleri içerisindeki pay geri alımları bu limitin üzerindeki alımlardan daha az külfetlidir. Aşağıdaki tabloda bu hususlar özet olarak verilmiştir.

Tablo 1: Avustralya'da Pay Geri Alımlarının Düzenlenişi³⁹⁵

Prosedürler (ve Kanun'un uygulanacak kısmı)	Minimum elde tutma (Minimum holding)	İşçileri pay edindirme planı (Employee share scheme)		Açık piyasa (On-market)		Eşit erişim planı (Equal access scheme)		Seçici pay geri alım (Selective buy-back)
		10/12 sınırı içinde	10/12 sınırı içinde	10/12 sınırı içinde	10/12 sınırı üzerinde	10/12 sınırı içinde	10/12 sınırı üzerinde	
Adi karar (Salt çoğunlukla alınacak) (257C)	-	-	evet	-	Evet	-	evet	-
Özel/oybirliği karar (257D)	-	-	-	-	-	-	-	Evet
ASIC aracılığıyla belgelerin sunulması (257E)	-	-	-	-	-	evet	evet	Evet
ASIC için 14 günlük bildirim (257F)	-	evet	evet	Evet	Evet	evet	evet	Evet
Teklif yapıldığında konuyla ilgili bilginin açıklanması (257G)	-	-	-	-	-	evet	evet	Evet
Payların iptal edilmesi (257H)	Evet	evet	evet	Evet	Evet	evet	evet	Evet
Form 484 İptalin ASIC'e bildirimi (254Y)	Evet	evet	evet	Evet	Evet	evet	evet	evet

³⁹⁵ The Australian Securities and Investments Commission, bkz.: http://www.asic.gov.au/asic/ASIC_PUB.NSF/byid/E1480F244983D043CA256DF10083B481?opendocument (19.07.2005).

Avustralya’da treasury shares’ler için³⁹⁶ hükümler bulunmamaktadır. Bir geri alım anlaşmasına girilmesi üzerine satın alınan hisse senetlerine (paylara) bağlı bütün haklar askıda³⁹⁷ olup payların şirkete devrinin tescilinden sonra iptal edilmesi gerekmektedir. Bu iptal etme, ihraç edilmiş ve ödenmiş sermayeyi azaltırken kayıtlı sermayeyi değiştirmeden bırakır. Pay geri alım işlemi tamamlandığında durum şirket tarafından Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırım Komisyonuna (ASIC) bildirilir³⁹⁸.

IV. Hong Kong

İngiltere’ye 156 yıl kolonilik yaptıktan sonra 1 Temmuz 1997 tarihinde Çin Halk Cumhuriyeti’nin özel bir idari bölgesi haline gelen Hong Kong, İngiltere’deki hukuki çerçeveyi büyük ölçüde paylaşmaktadır³⁹⁹. Pay geri alımları Hong-Kong’da 1991 yılında başladı⁴⁰⁰. İngiliz örneğinden ufak bir değişikliklerle borsaya kayıtlı ve kayıtlı olmayan şirketler ayırımına gitmektedir⁴⁰¹. Borsaya kayıtlı şirketler, tanınmış bir borsada⁴⁰² yapılan genel bir teklif⁴⁰³ sonucu satın alma ile veya şirketin özel bir kararıyla⁴⁰⁴ yetki verdiği herhangi bir diğer metotla kendi paylarını iktisap edebilirler. Kayıtlı bir şirket, eğer özel bir kararla yetkilendirilmişse sözleşmeyi yapmadan önce şarta bağlı bir sözleşme⁴⁰⁵ ile de kendi paylarını satın alabilir. Pay geri alımları için

³⁹⁶ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 5, VIII, B.

³⁹⁷ § 260I. Bu manipülasyon ihtimalini minimize etmek için gereken bir durumdur.

³⁹⁸ § 260J.

³⁹⁹ İngiliz ortak hukukunun (common law) ve adaletin Hong Kong hukuk sistemi içerisine dahil edilmesi Çin Halk Cumhuriyeti’nin Özel İdari Bölgesi Hong Kong’un Temel Kanunu’nda (Basic Law) m. 8 öngörülmüştür. bkz.: <http://www.legislation.gov.hk/eng/doc> (18.07.2005). Sonuç olarak İngiliz Şirketler Hukuku, Hong Kong’daki düzenleyici çerçeveyi destekleyen genel prensipler için ve eşdeğer hükümlerin yorumlanmasında yüksek derecede önem taşımaktadır.

⁴⁰⁰ Şirketler Ordinası (Companies Ordinance), § 49B-§ 49H. § 49B(1), kayıtlı şirketlerin eğer ana sözleşmeleri yekili kılınmışsa kendi paylarını iktisap edebileceklerini düzenlerken § 49B(2), kayıtlı olmayan şirketlerin durumunu düzenlemektedir. Companies Ordinance (Cap 32) için bkz.: http://www.legislation.gov.hk/blis_export.nsf/CurAllEngDocAgent?OpenAgent&Chapter=32 (18.07.2005). Hong Kong Yasama Meclisi Şirketler Ordinasında değişiklik yapan Şirketler Ordinası 2003 ü kabul etti. 13 Şubat 2004’te yürürlüğe giren bu değişiklikler konusunda bkz.: Jack W. Flader, “Hong Kong: Amended Companies Ordinance Creates More Business-Friendly Environment”, **World Corporate Finance Review** BNA International, January, 2004, <http://www.henleyglobal.com/pdfs/hongkong2004.pdf> (27 Temmuz 2005).

⁴⁰¹ Yukarıda ifade edildiği üzere İngiltere’de “private-public” ayrımı kabul edilmiştir, bkz.: yukarıda dpn. 342.

⁴⁰² Cap 32, § 49BA(2)(b), (3)(b), (4).

⁴⁰³ Cap 32, § 49BA(2), (3), (9).

⁴⁰⁴ Cap 32, § 49BA(5), (6).

⁴⁰⁵ Sözleşmede öngörülen vakitte şirketin, belirli sayıda payını satın almaya yetkili veya mecbur olduğu sözleşme.

kullanılan fonun kaynağı, dağıtılabilir karlar veya bu amaçla ihraç edilen yeni paylardır. Ayrıca iktisap edilen paylar iptal edilmelidir. Kayıtlı olmayan şirketler kendi paylarını sadece bir sözleşme ile alabilirler ki bu sözleşme yapılmadan önce özel bir kararla teklif edilen sözleşmenin hükümleri çerçevesinde onaylanmış olmalıdır. Bu yetki benzer bir kararla iptal edilebilir, değiştirilebilir ve yenilenebilir. Kayıtlı olmayan şirketler sözleşme veya özel bir kararla yetkilendirilmişse kendi paylarını sermayelerini kullanarak alabilirler⁴⁰⁶. Kamuyu aydınlatma gereği, geri alınan payların ayrıntıları (adi, imtiyazlı) 14 gün içinde bir rapor ile Şirketler Sicil Memuruna gönderilmelidir⁴⁰⁷. Borsaya kayıtlı şirketlerde paylar için ödenen minimum ve maksimum fiyat, toplam miktar gibi ilave ayrıntılar bu bildirimde eklenmelidir⁴⁰⁸. Bütün hallerde (kayıtlı veya kayıtlı olmayan) geri alınan paylar iptal edilmelidir.

V. Singapur

Kendi paylarını geri almaya muktedir şirketler bunu üç şekilde yapabilirler⁴⁰⁹, şöyle ki, eşit erişim⁴¹⁰ ve seçici⁴¹¹ temele dayalı piyasa dışı (off-market) iktisaplar, piyasa (market)⁴¹² iktisapları yoluyla. Borsaya kayıtlı olmayan şirketler ilk iki metodu uygulayabilirken kayıtlı olanlar birinci ve üçüncü şıklar arasında tercih kullanmaya yetkilidirler. Bu üç geri alım şekli bir dizi şartların yerine getirilmesi ile kullanılabilir. Bunlar⁴¹³:

⁴⁰⁶ Chee Keong Low, "Refining The Share Buy-Back Regime In Malaysia", **Singapore Journal of Legal Studies**, 2001, s. 345.

⁴⁰⁷ Cap 32, § 49G(1).

⁴⁰⁸ Cap 32, § 49G(2).

⁴⁰⁹ Şirketlerin kendi paylarını geri alma rejimi Şirketler Kanunu'nun (Cap 50) 12 Ekim 1998'de değiştirilmesi ile mümkün oldu (38/1998 Sayılı Değişiklik). Singapur Şirketler Kanunu'nda son olarak 15 Mayıs 2003'te değişiklik yapıldı. Bu değişiklikler ile belli şartlar karşılırsa şartlı sözleşmelerle pay geri alımları yapılmasına izin verildi. Bu değişiklikler için bkz.: http://www.legal500.com/deus/si/cl/sicl_002.htm (27 Temmuz 2005).

⁴¹⁰ Cap 50, § 76C. Ayrıca bkz.: yukarıda dpn. 394. Bu konuda şirket tarafından genel kurulda salt çoğunlukla alınmış bir kararın alınması ve kararda satın alınabilecek payların maksimum sayısı veya yüzdesi, ödenecek maksimum fiyat, yetkinin ne zaman sona ereceği ve fon kaynakları belirtilir.

⁴¹¹ Cap 50, § 76D. Ayrıca bkz.: yukarıda dpn. 394. Genel kurulda alınmış özel (nitelikli çoğunlukla) bir kararı gerektirir.

⁴¹² Cap 50, § 76E.

⁴¹³ Keong Low, s. 346.

- Şirket ana sözleşmesi tarafından açıkça müsaade edilmiş olmalı ve geri alım adi hisselerle sınırlandırılmış olmalıdır⁴¹⁴,
- Şirketin yıllık genel kurul toplantıları arasındaki zaman içinde⁴¹⁵ ihraç edilen sermayenin % 10'undan fazla alınmamalı⁴¹⁶,
- Geri alımların finansmanı dağıtılabılır karların dışında yapılmalı ve şirketi ödeme aczine düşürmemeli⁴¹⁷,
- Yöneticilerin Şirketler Sicil Memurluğuna geri alımları bildirmesi⁴¹⁸,
- Geri alımı takiben paylar derhal iptal edilmelidir⁴¹⁹.

Singapur borsasına kayıtlı şirketler Kotasyon Şartları'nın⁴²⁰ öngördüğü ilave şartlara tabidir. Bunlar; pay geri alım teklifinin sebeplerini beyan etmek, önceki pay geri alımları hakkında bilgi vermek, Singapur Devralma ve Birleşmeler Kanununun⁴²¹ menkul kıymetin kotasyonu üzerindeki etkilerinin sonuçlarını açıklamak⁴²².

VI. Malezya

Malezya'da halka açık borsaya kayıtlı şirketler kendi paylarını geri almaya yetkili kılınmışlardır. Bu yetki, 1 Eylül 1997'de yürürlüğe giren Şirketler Kanunu § 67A⁴²³,nın getirilmesi ile verilmiştir. § 67A, görünüşte paylara bölünmüş esas sermayeli bir halka açık şirkete uygulanıyor gözükse de payların kote edilmiş olması ve satışın borsa üzerinden yapılması gibi ilave nitelikler getirmektedir. Bu düzenlemeler,

⁴¹⁴ Cap 50, § 76B(1).

⁴¹⁵ Cap 50, § 76B(4).

⁴¹⁶ Cap 50, § 76B(3).

⁴¹⁷ Cap 50, § 76F(1).

⁴¹⁸ Cap 50, § 76B(9).

⁴¹⁹ Cap 50, § 76B(5).

⁴²⁰ Bkz.: http://info.sgx.com/SGXRuleb.nsf/VwCPForm_LISTING_MANUAL?OpenView (28 Temmuz 2005).

⁴²¹ Singapore Code on Takeovers and Mergers, http://www.mas.gov.sg/masmcm/bin/pt1The_Singapore_Code_on_Take_overs_and_Mergers.htm (28 Temmuz 2005).

⁴²² Keong Low, s. 346.

⁴²³ § 67A'nın kenar başlığı "Şirketin kendi paylarını satın alması" şeklindedir. Şirketler Kanunu içindeki yeri ise şu şekilde düzenlenmiştir: KISIM IV- PAYLAR, TAHVİLLER, BÖLÜM 3- PAYLAR, § 67A. Şirketler Kanunu için bkz.: <http://www.kpdnhep.gov.my/index.php?ch=22&pg=112&ac=213> (28 Temmuz 2005).

hükümetin sağlıklı sermaye piyasaları oluşturma yolundaki politik gayeleri ile uyum sergilemiştir. Malezya’da pay geri alımlarına uygulanan mevcut düzenleme iki unsuru ihtiva etmektedir. Bunlar; konunun hukuki çerçevesi ve muhasebe çerçevesidir⁴²⁴. Hukuki çerçeveyi konu ile ilgili kanunlar, yönetmelikler, kurallar ve prensipler oluşturmaktadır. Bunlar: Şirketler Kanunu § 67A, Kuala Lumpur Borsası Kotasyon Şartları (KLSE Listing Requirements)⁴²⁵ ve Devralmalar ve Birleşmeler Hakkındaki Menkul Kıymetler Komisyonu Notu No:16.

Yukarıdaki mevzuata göre şirketin kendi paylarını satın alabilmesi için esas sözleşme⁴²⁶ tarafından yetkilendirilmesinin yanında diğer üç şartında gerçekleştirilmesi zorunludur. Bunlar: pay geri alım tarihinde şirketin borçlarını ödeyebilir durumda olması⁴²⁷, satın almanın tanınmış bir borsada bu borsanın kurallarına uygun gerçekleştirilmesi⁴²⁸, satın almanın iyi niyetle ve şirket yararına yapılmış olması⁴²⁹. Satın alınan paylar şirket tarafından iptal edilebilir ve/veya treasury hisseler⁴³⁰ olarak tutulabilir. Şirketin elinde tuttuğu paylara (treasury) ilişkin bütün haklar bu süre boyunca askıdadır⁴³¹. Bu paylar, payların sayısı veya yüzdesi yahut bir pay sınıfının hesaplanmasında hesaba katılmayacaklardır. Pay geri alımları şirket genel kurulunda

⁴²⁴ Konunun hukuki çerçevesi, detayları Malezya Muhasebe Standartları Kurulu Teknik Bülteni 1 (Malaysian Accounting Standards Board Technical Release 1 –MASB TR 1-) de “Pay Geri Alımları – Muhasebe ve Kamuyu Aydınlatma” başlığı altında belirtilen muhasebe rejimi ile desteklenmiştir. Kavramsal olarak bir şirket kendi kendisinin alacaklısı olamayacağından şirketin satın aldığı kendi payları aktif olarak ele alınamaz. Ayrıca, pay geri alımları sermaye işlemleri olduğundan ortaklığın özsermayesi ile doğrudan ilgileri vardır. MASB TR 1, pay geri alımları için şirketin niyetine bağlı olarak iki alternatif muhasebe metodu öngörmektedir ki bunlar: treasury hisse metodu ve hisse çekilme metodu. Birinci metod, geri alınan paylar şirket tarafından sonradan tekrar ihraç edilebileceklerse daha uygunken ikincisi satın alınan paylar şirket tarafından iptal edilecekse uygulanır. Şirket tarafından kabul edilen kesin muhasebe metodu, satın alınan payların iptali ve/veya treasury olarak elde tutulmasına bağlı olduğundan aslında şirket pay geri alımları için iki metottan birini veya her ikisinin kombinasyonu olan bir metodu devam ettirebilecektir. Kamuyu aydınlatma bakımından şirket pay geri alımlarının amacını, sebebini, içerik ve şartlarını, satın alınan paylar için uygulanan muhasebe metodunu açıklamak zorundadır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Keong Low, s. 336 vd..

⁴²⁵ Bu kurallar <http://www.klse.com.my/website/listing/listing.htm> (18.07.2005) sitesinden edinilebilir. Pay geri alımları ile ilgili kurallar Ünite 12’de belirtilmiştir, bkz.: Keong Low, s. 332, dpn. 30.

⁴²⁶ § 67A(1). Esas sözleşmede bu yetkilendirme şu şekilde ifade edilmelidir; “Şirket, kanunun ve uygulanabilir diğer kanunların hükümlerine göre ilgili borsada ilgili kurallar gereğince kendi paylarını satın alabilir”.

⁴²⁷ § 67A(2)(a), KLSE Kotasyon Şartları § 12.12, § 12.13.

⁴²⁸ § 67A(2)(b).

⁴²⁹ § 67A(2)(c).

⁴³⁰ Kanun bu payların tanımını vermiyor. Treasury pay kavramı esasen ABD’de ortaya çıkmıştır, bkz.: yukarıda dpn. 365.

⁴³¹ § 67A(3C).

salt çoğunlukla bir karar alınmadıkça yerine getirilmeyecektir⁴³². Genelde şirket ihraç edilmiş ve ödenmiş sermayesinin % 10'undan fazlasını geri alamayabilir⁴³³. Ayrıca şirket, KLSE kotasyon şartları tarafından belirlenmiş minimum ihraç edilmiş ve ödenmiş sermaye kriterini de karşılamalıdır⁴³⁴. Şirket pay geri alımlarını finanse etmek için iki temel fon kaynağı kullanabilir. Bunlar: dağıtılabilir yedek akçeler⁴³⁵ ve dış borçlardır⁴³⁶. Şirket kendi paylarını geçmiş 5 borsa işlem günü üzerinden oluşmuş ağırlıklı piyasa fiyat ortalamasının % 15 yukarısına kadar olan bir primle satın alabilir. Pay geri alımların açıklanması, KLSE⁴³⁷ ve Şirketler Sicil Memuruna⁴³⁸ ilgili tüm bilgilerin verilmesi suretiyle gerçekleştirilir⁴³⁹.

§ 7. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ

I. Genel Olarak

Amerika Birleşik Devletleri hukuk sisteminde bizdeki anonim ortaklığa tekabül eden ve tüzel kişiliği olan tek ortaklık tipi “corporation”lardır. Sermayesi paylara bölünmüştür ve bunlar pay senetlerinde tecessüm ettirilmiştir. Ortakların sorumluluğu kural olarak koymayı taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlıdır⁴⁴⁰. Pay geri alımlarının hukuki çerçevesi yukarıda bahsedilen Anglo-Sakson benzerlerinden daha az katılıktadır. Borsada işlem gören şirketler tarafından yapılan pay geri alımlarının denetimi Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu’nun (SEC)⁴⁴¹ yetki alanına girer. ABD’de pay geri

⁴³² KLSE Kotasyon Şartları § 12.03.

⁴³³ KLSE Kotasyon Şartları § 12.09.

⁴³⁴ KLSE Kotasyon Şartları § 3.04.

⁴³⁵ KLSE Kotasyon Şartları § 12.10.

⁴³⁶ KLSE Kotasyon Şartları § 12.11.

⁴³⁷ KLSE Kotasyon Şartları § 12.20, 12.21 ve 12.22.

⁴³⁸ § 67A(6).

⁴³⁹ Keong Low, s. 336.

⁴⁴⁰ İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukuku*, s. 35.

⁴⁴¹ Securities and Exchange Commission. SEC’in amacı kamuyu aydınlatma ilkesini en geniş biçimde uygulanmasını sağlayarak yatırımcıyı bilgili kılmak, aldatılmasını önlemek, haklarını kullanabilme imkanı vermek ve federal kanunlara aykırı eylem ve işlemlere engel olmaktır. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun oluşturulmasında ve görevleri ile yetkilerinin belirlenmesinde SEC örnek alınmıştır, bkz.: Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982, s. 142; SEC’in resmi web sayfası için bkz.: <http://www.sec.gov> SEC hakkında ayrıntılı bilgi için bkz.: Cemal Küçüksozen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yayını, 1999, s.23, 24.

alımını SEC tarafından öngörülen kurallara uymakla mümkündür. Bu kurallar⁴⁴², diğer şeylerin yanı sıra yatırımcıya yatırım kararlarını şekillendirmede yeterli bilgi sağlayarak pay geri alımlarında potansiyel kötüye kullanımların minimize edilmesini ve manipülatif veya aldatıcı yöntemlerin kullanımını engeller⁴⁴³. SEC tarafından öngörülen Kural 10b-18⁴⁴⁴, belirli şartlar altında bir ihraççıya kendi pay senetlerini geri satın almaya izin veriyor⁴⁴⁵. Bir ihraççı çeşitli sebeplerden dolayı kendi pay senetlerinden bir kısmını geri satın almak isteyebilir ki bunlar; sermaye yapısındaki bir değişiklik, piyasada pozitif bir işaret oluşturmak veya düşmanca devralmalara karşı savunmaktır. Kural 10b-18, belirli zaman, fiyatlandırma ve hacim sınırlandırılmalarının karşılanması şartıyla buna izin veriyor⁴⁴⁶. Eyalet kanunlarında⁴⁴⁷ da şirketler genellikle kendi

⁴⁴² SEC tarafından, Birleşik Devletlerde menkul kıymet piyasalarının yönetimini kolaylaştırmak için, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'na (Securities Exchange Act 1934) göre sahip olduğu yetkilere dayanarak ihdas edilen idari hükümleri ifade eder. SEC, kural koymadan önce bu kuralları kamuoyuna duyurarak gelen görüş ve eleştiriler doğrultusunda hareket etmekte ve koymuş olduğu kuralları güncellemektedir. Serdar Karababa, **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2001, s. 54

⁴⁴³ Rule 13e-1, 10b-18, 10b-5.

⁴⁴⁴ 1982 yılında SEC tarafından kabul edilen Kural 10b-18, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun anti manipülatif hükümlerine karşı geri alım yapan şirketlere güvenli liman sağlıyordu. Kural 10b-18 için bkz.: 17 C.F.R. (Code of Federal Regulations) § 240.10b-18, bkz.: <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/textidx?c=ecfr&sid=eff2ce7620b3a9d7b9ed4871d8ac3db8&rgn=div8&view=text&node=17:3.0.1.1.1.58.82&idno=17> (20 Ekim 2005). Kural 10b-18'e uymak ihtiyaridir; ihraççılar güvenli liman dışında paylarını geri alabilirler, fakat korumalarından faydalanamayacaktır. Güvenli limanın korumaları olmaksızın, ihraççı yaptığı eylemin hem hilesiz hem de manipülatif olmadığına ispat yükü altındadır. Kural 10b-18 bir geri alımı "ihraççı veya ihraççıya bağlı herhangi bir alıcı tarafından ihraççı için ihraççının paylarının alımını ifade eder" § 240.10b-18(a)(3), bkz.: Jr. James E. Langston, "The New Rule 10b-18: How the Wachovia Merger Continues to Plague the Future of the Banking Industry, The Notes & Comments: New Regulations affecting the Banking Industry", **North Carolina Banking Institute**, V. 8, 2004, s. 197. 10 Kasım 1982 tarihli Wall Street Journal'da SEC üyesi John Evans şu beyanatta bulunmuştu: "Bu bizim düşündüğümüzden daha zayıf bir düzenlemedir". Kural 10b-18 yürürlüğe girdikten sonra şirketlerin pay geri alımları konusunda ortalama yıllık harcamaları çarpıcı bir şekilde artarak \$5.5 milyar dan \$50.7 milyara çıkmıştır, bkz.: Joel Jerome Sneed, **The Influence of Taxes And Risk In Open Market Stock Repurchase Transactions**, The University of Arizona, 2001, http://wwwlib.umi.com/dissertations/preview_page/3010188/7 (11.03.2002).

⁴⁴⁵ Ortaklık satın alma yetkisini, pay sahibine normal ortaklık hakları sağlayan adi pay senetlerinde (common stock) uygulayabileceği gibi, sahiplerine munzam haklar temin eden imtiyazlı pay senetlerine de (preferred stock) kullanabilir, bkz.: Korkmaz İlkorur, "Amerikan Anonim Ortaklıkları Hukuku Sermaye Bileşiminde Bazı Değişiklikler", **İktisat ve Maliye**, 1979, C. 17, S. 9, s. 493.

⁴⁴⁶ James P. Jalil, "Insider Trading Regulations After The Fall of The House of Enron", **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, V. VIII, No: 1, 2003, s. 697, dpn. 45.

⁴⁴⁷ Amerika'da şirketler hukuku federal hükümet tarafından değil her eyalet tarafından ayrı ayrı düzenlenmektedir. Her eyaletin bu hususta kendi kanunu olduğundan yatırımcılar, şirketleri açısından daha elverişli kurallar getiren eyaletlerde şirket kurmayı tercih etmek suretiyle kendilerine uygulanacak kanunu da tayin etme hakkına sahiptirler. Özellikle kendi kanunlarına tabi olan şirketlerden alınan vergi eyaletler için önemli bir gelir kaynağı olduğundan, eyaletler yatırımcıları kendilerine çekebilmek için, şirketleri memnun eden düzenlemeler yapmak ve şirketler tarafından katı bulunan bazı düzenlemeleri yumuşatmak yoluna gitmektedirler. Anonim ortaklıkların kuruluş yeri kanununa tabi olması Amerikan

paylarını satın alma konusunda birkaç sınırlama hariç açıkça yetkili kılınmışlardır⁴⁴⁸. Pay geri alımları, şirket malvarlığının haksız dağıtımını sağlayacak şekilde kötüye kullanılmaya yönelmişse bu yöneticilerin yetkileri ile ilgili bir durumdur. Bir başka deyişle yöneticiler bu konuda ortaklıkla aralarındaki vekalet akdi uyarınca pay geri alımlarına karar verirken şirketin menfaatleri doğrultusunda hareket etmek zorundadırlar⁴⁴⁹. Bu bağlamda bütün pay sahiplerine eşit davranılmalı ve belli bir oran üzerinden pay geri alımlarına katılmalarına izin verilmelidir. Amerikan Barolar Birliğince hazırlanan ve içerik olarak 35'ten fazla eyaletin anonim ortaklıklar kanunlarının hazırlanmasında temel kabul edilen Model Şirketler Kanunu⁴⁵⁰ (Model Business Corporation Act –MBCA-), pay geri alımlarını pay sahiplerine bir dağıtım şekli olarak ele almakta ve kar payları konusundaki benzer sınırlamaları uygulamaktadır⁴⁵¹. Amerikan şirketleri genellikle net karlarının dışında satın almakta ve herhangi bir sermaye azalmasına sebebiyet vermemektedirler^{452 453}.

mahkemelerince de benimsendiğinden kurucular doğal olarak çeşitli eyaletler arasından en elverişlisini arayıp bulmaktadırlar. Bu manada ABD’de bir çok ortaklık kuruluş yeri olarak Delaware eyaletini tercih etmiştir. Bunun başlıca nedeni Delaware eyaletinin çok toleranslı ve yöneticilere geniş imkanlar veren hükümler getirmesidir. Ayrıca Delaware eyaletinde anonim ortaklıklar hukuku ile ilgili olarak çıkarılmış bulunan “The Delaware General Corporation Law”, diğer eyalet düzenlemelerine göre oldukça ileri ve çağdaş bir düzenlemedir. Buna “Delaware Etkisi” denilmektedir, bkz.: Tuğrul Ansay, “Amerikan Anonim Ortaklıklarının İçyüzü”, **Batider** (Aralık 1978), C. IX, s. 972; İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukuku*, s. 36; Gül Okutan Nilsson, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Birikimli Oy Kullanımı”, **Ünal Tekinalp’e Armağan C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 567; Sabih Arkan, **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1976, s. 86, dpn. 1; Mustafa Can, “ABD’de Anonim Ortaklıklarla İlgili Son Gelişmeler”, **Vergi Dünyası** (Nisan 2002), S. 248, s. 104 vd.

⁴⁴⁸ Delaware General Corporation Law (DGCL), § 160, Ancak bu iktisabın ortaklığın sermayesinden bir iade niteliği taşıması gerekir § 154, Ortaklığın belli bir süre içinde geri satın alma hakkını saklı tutarak çıkardığı imtiyazlı payların satın alınmasında ortaklığın sermayesinden bir iade söz konusu değildir § 154.

⁴⁴⁹ Yöneticilerin bu konudaki temel görevleri özen gösterme, sadakat ve ortaklığa ait sırların açıklanmaması, ortaklıkla rekabet etmemektir. Konuyla ilgili olarak yöneticilerin pay geri alım sözleşmesine göre hareket etmeleri gerekir.

⁴⁵⁰ Robert W. Hamilton, **The Law of Corporations in a Nutshell**, 5. Bası, St. Paul: West Group, 2000, s. 74 vd.

⁴⁵¹ MBCA § 6.40

⁴⁵² New York Business Corporation Law § 513, 514, bkz.: <http://www.law.cornell.edu/ny/statutes/busc corp.htm> (17 Mart 2005).

⁴⁵³ “Corporate”de pay sahibi ortaklık alacaklıları tarafından ortaklığa karşı açılan davalarda sorumlu tutulmazken, ortaklık alacaklılarının hakları da ortakların yaptıkları yatırımın bir kısmının veya tamamının “kanuni sermaye” olarak ayrılması ile korunur. Bu kanuni sermaye, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi halinde dahi azaltılamaz, bkz.: Korkmaz İlkorur, “Amerikan Ortaklıklar Hukuku Hisse Senedi Grupları”, **İktisat ve Maliye**, 1979, C. 17, S. 9, s. 393.

II. Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Şekilleri

ABD’de şirketin kendi paylarını devralmasının temelde üç değişik şekli bulunmaktadır: Borsa üzerinden geri alma, alenen yapılan bir devralma teklifine binaen geri alma ve nihayetinde münferit pay sahipleriyle yapılan görüşmeler sonucunda yapılan geri alma⁴⁵⁴.

A. Borsa Üzerinden Geri Alma (Open Market Repurchase)

Şirketlerin kendi paylarını borsa üzerinden geri alması en yaygın olan şekildir⁴⁵⁵. Şirketler, kendi paylarını uzun bir zaman aralığı boyunca düzenli olarak ve ufak çapta almak istediklerinde bu yolu tercih ederler⁴⁵⁶. Geri alma programının kapsamı ve ne kadar süreceği kamuoyuna açıklanmakla beraber şirket kendisini paylarını geri almakla veya açıkladığı kapsamda bir geri almakla yükümlü tutmuş sayılmaz. Bu ise şirkete geri alma programını yerine getirirken değişikliklere karşı esneklik imkanı verir⁴⁵⁷. Payların iktisabı normal bir alım gibi borsadaki brokerler üzerinden yapıldığından payını devreden pay sahibi, bu satışın şirkete mi yoksa üçüncü bir şahsa mı yapıldığını bilemez. Alış fiyatı borsadaki fiyat olduğundan, pay sahiplerine satış fiyatı haricinde herhangi bir prim vs. ödenmez. Borsa üzerinden gerçekleşen bir satış, bu özellikleri nedeniyle pay sahiplerine eşit davranmayı temin etmiş olmaktadır⁴⁵⁸. Şirketin kendi paylarını geri alması durumunda bunu bildirme gibi bir yükümlülüğü yoktur⁴⁵⁹. Stephens ve Weisbach, açık piyasa geri alımlarını incelemiş ve

⁴⁵⁴ Ok-Rial Song, “Hidden Social Costs of Open Market Share Repurchases”, **The Journal of Corporation Law** (Spring 2001), S. 27, s. 426; Theo Vermaelen, “Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study”, **Journal of Financial Economics** (June 1981), C. 9, S. 2, s. 143; Richard A. Brealy ve Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, 5. Baskı, New York, 1996, s. 420.

⁴⁵⁵ Pay geri alımlarının dolar değerinin % 90’ından fazlası genellikle açık piyasa geri alımları ile tamamlanmaktadır, bkz.: Gustavo Grullon, “The Information Content of Share Repurchase Programs (Working Paper, 2002), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=206328 (20 Eylül 2005).

⁴⁵⁶ Larry Y. Dann, “Common Stock Repurchases: Analysis of Returns to Handholders and Stockholders”, **Journal of Financial Economics** (June 1981), C. 9, S. 2, s. 115.

⁴⁵⁷ Wastl/Wagner/Lau, s. 24.

⁴⁵⁸ Vermaelen, s. 143.

⁴⁵⁹ Ancak, manipülatif ve aldatıcı hareketler hakkındaki SEC hükümlerinin (Rule 10b-18) dikkate alınması gerekir. Genelde çoğu şirket bunu bildirir.

firmaların geri alım bildirilerinde hedefledikleri geri alımları üç yıl içerisinde ortalama olarak % 74–82 oranında gerçekleştirdiklerini saptamışlardır⁴⁶⁰.

B. Umumi Geri Alma Teklifi (Self Tender Offer)

Şirket kısa bir süre içinde büyük oranda bir pay alımı planlıyorsa aleni bir geri alma teklifi ile pay sahiplerine müracaat eder. Aleni yapılan böyle bir teklifle şirket ortalama olarak yaklaşık paylarının % 15’ini geri alır⁴⁶¹. Borsa üzerinden yapılan alımlarla kıyaslandığında daha seyrek⁴⁶². Borsa üzerinden böyle bir geri alım yapılması söz konusu olmaz, zira kısa sürede ve bu kapsamda alınacak paylar, hisselerin borsadaki değerini yükselteceğinden geri alımı pahalı hale getirecektir. Aleni yapılan bu geri alım teklifi şu üç şekilde yapılabilir⁴⁶³: sabit bir fiyatla teklif, belirli bir fiyat marjı teklifi yahut satış opsiyonlu teklif.

1. Sabit Fiyatlı Teklif (Fixed Price Tender Offer)

Şirket, payları geri alacağı sabit bir fiyat belirler⁴⁶⁴. Belirlenen fiyat genellikle borsadaki fiyatının üzerindedir. Bu şekilde hisselerini satanlara bir prim verilmiş olur. Tespit edilen fiyat, teklifin geçerli olduğu süre içinde değiştirilmez. Ayrıca, geri alınacak pay sayısı ve teklifin geçerlilik süresi de tespit edilir⁴⁶⁵. Hissedarlar, paylarını satıp satmama konusunda serbesttirler. Bu konudaki tek sınırlama, sürenin sınırlı olması ve tespit edilen fiyattır. Pay senetlerinin borsadaki fiyatı ile ödenecek primlerden oluşan geri alım fiyatının belirlenmesinde bir takım güçlükler vardır. Şirket düşük bir primi tercih ederse bu durum pay sahipleri açısından paylarını şirkete devretme hususunda bir cazibe teşkil etmez. Şirket bu durumda teklifini geri çekebilir, uzatabilir veya teklif edilen bu fiyatla paylarını geri alabilir. Eğer prim yüksek tespit edilmiş ve

⁴⁶⁰ Bkz.: Clifford Stephens ve Michael S. Weisbach, “Actual Share Reacquisitions in Open-market Repurchase Programs”, **Journal of Finance**, C. LIII, 1998, s. 313-333.

⁴⁶¹ Vermaelen, s. 144.

⁴⁶² Michael J. Barclay ve Clifford W. Smith, “Corporate Payout Policy, Cash Dividends versus Open-Market Repurchases”, **Journal of Financial Economics** 1988, C. 22, s. 408. Bu araştırmada borsa üzerinden yapılan geri alımların aleni geri alma tekliflerinden on kat fazla olduğu ortaya konulmaktadır.

⁴⁶³ Benckendorff, s. 74; Wastl/Wagner/Lau, s. 25.

⁴⁶⁴ Dann, s. 114.

⁴⁶⁵ Bazı şirketler, teklifin süresini uzatma veya açıklanandan daha fazla pay alma hakkını saklı tutarlar, bkz.: Michael J. Brennan ve Anjan V. Thakor, “Shareholder Preference and Dividend Policy”, **The Journal of Finance**, 1990, C. 45, s. 996.

planlanandan daha çok ortak pay geri alımı için müracaat ederse durum ne olacaktır? Şirketin teklif edilen bütün payları geri alma ya da alımı paylar oranında (pro rata-Basis) yapma gibi seçim imkanı vardır. SEC, yüksek teklif gelmesi halinde geri alımı pay oranında yapma yükümlülüğü getirmiştir⁴⁶⁶. Primin yüksek tutulması halinde paylarını satmak isteyen bazı ortakların paylarını satamaması ve bununla ortaklar nezdinde hayal kırıklığına ve şirketin imajının zedelenmesine yol açabilmesi mümkündür. Aleni yapılan bir geri alma teklifinin (fixed price tender offer) başarısı, ödenecek primin seçimi ile sıkı sıkıya bağlıdır⁴⁶⁷.

2. Fiyat Marjı Teklifi (Dutch Auction Tender Offer)

“Dutch auction” terimi 17. yüzyılda Hollandalılar tarafından geliştirilen bir çiçek satış metodundan gelmektedir. Çiçeklerini satmak isteyen tacirler bir başlangıç fiyatı belirliyor ve daha sonra kalan stok için alıcılar belirleyinceye kadar derece derece indiriyordu⁴⁶⁸. “Fixed price tender offer”den farklı olarak burada önceden tespit edilmiş sabit bir fiyat yoktur. Şirket yaptığı teklifte bir fiyat marjı verir ve bu fiyat aralığında hisseleri almaya hazır olduğunu bildirir. Alt fiyat sınırı hisselerin borsadaki fiyatının biraz üzerindedir. Üst sınır ise, şirketin bir alımda ödeyeceği en yüksek prime karşılık gelen meblağa tekabül eder⁴⁶⁹. “Fixed price tender offer”den farklı olarak paylarını satmak isteyen hissedarlar kaç tanesini satacağına ve kaçtan satacağına karar vermek durumundadır. Bu şekilde ne kadar prim alacağını da kendisi belirlemiş olmaktadır. Şirket, sürenin sonunda, verilen teklifler yardımıyla hedeflenen sayıda pay almak için en düşük fiyatı belirler. Hissedarların vermiş olduğu, belirlenen fiyatla örtüşen veya bunun altında kalan teklifler geri alma programına dahil edilir. Eğer teklif edilen payların sayısı şirketin geri almayı hedeflediği paylardan fazla ise şirket payları ortakların sahip oldukları pay oranına göre satın alır. Teklifin düşük olması halinde şirket, ya teklif edilen bütün payları en yüksek fiyattan alır veya –bu hakkını saklı tutmak kaydıyla- teklifi geri alır. Belirli bir fiyat marjı ile şirketin kendi paylarını geri

⁴⁶⁶ Rule 13e-4(f)(3)

⁴⁶⁷ Benckendorff, s. 75; Wastl/Wagner/Lau, s. 25.

⁴⁶⁸ Anita I. Anand, “Regulating Issuer Bids: The Case of the Dutch Auction”, **McGill Law Journal**, 2000, s. 137.

⁴⁶⁹ Robert Comment ve Gregg A. Jarrell, “The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases”, **The Journal of Finance**, 1991, C. 46, s. 1247.

alması ancak 1980’li yılların başında uygulanmaya başlamıştır. Ödenecek primin “Fixed price tender offer”’a nazaran düşük olması gibi sahip olduğu avantajlar⁴⁷⁰ nedeniyle en çok uygulanan yöntemlerden biri olmuştur⁴⁷¹. 1985 ve 1988 yılları arasında Birleşik Devletlerde Dutch auction tipi geri alımlar, bütün geri alım programlarının % 4’ünü ve borsaya kayıtlı şirketler tarafından yapılan aleni pay alım tekliflerinin % 43’ünü oluşturmaktaydı⁴⁷².

3. Devredilebilir Satış Opsiyonları (Transferable Put Rights)

Aleni yapılan geri alım tekliflerinden sonuncusu olarak, devredilebilir satış opsiyonları karşımıza çıkmaktadır. Bu yöntemde şirket, çıkartılan payların belirli bir yüzdesini geri almak istiyorsa bu takdirde her pay sahibi bu payların her biri için bir satış opsiyonu elde eder. Örneğin şirket kendi paylarının % 15’ini geri almak istiyorsa bu takdirde her pay sahibine 15 payı için bir satış opsiyonu verir. Her satış opsiyonu pay sahibine süresi içinde opsiyonunu belirlenen fiyatla şirkete devretme hakkını verir. Satış opsiyonlarının başarılı bir şekilde çıkarılmasından sonra genelde opsiyonların alınıp satıldığı ikincil bir piyasa oluşur. Bu durum, paylarını satmak istemeyen pay sahiplerine satış opsiyonlarını satma imkanı verir. Paylarını satmak isteyen bir pay sahibi kendi opsiyonuna satın aldığı opsiyonu da ilave ederek daha fazla pay satabilme hakkını elde edebilecektir. Paylarını devretmek istemeyen pay sahibi ise satış opsiyonunu devrederek kısa süreli kazanç elde etmekte ve paylarını elde tutabilme avantajına sahip olmaktadır⁴⁷³.

C. Şahsen Müzakere Edilen Geri Alım (Negotiated Repurchase)

Bu yöntemde, normal şekilde büyük pay sahiplerinden toplu hisseler (lot) alınır. Görüşme, taraflardan birisi üzerinden gerçekleşebilir. Geri alım için somut şartlar taraflar arasında müzakere edilir. Alış fiyatı genel olarak bir paket ek ücreti içerir. Geri kalan pay sahipleri geri alıma katılmazlar. Bu yöntem şirkete, çabuk ve büyük bir çaba

⁴⁷⁰ Benckendorff, s. 77.

⁴⁷¹ Laurie Simon Bagwell, “Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity”, **The Journal of Finance**, 1992, C. 47, s. 74, 75; Wastl/Wagner/Lau, s. 26.

⁴⁷² Anand, s. 137.

⁴⁷³ Benckendorff, s. 78; Gerald D. Gay, Jayant R. Kale ve Thomas H. Noe, “Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth, and Corporate Control Effects”, **Financial Management**, 1991, C. 20, s. 45.

gerektirmeden büyük miktarda pay alma imkanı verir. ABD’de bu tür geri alım şekli şirketleri devralma savaşında görülür. Devralınması amaçlanan şirket, devralmayı engellemek için potansiyel şirketi devralacak şirketten payları geri alır. Payların fiyatı borsadaki fiyatının oldukça üstündedir. Bu tür bir primin ödenmesi “greenmail” olarak nitelendirilir. Geri alım anlaşmalarına genelde, potansiyel devralacak şirketi belirli bir süre için pay senedi almaması hususunda yükümlü kılan “standstill agreements” şartları da alınır⁴⁷⁴.

§ 8. DEĞERLENDİRME

I. Genel Olarak

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı, Amerika’da 1930’lardan beri uygulanmakta ve esas olarak Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu’nun (SEC) koyduğu kurallara tabidir. SEC’in düzenlemeleri daha çok geri alımların manipülatif amaçlı kullanımını önlemeye yöneliktir. Bu kurallara uyulmaması işlemin hukuka aykırı sayılarak iptal edilmesi sonucunu doğurmaktadır⁴⁷⁵. ABD’de sınırlı sorumlu şirketlerin kendi paylarını satın almaktan yasaklayan genel bir kural bulunmamaktadır. Amerikan deneyimine tanık olmuş olanlar Amerika’daki şirketler tarafından kullanılan bu gücün kötüye kullanılmadığını ve bunun çok sayıdaki amacın gerçekleştirilmesinde yararlı olduğunu belirtmektedirler⁴⁷⁶. Amerika’da şirketler genel olarak mahkeme izni olmadan kendi sermayelerini azaltmakta serbest oldukları için şirketin kendi pay senetlerini satın almasına ilişkin bu güç aynı zamanda titiz bir sermaye azaltılmasını da mümkün kılmaktadır. Küçük şirketlerin çekilmek isteyen üyelerinin payları genellikle bu yolla satın alınır. Eğer bir şirket kendi pay senetlerini satın alır ve sonra onları iptal etmezse bu paylar tekrar ihraç edilebilir fakat bu aradaki zaman içinde bu paylar bakımından oy kullanılamaz ve kar payı ödenemez⁴⁷⁷. Bununla birlikte ABD içtihat hukuku yöneticilere çok sıkı sorumluluklar yükler ve şirket ya da yöneticiler tarafından gücün

⁴⁷⁴ Benckendorff, s. 79; Wastl/Wagner/Lau, s. 27; Michael Bradley ve L. Macdonald Wakeman, “The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases”, *Journal of Financial Economics* 1983, C. 11, s. 303.

⁴⁷⁵ Haholu, s. 408.

⁴⁷⁶ The Jenkins Committee Report in 1962 (Cmnd 1749), bkz.: <http://astro.temple.edu/~distair/jenkins> (29.05.2005).

⁴⁷⁷ Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, D. C.: AEI Pres, 1993, s. 103.

herhangi bir biçimde kötüye kullanılmasını yeterli derecede hesaba katmıştır. ABD hukukunda pay geri alımlarına genel olarak izin verildiği yasaklamanın ise istisna olduğu söylenebilir⁴⁷⁸.

Avrupa Birliği Hukukunda ise kendi paylarını satın almaya yönelik genel bir yetki vermek üzere düzenleme yapılacaksa, hem alacaklıları hem de pay sahiplerini korumaya yönelik uyulması zorunlu koruyucu önlemlerin getirildiği görülmektedir. İkinci yönerge bir şirketin kendi paylarını iktisabı yalnızca bu sınırlara değil ilave bir takım sınırlamalara tabi tutmaktadır⁴⁷⁹. Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerdeki şirketler, hissedarlar tarafından genel kurulda⁴⁸⁰ pay geri alımı konusunda yetkilendirilmedikçe kendi pay senetlerini geri alamaz ki bu U.S. kanunlarıyla⁴⁸¹ tamamen zıttır. Hissedarlar şirketin iktisap edebileceği belirli pay senedi sayısına şirketin ödeyebileceği maksimum ve minimum bedel ile beraber yetki vermek için oy kullanmalıdırlar⁴⁸². Ne şirket ne de yavru şirket esas sermayenin % 10'unun fazlasını elinde tutamayacağı gibi⁴⁸³ aynı zamanda⁴⁸⁴ şirket tamamen ödenmiş⁴⁸⁵ payları iktisap edebilir. Göze çarpan önemli bir fark da, ABD hukuku pay senedi geri alımlarını aynen kar payı ödemelerine benzer şekilde ele almaktadır⁴⁸⁶. Bu tür farklılıklar olsa da Avrupa Birliği üyesi ülkelerde, bir

⁴⁷⁸ The Jenkins Committee Report in 1962 (Cmnd 1749).

⁴⁷⁹ Sermaye Yönergesi, m. 19. Bu hükümlere istisnalar vardır fakat bu istisnalar çok dardır.

⁴⁸⁰ m. 19(1).

⁴⁸¹ MBCA § 6.31 (a), (1998), “bir şirket kendi paylarını iktisap edebilir”.

⁴⁸² Yetki 18 aylık bir süre ile sınırlıdır.

⁴⁸³ Sermayenin azaltılması hakkındaki kuralların katılığı yüzünden, Avrupa’da şirketler geleneksel olarak kendi pay senetlerini iptal etmek yerine treasury shares olarak tutmaktadırlar. İkinci yönerge m. 22, şirket tarafından “tutulmuş paylara” (treasury shares) uygulanacak kuralları ihtiva ediyor, o pay senetlerinin iptal edilmesine karşı olarak.

⁴⁸⁴ İkinci yönergenin 18-24 maddeleri, bir şirketin kontrolü altındaki şirketin ana şirketteki payların taahhüdünü, iktisabı veya tutulmasına da genişletti. Bu hesap keza şirketin menkul kıymet olarak kabul ettiği paylara da uygulanır m. 24(1), at.8

⁴⁸⁵ m. 19(1) (d). Şirketin kendi pay senetleri ile ilgili olarak SLIM çalışma grubu üç teklifte bulundu. Birincisi, % 10 luk sınırın yerini dağıtılabılır net varlıkların miktarı almalıdır. İkincisi, borsaya kayıtlı şirketlerle ilgili olarak çalışma grubu şu teklifte bulundu; maddeler genel kurulda verilecek iznin basit çoğunluk ve dağıtılabılır net varlıkların sınırları içerisinde olmasını sağlamalıdır, yönetim kurulunun şirketin paylarını piyasa fiyatından iktisap edebilmek için sürekli ve periyodik kamuyu aydınlatma yeterlidir. Nihayet, kendi paylarını iktisap edebilmesi için şirkete verilecek yetki süresinin beş yıla uzatılmasını teklif etti.

⁴⁸⁶ MBCA § 1.40(b) (1998). Rickford (Ed.), s. 1021, 1022. Enriques ve Macey’e göre ABD yaklaşımı mantıklıdır çünkü pay senedi geri alımları ekonomik yönden bakılırsa kar payı ödemelerine benzer. Neden ikinci yönerge pay alımlarını kar dağıtımından farklı bir muameleye tabi tuttuğu şeklindeki düşüncelerini “ikinci yönergeyi tasarlayan hukukçuların kar payı ödemeleri ve pay geri alımları arasındaki fonksiyonel eşitliği anlamakta başarısız olmaları” şeklinde ifade etmektedirler, bkz.: Luca Enriques and Jonathan R. Macey, “Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules”, *Cornell Law Review* (September 2001), C. 86, No: 6, s. 1178, dpn. 62.

anonim şirketin kendi paylarını iktisap ve rehin olarak kabul edememesi yasağı, klasik dogmatik düzenden uzaklaşarak “amerikan çizgisi”ne yakın bir konuma gelmiştir. Anonim şirket, yönetim kurulunun, onsekiz ay içinde kullanması koşulu ile, genel kuruldan alacağı yetkiye dayanarak, sermayesinin % 10’una kadar, kendi paylarını iktisap edebilmektedir. Bu yetki sürekli yenilenebileceğinden yasak sermayenin yüzde onuna kadar uygulanamaz duruma gelmiş ve bu durum şirkete *market-maker* rolü oynayabilmesi imkanı tanımıştır.

İngiltere’de ise ortaklığın kendi paylarını iktisabı 1887 den beri sermayenin iadesi alacaklıların menfaatlerine zarar verdiğinden dolayı istenilmeyen bir durumdur. Sermayenin pay geri alımları şeklinde iadesi keza yasal korumalarla sınırlandırılmıştır. Pay geri alımları hem piyasa (on) hem de piyasa dışı (off) satın almalarda Şirketler Kanunu tarafından sınırlandırılmıştır. Ufak bir işletme için piyasa dışı satın almalar oldukça uygundur. Piyasa dışı satın almalar yalnızca özel bir kararla tasdik edilmiş şartlı bir sözleşmeye bağlı olarak vuku bulabilir⁴⁸⁷. Bundan başka yalnızca dağıtılabilir karlar kullanılabilir⁴⁸⁸ ve paylar tamamen ödenmiş olmalıdır⁴⁸⁹. Ayrıca bir özel kararın gerekliliği, ortaklar tarafından kolektif bir harekete dayanır öyle ki karar daha çok olası şirket menfaatlerini yansıtır. Dağıtılabilir karlardan ödeme gereği işletmenin kendi kendini riske atmayarak menfaatlerini garantiye almasını sağlar⁴⁹⁰. Private companies’ler için bile pay geri alımları sınırlı durumlarda sermaye dışında izin verilmiştir⁴⁹¹. Böyle geri alımlar sermaye azalmasını sağlamlaştırmak için getirilmiştir ve sermaye dışında payların geri alımını düzenleyici hükümler yürürlükten kaldırılabilir⁴⁹². Yukarıda ayrıntılı şekilde bahsedildiği üzere CA 1985’te 1999 yılında yapılan değişikliklerin büyük çoğunluğu Avrupa Birliği yönergeleri ve tüzükleri

⁴⁸⁷ Hse-Yu Chiu, “Can UK Small Businesses Obtain Growth Capital in The Public Equity Markets?—An Overview of The Shortcomings in UK And European Securities Regulation And Considerations For Reform”, **Delaware Journal of Corporate Law**, 2003, C. 28, s. 941.

⁴⁸⁸ CA 1985 § 160 (1) (a).

⁴⁸⁹ CA 1985 § 159(3).

⁴⁹⁰ Bu ayrıca bir alacaklı koruma önlemi olarak hizmet eder ve alacak riskini etkilemez, bkz.: Chiu, s. 941.

⁴⁹¹ CA 1985 § 171–177.

⁴⁹² Department of Trade And Industry, Modern Company Law For A Competitive Economy: Completing The Structure, ¶¶7.9-7.10 (Nov. 2000). http://www.dti.gov.uk/cld/reviews/cs_chapt_7.pdf (29.05.2005).

bağlamında gerçekleştirilmiştir. Bu değişiklikler ile İngiliz Şirketler hukukunun “Avrupalılaştığını” Kara Avrupası hukukuna yakınlaştığını söyleyebiliriz⁴⁹³.

Hong Kong, Avustralya, Singapur ve Malezya’daki düzenlemeler ABD ve İngiliz hukuku arasında bir seyir izlemektedir. Örneğin, Hong Kong’da (ki 156 yıl İngiliz Kolonisiydi) ve Avustralya’da İngiliz hukuku daha ağır basmaktadır. *Ansay*’ın da ifade ettiği üzere, amerikan hukuku son yıllarda özellikle halka açık anonim ortaklıklar bakımından sadece Batı Avrupa’yı değil, Japonya dahil olmak üzere Uzak Doğu’yu etkisi altına almıştır⁴⁹⁴. Farklı hukuk düzenlerinin açıklanması göstermiştir ki, şirketin kendi paylarını devralması en ufak ayrıntısına kadar tanzim edilmiştir. Bütün düzenlemelerin merkezinde ise, *alacaklıların, hissedarların, yatırımcıların ve sermaye piyasasının* korunması yer almaktadır. Aşağıdaki tablo pay geri alımlarının karşılaştırılmasını özetlemektedir. Bu üç nokta, şirketin kendi paylarını iktisabı hakkındaki düzenlemelerin çekirdeğini teşkil etmektedir.

Tablo 2: Kendi Payların İktisabının Çeşitli Ülkelerdeki Düzenlenişi⁴⁹⁵

	Avustralya	İngiltere	Hong Kong	Malezya	Singapur	Amerika
Başlangıç yılı	1989	1981	1991	1997	1998	1930’lardan beri (eyaletler arasında değişiyor)
Uygulama	Bütün şirketler	Bütün şirketler	Bütün şirketler	Yalnızca halka açık borsaya kayıtlı şirketler	Bütün şirketler	Bütün şirketler

⁴⁹³ Caroline Bradley, “Transatlantic Misunderstanding: Corporate Law and Societies”, **University of Miami Law Review** (January 1999), V. 53, N. 2, s. 282, 292. Yazar makalesinde Amerikan ve İngiliz şirketler hukukunu ayrıntılı olarak karşılaştırmaktadır.

⁴⁹⁴ Tuğrul Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku Nereye Gidiyor?**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2005, s. 11.

⁴⁹⁵ Keong Low, s. 349.

İzin Verilen geri alım	Piyasa & piyasa dışı	Piyasa & piyasa dışı	Piyasa & piyasa dışı	Yalnızca Piyasa	Piyasa & piyasa dışı	Piyasa & piyasa dışı
Fonların Kaynağı	Karlar	Dağıtılabılır karlar veya yeni pay ihracı	Dağıtılabılır karlar veya yeni pay ihracı	Dağıtılmamış karlar & Pay senedi ihraç primi hesabı	Dağıtılabılır karlar	Net kar
Karın kanuni tarifi	Yok	Var	Var	Yok	Yok	Yok
Sermayenin kullanımına izin verilmesi	Evet, nitelikli bir kararla	Evet, nitelikli bir kararla	Evet, nitelikli bir kararla	Hayır	Hayır	Hayır
Borç kullanımına izin verilmesi	Özel olarak belirtilmemiş	Özel olarak belirtilmemiş	Özel olarak belirtilmemiş	Hayır	Hayır	Hayır
Geri alım sonrası ödeme gücü süresi	12 ay	12 ay	12 ay	6 ay	12 ay	Geri alım zamanında ödeme gücü olmalı
Treasury hisselerine izin verilmesi	Hayır	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Evet

Genel kurul kararının tipi	Piyasa dışı geri alımlar için nitelikli karar & aksi takdirde salt çoğunluk (adi karar)	Piyasa dışı geri alımlar için nitelikli karar & aksi takdirde salt çoğunluk (adi karar)	Piyasa dışı geri alımlar için nitelikli karar & aksi takdirde salt çoğunluk (adi karar)	Adi	Piyasa dışı geri alımlar için nitelikli karar & aksi takdirde salt çoğunluk (adi karar)	Esas sözleşme ve eyalet kanunları ile yöneticilerin yetkilerine ağır sorumluluk öngörülmesi
Düzenleyici otorite	Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırım Komisyonu (ASIC)	Şirketler Sicili	Şirketler Sicili	Kuala Lumpur Borsası	Şirketler Sicili	SEC (Borsaya kayıtlı şirketler için)

II. Amerikan ve Avrupa Hukuk Sistemlerinin Karşılaştırmalı Değerlendirilmesi

A. Alacaklıların Korunması ve Şirket Sermayesinin Muhafazası Bakımından

1. Finansal Sınırlamalar

Amerikan hukukunda itibari değere sahip olmayan payların çıkarılması mümkündür. Bu tür payların, değer karışıklıklarını ve dolayısıyla yanılgıları önledikleri, sermaye artırımını kolaylaştırdıkları ve ortaklık alacaklılarının güvenliğini daha iyi sağladıkları ileri sürülür⁴⁹⁶. Bu şekilde bir asgari itibari değer aranmaması ve itibari değeri düşük (*low par value*) veya itibari değeri olmayan (*no par value stock*) payların/pay senetlerinin çıkarılması, itibari sermaye değerinin şirketin takdirine

⁴⁹⁶ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 455. Bu tip payların avantaj ve dezavantajları konusunda bkz.: İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukuku*, s. 68, 69.

bırakılmasına neden olmaktadır. Bu nedenle şirketler geniş bir finansal hareket kabiliyetine sahip olabilmek için şirket malvarlığına kıyasla çok düşük bir itibari sermayeyi tercih etmektedirler⁴⁹⁷. Amerika’da federe devletlerin anonim ortaklıklar kanunları, liberal bir yaklaşım sergileyerek şirket ile üçüncü kişiler arasındaki ilişkileri değil, ortaklar arasındaki ilişkileri düzenleme eğiliminde olmaları nedeniyle sermayenin korunmasına ağırlık verilmemekte, asgari bir esas sermaye bulunması Amerikan hukukunda itibar görmemektedir⁴⁹⁸. Ayrıca, şirketin kendi paylarını devralması için sermaye ihtiyatı bulunduğundan, malvarlığının korunması ancak düşük itibari sermaye miktarınca teminat altına alınmış olmaktadır. Bu şekilde şirketler malvarlıklarının tamamını kendi paylarının iktisabı için kullanabilirler. Şirketin kendi paylarını devralması ancak bunun şirketin acziyetine (insolvency test) neden olması halinde hukuka aykırı duruma gelir⁴⁹⁹.

Avrupa ülkeleri ise itibari değerli paylardan tam olarak vazgeçememiştir⁵⁰⁰. Çünkü “sermaye alacaklıların garantisidir” ilkesi, itibari değeri olmayan paylar karşısında anlamını kaybetmektedir⁵⁰¹. Asgari sermaye olmadan sınırlı sorumluluk olmaz düşüncesi Avrupa’da hâkimdir⁵⁰². Asgari sermaye, kar dağıtımının sermayeden veya sermayenin adeta tamamlayıcısı olarak öngörülen kanuni yedek akçelerden yapılmasını engelleyen bir sınır olarak kabul edilmektedir. Geçmiş yıl zararları

⁴⁹⁷ Ansay’ın da ifade ettiği gibi Amerikan hukukunda esas sermayenin kuruluş sırasındaki miktarı önemini gittikçe yitirmiş ve sembolik bir rakam halini almıştır, bkz.: Ansay, *Anonim Şirketler Nereye?*, s. 13.

⁴⁹⁸ Ansay, *Anonim Şirketler Nereye?*, s. 43.

⁴⁹⁹ Benckendorff, s. 297.

⁵⁰⁰ Bugün Avrupa’da ne “itibari değer”e ne de onun “asgari” tutarına inanan vardır, bkz.: Tekinalp, *Kuramsal ve Dogmatik Düzen*, s. 15. Günümüzde Belçika, İngiltere, İtalya itibari değersiz payları kabul etmişlerdir. İtibari değerli paylardan tam olarak vazgeçemeyen ülkeler, bu paylar yanında, doktrinde bir çeşit “rotuş” düzenleme olarak nitelenen “arada kurum”a yer vermişlerdir. Bütün bunlara rağmen, itibari değer yerini korumasının sebebi, itibari değer terk edilince sistemde önemli bir değişiklik yapma ihtiyacının ortaya çıkacağıdır. Avrupa, henüz büyük çaplı bir sistem değişikliğine hazır görülmemektedir, bkz.: TTK. Tasarısı, Genel Gerekçe, N 062, 063, 064.

⁵⁰¹ İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukuku*, s. 69.

⁵⁰² Ansay’ın da ifade ettiği üzere İngiliz hukukunda kuruluşta asgari sermaye ve daha sonra esas sermaye/malvarlığı ilişkisi öncelikli bir yer tutmadığından Amerikan hukukuna benzemektedir. 1995 yılında İngiltere’de kayıtlı olan 1.25 milyon anonim ortaklığın 1.1 milyonu 1000 Sterlin’den az sermaye ile kurulmuş ve bunların çoğu “çekmece” şirketler olarak nitelendirilmektedir, bkz.: Ansay, *Anonim Şirketler Nereye?*, s. 13. Ancak, Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum nedeniyle bu fark ortadan kalkmakta yukarıda da ifade ettiğimiz gibi İngiliz şirketler hukuku Avrupalılaşmaktadır, bkz.: yukarıda dpn. 493. Asgari sermaye sisteminin alacaklıları yeterince korumadığı bu konuda daha liberal ve esneklik tanıyan bir düzenlemenin bulunması gerektiği konusunda bkz.: Peter O. Mülbert ve Max Birke, “Legal Capital –Is There a Case Against the European Legal Capital Rules?”, *European Business Organization Law Review*, 2002, V. 3, s. 695-732.

kapatılmadan kar dağıtılamaz; belli bir tutarı aşmayan kanuni yedek akçe ancak kanunla belirlenen yerlere harcanabilir. Pay sahibine aktarılamaz, sermayeye eklenemez⁵⁰³. Bu ilkeler sayesinde, şirketin kendi paylarını ancak, elinde kar olarak hissedarlarına dağıtabileceği serbest kaynaklar mevcutsa iktisap edebilmesi temin edilmiş olmaktadır. Şirketin kendi paylarını devralması halinde, şirket malvarlığına alacaklılar için sorumluluk fonu olarak esas sermaye ve kanuni yedek akçeler oranında dokunulmamış olmaktadır. İtibari sermaye sistemi devam ettiği müddetçe, Avrupa Hukuku, şirketin kendi paylarını devralmasında şirket malvarlığının korunması hususunda Amerikan hukukuna kıyasla daha iyi bir koruma sağlamaktadır ki bunun nedeni ortaklık malvarlığının sadece itibari sermaye oranında değil bütünüyle malvarlığının korunmasına tabi olmasıdır⁵⁰⁴.

2. Sayısal Sınırlamalar

Avrupa Birliği Sermaye Yönergesinde öngörülen (m. 19, f. 1, b) iktisap edilen payların hiçbir şekilde şirket esas sermayesini aşamayacağına ilişkin sınırlama Amerikan hukukunda tanınmamaktadır⁵⁰⁵. Alm. POK. § 71 II, c. 1’de de ifade edilen bu % 10’luk sınır, ortaklığın dağıtılabılır bütün kaynaklarını kendi paylarını iktisapta kullanmasını önlemek suretiyle dolaylı bir koruma temin etmektedir⁵⁰⁶. Avrupa hukuku bu % 10’luk üst sınırın hesaplanmasında, ortaklığın bağlı veya çoğunluğunu elinde tuttuğu ortaklıkların payları ile ortaklık hesabına veya ortaklığın bağlı ortaklığı veya çoğunluğunu elinde tuttuğu payları da dikkate almaktadır. ABD ortaklıklar hukuku ise, dolaylı devralma halinde doğrudan devralmalardaki tehlikelerin ortaya çıkabileceğini nazara almamıştır⁵⁰⁷. Avrupa Birliği’nin iç pazarda engellerin kaldırılması bağlamında hukuki hükümlerin basitleştirilmesi çalışmaları yapması için kurduğu SLIM çalışma grubu⁵⁰⁸ % 10 sınırını keyfi bir oran olarak görmektedir.

⁵⁰³ Bunlar Avrupa ülkelerinin ortak ilkeleridir. TTK. Tasarısı, Genel Gerekçe, N 060.

⁵⁰⁴ Benckendorff, s. 299.

⁵⁰⁵ SEC’in Rule 10b-18(b)(4), hükmü gereğince borsaya kayıtlı bir şirket günlük ortalama maksimum %25’e kadar kendi paylarını satın alabilme iznine sahiptir. Ancak bu fiyatların tespiti mekanizmasının işletilebilmesi amacıyla tanzim edilmiş bir durumdur.

⁵⁰⁶ Benckendorff, s. 300.

⁵⁰⁷ Benckendorff, s. 299.

⁵⁰⁸ Bkz.: yukarıda dpn. 294.

3. Geri Alınabilecek Paylar

Sermaye Yönergesi geri alınabilecek payların ihracına belirli sınırlamalar çerçevesinde izin vermiştir. Bunlar; anonim ortaklığın ana sözleşmesinde öngörülmesi, payların tamamen ödenmiş olması, geri alma şartları ve usulünün ana sözleşmede belirtilmesi gibi (m. 39). Sermaye yönergesi, geri alınabilecek payların devralınmasını dağıtımı kabil kaynakların mevcudiyetine bağlayarak itibari sermayenin aleyhine bir devralmaya izin vermeyerek kapsamlı bir malvarlığı koruması sağlamaktadır. ABD’de de şirketin geri alınabilecek paylar çıkarması ortaklığın finansmanının bir parçası olarak görülmekte ve şirketlere sayısız faydalar sağlamaktadır⁵⁰⁹. Bu tür paylar şirketten ayrılmak isteyen bir ortağa imkan sunarken, yönetime de muhalefet durumundaki hissedarların saf dışı edilmesi konusunda sorunsuz bir enstrüman vermektedir⁵¹⁰. ABD hukukunda bir anonim ortaklık belirli bir süre içinde geri satın alma hakkını saklı tutarak imtiyazlı paylar çıkarmışsa, bunların geri satın alınması sermayeden iade niteliği taşımaz (DGCL § 243)⁵¹¹.

B. Ortakların (Pay Sahiplerinin) Korunması Bakımından

Avrupa hukukunda bu konuda; sermayenin korunması, ödenen sermayenin geri ödenmesi yasağı ve eşit davranma genel ilkeler olarak karşımıza çıkmaktadır. ABD şirketler hukuku ise bu konuda açık koruyucu hükümler ihtiva etmemekte, ortakların korunması usul ve şekillerini şirket ana sözleşmesine ve içtihatlara bırakmaktadır. Ortakların korunması daha çok şirket idaresinin “yed i emin (trustee)” olarak genel yükümlülöklere tabi tutulması ile temin edilmekte, borsada işlem gören şirketler ise 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)

⁵⁰⁹ MBCA § 14, 15 ve DGCL) § 243’de bu husus düzenlenmiştir. Bir şirketin geri alınabilir paylar ihraç etmek istemesinin nedenleri konusunda bkz.: Eilis Ferran, **Company Law and Corporate Finance**, New York: Oxford University Press, 1999, s. 430 vd.

⁵¹⁰ Robert W Hamilton, **The Law of Corporations**, 4. Baskı, St. Paul: West Publishing Company, 1996, s. 522.

⁵¹¹ İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukuku*, s. 65. Geri alınabilecek paylar hem adi hem de imtiyazlı olabilmektedir.

hükümleri⁵¹² ve bunun uygulanması için çıkarılan SEC kuralları ile ek bir koruma temin etmektedir⁵¹³.

1. Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Yetkisi

Sermaye Yönergesi hükümleri (m. 19, f. 1, a) ortaklığın kendi paylarını iktisabını bu yönde bir genel kurul kararına bağlı tutmaktadır. Genel kurul kararı ile yönetim kuruluna belirli amaçlarla kendi paylarını iktisap için yetki verilebilir. Yetki en çok onsekiz ay için verilebilir. Genel kurul yetkinin kullanılmasını belli amaçlara bağlayabilir. Bu amaç kanuna, ahlaka ve adaba aykırı ve borsa ticareti yapmaya yönelik olamaz⁵¹⁴. Genel kurulun yetkisine bağlanmasının sebebi ortaklığın, pay sahiplerinin ve çalışanlarının korunmasıdır. Genel kurul kararının formüle edilmesi (m. 19, a, b, c, d) şirket yönetiminin belirli ortakları tercih etmesini veya ortaklık yapısına tesir edecek şekilde suistimalini sınırlamaktadır⁵¹⁵.

ABD’de ise piyasadan kendi pay senetlerini şirket adına geri alma yetkisi yönetim kuruluna aittir. Bu noktada genel kurulun onayına bağlı olmayan yönetim kurulu, şirket paylarının iktisabını özsermayeyi yönlendirmede esnek bir araç olarak kullanabilmektedir⁵¹⁶. Yönetim kurulu bu konuda da şirket çıkarlarını korumak ve gözetmek yükümlülüğü altındadır. Yönetim kurulu üyeleri gerek şirkete gerekse pay sahiplerine karşı kendilerinden beklenen itimada layık olmakla yükümlüdürler⁵¹⁷.

2. Eşit Davranma

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmede dikkat edeceği en önemli husus bütün ortaklara eşit davranılmasıdır. Bir ortak açısından önemli olan her şeyden önce onun da bu geri alım teklifinden yararlanma imkanına sahip olmasıdır. Ortaklığın

⁵¹² Bu kanunun çıkarılmasının temel nedeni, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu’nun (Securities Act of 1933) sermaye piyasasındaki hileli ve aldatıcı işlemleri önlemek açısından yeterli olmamasıydı, bkz.: Asuman Turanboy, **Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s. 23, dpn. 45. Ayrıca bu yasa ile sermaye piyasasının gözetim ve denetimini sağlamak ve buna ilişkin alt düzenlemeler yapmak yetkisiyle donatılan SEC kurulmuştur, bkz.: yukarıda dpn. 441.

⁵¹³ Benckendorff, s. 303.

⁵¹⁴ Nitekim bu husus Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu § 71, b. 8’de ifadesini bulmuştur.

⁵¹⁵ Benckendorff, s. 305.

⁵¹⁶ Benckendorff, s. 303.

⁵¹⁷ İmregün, *Amerikan Ortaklıklar Hukuku*, s. 57.

eşit davranma yükümlülüğü, planlanan bir geri alıma katılmada ortaklarının eşit şanslara sahip olmaları şeklinde anlaşılmalıdır. Borsa üzerinden iktisapta şirket işlem yaptığı ortağını seçme hakkına sahip değildir⁵¹⁸. Şirketin belli ortaklara ayrıcalık tanıma onları tercih etme gibi bir imkanı yoktur. Ayrıca şirketin kendi paylarına ödediği fiyat borsa fiyatı olduğundan paylarını satamayanlar açısından herhangi bir dezavantaj söz konusu değildir. Aleni pay alım teklifi yoluyla yapılan geri alımın bütün ortaklara eşit şans tanınması için belli bir hissedar grubuna değil tüm hissedarlara yapılması gerekmektedir. Burada eşit işlem ilkesi, yöneticilerin iyiniyet sorumluluğunun ve dürüst işlem yükümlülüğünün gereği olarak algılanmaktadır. Aleni pay alım teklifinde eşitlik ilkesinin gereği olarak fiyat eşitliği ve fırsat eşitliği benimsenmiştir⁵¹⁹. Ortaklarla bireysel olarak pazarlıkla yapılan “negotiated repurchase”⁵²⁰ pay geri alımında, seçilen ortaklar açısından bir malvarlığı menfaati temin edilmesi tehlikesi mevcuttur. Zira diğer ortakların anlaşılan şartlarla paylarını şirkete devretme şansları olmadığından bir eşit davranmama teşkil eder. Bu yöntem şirket yönetimi açısından ortakların ortaklık hukukundan doğan haklarını daha fazla koruyucu bir geri alım yöntemi olmamalıdır. Burada şirket yönetiminin belli bir hareket alanı ve esnekliğe sahip olmasından dolayı kötüye kullanma imkanı olabilir düşüncesiyle yöntemin sınırlayıcı bir düzenlemeyi gerektirdiği sonucu çıkarılamaz. Aksi takdirde bu konudaki çok yoğun bir düzenleme şirketin karar alma mekanizmasındaki azmini kıracaktır⁵²¹.

Amerikan hukukunda çoğunluk hissedarların ve şirket idarecilerinin özen ve sadakat borçlarının eşit davranma ilkesini temin edeceği varsayılır. ABD hukukunda şirketin kendi paylarını devralması hakkındaki düzenlemelerin ağırlık noktasını sermaye piyasası kısmı oluşturduğundan eşit davranma borcu hakkında burada açık bir hükme rastlamak mümkün. SEC, 13e-4 hükmüne göre, borsada işlem gören bir şirket aleni bir geri alım teklifinde ortaklarına eşit davranmalıdır. Her ortağa payı için aynı fiyatın

⁵¹⁸ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 8, II, A.

⁵¹⁹ Fiyat eşitliği SEC, § 14d. 10 kuralı ile düzenlenmiş olup, “en iyi fiyat” kuralı olarak da anılmaktadır. Buna göre, teklif içinde herhangi bir pay sahibine ödenen bedel, yine teklif süresince bir başka pay sahibine ödenen bedelden aşağı olamaz. SEC, § 10b. 13 kuralı, teklif sahibinin farklı bedeller karşılığında pay satın almasını engellediği için esas itibarıyla fiyat eşitliğini sağlamaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Çağlar Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, Ankara: SPK Yayını, 1997, s. 111 vd.

⁵²⁰ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 8, II, C.

⁵²¹ Benckendorff, s. 246.

ödenmesi gerekir. Fazla talep gelmesi halinde ise oransallık esasına göre hareket edilmesi gerekir⁵²².

Sermaye yönergesi ise bu konuda açık bir hüküm (m. 42) getirmektedir. Buna göre, yönergenin uygulanması bakımından üye ülkelerin yasaları, aynı durumdaki bütün pay sahiplerine eşit muamele sağlayacaktır. Bu üye ülkelerin mevzuatlarına da yansımıştır. Nitekim Alm. POK. § 53a'ya göre; “Hissedarlara eşit şartlar altında eşit davranılmalıdır”.

Görüldüğü gibi her iki hukuk sisteminde de eşitlik ilkesi ortakların korunması açısından önemli bir unsurdur. Ortaklığın kendi paylarını iktisapta ortaklara eşit davranma borcunun bağımsız bir şekilde düzenlenmesi gerekmektedir.

C. Sermaye Piyasası ve Yatırımcının Korunması Açısından

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi beraberinde manipüle edilebilme imkanını da getirmektedir. Burada önemli olan bir sermaye şirketinin ortağı olarak hissedarın korunması değil, bir yatırım kararı veren kişi olarak hissedarın korunması olmalıdır. Bu anlamda kamuyu aydınlatma önemli bir koruma temin eder. Kamuyu aydınlatma hükümleri, şirketin kamuoyundan habersiz olarak kendi paylarını devralmasını ve bu suretle kasıtlı olarak borsa endeksine tesir etmesini engellediği gibi, gerek ortakların gerekse katılmayı düşünenlerin (kamu) anonim ortaklığın faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgiye sahip olmalarını sağlar⁵²³. SEC, borsa üzerinden iktisapta⁵²⁴ ortaklığın kendi paylarını devralarak borsadaki fiyata etki etmesini engelleyen bir takım kısıtlamalar getirmiştir⁵²⁵.

⁵²² SEC, 13e-4 kuralı, şirkete, SEC ve yatırımcıların talebi olmaksızın, yatırımcılar açısından bir pay geri alımı için önemli olabilecek hususlarda kapsamlı bir açıklama yükümlülüğü getirmektedir. Devralmanın ne şekilde finanse edildiği, şirketin sermaye yapısına tesiri ve devralmanın amacı belirtilmelidir. Bu şekilde elindeki pay senetlerini satacak olan ortaklar, daha iyi karar verebilirler. Paylarını satmayacak olan ortaklar ve gelecekteki yatırımcılar bu şekilde, yatırım ile bağlantılı rizikoları daha iyi tanımları imkanı sağlar, bkz.: Benckendorff, s. 314.

⁵²³ *Poroy*'a göre bu anlamda anonim ortaklık adeta “camdan bir evde” oturmalıdır, bkz.: *Poroy* (Tekinalp/Çamoğlu), s. 252.

⁵²⁴ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 8, II, A.

⁵²⁵ Kural 10b-18, şirketi, pay geri alım zamanı, devralma ücreti ve geri alınacak pay sayısı bakımından sınırlamaktadır. Amaç, şirket tarafından yapılacak geri alımın, talebi artırarak fiyatın yükselmesine mani olmaktadır.

Sermaye Yönergesinde öngörülen % 10'luk sınırın (m. 19, f. 1, b), tek başına, anonim ortaklığın kendi paylarını devralmasının tehlikelerinden sermaye piyasasını korumakta yeterli olduğu düşünülemez. Zira hassas bir piyasada az miktardaki pay geri alımları bile borsada fiyat oynamalarına sebep olabilir. Halka açık büyük şirketlerin bu % 10'luk sınırı sonuna kadar kullanmaları durumunda pay geri alım hacimleri milyarlarca Euro'ya ulaşabilecektir⁵²⁶.

⁵²⁶ Benckendorff, s. 313.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSAP ETMESİNİN FAYDALARI VE SAKINCALARI

Bir anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin çok değişik nedenleri vardır. Şüphesiz bunları sınırlamak mümkün değildir. Ortaklık kendi paylarını iktisap ederken öncelikle bunun faydalarını düşünerek hareket edecektir. Çalışmamızda bu faydaları; finans yönetiminde bir enstrüman olarak iktisap, ortaklık yapısını etkilemede iktisap ve sermaye piyasası açısından iktisap olmak üzere üçlü bir ayrım içerisinde incelemeyi uygun gördük⁵²⁷. Ortaklığın kendi paylarını iktisabının fayda ve zararları ile iktisap yöntemleri arasında bir bağlantı olduğundan ortaklığın kendi paylarını hangi yöntemle iktisap edeceğini ve buna ilişkin düzenlemenin hukuki çerçevesini göz önüne alması gerekmektedir⁵²⁸. İktisap sebepleri arasında karşılıklı bağlılık da mevcut olabilmektedir. Sözgelimi, çalışanları pay edindirme planı ortaklığın ele geçirilmesine karşı bir savunma önlemi olabilmektedir⁵²⁹. Yine ortaklığı ele geçirme teşebbüslerine karşı kendi paylarını iktisap, ortaklığın hem sermaye yapısına hem de borsadaki pay senetlerinin değerine etki edebilmektedir⁵³⁰.

§ 9. ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABININ FAYDALARI

I. Finans Yönetimi Aracı Olarak Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabının Faydaları

A. Kar Payı Ödemelerine Alternatif Olarak Kullanılması

Anonim ortaklığın kendi paylarını geri almasının avantajlarından birisi de kar payı ödemelerine alternatif olarak kullanılmasıdır. Ortaklığın paylarını geri satın alması

⁵²⁷ Nitekim doktrinde de benzer ayrımların yapıldığı görülmektedir. Bu konuda bkz.: Wastl/Wagner/Lau, s. 29 vd.; Benckendorff, s. 49 vd.; Beşir Fatih Doğan, “Anonim Şirketler İçin Yeni Bir Finansman Kaynağı: Kendi Payları-II”, **Yaklaşım** (Haziran 2005), S. 150, s. 228 vd.

⁵²⁸ Doğan, *Kendi Payları-I*, s. 239.

⁵²⁹ Manavgat, *Pay Alım*, s. 138 vd.

⁵³⁰ Benckendorff, s. 49.

ile nakit kar payı benzeri etkiye sahiptir. Benzer hukuki sırlamalara tabidir⁵³¹. Pay senetlerinin satın alınması dolaşımda bulunan pay senetlerinin sayısını azaltmakta, geri kalan paylar için pay başına kar artış göstermektedir. Pay başına karın artması, pay senetlerinin piyasa değerini artırmakta, ortaklar nakit kar payı yerine sermaye kazancı elde etmiş bulunmaktadırlar⁵³².

Her iki durumda da ortaklık, nakdinin bir kısmını dağıtmakta ve bu da ortaklarının cebine gitmektedir. Söz konusu nakdin kar payı ödemek için mi payları geri satın almak için mi kullanıldığına bakılmaksızın, ortaklığa bırakılan varlıklar aynıdır. Ancak ortaklığın nakit dağıtımı için seçtiği biçim, yatırımcının ödeyeceği vergiyi etkileyebilmektedir⁵³³. Pay geri alımları sermaye kazancı üzerinden vergilendirildiği halde kar payı dağıtımı Gelir Vergisi üzerinden vergilendirilmektedir. Gelir Vergisi oranı ise daha yüksektir⁵³⁴. Pay geri alımlarının nakit temettüye nazaran sahip olduğu en önemli avantaj pay sahipleri için vergi etkisidir. Eğer pay sahipleri geliri şimdi istiyorlarsa, paylarının bir kısmını satarlar. Eğer hemen almak istemiyorlarsa, paylarını elde tutarlar ve gelir elde etmezler ve bir vergi yükü ile karşılaşmazlar. Doktrinde firmaların pay senedi satın alımlarını nakit temettülere tercih etmeleri gerektiği ifade edilmektedir⁵³⁵.

Kar payı ödemelerine alternatif olması konusunda şöyle bir örnek verilmektedir⁵³⁶: Farz edelim ki bir şirketin 500 pay senedi vardır. Şirketin iki ortağı olup her birinin 250 hissesi vardır. Şirket şimdiki değeriyle \$1000 lık bir varlığa ve

⁵³¹ Harry G. Henn, **Corporations**, Minnesota: West Publishing Company, 2nd edition, 1986, s. 793. Kar payı ödemeleri ile geri alımlar arasındaki ilişki konusunda ayrıntılı bir ampirik çalışma için bkz.: James Forjan, David Durr ve John Theis, “An Investigation of the Relationship Between Dutch Auction Repurchase Tender Offers and Cash Dividend Payments”, **Managerial Finance** (2000), V. 26, N. 8, s. 29-40.

⁵³² Mehmet Bolak, **İşletme Finansı**, İstanbul: Birsan Yayınevi, 1998, s. 263; Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, **Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2005, s. 268.

⁵³³ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, çev. Ünal Bozkurt vd., İstanbul: Mc Graw-Hill – Literatür, 1999, s. 442.

⁵³⁴ Bu konuda ilk kapsamlı araştırmalardan biri Elton ve Gruber’e aittir. Onlar pay geri alımlarında bütün yatırımcılar için olmasa da pek çoğu için vergi avantajı bulmuşlardır, bkz.: Edwin J. Elton ve Martin J. Gruber, “The Effect of Share Repurchases on the Value of the Firm”, **Journal of Finance**, 1968, C. 23, S. 1, s. 135-149; Dittmar, s. 333.

⁵³⁵ Robert W. Kolb ve Ricardo J. Rodriguez, **Finansal Yönetim**, Ankara: SPK Yayını, s. 281. 1984’ten 1986’a kadar Merck & Company 907 milyon dolara 13 milyon hisseyi geri aldı. O dönemde şirketin nakit kar payları sadece 738 milyon dolardı, bkz.: Brealey, Stewart ve Marcus, s. 443.

⁵³⁶ Enriques and R. Macey, s. 1179 vd.

\$500 lık borca sahiptir. Şirket \$500 lık bir net varlığa sahip olduğundan dolayı payların her birinin değeri \$1.00. dır. Ayrıca, hissedarların her birinin yatırımı \$250 değerindedir. Firmanın bilançosu şu şekildedir:

BİLANÇO	
VARLIKLAR \$1000	PASİF \$500
	NET VARLIK \$500

Eğer şirket \$1.00 dan toplam 250 pay senedi geri alırsa (her bir ortaktan 125 tane) bilançosu şu şekilde olacaktır

BİLANÇO	
VARLIKLAR \$750	PASİF \$500
	NET VARLIK \$250

Pay senedi geri alımından sonra her ortak her biri \$1.00 değerinde \$125 lık pay senedine sahip olacaktır. Ayrıca her bir ortak pay senetlerinin satımından \$125 nakde sahip olacaktır. Pay senedi geri alımından sonra ortakların yatırımının toplam değeri \$250 olacaktır. Eğer şirket 500 pay senedine her bir pay senedi için \$.50 öderse bilanço şu şekilde olacaktır.

BİLANÇO	
VARLIKLAR \$750	PASİF \$500
	NET VARLIK \$250

Kar payı ödemesinden sonra her bir ortak her biri \$50 değerinde 250 pay senedine sahip olacaktır. Ayrıca her ortak her bir pay için \$.50 kar payı ödemesinden \$125 nakit elde edecektir. Kar payı ödemesinden sonra ortakların yatırımının toplam değeri \$250 olacaktır. Bu basit örnek, pay senedi geri alımlarının şirket bilânçosu açısından aynen kar payı ödemeleri gibi olduğunu gözlememize yardım etmektedir. Sorun şirketin bütün hissedarlardan eşit şekilde hisse geri alımı yapmadığında ortaya çıkıyor. Bu problem meseleyi karıştırmaktadır. Bu problemi örneklersek, şirketin her biri \$1.20 dan bir ortağa ait 250 hissenin tamamını satın aldığını farz edelim. Firmanın bilânçosu geri alımdan sonra şu şekilde olacaktır:

BİLÂNÇO	
VARLIKLAR \$700	PASİF \$500
	NET VARLIK \$200

Hisselerini satan hissedarın eline \$300 geçecek ($\$1.20 \times 250$). Bununla beraber diğer hissedarın hisseleri görüleceği gibi \$250 dan 200\$ a, her bir hissenin değeri de \$1.00 dan \$.80 e ($\$200 / 250 \text{ pay} = \$.80 \text{ her bir pay}$). Bu durumda, kalan net varlığın değerini azaltıyor pay geri alımı. Bu bir problem olarak görüldüğünden Amerikan hukuku pay geri alımlarına sınırlamalar koymaktadır (MBCA § 6.31 (a), 6.40(c). Bununla birlikte bu endişe sermaye yönergesinin katı geri alım kurallarını haklı çıkarmaz. Aslında, bazı durumlarda böyle kurallar ortakların yararına harekette bulunmaktan şirketleri alıkoyar. Örneğin, bilançonun şu şekilde olduğunu farz edelim:

BİLÂNÇO	
VARLIKLAR \$1000	PASİF \$500
	NET VARLIK \$500

Ayrıca iki ortağımızın bu değerlendirme hakkında farklı görüşlere sahip olduğunu varsayalım. Her bir ortağın 250 pay senedine sahip olduğunu hatırlayalım. Bir ortak firmanın mevcut varlığının değerini gerçekte \$1250 olduğunu düşünmektedir, şöyle ki her bir pay \$1.00 yerine \$1.50 dir. Diğer ortak ise gerçekte \$750 olduğunu düşünmektedir, yani her bir pay \$1.00 yerine \$.50 dir. Böyle bir durumda, bir geri alım her iki ortağın yararına olacaktır. Bir kar payı ödemesi bu sonucu başaramaz çünkü bir şirket kar payı ödemelerini orana dayalı yapmalıdır.

TTK. sisteminde ise bir anonim ortaklığın kendi paylarını satın alarak, dolaylı bir şekilde kar payı dağıtmasına yasal yönden imkan yoktur. Çünkü TTK. m. 329, ancak istisnai hallerde anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesine imkan vermiştir. Ortaklık, ancak esas sermayenin azaltılması yoluyla bu tür bir kar dağıtımına girişebilir. Anonim ortaklıklarda ise esas sermayenin azaltılması çok uzun işlemleri gerektirdiğinden sık aralıklarla tekrarı ise imkansızdır⁵³⁷. Ayrıca, esas sermayenin azaltılması gereğince devralınan payların ortaklıkça ilk fırsatta elden çıkarılması gerekir (TTK. m. 329, f. 2, c. 2).

B. Anonim Ortaklığın Değerinden Düşük Gösterilmesini Engellemede Kullanılması

Ortaklığın kendi paylarını devralması, ortaklık yönetiminin sermaye piyasasına, kendi elindeki verilere göre paylarının gerçek değerinin hali hazırdaki değerinin altında gösterildiği inancında olduğunu işaret eder. Bunun doğru olması halinde ortaklık kendi paylarını almakla iki şekilde bundan faydalanmış olur. Birincisi, ortaklık geri aldığı payları portföyünde tutarak daha sonra bunları değerleri yükseldiği anda tekrar ihraç edebilir. Bu şekilde pay sayısında bir değişiklik olmamasına rağmen özsermayesini artırmış olmaktadır. İkincisi, düşük durumdaki pay senetlerinin değerinin yükselmesi finansman maliyetlerinin düşürülmesi anlamına gelmektedir. Çünkü sermaye artırılmasına yönelik piyasaya yeni pay senetleri çıkarılması, ortaklığa, borsadaki bir yükselmede daha fazla özsermaye akışını sağlayacaktır. Zira, yeni

⁵³⁷ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 7. Baskı, 1998, s. 798.

çıkarılan pay senetlerinin çıkarılma anındaki değerleri yüksek olarak belirlenebilecektir⁵³⁸.

Görüldüğü gibi ortaklık kendi paylarını iktisap ederek paylarının borsadaki değerinin yükselme potansiyeline sahip olduğu konusunda yatırımcıları bilgilendirmekte ve paylarının düşük değerde olduğu yönündeki kanaati ortadan kaldırarak piyasayı yönlendirmektedir⁵³⁹. Bu yönlendirmenin etkisini gösterebilmesi için piyasaya verilen sinyalin doğru olması gerekir. Bu konuda; iktisap edilecek payların oranı, yöneticilerin elindeki payların miktarı ve borsa kurunun ne kadar üstünde bir fiyat verildiği hususları inandırıcılığı güçlendirecektir. Eğer yönetim, geri edinme kararıyla piyasayı yanlış yönlendirirse bu durum ortakların orta vadede paylarını ellerinden çıkarmasına ve payların dolayısıyla da ortaklığın değerinin düşmesine neden olacaktır⁵⁴⁰.

C. Ortaklığın Sermaye Yapısını Değiştirmede Kullanılması

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi ile ortaklığın sermaye yapısı da değişir. Ortaklıkta yabancı sermaye oranı artarken, ortaklığın esas sermayesi azalır. Bu durum özellikle yabancı sermaye tarafından finanse edilen kendi paylarını iktisabın fazla veren nakdi sermaye araçları ile karşılaştırıldığında daha fazla kendini göstermektedir⁵⁴¹. Yabancı sermaye için kazanç durumuna bakılmaksızın önceden tespit edilmiş faizlerin ödenmesi gerekir. Toplam sermayenin bütününe tekabül eden faizin yabancı sermaye için ödenecek faizden daha yüksek olması halinde, yabancı sermayeden elde edilen yabancı sermaye faiz oranı üzerindeki bir gelir özsermaye oranına yarar. Özsermaye getirisi, esas sermayenin toplam sermaye içindeki payı düştüğü oranda, yani ortaklığın borçlanma derecesi ne kadar yüksekse, o oranda yüksek olacaktır. Ortaklığın özsermayesini yabancı sermaye ile ikame etmesi, ortaklığa, esas sermaye verimliliğini artırma imkanı sağlar. Özsermayenin yabancı sermaye ile ikamesi, yabancı sermayenin kaldıraç etkisine (leverage-Effekt) yol açar⁵⁴². Ancak

⁵³⁸ Benckendorff, s. 60.

⁵³⁹ Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 230.

⁵⁴⁰ Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 230.

⁵⁴¹ Benckendorff, s. 51.

⁵⁴² Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 231. Benckendorff, s. 52. Ortaklığın kendi paylarını yabancı kaynaklarla finanse etmesi halinde bu oran yüksek olduğu takdirde finansal kaldıraç (Leverage-Effekt) olumlu

özsermaye gelirinin artan borçlanma derecesi ile aynı orantıda büyümediğini, belirli bir borçlanma derecesine ulaştıktan sonra “leverage Etkisi”nin ters döneceğini göz ardı etmemek gerekir⁵⁴³. Çünkü “Leverage Etkisine” ancak, toplam sermaye kazancının yabancı sermaye faizinin üstünde olduğu müddetçe ulaşılabilir.

Anonim ortaklık kendi paylarını geri almak suretiyle sermaye yapısını değiştirebilmektedir⁵⁴⁴. Atıl durumdaki borçlanma kapasitesinin kullanılması ortaklığa hem özsermaye verimliliğini artırma hem de finansman maliyetlerini düşürme imkanı⁵⁴⁵ vermektedir⁵⁴⁶. Ortaklığın sermaye yapısının çok fazla özsermaye ağırlıklı olduğuna inanıldığı durumlarda borçlanarak kendi paylarını geri alması halinde ortaklığın sermaye yapısında özsermaye oranı azaltılmış olmaktadır⁵⁴⁷. Ortaklığın kendi paylarını devralmasının ardından sermaye düzeltilmesi veya sermaye azaltılması halinde de ortaklık şartlar dahilinde, yatırım için kullanmadığı büyük miktarda nakdi varsa ve bu durum yüksek oranda özsermayeleşme sonucunu doğuruyorsa, müdahalede bulunacaktır⁵⁴⁸.

D. Borsa Kurunu Etkilemede Kullanılması

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı, borsada işlem gören kendi paylarına alım-satım yapmak suretiyle pay senetlerinin değerini etkilemeye yönelik doğrudan bir müdahalede bulunabilme imkanı vermektedir. Bu durum piyasadaki aşırı dalgalanmaların dengelenmesine hizmet etmektedir⁵⁴⁹. Kendi paylarını geri alma yoluyla borsa kuruna müdahale edilerek piyasanın teknik veya psikolojik ani ve ters reaksiyonları dengelenebilir veya en azından olumsuz etkileri azaltılabilir⁵⁵⁰. Nitekim 19 Ekim 1987 ve 11 Eylül tarihlerindeki borsa çöküşlerinden sonra birçok şirket geri alım programı uygulayarak pay senetlerini nispeten daha az değer kaybına

etkisinden yararlanarak özsermaye karlılık oranını yükseltmek imkanı mevcuttur, bkz.: Öztin Akgüç, **Mali Tablolar Analizi**, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 9. Bası, 1995, s. 360.

⁵⁴³ Akgüç, *Mali Tablolar*, s. 360.

⁵⁴⁴ George H. Zwerdling, “Stock Repurchase: Financial Issues”, **California Management Review** (Winter 1968), V. XI, No: 2, s. 31.

⁵⁴⁵ Yabancı sermayenin özsermayeden ucuz olması halinde bu mümkündür, bkz.: Amar Bhidé, “Why not Leverage Your Company to the Hilt?”, **Harvard Business Review** (May-June 1988), V. 66, s. 93 vd..

⁵⁴⁶ Benckendorff, s. 53.

⁵⁴⁷ R. Metin Türko, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 1999, s. 540.

⁵⁴⁸ Giger, s. 9.

⁵⁴⁹ Benckendorff, s. 58.

⁵⁵⁰ Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 230.

uğratmıştır⁵⁵¹. Burada anonim ortaklık borsada işlem gören kendi paylarını değerinin korunması veya değerinin desteklenmesi amacıyla devralmaktadır. İlk durum, sermaye piyasasına sürülen pay senedi sayısını azaltıp artırmak suretiyle fiyat dalgalanmalarının önüne geçerken, ikincisi düşmekte olan fiyatları talebi artırmak suretiyle durdurmayı veya daha fazla düşmesinin önüne geçilmesine yardımcı olur⁵⁵².

E. Likidite Fazlasını Değerlendirmede Kullanılması

Elinde likidite fazlası olan bir anonim ortaklık öncelikle bunu yatırıma dönüştürmelidir. Çünkü kasada veya bankada tutulması halinde bunlara çok düşük faiz verilmektedir. Verimli bir yatırım imkanı olmadığı durumda ortaklık, elindeki fazla nakdi kendi paylarını geri almak suretiyle ortaklara dağıtabilir. İktisap ettiği kendi paylarını daha sonra karlı bir şekilde satarak finansman aracı olarak kullanabilir. Likidite fazlasının bu şekilde değerlendirilmesi ile şirketin değeri artar ve ortaklarının beklentileri gerçekleşmiş olur. Bu sayede, piyasaya yeni likidite girişi olacağından bu durum sermaye piyasasında işlem gören şirketlere kaynak teşkil eder⁵⁵³.

F. Ortakların Malvarlığının Maksimize Edilmesinde Kullanılması

Bir şirketin başlıca gayesi, kar payı ödeyerek ve/veya ortaklığın pay senetlerinin piyasa fiyatlarının artmasına sebebiyet vermek yoluyla ortaklarının toplam gelirlerini maksimize ederek ortaklarını zenginleştirmektir⁵⁵⁴. Bu husus günümüzde “Shareholder Value (Paysahiplerinin Değeri)” kavramı ile ifade edilmektedir⁵⁵⁵. Bu kavram, pay senetleri borsada işlem gören bir anonim ortaklığın toplam pay senetlerinin, dolayısıyla, özvarlığının sermaye piyasasındaki değerini ifade eder⁵⁵⁶.

⁵⁵¹ Shell, *USA Today*, s. 01b; Anthony Yanxiang Gu ve Michael Schinski, “Patriotic Stock Repurchases: The Two Weeks Following the 9–11 Attack”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, C. 20, S. 3 (May 2003), s. 267–276.

⁵⁵² Giger, s. 7.

⁵⁵³ Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 228; Benckendorff, s. 50.

⁵⁵⁴ Klaus Amann, *Finanzwirtschaft: Finanzierung, Investition und Finanzplanung*, Stuttgart, Berlin, Köln, 1993, s. 159.

⁵⁵⁵ Kavram için bkz.: Wikipedia, The Free Encyclopedia. http://en.wikipedia.org/wiki/Shareholder_value (17.10.2005); Wastl/Wagner/Lau, s. 30, dpn. 13.

⁵⁵⁶ Ünal Tekinalp, “Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki”, *Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan*, Ankara: Turan Kitabevi, 2003, s. 229. Tekinalp makalesinde bu kavrama 1 Aralık 1992 tarihinde *Sir Adrian Cadbury* başkanlığında hazırlanan “The Financial Aspects of Corporate Governance” (kısaca Cadbury Raporu) adlı raporu incelerken temas etmektedir. Rapor için bkz.: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (16.08.2005). Bu rapora

Ortaklar açısından şirketin başarısı, temettü ve borsadaki uzun süreli değer yükselmeleri toplamından oluşan getiriyle ölçülür. Ortakların beklediği getiriye sağlayan veya bunu aşan şirket bu nedenle başarılıdır. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi, ortaklık finans yönetimine, ortaklığın sermaye ihtiyaçlarının esnek bir şekilde gerçek ihtiyaçlara uyarlanması imkanını vererek, ortakların beklediği karı ve likidite fazlasının ortaklara dağıtılmasıyla ortaklığın değerini artırma imkanı verir⁵⁵⁷. Ortaklar sermaye fazlalığının dağıtılmasına, ya paylarını ortaklığa satmakla elde ettikleri kar veya ortaklığın kendi paylarını geri alması neticesinde pay senetlerinin değerinin artması şeklinde katılırlar⁵⁵⁸.

G. Serbest Nakit Akımlarını Değerlendirmede Kullanılması

Nakit akımları, firmanın işletme sermayesi, modernleştirme ve geliştirme yatırımları gibi amaçlar için işletme içinden yaratabildiği fonların toplamını gösterir⁵⁵⁹. Yöneticiler, kontrolleri altındaki kaynakları artırma gayesiyle hareket ederlerken servet maksimizasyonunun ötesinde bir büyüme motivasyonu ihtiyacı içinde değillerdir. Bu düşünceyle, yöneticiler böyle önemli serbest nakit akımlarını yatırımlar yerine kendi paylarını iktisap etmede veya kar payı ödemelerinde kullanmayı tercih edebilirler. Bu tercih, kaynaklar yatırımlara dönüştürüldüğünde kaybolabilecek olan gelecekteki nakit akımları üzerinde kontrol imkanına izin verir. Anonim ortaklığın kendi paylarını geri alması nakit akımlarında artışı motive etmektedir⁵⁶⁰.

göre tüm sermaye piyasası düzenlemelerinin merkezinde pay sahibi bulunmaktadır. Oysa günümüzde ve Ocak 1998 tarihli Hampel Raporunda (Committee On Corporate Governance) da belirtildiği gibi “ortaklığın menfaati” denilince, pay sahiplerinin, alacaklıların, müşterilerin, işçilerin, devletin menfaati anlaşılmaktadır. Rapor için bkz.: http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel_index.htm (16.08.2005).

bkz.: Tekinalp, *AO'lara İlişkin Hukuk Politikaları*, s. 230 vd.

⁵⁵⁷ Benckendorff, s. 59; Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 230.

⁵⁵⁸ Vermaelen, s. 139 vd.; Bagwell, s. 71 vd.

⁵⁵⁹ Seyidoğlu, s. 609.

⁵⁶⁰ John B. Shoven ve Laurie Blair Simon, “Share Repurchases And Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate”, **National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2243** (Mayıs 1987), s. 8, bkz.: <http://www.nber.org/papers/w2243.pdf> (10 Ekim 2005); Zwerdling, s. 33.

II. Ortaklık Yapısını Etkilemede Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabının Faydaları

A. Anonim Ortaklığı Ele Geçirme Teşebbüslerine Karşı Kullanılması

Anonim ortaklığa ait payların istenmeyen kişiler tarafından iktisap edilerek ortaklık yönetiminin ele geçirilmesi ve yabancılaşması mümkündür⁵⁶¹. Özellikle hamiline yazılı pay senetlerinin tedavüldeki kolaylığından dolayı, üçüncü kişiler kolaylıkla ortaklık üzerinde kontrolü ele geçirmek amacıyla pay senetlerini iktisap edebilirler. Ortaklığı ele geçirmek isteyenlerin menfaatleri ile ortaklığın, ortakların veya ortaklık yönetiminin menfaatleri çakıştığı hallerde, bir düşmanca devralma teşebbüsü söz konusudur ki bir takım tedbirlerin alınması gerekir. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı, bu bağlamda ortaklık yönetiminin rızası hilafına veya isteği olmadan ortaklık yönetiminin ele geçirilmesine karşı bir enstrüman olarak kullanılabilir⁵⁶². Pay geri alımları çoğunlukla düşmanca devralmalarla ilgili olduğundan savunma amaçlı olarak kullanılmaktadır⁵⁶³. Ancak ampirik çalışmalar göstermektedir ki pay geri alımlarının ancak % 15 ila 20'si düşmanca devralma tehlikesi ile ilgilidir⁵⁶⁴. Kübler⁵⁶⁵, ortaklığın imkanlarını kullanarak ortaklığın ortaklar yapısına etki etme yetkisinin yönetim kuruluna verilmediğini ileri sürerek bu amaçla yapılacak olan iktisapların kural olarak geçersiz sayılması gerektiğini söyler. Ancak ortaklığın ortaklar yapısına müdahale yasak olsa bile kanundaki istisnai hallerde (Alm. POK. § 71 I ve TTK. m. 329) yapılan bir iktisap zaten zorunlu olarak ortaklar yapısını değiştireceği gibi böyle bir yasağın da istisnasını teşkil edecektir. Burada yönetim kurulu üyelerinin sadakat borcu yönetim kurulunun kendi gücünü korumak için yapacağı iktisabı haklı çıkarmaz.

⁵⁶¹ Çıkarları ortaklığın geleceği ile uyumlu olmayan bütün çevrelerin ortaklık üzerinde hakimiyet kurmak istemeleri, yabancılaşma kapsamında yorumlanmaktadır, bkz.: Kendigelen, *İmtiyaz*, s. 59.

⁵⁶² Benckendorff, s. 60.

⁵⁶³ Michael Bradley ve Michael Rosenzweig, "Defensive Stock Repurchases", **Harvard Law Review** (May 1986), V. 99, N. 7, s. 1417 vd.

⁵⁶⁴ 1977 ve 1988 yılları arasında yapılan 146 pay geri alımından 27 tanesi devralma faaliyetleri ile ilgili bulunmuştur, bkz.: D. Scott Lee, Wayne H. Mikkelsen ve M. Megan Partch, "Managers' Trading Around Stock Repurchases", **Journal of Finance** (December 1992), V. 47, N. 5, s. 1949.

⁵⁶⁵ Friedrich Kübler, **Gesellschaftsrecht**, 4. Aufl., Heidelberg, 1994, s. 150.

Anonim ortaklığın bu şekilde paylarını geri alması greenmail işlemler olarak da bilinir⁵⁶⁶. Ortaklığın kendi paylarını bir veya birkaç hissedardan almasıyla oluşur. Bu tür iktisaplar genellikle piyasa fiyatının oldukça üstünde bir primle gerçekleşir ve hedeflenen kişi veya grupla sınırlıdır. Yönetim, geri alım teklifini büyük bir primle ortaklığı ele geçirmeye çalışan kişi veya hissedar grubuna yapabilir. Amaç bu kişi veya grubun ortaklığı ele geçirme teşebbüsünden caydırmaktır. Payların fiyatları ortaklığı devralmak isteyenler açısından çekici olmaktan çıkacaktır⁵⁶⁷.

Ortaklık içinde muhalif veya memnun olmayan hissedarların varlığı, ortaklığın üçüncü kişilerce devralınmasını kolaylaştırır. Paylarını ortaklığa satmaya razı hissedarlardan toplanan payların ortaklık tarafından iktisap edilmesiyle bu tehlike azaltılmış olur⁵⁶⁸. Ayrıca geri alım programından sonra, elindeki hisselerin değerini yüksek gören hissedarlar paylarını ancak kendilerine yüksek bir prim ödenmesi şartıyla satmaya hazır olduklarından devralma pahalılaşmış olacaktır⁵⁶⁹. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı, bu paylardan ortaklığa herhangi bir hak düşmeyeceği için yönetime yakın ortakların paylarının artmasına da neden olacaktır⁵⁷⁰. Pay geri alımları muhalif

⁵⁶⁶ Yönetim ele geçirme gayretlerini engellemek amacıyla geri alınacak hisseler için firmayı ele geçirme teşebbüsünde bulunan hissedarlardan daha fazla prim teklif eder. Greenmail konusunda bkz.: Doğan Kütükçü, **Sermaye Piyasası Hukuku**, C. 1, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004, s. 296, dpn. 133; “Greenmail suç olmayan bir tehdit anlamı taşımaktadır ve düşmanca bir şirket devralma çabasını ortadan kaldırmak için kullanılan bir metottur. Önce bir kimse halka açık bir şirketin genellikle % 5’lik bir kısmını hisse senetlerini satın almak için halka fiyat teklifinden (tender offer) önce satın alır. Bazen hisse senetlerini satın alma çağrısından önce ve bazen de sonra, satın aldığı hisse senetlerini şirkete çok yüksek bir primle geri satmayı teklif eder. Eğer şirket, bu düşmanca devralma çabasını önlemek veya sonlandırmak istiyorsa hisse senetlerini satın almak isteyecektir. Buradaki greenmail sözcüğü “blackmail”i andırmaktadır. Blackmail ceza hukukunda tehdit demektir. Türkçe’ye birebir çevrilirse blackmail, “kara mektup” veya “kara posta” anlamına gelmektedir. Greenmail ise “yeşil mektup (posta)” anlamını taşır ve blackmailde olduğu gibi para almak için (hisse senetlerinin yüksek bir primle geri alınması için) düşmanca bir devralma çabası ile şirketi tehdit eder – hisse senetlerimi yüksek bir primle geri almazsan şirketini alırım. Burada kara mektup yerine yeşil mektup denilmesi, alınan paranın renginden kaynaklanmaktadır”. Ayrıca bkz.: Jonathan Macey ve Fred S. McChesney, “A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail”, **Securities Law Review**, 1987, V. 19, s. 399-447.

⁵⁶⁷ Böckli, N. 393.

⁵⁶⁸ Ortaklığın kendisinin devraldığı payları sorunsuz ortaklara devretme imkanı olacaktır, bkz.: Giger, s. 7.

⁵⁶⁹ Laurie Simon Bagwell ve John B. Shoven, “Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate, in: Auerbach”, **Corporate Takeovers: Causes and Consequences**, Chicago, 1988, s. 196.

⁵⁷⁰ Charles M. Nathan ve Marilyn Sobel, “Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids”, **The Business Lawyer**, 1980, S. 35, s. 1556; Hans Joachim Koop, **Erwerb eigener Aktien, Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes**, Wiesbaden, 1996, s. 42.

ortaklarla ilgilenilmesinin bir yolu olabilir ancak gücün bu amaçla kullanımı suistimale açıktır⁵⁷¹.

B. Çalışanları Pay Sahibi Edindirmeye Yönelik Olarak Kullanılması

Çalışanların çalıştıkları işyerlerine ve üretim malvarlığına katılmalarının sağlanması onların verimliliğini artırmada itici bir güç olacaktır. Şirketler, çalışanlarının motivasyonunu, şirkete bağlılıklarını sağlamak, şirketin ekonomik performansını artırmak, bir rekabet stratejisi oluşturmak ve çeşitli vergi avantajlarından faydalanabilmek gibi amaçlarla çalışanlarını da şirkette pay sahibi yapmaktadırlar⁵⁷². ABD’de özellikle üst düzey yöneticilere alacakları ücretlerinin bir kısmının karşılığı olarak büyük miktarlarda toplu pay senetleri verilmektedir. Bu şekilde üst düzey yöneticiler sahip oldukları pay senetleri dolayısıyla, ortaklarının menfaatlerini kendi menfaatleri gibi göz önünde bulundurmaları sağlanmış olmaktadır. Bunun için ihtiyaç duyulan pay senetlerini ortaklık ya sermaye artırımı ya da kendi paylarını iktisap etmek suretiyle elde edecektir⁵⁷³. Ancak, sermaye artırımı zorunlu olarak ortaklığın özsermaye içindeki payının artması sonucunu doğuracaktır. Böyle bir şeyle karşılaşmak istemeyen şirket, kendi paylarını devralma yoluna gidecektir. Diğer taraftan, sermaye artırımı, ortakların yeni pay alma hakları açısından da bir takım sorunlar ortaya çıkarabilir. Ortaklık çalışanlarının katılımında, ortaklığın kendi paylarını devralması bu anlamda bir alternatif sunar⁵⁷⁴. Çalışanlarını pay edindirme politikası izleyen ortaklığın kendi paylarını satın alabilmesinin bir diğer avantajı da ortaklıktan ayrılmak isteyen işçinin payını geri almayı garanti etmesidir⁵⁷⁵.

Anonim ortaklığın bu amaçla kendi paylarını iktisap etmesi, yukarıda açıklandığı üzere Avrupa Birliği Sermaye Yönergesinde ve çeşitli ülkelerin hukuk sistemlerinde yer almıştır⁵⁷⁶. Ülkemiz hukuk sistemi açısından nakit sermaye artırımı

⁵⁷¹ Örneğin ortaklık yöneticileri sorunlu ortaklardan kurtulmak için onların paylarına yüksek fiyat vererek pay geri alım hakkını kötüye kullanabilir, bkz.: Ferran, s. 433, 435.

⁵⁷² Senem Demirkan, “Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları”, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan, C. 1**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 429 vd.

⁵⁷³ Giger, s. 7.

⁵⁷⁴ Hamilton, 4. *Bası*, s. 257, 519; Benckendorff, s. 64.

⁵⁷⁵ Ferran, s. 433.

⁵⁷⁶ Örneğin Alm. POK. § 71 I, b. 2’ye göre, ortaklığın payları, ortaklıkla doğrudan veya ortaklığa tabi bir işletme ile aralarında iş ilişkisi olan veya olmuş olan kimselere devralınmak amacıyla iktisap edilebilir.

veya mevcut pay senetlerinin satışı suretiyle çalışanların pay edindirilmesi TTK. m. 329 hükmüne aykırılık teşkil etmektedir. Bunun nedeni her iki halde de pay bedellerinin bir kısmı veya tamamının şirket tarafından ödenmek suretiyle satın alınmasıdır. Çalışanlara satılan payların mülkiyeti çalışanlarda görünmekle birlikte bedellerinin bir kısmı veya tamamı şirket varlıklarından karşılanmış olacağından, bu durum TTK. m. 329'a aykırılık teşkil edecektir⁵⁷⁷.

C. Ortaklıktan Ayrılma Hakkının Kullanılmasında

Ayrılma hakkı, kullanılması için sermayenin belli bir oranında pay sahipliği gerektirmeyen, ortak sıfatını haiz her bir pay sahibinin *bireysel olarak* kullanabileceği haklar arasındadır. Tüm pay sahiplerine tanınan genel bir hak niteliğinde⁵⁷⁸ olan ayrılma hakkı, anonim ortaklıklarda bazı önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine, paylarını ortaklığa satarak, ortaklıkla ilişkisini sona erdirmeye imkanını sağlamaktadır⁵⁷⁹. Ortaklıkta esaslı değişiklikler yaratacak genel kurul kararlarının alınması ile pay sahiplerinin başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı bir ortaklıkta pay sahibi kalmaya zorlanmalarının önlenmesi ve maddi olarak zarara uğramadan ortaklık

Ortaklığın kendi çalışanlarına pay senedi vermek amacı görüntüsü altında kendi paylarını alarak değerini kollamasını önlemek için bu payların bir yıl içinde elden çıkarılması gerekmektedir. Keza Sermaye Yönergesi m. 19, f. 3'e göre, payların şirket veya şirkete bağlı bir işletmenin çalışanlarına dağıtılmak için iktisap edilmesi halinde genel kurulun yetkisine gerek kalmaz.

⁵⁷⁷ Demirkan, s. 468. *Demirkan*'a göre yapılması gereken TTK. m. 468, f. 1 ve m. 469, f. 3 hükümleri uyarınca şirket tarafından çalışanlar yararına kurulacak bir vakfın şirkete ortak olması ve vakıf sermayesine ortak olan çalışanların şirkete dolaylı ortak olmalarıdır, *bkz.*: s. 465. Bu konuda ayrıntılı bilgi için *bkz.*: Ünal Tekinalp, "İşçi ve Müstahdemler Yararına Yardım Akçeleri ve Yardım Vakıfları", **Batider** (Ocak 1968), C. IV, S. 3, s. 420-447.

⁵⁷⁸ Özdoğan, s. 720.

⁵⁷⁹ Örneğin, birleşme kararına muhalif kalan bir pay sahibi payını uygun bir bedel karşılığında ortaklığa satarak ortaklıktan ayrılabilir. Bu durum pay sahibinin birleşme kararına karşı iptal davası yoluna gitmesini önlediği için aslında ortaklığın da menfaatinde, *bkz.*: Yusuf Ziyaeddin Sönmez, "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar", **Yeterlilik Etütleri 15. Dönem, C. 2**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 753, 754. *Plattner* [Jürg Plattner, "Grundsätzliche Gedanken zum Minderheitenschutz in der schweizerischen Publikums AG.", **SAG** 43 Nr. 1 (1971), s. 3 vd.] İsviçre hukukunda da Amerikan hukukunda olduğu gibi belirli bazı kararları onaylamayan pay sahibinin paylarını anonim ortaklığa devrederek "ayrılma hakkı"nı kullanabilmesini savunmuştur, *bkz.*: Teoman, *Yoksunluk*, s. 8, dpn. 26'dan naklen. Ortaklığın kendi paylarını devralması bu anlamda bir "ikame ayrılma" teşkil eder. Bu şekilde şirket, farklı hissedarların veya grupların menfaat çatışmalarından doğan ihtilafları sona erdirmeye ya da İsv. BK. m. 736, f. 4'e göre ortaklığın feshini talep edebilmelerini önleme imkanına sahip olur, *bkz.*: Giger, s. 8. İsv. BK. m. 736, f. 4'e göre, önemli haklı sebeplerin bulunması halinde esas sermayenin en az beşte birini temsil eden pay sahiplerinin mahkemeden ortaklığın feshini talep edebilecekleri kabul edilmişti. 1991 değişikliği ile bu oran onda bire indirilmiştir. Oran katılma sermayesine göre değil, pay sermayesine göre hesap edilecektir, *bkz.*: Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 45.

ilişkinine son verilmesi esasına dayanmaktadır⁵⁸⁰. Ayrılma hakkının kanunlarda ve esas sözleşme hükümlerinde açıkça öngörülen hallerle sınırlı olmak üzere kullanılabilmesinin, tahdidi olmasının en önemli nedeni pay sahiplerine payları karşılığında yapılacak olan ödemeler nedeniyle ortaklıktan önemli miktarlarda nakit çıkışına neden olmasıdır⁵⁸¹. Türk hukukunda, pay sahibine tanınmış böyle bir ayrılma hakkı yoktur⁵⁸². Pay sahibi paylarını ancak üçüncü şahsa satarak ortaklıktan ayrılabilir. Ayrılma hakkı tanınmış olsa, ortaklık pay senetlerini almaya mecbur olacaktır⁵⁸³. Ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin paylarının ortaklık tarafından satın alınması, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi sonucunu doğurduğundan, öncelikle anonim ortaklıkların kendi paylarını satın almalarını yasaklayan TTK. m. 329 hükmünün değiştirilmesine gerek duyulmaktadır. Özdoğan'a göre, ayrılma hakkı düzenlenirken bu hakkın, TTK'nun 329. maddesi hükmünde yer alan istisnalar arasına sokulması veya ayrılma hakkının birleşme, nevi değiştirme gibi ilgili hükümler altında düzenlenmesi, kanun sistematigine uygun olacaktır. Halka açık anonim ortaklıklarda ise uygulamaya ilişkin esasların belirlenmesi yönünde SPK'ya yetki verilmesi uygun olacaktır⁵⁸⁴. Her ne kadar SerPK. m. 16/A, 22/i ve 22/k hükümleri gereğince SPK tarafından yayınlanan Seri: IV, No: 8 Sayılı "Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına Ve Çağrı Yoluyla Vekalet Veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"⁵⁸⁵ bazı şartların gerçekleşmesi halinde pay sahiplerine ortaklıktan ayrılma hakkı tanımakta ise de bu ayrılma halinde payların ortaklık tarafından değil ortaklıktaki sermaye ve oy oranını arttıran kişi veya gruplar (büyük pay sahipleri)

⁵⁸⁰ Özdoğan, s. 707.

⁵⁸¹ Özdoğan, s. 707.

⁵⁸² "Davacı, anonim şirket ortaklık payını devretmek istemesine rağmen sonuç alamadığını ileri sürerek gerçek değeri karşılığında ortaklıktan çıkmasına, aksi takdirde şirketin fesih ve tasfiyesine karar verilmesini talep etmiştir. Sermaye unsurunun ön planda bulunduğu anonim şirketlerde çıkma müessesesi yoktur. Şirketin tasfiyesini gerektiren bir neden de bulunmadığından davanın reddine karar verilmesi usul ve yasaya uygundur", Y. 11. HD., 14. 03. 2006, E. 2005/2570, K. 2006/2644, bkz.: **Yargı Dünyası** (Haziran 2006), S. 126, s. 120.

⁵⁸³ İmregün, *Menfaat İhtilafları*, s. 166. İmregün'e göre Türk hukukunda "ortaklık konusu"nun değiştirilmesine ilişkin kararlarda pay sahibine ayrılma hakkının tanınması gerekir. Zira hiç kimse arzu etmediği bir alanda yatırım yapmaya sevkedilemez.

⁵⁸⁴ Özdoğan, s. 753, 756. Nitekim, 28 Ekim 1994 tarihli Alman Nevi Değiştirme Hukukunun Yenilenmesi Hakkında Kanunun [(Gesetz zur Bereinigung des Umwardlungsrechts –UmwBerG-), bkz.: <http://www.jura.uni-sb.de/BGBI/TEIL1/1994/19943210.1.HTML> (29.06.2005)] 39. maddesi, ayrılma hakkının ortaklığa karşı ileri sürülmesi halinde anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabını düzenleyen Alm. POK. § 71'in uygulanmayacağını öngörmektedir, bkz.: Sönmez, s. 754.

⁵⁸⁵ RG. T. 09. 03. 1994, S. 21872.

tarafından alınması söz konusudur⁵⁸⁶. Payların ortaklık tarafından alınmasını öngören bir düzenleme yapılmadan payların ortaklığa devredilerek ayrılma hakkının tanınması sermayenin muayyenliği ilkesine ve TTK. m. 329'a aykırı düşecektir⁵⁸⁷.

D. Aile Şirketlerinde Aile Hakimiyetinin Korunmasında Kullanılması

Şahısların ön plana çıktığı bir aileye mensup kişiler tarafından veya bir kişinin yakın arkadaş ve akrabaları ile birlikte kurdukları ve şirketteki bütün payların az sayıdaki pay sahiplerine ait olduğu anonim ortaklıklar kapalı ya da aile anonim ortaklığı olarak tanımlanmaktadır⁵⁸⁸. Bir aile bireyinin sahip olduğu payı yabancı birisine satmasını engellemek amacıyla ortaklık kendi paylarını devralabilir. Böyle bir geri almanın geride kalan aile bireylerine, payları geri almak için ortaya koymaları gereken ve büyük ihtimalle olmayan sermayeyi koyma yükümlülüğünden kurtarmak gibi bir avantaj sağlar. Ayrıca, borsada işlem gören bir aile şirketinin kendi paylarını geri alması

⁵⁸⁶ Tebliğ ile, halka açık bir anonim ortaklıkta herhangi bir yöntemle sermaye ve oy oranını % 25 veya daha fazlasına çıkaran ya da ortaklık yapısı itibarıyla daha düşük oranda olsa bile elde edilen pay çoğunluğu ile ortaklığın yönetim ve kontrolünü ele geçiren büyük pay sahiplerine azınlıkta kalan diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunmak mecburiyeti getirilmiştir (m. 17). Bu teklif üzerine, azınlıkta kalan pay sahipleri ortaklıktaki paylarını satmak suretiyle ortaklıktan çıkabilmektedirler. Ayrıntılı bilgi için bkz.: Mustafa Çeker, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin Bir Kararı Münasebetiyle)", **Batider** (Haziran 2005), s. 61-73. Yargıtay 11. HD., HaAO'da pay sahiplerine çağrıda bulunarak pay senedi toplanması (aleni pay alım teklifi) konusunda verdiği ve makalede inceleme konusu yapılan kararında bu konuda getirilen düzenlemelerin HaAO'da azınlıkta kalan ortaklara, ortaklıktan *ayrılma hakkı* tanımak amacıyla getirilmiş olduğunu ifade etmiştir. "Sermaye Piyasası Kanunu gereğince, Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan IV seri 8 no'lu Tebliğ ile halka açık anonim ortaklıklarda çağrı yoluyla vekalet veya hisse senedi toplanmasına ilişkin kurallar belirlenmiştir. Somut olayda, Tebliğde çağrı zorunluluğu doğan paydaş, ya da paydaşların bu zorunluluğun gereği olan çağrıyı yapmaması halinde ne yapılması gerektiği konusunda açıklık yoktur. Ancak, bu konuda getirilen düzenlemeler, halka açık anonim şirketlerde azınlıkta kalan ortaklara, ortaklıktan ayrılma hakkı tanımak amacıyla getirilmiş olup, dayanağı kanun hükümleri kamu düzenindendir. Bu nedenle zorunlu çağrı gereğinin yerine getirilmemesi halinde, tüm azınlık pay sahiplerine fırsat eşitliği sağlanması için, sadece bu konuda dava açan ortağın payının satılmasının sağlanmasına değil, yasa ve tebliğ doğrultusunda zorunlu aleni pay alım çağrısı yapılmasına karar verilmelidir", Y. 11. HD., 07. 11. 2003, E. 003498, K. 010556, bkz.: **Batider** (Aralık 2003), C. XXII, S. 2, s. 276-278..

⁵⁸⁷ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 484. Çevik, *Anonim*, s. 754. İsviçre Borçlar Kanunu'nun anonim ortaklıklar hukuku alanında yapılan 1991 yılındaki değişikliklerde hazırlık komisyonu, sermayenin muayyenliği ilkesine aykırı ve kısmi tasfiye niteliğinde olduğu gerekçesiyle ayrılma hakkını (Austrittsrechts) kabul etmemiş ve tasarıda yer almamıştır, bkz.: Giger, s. 51. Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin kısmi tasfiye niteliği olduğu hakkında bkz.: Jürgen Ziebe, **Der Erwerb eigener Aktien und eigener GmbH-Geschäftsanteile in den Staaten der Europäischen Gemeinschaft**, Frankfurt am Main, 1982, s. 48.

⁵⁸⁸ Ansay, *Anonim*, s. 11; Çevik, *Anonim*, s. 218; Kiper, s. 405; Poroy ise kapalı anonim ortaklığı küçük ve aile anonim ortaklıklarını kapsayan bir üst kavram olarak ifade etmektedir, bkz.: Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), s. 253.

şirkete, ihraç edilen payların borsa üzerinden geri alarak borsada işlem görmeyi ihtiyaç halinde geri döndürme imkanı verir⁵⁸⁹.

E. Anonim Ortaklığa Birleşme Dolayısıyla Kendi Paylarını Kullanma İmkânı Vermesi

Birleşme, bir veya birden çok ticaret ortaklığının malvarlığının, tasfiye olunmaksızın, içlerinden birine veya yeni kurulan bir ortaklığa, kendiliğinden ve külli halefiyet yolu ile geçmesi; bu suretle malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak, infisah eden ortaklığın ortaklarının, hesaplanan bir değiş tokuş ölçüsüne göre, bünyesinde birleşilen ortaklıkta, kendiliğinden ortaklık payı kazanmasıdır⁵⁹⁰. Devralma yoluyla birleşmede devralan ortaklığın paylarının katılan ortaklığın ortaklarına kanunen geçebilmesi için, bu payların geçiş anında hazır olması gerekir. Bu sebeple devralan ortaklıkta sermaye artırımını yapılır⁵⁹¹. *Tekil*'e göre normal olan yol budur. Çünkü anonim ortaklığın kendi paylarını elinde bulundurabilmesi hem yasak hem hükümsüz ve ancak istisnai olarak mümkündür⁵⁹². *Tekinalp*'e göre, TTK. m. 329'da sayılan istisnalar nedeni ile elinde bulunan kendi paylarını devrederse, teknik-hukuki anlamda bir birleşme yoktur⁵⁹³. *Arslanlı*'ya göre TTK. m. 329 gereği anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı istisnai hallerde mümkün olmakla beraber, ortaklığın elinde birleşme sırasında yeter miktarda kendi payları bulunuyorsa esas sermaye artırılmaksızın da birleşme kararı verilebilir. Katılan ortaklığa verilecek olan payların ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya sermayenin artırılması üzerine çıkarılacak paylardan olması arasında fark olmaması gerekir⁵⁹⁴.

Türk'e göre, bir birleşmeden önce elinde kendi pay senetleri bulunan ve/veya kendi pay senetlerini o birleşme nedeniyle devralacağı ortaklıktan edinecek olan bir anonim ortaklık, bu pay senetlerini –sermaye artırımına gitmeksizin- o birleşmede kullanabilir; hatta bu senetlerin “ilk fırsatta” elden çıkması kanun emri olduğu için,

⁵⁸⁹ Benckendorff, s. 64, 65.

⁵⁹⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 108.

⁵⁹¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 119.

⁵⁹² Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 667.

⁵⁹³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 111, 112.

⁵⁹⁴ Halil Arslanlı, *Anonim Şirketler, IV. Anonim Şirketin Hesapları – V. Anonim Şirketin İnfisalı ve Tasfiyesi*, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1961, s. 248.

öncelikle bunları kullanmak zorundadır. Dolayısıyla Türk hukukunda bir anonim ortaklığın elinde kendisinin “eski” pay senetleri bulunduğu ve/veya bu pay senetlerini devralacağı ortaklıktan edinecek olduğu ölçüde birleşme nedeniyle sermaye artırımına sadece gitmeyebileceği değil, gidemeyeceği de savunulabilir⁵⁹⁵. Görüldüğü gibi ortaklık iktisap ettiği kendi payları nedeniyle sermaye artırımının etkilerinden kaçınmış olmaktadır. Ortaklığın kendi paylarını elinde bulundurması, esas sermayesini bir birleşme durumunda esnek bir şekilde ayarlayabileceği bir enstrüman verir. Birleşmeye hazırlık, devralan şirkete, kendi paylarını devralma imkanı sunar. Ayrıca şirketlerin birleşme ile bağlantılı olarak kendi paylarını devralması, birleşmeye karşı direnen hissedarların ikna edilmesi için de gerekli olabilir. Alman ve ABD hukuklarında şirket bu tür hissedarların paylarını uygun peşin bir tazminat karşılığında almakla yükümlü tutulmuştur⁵⁹⁶.

III. Sermaye Piyasası Açısından Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabının Faydaları

A. Anonim Ortaklığın Piyasa Yapıcısı (Market Maker) Rolünü Oynamada Kullanılması

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı aynı zamanda “market maker”lık⁵⁹⁷ fonksiyonunun gerçekleştirilmesinde etkili bir araçtır. Bir şirket icabında kendi pay senetleri bakımından piyasa yapıcısı rolünü oynayabilmelidir, yani borsaya girebilmeli, suni olarak düşürülen hisse senetlerinin fiyatının düşürülmesine müdahale edebilmeli veya suni olarak yükseltiliyorsa buna müdahale edebilmelidir⁵⁹⁸. Anonim ortaklığın kendi payları için “market maker”lık fonksiyonu üstlenmesiyle pay

⁵⁹⁵ Türk, *Birleşme*, s. 98. Devralan ortaklık katılan ortaklığın kanuni mirasçısı gibi kabul edildiğinden katılan ortaklığın elinde devralan ortaklığın payları varsa, bunlar da külli halefiyet yoluyla devralan ortaklığa geçtiğinden TTK. m. 329 hükmü uygulanmaz, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler III*, s. 255, dpn. 156.

⁵⁹⁶ Benckendorff, s. 67.

⁵⁹⁷ «Market Maker» (piyasa yapıcı), sözlükte; “Menkul Kıymetler Borsasında belirli menkul değerleri, fiyatı düşüken satın alan ve fiyatı yükselince satan kuruluşlar. Fiyatların düştüğü bir sırada satın alma talepteki daralmayı, yükseldiği bir sırada satma da talepteki aşırı artışı önleyerek piyasanın istikrar bulmasına yardımcı olur. Market-maker’ler kendi adına alım satım yaparlar” şeklinde tanımlanmıştır, bkz.: Seyidoğlu, s. 556.

⁵⁹⁸ Tekinalp, *Tasarı*, s. 53.

senetlerinin likiditesini artırması mümkündür⁵⁹⁹. Bu durum özellikle “Over the Counter Market” dediğimiz borsa dışında gerçekleştirilen hisse senedi işlemlerinde görülmektedir⁶⁰⁰. Payların iktisabı ile borsada veya piyasada oluşan olaylar neticesinde pay senedinin değerinin dalgalanmasının önüne geçilir. Burada dikkat edilmesi gereken, değer kayıplarının spekülasyonla veya üçüncü kişilerce yayılan yanlış ve maksatlı bilgiye dayanan ve pay senedinin değerine doğal olmayan yollarla yapılan etkilere sınırlı bir şekilde karşılık verilmesidir. Yoksa spekülatif amaçlı işlemler yasaklanmıştır. Nitekim bu husus Alm. POK. § 71 I, b. 8, c. 2’de “Ortaklığın kendi paylarının alım satımını amaçlaması caiz değildir” şeklinde ifade edilmiştir. Önemli olan, sermayenin korunması amacına hizmet etmesi halinde yapılan kendi paylarını iktisabın hukuka uygun olmasıdır. ABD’de SEC koyduğu 10b-18 kuralı ile kendi paylarını iktisabın pay senetlerinin borsadaki fiyat belirleme mekanizmasına tesir etmesini önlemek için bir takım sınırlamalar getirmiştir⁶⁰¹.

B. Sermaye Piyasasına Fon Tahsisinde Kullanılması

Bir geri alım programı, bunun için kullanılan sermaye araçlarının, faydalı yatırımların finansmanında kullanılmadığı veya hedeflenen özsemaye verimliliğine ulaşmak için gerekli olduğu sürece gündeme gelir⁶⁰². Fazlalık veren özsermaye açısından, ortaklığın onu nasıl kullanacağı sorunu ortaya çıkar. Ortaklığın hedeflediği karlılığa uyan bir yatırım imkanı yoksa veya ortaklığın yahut ortakların lehine olacak şekilde başka türlü değerlendirme imkanı yoksa, bu fazlalığın ortaklara dağıtılması

⁵⁹⁹ Haholu, s. 424.

⁶⁰⁰ Doğan, *Kendi Payları-II*, s. 233.

⁶⁰¹ Amaç, ortaklıkça payın değerinin gözetilmesinin korunmasıdır. Kural 10b-18’e göre geri alım; “ihraççı veya ihraççıya bağlı herhangi bir alıcı tarafından ihraççı için ihraççının paylarının alımını ifade eder” C.F.R. (Code of Federal Regulations) § 240.10b-18(a)(3). Bir geri alım Kural tarafından öngörülen hacim, fiyat, zamanlama ve usul hakkındaki şartları karşılamalıdır. İlk olarak, bir geri alım broker-dealer şartlarını karşılamalıdır. Bir borsa işlem günü zarfında bütün geri alımlar veya tekliflerin aynı broker veya dealer yoluyla yapılmış olması gerekir § 240.10b-18(b)(1). İkinci olarak, Kural 10b-18’in zamanlama şartı bir ihraççıyı “verilen herhangi bir günün açılış işleminde ve kapanışından önceki 30 dakika zarfında işlem yapmayı” yasaklamaktadır § 240.10b-18(b)(2). İşlemin son yarım saatinde geri alımları yasaklamanın mantığı, bu zamanın piyasaların en yoğun dalgalanma gösterdiği bir zaman olduğuna inanılmasıdır. Üçüncü olarak, fiyat şartı “ihraççının geri alımlar yoluyla piyasa güvenliğini etkileyemeyeceğini” temine çalışır. Çünkü genellikle geri alım duyurularından sonra hisse fiyatları yükseldiğinden ihraççının niyeti geri alım programına devam etmektir. Son olarak, geri alımların hacmi, blok geri alımlar hariç, bir round lot (100 pay senedi)’tan yüksek veya ortalama günlük hisse senedi işlem hacminin % 25’inden fazla olamaz, bkz.: Langston, s. 197.

⁶⁰² Benckendorff, s. 96.

gündeme gelebilir. Buradan şu sonuca varmak mümkündür; anonim ortaklığın yeni yatırım projelerinin olmaması durumunda elindeki sermayeyi kendi paylarını geri almak suretiyle ortaklarına dağıtması ve ortakların bu fazla fonu firma yöneticilerinden daha iyi yatırım fırsatlarında kullanabilmeleri mümkündür⁶⁰³. Bu varsayıma göre pay geri alımları, bir firmanın küçülmesi sonucunu doğursa bile istenmeyen zararlı işlemler ya da ortaklık yönetiminin başarısızlığı olarak görülmeyip fazla fonların finansal piyasalarda verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesini sağlayan enstrüman olarak değerlendirilmesi gerekmektedir⁶⁰⁴.

§ 10. ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABININ SAKINCALARI

I. Alacaklılar Açısından Sakıncaları

A. Esas Sermaye Karşılığı Malvarlığının Alacaklıların Teminatı Olarak Muhafaza Edilememesi

TTK. m. 269 hükmüne göre anonim ortaklık borçlarından dolayı alacaklılara karşı yalnız malvarlığı ile sorumludur⁶⁰⁵. Pay sahipleri ise ortaklığın borçlarından şahsen değil, sadece taahhüt ettikleri sermaye payları ile sorumludurlar (TTK. m. 269, f.2)⁶⁰⁶. Bu sebeplerden ötürü ortaklık alacaklılarının tek güvencesini oluşturan ortaklık malvarlığının esas sermayenin altına düşmemesi gerekir⁶⁰⁷. Bununla kastettiğimiz hiç olmazsa esas sermaye miktarınca malvarlığının alacaklıların emrine tahsis edilmesidir⁶⁰⁸. Burada esas sermaye ve malvarlığı kavramlarını açıklamakta fayda görmekteyiz. Her iki kavram da birbirinden farklıdır ve ikisinin de kanunda tanımı yapılmamıştır. Esas sermayenin değil, ortaklık malvarlığının sorumluluk konusu teşkil ettiğine dikkat etmek gerekir. Esas sermaye kavramı doktrinde; *pay sahiplerinin ortaklığa getirmeyi taahhüt ettikleri malvarlığı değerlerinden oluşan ve ortaklık ana*

⁶⁰³ Haholu, s. 389.

⁶⁰⁴ Haholu, s. 389.

⁶⁰⁵ Alm. POK. § 1, II.

⁶⁰⁶ “Anonim ortaklık sermaye ortaklığı olup, infisah etmiş olsa bile ortaklık borçlarından dolayı ortakların kişisel olarak dava ve takibi olanaksızdır”, Y. HGK., 19.11.1969, E. 1967, K. 824, karar için *bkz.*: Eriş, *Anonim*, s. 65.

⁶⁰⁷ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 1; Celal Göle, *Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1976, s. 11.

⁶⁰⁸ Kübler, s. 148.

sözleşmesinde para olarak gösterilen sabit ve belli bir miktar olarak tanımlanmaktadır⁶⁰⁹. Malvarlığı ise; *ortaklığın belli bir anda sahip olduğu mevcutları ile alacaklarını ve borçlarını ifade eder*⁶¹⁰. Yeni kurulan bir anonim ortaklıkta teorik olarak esas sermaye ile malvarlığı birbirine eşittir. Ortaklık faaliyete geçtikten sonra ortaklığın performansına bağlı olarak malvarlığı değer ve kapsam olarak esas sermayeyi aşabileceği gibi altına da düşebilir⁶¹¹.

Kara Avrupası hukuk sistemleri ve Ticaret Kanunumuz, ortaklık malvarlığının esas sermayenin altına düşmesini önlemek için malvarlığının korunmasına ve gerçek değeri teşekkül etmesine yarayacak hükümler getirmiş, sermayenin korunmasında esas sermaye ile ortaklığın malvarlığı arasındaki dengeyi kıstas olarak almışlardır⁶¹². Bu hükümler, anonim ortaklıkta malvarlığının korunması ilkesinin bir sonucudur⁶¹³. Buna göre; esas sermayenin tamamen taahhüt edilmiş olması (TTK. m. 285, f. 1), itibari değerinden aşağı bir bedel ile pay senedi çıkarılamayacağı (TTK. m. 186, f. 2), aynı katılma paylarının bilirkışı marifetiyle tespit ettirilmesi (TTK. m. 289, b. 2) gibi hükümler *malvarlığının eksiksiz teşekkül etmesine*, kar payının ancak bilanço karından veya bunun için ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabilmesi (TTK. m. 469, f. 1 ve 2, m. 458, m. 470, f. 2), esas sermayeye faiz ödenemeyeceği (TTK. m. 470, f. 1)⁶¹⁴, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemeyeceği (TTK. m. 329) gibi hükümler de *malvarlığının korunmasına* hizmet etmektedir⁶¹⁵. Esas

⁶⁰⁹ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 1; Göle, s. 8; Ansay, *Anonim*, s. 30; Bahtiyar, *Kayıtlı Sermaye*, s. 7. Bu kavramı diğer ortaklık türlerindeki sermayeden ayırt edebilmek için “esas sermaye” denilmiştir, bkz.: Çevik, *Anonim*, s. 130; Anaral, s. 3, dpn. 8.

⁶¹⁰ Ansay, *Anonim*, s. 33; Göle, s. 10; Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), s. 233. Malvarlığı kavramının hukuki yönü üzerinde ayrıntılı bilgi için bkz.: Kevork Acemoğlu, **Borçlar Kanununun 179. maddesine Göre Malvarlığı Veya Ticari İşletmenin Devri**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1971, s. 9 vd.

⁶¹¹ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 85; Ansay, *Anonim*, s. 33; Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), s. 234; Göle, s. 11; Çevik, *Anonim*, s. 135; Arslan, s. 128; Bahtiyar, *Ortaklıklar*, s. 75; *Hirş* esas sermaye ile ortaklık malvarlığı arasındaki ilişkiyi bir termometre örneği ile oldukça güzel izah etmiştir, bkz.: *Hirş, Ticaret Hukuku*, s. 266, 267.

⁶¹² Göle, s. 11; Ansay, *Anonim*, s. 35; Ansay, *Anonim Şirketler Nereye?*, s. 41, 42.

⁶¹³ Tekil, *Anonim*, s. 51 vd.

⁶¹⁴ Ortaklara getirecekleri sermaye karşılığında faiz verilmesi halinde fiktif kar paylarının dağıtımı söz konusu olacağından bu durum sermayenin korunması ilkesine aykırı olacaktır, bkz.: Akar Öçal, “Anonim Şirketlerde Hazırlık Devresi Faizi”, **İktisat ve Maliye** (Mayıs 1971), C. 18, S. 2, s. 56 vd.

⁶¹⁵ Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), s. 251; Tekil, *Anonim*, s. 51, 52; Çevik, *Anonim*, s. 80; Ansay, *Anonim*, s. 36; Tüzün, s. 76; Bahtiyar, *Ortaklıklar*, s. 75; Saka, s. 36. *Kayar*, TTK. m. 329’da ortaklığın kendi paylarını ivazsız olarak iktisabına izin verilmesi nedeniyle bu hükmün amacının dar anlamda esas sermayenin, geniş anlamda ise bütün malvarlığının korunması olduğunu özellikle ortaklık malvarlığının esas sermayeden ibaret olduğu durumlarda iktisap yasağının esas sermayenin korunmasına hizmet ettiğini

sermayeye pasif tablosunda yer verilmesi (TTK. m. 463) suretiyle aktif tablosunda esas sermayeyi karşılayan kısım üzerinde tasarruf edilemeyen bağlı malvarlığı haline getirilerek alacaklılar yararına teminat fonksiyonu görmesi sağlanmış ve iadesi önlenmiştir⁶¹⁶.

Esas sermayenin anonim ortaklıklarda iki önemli rolü vardır: a) İşletme sermayesi olarak ortaklık sözleşmesinde belirtilen amaçların gerçekleştirilmesine hizmet eder. Ortaklık ancak sermayenin ödenmesiyle faaliyetlerine başlayabilir. b) Garanti sermayesi olarak da ortaklıkla işlemde bulunanlara karşı bir teminattır. Esas sermaye ortaklık devam ettiği müddetçe sabit kalmalıdır ki ortaklığa karşı taahhütte bulunanlar karşılığında emin olsunlar⁶¹⁷. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi de sermayenin iadesi niteliğinde görülerek yasaklanmıştır.

B. Sermayenin İadesi Yasağına Aykırı Hareket Edilmesi

İsv. BK. m. 680, f. 2’de, Alm. POK. § 57’de ve TTK. m. 405, f. 2’de düzenlenen bu yasak⁶¹⁸, pay sahiplerinin ortaklığa koymuş oldukları sermaye paylarını hiçbir surette geri alamayacaklarını ifade eden “sermayenin geri istenememesi” ilkesinin bir tezahürüdür⁶¹⁹. Bu yasak iki taraflı olup anonim ortaklık da sermaye paylarını -istenilmiş olsa dahi- geri veremez⁶²⁰. Malvarlığının korunmasına yönelik bu

ifade eder, bkz.: İsmail Kayar, **Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması Ve Alınacak Tedbirler**, Konya: Mimoza Yayınları, 1997, s. 29.

⁶¹⁶ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 2; Bahtiyar, *Kayıtlı Sermaye*, s. 12; Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), s. 232; Yaşar Karayalçın, **Muhasebe Hukuku**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988, s. 89, 102. Ortaklığın malvarlığının esas sermayeye tekabül eden kısmının muhafazası, esas sermayenin Alman Ticaret Kanunu (HGB) §§ 266 III, 271 I, 283 hükümleri gereğince, nominal değerleri oranında kayıtlı sermaye olarak bilançonun pasif tarafında gösterilmesi yükümlülüğü ile sağlanır. Bu durum esas sermayeden ödemeler yapılmasını önler, bkz.: Benckendorff, s. 82.

⁶¹⁷ Charles Antoine Hotz, s. 7 (bkz.: Tüzün, s. 75, dpn. 4’de yer alan yazar); Benckendorff, s. 82 vd.

⁶¹⁸ TTK. Tasarısında da TTK. m. 405, f. 2 aynen tekrar edilmiştir, bkz.: **TTKT**. m. 480, f. 3; “Paysahipleri sermaye olarak şirkete verdiklerini geri isteyemezler; tasfiye payına ilişkin hakları saklıdır”.

⁶¹⁹ Doğanay, s. 1217, 1218; Böckli, N. 542. *Furrer* bu konuda farklı düşünmektedir. Yazara göre anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabının asıl amacı sermayenin geri ödenmesini önlemek değil pay sahiplerini korumaktır. Çünkü kanunkoyucu sermayenin geri ödenmesini TTK. m. 405, f. 2 (İsv. BK. m. 680, f. 2) ile zaten yasaklamıştır, bkz.: Adelrich Furrer, **Erwerb eigener Aktien, Das Verbot und die zusätzlichen Vorschriften, Zürcher Diss.**, Aarau 1934, s. 36.

⁶²⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478; Doğanay, s. 1218. “Davacı, ortak olma amacıyla davalı A.Ş.’ye yatırdığı ve karşılığında hisse senedi aldığı bedeli talep etmiştir. TTK’ya göre ortaklar, hisse bedelini geri isteyemezler. Anonim şirketler de kendi hisse senetlerini geri alamazlar. Yerel mahkemece aynı gerekçeyle davanın reddedilmesi usul ve yasaya uygundur”, Y. 11. HD., 24. 01. 2005, E. 2004/3806, K. 2005/191, bkz.: **Yargı Dünyası** (Temmuz 2005), S. 115, s. 122. “...Türk Ticaret Kanununun 269, 285, 405/2 ve 406. maddeleriyle konulan prensiplerden de anlaşıldığı üzere, hissedarın taahhüt ettiği sermaye

hükümler, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin kural olarak sermayenin geri ödenmesi anlamına geldiğini belirtmektedirler⁶²¹. Ancak kanuna uygun olarak iktisap edilen haller bundan istisnadır. Nitekim Alm. POK. § 71’de düzenlenen kendi paylarını iktisap hallerinin sermaye payını geri ödeme yasağına istisna teşkil ettiği açıkça belirtilmiştir (Alm. POK. § 57 I, 2), ancak TTK. m. 405, f. 2 böyle bir istisnaya yer vermemiştir⁶²². TTK. m. 329’un öngörülme sebebi, sermayenin iadesi yasağının dolaylı olarak ihlaline imkan vermemektir⁶²³. Ortaklığın kendi paylarını iktisabının sınırlanması, payların geri alım yoluyla ortaklık malvarlığının pay sahiplerine pervasızca dağıtılmasını engeller. Ancak TTK. m. 329, “Pay sahipleri sermaye olarak şirkete verdiklerini geri isteyemezler, tasfiye payına müteallik haklar mahfuzdur” diyen TTK. m. 405, f. 2 ile karıştırılmamalıdır. TTK. m. 405, f. 2’nin kapsamı TTK. m. 329’dan daha geniş olup doğrudan doğruya sermayeden yapılan iadeleri, yasal usule uymayan pay itfalarını ve pay bedelinin geriye ödenmesine yönelik veya bu sonucu doğuracak (haksız kar payı ödenmesi gibi) işlemleri içerir⁶²⁴. Her somut olayda ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin aynı zamanda, pay sahibine sermaye olarak koyduğunu geri verme teşkil edip etmediği hususunun araştırılması gerekir⁶²⁵. Bu araştırmada; iktisabın tarihi, amacı, ödenen bedel, muamele tarihinde ortaklığın malvarlığı durumu göz önünde tutulur. Her halde, ortaklığın durumu iyi olduğu ve serbestçe tahsis edebileceği yedek akçelere sahip olduğu zaman, sermayenin geri ödenmesi yasağından (TTK. m. 405, f. 2) bahsedilemez⁶²⁶. Alman hukukunda ortaklığın kendi paylarını iktisabını öngören istisnai hükümler, geri alma sırasında fiyat

anonim şirketin mesuliyetine esas olan şirket mamelekine intikal eder. Anonim şirket, ortaklarından ayrı mali bir varlığa sahip ve şirket borçlarından dolayı yalnız şirketin mameleki ile mesul olduğundan, hissedarın taahhüt ettiği sermaye ortaklar yararına olduğu kadar anonim şirket alacaklıları lehine de şirketin mamelekine dahil olur. Bu sebeplerle Türk Ticaret Kanununun bu husustaki hükümleri hisse bedelinin behemahal tahsilini hedef tutmakta olduğundan anonim şirket, hissedardan taahhüt ettiği ve borç niteliğinde olan sermaye taahhüdünü talep etmek zorundadır. Bunu istemekten vazgeçmek hakkına dahi sahip değildir”, Y. HGK., 1. 3. 1967, E. 1966/T-1511, K. 13 *bkz.*: **Batider** (Ocak 1967), C. IV, S. 1, s. 342 vd.

⁶²¹ Giger, s. 13; Yasaman, *Birleşme*, s. 83.

⁶²² Doğan, *Geri Ödeme Yasağı*, s. 55. İsviçre hukukunda ise, iktisap esas sermayenin geri verilmesini yasaklayan hükme (İsv. BK. m. 680, f. 2) aykırı düşmedikçe geçerlidir, *bkz.*: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 123, dpn. 94’te anılan yazarlar.

⁶²³ Yasaman, *Birleşme*, s. 83.

⁶²⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

⁶²⁵ Louis Dalleves, “Avrupa ve İsviçre Hukukunda Anonim Şirketler Arasında Karşılıklı İştirakler”, çev. Mahmut Birsal, **Batider** (Aralık 1973), C. VII, S. 2, s. 378.

⁶²⁶ Dalleves, s. 378.

belirlenmesiyle ilgili herhangi bir düzenleme içermemektedir. Dolayısıyla yüksek miktarda bir geri alım fiyatının ödenmesi ortaklığa, ortaklık malvarlığının dağıtılması ve sermayenin korunması hükümlerini dolaşma (Umgehen) imkanı verir⁶²⁷. Ortaklığın kendi paylarını edinme ücretinin makul bir edinme ücreti olması gerektiği ancak bu konuda TTK.'da bir düzenleme olmadığından *piyasa değerinin* veya *borsa kurunun* esas alınması gerektiği, bunları aşan bir ücretin sermaye payının geri ödenmesi yasağına gireceği ifade edilmektedir⁶²⁸. Burada kendi paylarını iktisapta ortaklığın vereceği edim, konulan sermayenin gizli geri ödenmesi (gizli kar dağıtımı olarak da anılan) hakkındaki prensiplere göre belirlenir⁶²⁹.

C. Kendi Paylarını İktisabın Alacaklılar Açısından Değerlendirilmesi

Burada öncelikle anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap ederken bunu hangi kaynaklardan finanse ettiğine bakmamız gerekmektedir. Hukukumuzda göre eğer bu finansman bilanço karından veya serbest tasarruf edilebilen yedek akçelerden karşılanmışsa sorun yoktur⁶³⁰. Bu takdirde esas sermaye ve kanuni yedek akçeler alacaklıların bir garantisi olarak muhafaza edilmiş olacaktır⁶³¹. Şu halde sorun finansmanın esas sermaye ve kanuni yedek akçelerden karşılanması halinde ortaya

⁶²⁷ Benckendorff, s. 87.

⁶²⁸ Doğan, *Geri Ödeme Yasağı*, s. 56. Yazar, borsa kurunun spekülasyona açık olması ve devamlı değişmesi nedeniyle her zaman pay senedinin gerçek değerini yansıtmadığını, bu durumun ise pay senetlerinin borsa dışında gerçek değerinden geri edinilmesini engellediğini ifade etmektedir. Borsa kurunun makul geri edinme ücretinin tespitinde tek başına ölçü olamayacağını ifade eden yazar, çözüm olarak genel kurulun geri edinme yetkisi verirken alt ve üst sınırları belirlenmiş bir fiyat bandı belirlemesini önermektedir. Bu sayede yönetim kurulunun yetkisini kötüye kullanması ve ortaklık sermayesini azaltma tehlikesi önlenmiş olacaktır. Eğer ne piyasa fiyatı ne de borsa kuru yoksa, üçüncü bir kişinin bu pay senedine vereceği ücret dikkate alınmalıdır, s. 57. İktisap bedeli ve sermayenin iadesi yasağı konusunda ayrıca bkz.: Benckendorff, s. 235 vd.

⁶²⁹ Benckendorff, s. 87.

⁶³⁰ Pay senetlerinin bu şekilde iktisabı alacaklılar bakımından bir tehlike arz etmez, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 120. Sevi'nin de haklı olarak ifade ettiği gibi, her ne kadar bu hallerde de ortaklık malvarlığında bir azalma gerçekleşiyorsa da, bu azalma ortaklığın üzerinde serbestçe tasarrufta bulunabileceği bir meblağ olduğundan alacaklıların zararına değildir, bkz.: Ali Murat Sevi, "Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme", **Batider** (Haziran 2003), C. XXII, S. 1, s. 243, 245; Bartu, s. 349, 351. Erem'e göre; "şirketin, dağıtılmış karından veya fevkalade ihtiyatlarından ayırdığı paralarla ve umumi hey'etin kararile kendi hisse senetlerini, ilerde satmak maksadiyle, satın alınmasında şirket alacaklılarının zararı mevzuubahis olmadığı gibi pay sahiplerinin menfaatlerine de aykırı bir durum yoktur", bkz.: Erem, s. 272, dpn. 71.

⁶³¹ TTK. Tasarısında da bu konuda malvarlığının korunmasına yönelik olarak şu hükümler yer almıştır: **TTKT.** m. 379, f. 3, "Yukarıdaki şartlara ek olarak, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifinin, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile, kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır". Bu hüküm AB Sermaye Yönergesi m. 19 ile uyumludur.

çıkılmaktadır. Esas sermayeden karşılanması durumunda işlem sermaye payının geri ödenmesi yasağına aykırılık teşkil ettiğinden geçersizdir⁶³². Kanuni yedek akçeler ise anonim ortaklığın dönem karından ayırmaya ve esas sermayenin yarısını geçmedikçe ancak kanunda belirtilen hallerde (zararı kapatmak, ekonomik kriz, işsizlik gibi olağanüstü hallerde) kullanmaya mecbur olduğu yedek akçedir (TTK. m. 466)⁶³³. Anonim ortaklık esas sermayenin yarısını geçmedikçe kanuni yedek akçeleri kullanmakta serbestiye sahip olmadığından kendi paylarını iktisapta kullanması kanuna aykırı olacaktır⁶³⁴. Ancak yukarıdaki paragrafta açıklandığı üzere ortaklığın kendi paylarını edinirken makul olmayan yüksek bir fiyat ödemesi durumunda bu fiyat serbest kullanılabilen akçelerden karşılanırsa bile sermayenin geri ödenmesi olarak değerlendirileceğinden yönetimin ve ortakların sorumluluğunu doğurabilecektir⁶³⁵. Şüphesiz ki ivazsız devralmalar da ortaklık sermayesinin boşalması gibi alacaklıların menfaatine zarar verecek bir tehlike mevcut değildir⁶³⁶. Anonim ortaklık iktisap ettiği kendi paylarını satmadığı veya daha düşük bir bedelle sattığı takdirde, bundan esas sermayenin zaafa uğraması -sermaye paylarının iadesi- sonucu doğabilir⁶³⁷. Özellikle kriz zamanlarında bu böyledir⁶³⁸. Ancak ortaklığın ekonomik durumu iyi olduğu zamanlarda payların değeri artarak alış fiyatının üzerine çıkacağından, ortaklık sermayesini uygun bir maliyetle yükseltmiş olduğu gibi bu payları borsada satabilme imkanına da kavuşmuş olacaktır⁶³⁹. Bedeli tamamen ödenmiş payların alınması ve bunun da sınırlanması suretiyle sermaye koyma borcunun tehlikeye girmesi önlenmiş

⁶³² Doğan, *Geri Ödeme Yasağı*, s. 58; Sevi, *Kendi Payı*, s. 242.

⁶³³ Karayalçın, *Muhasebe*, s. 115 vd.; Tekil, *Anonim*, s. 491; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 794. TTK. m. 466, üçüncü kişilerin menfaatlerini ilgilendirdiğinden mutlak manada emredici nitelikte bir hükümdür, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler III*, s. 101. Kanuni yedek akçenin tesis ve kullanımına ilişkin hükümler alacaklıların korunmasına ilgisiz emredici hükümlerden olup bunlara aykırı genel kurul kararları batıldır, bkz.: Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 132; Çevik, *Anonim*, s. 1011.

⁶³⁴ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 803; Sevi, *Kendi Payı*, s. 244. Kanuni yedek akçeler (esas sermaye ile daha yüksek bir sınırın öngörülmesi bulunması hariç) esas sermayenin yarısını geçtiği takdirde aşan kısım için TTK. m. 466, f. 1 ile getirilmiş sınırlama ortadan kalkar ve ortaklık bu kısım üzerinde serbestçe tasarrufta bulunabilir, bkz.: Tekil, *Anonim*, s. 495; Yaşar Karayalçın, “Mecburi-Kanuni Yedek Akçeler ve Kullanılması”, *Batider* (Ocak 1968), C. IV, S. 3, s. 411.

⁶³⁵ Benckendorff, s. 87.

⁶³⁶ Benckendorff, s. 85; Ziebe, s. 49.

⁶³⁷ Von Steiger, s. 177.

⁶³⁸ Ansay’a göre; “kar ve serbest ihtiyaçlar dışındaki şirket paraları ile satın alınan hisse senetleri karşılığında şirket sermayesi tedricen iade edilmiş olur ve şirket işlerinin kötü gittiği zamanlarda şirkete müracaat eden alacaklılar karşısında, fiilen, eski hissedarlar korunmuş olur”, bkz.: Ansay, *Anonim*, s. 242.

⁶³⁹ Benckendorff, s. 85; Wastl/Wagner/Lau, s. 55. İktisap edilen payların rayicinin yükselmesi doğrudan doğruya bir aktif fazlalığı doğurur, bkz.: Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 235.

olacaktır⁶⁴⁰. Sonuç olarak şunu ifade edebiliriz ki ortaklığın kendi paylarını iktisabında alınacak hukuki tedbirlerle alacaklıların korunması teminat altına alınabilecektir. Türk hukukunda ise anonim ortaklık, mevcut TTK. m. 329 hükmü gereğince karından veya serbest yedek akçelerinden ayırdığı fonlarla dahi kendi paylarını iktisap edememekte, iktisap ancak istisnai hallerde mümkün olduğundan alacaklıların tehlikeye düşmesi söz konusu olmamaktadır.

II. Ortaklar Açısından Sakıncaları

A. Oy Verme Hakkına Yönetim Kurulunun Etkide Bulunması

Anonim ortaklık iktisap ettiği kendi payları ile bağlantılı oy hakkını kullanması durumunda ortaklık kendi karar alma sürecine katılmış olacaktır ki bu durum ortaklık yönetiminin kendi kendisini kontrol etmesi anlamına gelir⁶⁴¹. İsviçre Federal Mahkemesi, iktisap yasağının altında yatan sebebin, hukuka aykırı bir şekilde şirket organları vasıtasıyla genel kurulda oy hakkı ilişkisinin bozulmasını önlemek olduğu görüşündedir⁶⁴². Burada doğrudan veya dolaylı olarak oy hakkı ilişkisinin ortaklık yönetimi eliyle etkilenmesinin önlenmesi gerekir. *Teoman*’ın da ifade ettiği gibi, ortaklığı oluşturan kişilerden meydana gelen genel kurulda bizzat ortaklığın kendisinin bir ortak gibi hazır bulunması ve ortaklık iradesinin belirlendiği karara oy kullanarak katılması kabul edilemez⁶⁴³. Aksi takdirde ortaklık yönetiminin eline ortaklıktaki oy oranlarına etki ederek ortakların yapısını değiştirme gibi tehlikeli bir araç verilmiş olacaktır⁶⁴⁴.

⁶⁴⁰ Nitekim Sermaye Yönergesinde (m. 19, f. 1, b, d) ve TTK. Tasarısında (m. 379, f. 1 ve 4) iktisap edilecek paylar esas sermayenin % 10’u ile sınırlanmış ve bedellerinin tümü ödenmiş paylar olması şartı getirilmiştir. Bedeli tamamen ödenmemiş payların devralınması halinde esas sermayenin ödenmemiş kısım kadar karşılıksız kalacağı nedeniyledir. Böyle bir durumda alacaklılık ve borçluluk sıfatları ortaklıkta toplanacağından payını devreden ortakdan daha sonra muaccel olacak edimlerin istenemeyeceği bir gerçektir. Hükümler, sermayenin sermayenin korunması kadar sermaye koymaya da hizmet etmektedir, bkz.: Ömer Teoman, “Limited Ortaklığın Sermaye Borcu Tümü İle Yerine Getirilmemiş Kendi Paylarını Edinmesi”, *Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I*, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 124, 125.

⁶⁴¹ Giger, s. 11.

⁶⁴² BGE 43 II 298 ve BGE 72 II 283, bkz.: Teoman, *Yoksunluk*, s. 59, dpn. 23. Nitekim Federal Mahkeme 12.05.1970 tarihli BGE 96 II 21 Leitplanken ve Heimann-Brower davasında söz konusu iki karara atıfta bulunmuştur, bkz.: Giger, s. 11, dpn. 27.

⁶⁴³ Teoman, *Yoksunluk*, s. 58.

⁶⁴⁴ Ziebe, s. 55.

Burada önemli olan ortaklığın iktisap ettiği kendi paylarından doğan oy hakkını genel kurulda kullanabilip kullanamayacağı konusunda hukuk sisteminin benimsediği yaklaşımdır⁶⁴⁵. Eğer bu paylardan doğan oy haklarının paylar ortaklığın mülkiyetinde bulunduğu sürece donmuş sayılacağı kabul ediliyorsa ortaklıktaki kuvvetler dengesinin bozulması dengelenebilir⁶⁴⁶. Böylelikle ortaklık yöneticilerinin bizzat taahhüt edip karşılığını ödemedikleri bu paylar nedeniyle oy hakkını azınlığın aleyhinde kullanmaları ve ortaklığın gidişatı üzerinde etkide bulunması önlenmiş olacaktır⁶⁴⁷. Bu durumda bile yönetim açısından oy hakkı oranlarına dolaylı olarak etki etme imkanı mevcuttur. Şöyle ki, geri alım sonrasında paylarını muhafaza eden yönetime yakın ortakların oy oranı yükselmiş muhalif durumdaki azınlık ortakların oranı azaltılmış olabilir⁶⁴⁸. Çözümün “eşit davranma ilkesi” ve “yönetimdekilerin ortaklığa sadakatleri ilkesi”nde aranması gerektiği ifade edilmektedir⁶⁴⁹.

B. Ortaklara Karşı Eşit Muamele Edilmemesi

1. Genel Olarak

Eşit muamele (işlem) ilkesi, aynı şartlar altında, bir pay sahibinin diğer pay sahibi ve pay sahipleri gibi işleme tabi tutulması demektir⁶⁵⁰. Diğer bir ifade ile, eşit şartların varlığında hiçbir pay sahibinin diğerinden daha kötü işleme muhatap olmaması zorunluluğunu ifade eder⁶⁵¹. Eşit işlem ilkesinden, her pay sahibinin aynı hakka sahip olması değil, pay sahiplerinin hukuki durumlarını ortaklığa karşı değiştiren her ortaklık kararı karşısında pay sahiplerinden her birinin diğer pay sahipleri gibi işlem görmeyi bekleme hakları bulunduğu anlaşılır⁶⁵². TTK’nun anonim ortaklıklara ilişkin hükümleri

⁶⁴⁵ İsv. BK. m. 659a; Alm. POK. § 71b; TTK. m. 329, f. 3, c. 2; **TTKT.** m. 389; Alm. POK. § 136 II hükmü, payları şirket hesabına iktisap eden üçüncü kişilerin de genel kurulda oy kullanamayacağını ifade diyor.

⁶⁴⁶ Benckendorff, s. 89.

⁶⁴⁷ Teoman, *Yoksunluk*, s. 59.

⁶⁴⁸ Ziebe, s. 55; Benckendorff, s. 89; Sevi, *Kendi Payı*, s. 248; Giger, s. 11. Hatta *Giger*’e göre çok uç bir örnek olarak genel kurul dahi yapılmayabilir.

⁶⁴⁹ Benckendorff, s. 90.

⁶⁵⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 460.

⁶⁵¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 508.

⁶⁵² Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 404. Ancak pay sahibi bu sıfatıyla değilde başka bir sıfatla hukuki işleme (satım, hizmet vb) taraf olursa ortaklıktan kendisine eşit işlemde bulunmasını isteyemez, bkz.: Sami Karahan, *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması*, İstanbul: Kazancı Yayınları, 1991, s. 43.

çerçevesinde pozitif bir temele dayanmayan eşit işlem ilkesi, İsviçre Federal Mahkemesi tarafından da yazılı olmayan bir genel hukuk kuralı olarak geliştirilmiştir⁶⁵³. Günümüzde eşit işlem ilkesi mutlak anlamda değil nisbi anlamda uygulanmaktadır⁶⁵⁴. Nisbi eşitlikten kasıt, anonim ortaklığın, haklı, makul, objektif surette meşru sebepleri olmadıkça aynı şartlar altındaki pay sahipleri arasında ayırım ve farklılıklar yaratmamasını, pay sahibinin sahip olduğu payın itibari değeri ve ödeme tutarının yani oransallık ilkesinin esas alınarak keyfi ayırım yapılmaması, farklı şartların varlığının farklı işlemi gerekli kılmasıdır⁶⁵⁵. Ortaklık gayesine erişebilmek için gerekli bulunabildiği ölçüde ve bu ölçü ile sınırlı bulunmak şartıyla eşit işlem esasından uzaklaşmak mümkündür⁶⁵⁶. Ancak böyle bir durumda eşitsizlik meşru bir gayeye ulaşmanın makul ve uygun aracı olmalıdır⁶⁵⁷. Çünkü bu ilke, pay sahibine ortaklık menfaatleri ile doğrulanmamış, ortaklığın amacı açısından objektif ve orantılı olmayan her farklı işleme karşı çıkmak hakkını verir⁶⁵⁸.

2. Kendi Paylarının İktisabında Eşit İşlem İlkesinin Uygulanması

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap ederken yönetime yakın bir kısım pay sahiplerini diğerlerine tercih etmesi eşitsizliğe sebep olabilir. Payları ortaklık

⁶⁵³ Omağ, s. 2; Giger, s. 62. İsviçre Federal Mahkemesi 29.6.1943 tarihli kararında; “Davacılar böyle bir ilkenin, yani pay sahiplerine karşı işlemde eşitlik ilkesinin ihlal edildiği iddiasını ileri sürmüşlerdir. Bu ilke, İsviçre anonim şirketler hukukunda şüphesiz vardır. Nitekim kanunda pay sahiplerine eşit işlem ilkesini vaz’eden veya hiç değilse akla getiren bir çok hükme rastlamak mümkündür. İsv. BK, 680/1 (TTK, 405/1) ile kombine şekilde İsv. BK, 620/1 (TTK, 269/1), kontrol hakkına ilişkin İsv. BK, 393 (TTK, 362), cısv. BK, 697 (TTK, 363), genel kurula katılma hakkı hakkındaki İsv. BK, 689 (TTK, 360), azınlık haklarına ilişkin İsv. BK, 699/3 (TTK, 366) gibi. Pay sahiplerine eşit işlem ilkesi doğrudan doğruya bu hükümlerin heyeti umumiyesinden çıkmaktadır. Bu, yazılı olmayan hukukun bir genel ilkesidir ve anonim şirketin bünyesine tamamen uygundur. Çünkü anonim gibi tüzel kişiliğe sahip ticaret şirketleri yine de birer şirket, yani ortak veya pay sahiplerinin bir müşterek gayeye varmak üzere gayretlerini birleştirme maksadı ile akdettikleri bir sözleşme üzerine kurulu müesseselerdir. Ve böyle bir işbirliği ise ancak bütün ortakların ilke olarak aynı şekilde işleme tabi tutulmaları ön şartı altında düşünülebilir”, ATF 69 II, s. 246, JdT 1944, s. 45-52. Kararın Türkçesi için bkz.: Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 379. TTK’da doğrudan bir hüküm yer almasa da ilke Kooperatifler Kanununun 23. maddesinde yer almıştır; “Ortaklar bu kanunun kabul ettiği esaslar dahilinde hak ve vecibelerde eşittirler”. Keza, SerPK. m. 12, f. 4’de eşit işlem ilkesi yeni pay alma hakkı ile ilgili olarak; “Yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisi, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamaz” şeklinde ifade edilmiştir.

⁶⁵⁴ Bkz.: yukarıda Birinci Bölüm § 2, II, A, 1.

⁶⁵⁵ Omağ, s. 2; Yıldız, *Eşit İşlem*, s. 75; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 509.

⁶⁵⁶ Öçal, *Kararlar*, s. 49, 105, 117; Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 81, dpn. 4; Bu anlamda ortaklığın meşru amacına ulaşmada gerekli bir ortaklık tasarrufunun pay sahipleri açısından farklı ekonomik sonuçlar doğurması bu tasarrufu hukuka aykırı hale getirmeyecektir, bkz.: Göksoy, *Yeni Pay Alma*, s. 403 .

⁶⁵⁷ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 379.

⁶⁵⁸ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 455, dpn. 62.

tarafından satın alınmayanlar işleri bozulan ortaklığın feshedilmesi halinde, ortaklık alacaklıları karşısında koydukları sermayelerini kaybederken diğerlerine ortaklığın iflasından önce adeta sermayelerini kurtarabilme imkanı verilmek suretiyle iltimaslı bir durum yaratılabilir⁶⁵⁹. Eşit davranmama sadece kriz zamanlarında değil şu hallerde de söz konusu olabilmektedir⁶⁶⁰: ortaklığın paylarını devreden ortaklara payın piyasa değerinin üzerinde bir fiyat ödemesi yahut diğer ortaklara tanınmayan bir takım haklar tanınması⁶⁶¹, yalnızca belirli ortaklara teklif götürülmesi, ortaklığın iktisap ettiği payları tekrar satmak için yalnızca belirli ortaklara teklif götürmesi gibi. *Von Steiger*'e göre, yönetim kurulunca hoş görülmeyen azınlıkların bu suretle bertaraf edilebilmesi imkan dahilindedir⁶⁶². Eşit davranma ilkesinin mutlak değil nispi olduğunu bu ilkedен sapmayı haklı kılacak objektif sebeplerin varlığı halinde eşit davranmamanın hukuka uygun olacağını ifade ettik. Ortaklığın varlığını iktisadi ve hukuki açıdan koruyan ve işletmenin varlığını devam ettirmesi için gerekli olan ve objektif olarak kabul edilen sebeplere şunlar gösterilebilir⁶⁶³: ortaklığın yabancı kimselerin eline geçmesini engellemek, düşmanca devralmalardan korumak, genel kurul toplantısında ortaklığın karar yeter sayısının engellenmesi veya diğer ağır zararlardan ortaklığın korunmasını temin etmek gibi. Doktrinde anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap ederken bütün ortaklara eşit davranmada şu hususlara dikkat etmesi gerektiği ifade edilmektedir⁶⁶⁴:

1) Geri alma teklifinin bütün ortaklara eşit şekilde yöneltilmesi gerekir. Ortaklık sözleşmesi ile bazı pay kategorilerine imtiyaz tanınmışsa bu durumda farklı geri alma şekilleri olabilir.

2) Ortaklığın kendi paylarını devralması hakkındaki şartlar (alış fiyatı ve şartları, ödeme süreleri ve şekilleri gibi) ile bununla bağlantılı haklar (örneğin temettü hakkı), paylarını devretmek isteyen bütün pay sahipleri açısından aynı olmalıdır.

⁶⁵⁹ Ansay, *Anonim*, s. 242; Ziebe, s. 54; Kübler, s. 256; Giger, s. 12; Benckendorff, s. 90.

⁶⁶⁰ Giger, s. 12; Böckli, N. 371; Ziebe, s. 54; Benckendorff, s. 90.

⁶⁶¹ Eğer ortaklık bu şekilde bir kısım paylara adil olmayacak şekilde yüksek fiyatlar öderse, bu ortaklığın özkaynaklarının azaltılmasına ve diğer ortakların zarara uğratılmasına neden olur, bkz.: Ferran, s. 435.

⁶⁶² Von Steiger, s. 177.

⁶⁶³ Giger, s. 65.

⁶⁶⁴ Giger, s. 64.

3) Pay sahiplerinin subjektif düşünceleri ve karar verme anları dikkate alınmamalıdır. Zira pay sahiplerinin eşitliği sübjektif kriterlerden bağımsız olarak onların pay sahipliği ile ilgilidir.

4) Oransallık ilkesine göre hareket edilerek ortaklığın pay sahiplerinin esas sermayeye katılma oranlarını esas alarak davranmasıdır⁶⁶⁵.

5) Belirli bir geri alım yönteminin dikte edilmemesi, geri alım yöntemleri seçme konusunda ortaklığın sınırlandırılmaması gerekir. Eşit muamele ilkesinin bütün yöntemler için geçerli olması halinde gelecekteki yöntemlerin de önü kapanmamış olacaktır⁶⁶⁶.

3. Eşit İşlem İlkesinin İhlal Edilmesinin Sonuçları

a. Genel Kurul Kararlarında

Eşit işlem ilkesine aykırı, bu ilkedен haksız ve keyfi biçimde uzaklaşan genel kurul kararları “afaki iyiniyete aykırılık” oluşturduğundan iptal edilebilir nitelikteki kararlardır⁶⁶⁷. Örneğin, ortaklığın kendi paylarını iktisap ederken alış fiyatının bütün ortaklar açısından aynı olmaması gibi. *Omağ* ise, iptal talebinin TTK. m. 381’deki “kanuna aykırılığa” da dayandırılabilceğini zira “kanuna aykırılığın” kapsamına kanun hükümlerinin ihlallerinin yanı sıra örf ve adet kuralları ile eşit işlem ilkesi gibi yazılı olmayan genel hukuk ilkelerinin ihlallerinin de dahil olacağını ifade etmektedir. *Yıldız*’a göre⁶⁶⁸, eşit işlem ilkesinin ihlali nedeniyle dava açılırken hem kanuna hem de afaki iyiniyet kurallarına aykırılığa dayanılabilirse de bu zorlama bir yorum olacaktır. En uygun çözümün eşit işlem ilkesinin bağımsız ve genel bir hüküm olarak düzenlenmesi ve bunun ihlalinin genel kurul kararlarının iptal sebepleri içine yerleştirilmesidir⁶⁶⁹. İsviçre hukukunda da eşit muamele ilkesini ihlal genel kurul kararlarının iptal sebebi

⁶⁶⁵ Sevi, *Kendi Payı*, s. 248. Örneğin aleni yapılan bir geri alım teklifinde fazla talep halinde pro-rata yani oransallık ilkesi uygulanır, bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 8, II, B.

⁶⁶⁶ Benckendorff, s. 245.

⁶⁶⁷ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 191.

⁶⁶⁸ Yıldız, *Eşit İşlem*, s. 215.

⁶⁶⁹ TTK. Tasarısında eşit işlem ilkesi kanuni bir hüküm olarak TTKT. m. 357’de düzenlenmiştir. Dolayısıyla bu ilkeye aykırı genel kurul kararları “kanuna aykırılık” sebebiyle iptal davasına konu olabilecektir.

olarak düzenlenmiştir (İsv. BK. m. 706, f. 2, b. 3)⁶⁷⁰. Alman hukukunda ise, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin bir genel kurul kararı Alm. POK. § 53a'daki eşit davranma ilkesine aykırı olduğu takdirde Alm. POK. § 243 I (iptal sebepleri) hükmüne göre iptal edilebilir. *Moroğlu*'na göre, eşit muamele ilkesini gelecek için sürekli olarak ortadan kaldırmayı ve ortaklara keyfi muamelede bulunmayı amaçlayan anasözleşme değişikliğine ilişkin bir genel kurul kararı hem ahlaka ve adaba aykırılık hem de anonim ortaklığın bünye ve niteliği ile bağdaşmayacağı için BK. m. 20 gereğince batıl sayılmak gerekir⁶⁷¹.

b. Yönetim Kurulu Kararlarında

Yönetim kurulu da eşit işlem ilkesini ihlal edebilir. Çoğu halde ortaklığın kendi paylarını devralması konusundaki yetki yönetim kurulunda bulunmaktadır⁶⁷². Örneğin, ortaklığın kendi paylarını bazı pay sahiplerine satması ortaklıktaki katılım oranlarını değiştirerek eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil edeceğinden yönetim kurulunun sorumluluğunu doğurur. TTK'da organ kararlarına karşı iptal davası sadece genel kurul kararları için düzenlenmiş olup yönetim kurulu kararları konusunda ise kanun suskun kalmıştır⁶⁷³. Ancak genel kurula itiraz edilebilir ve onun kararına karşı şartları varsa TTK. m. 381'e göre, iptal davası yoluna gidilebilir. Eğer yönetim kurulunun bu nitelikteki bir kararı henüz uygulanmamışsa, genel kurul alacağı bir kararla yönetim

⁶⁷⁰ Düzenleme şu şekildedir: "Aşağıdaki kararlar özellikle iptal edilebilir (annulable) niteliktedir: ... 3. Pay sahipleri için bir işlem eşitsizliği yaratan veya şirketin gayesi ile doğrulanmamış kararlar", *bkz.*: Tekil, *Anonim*, s. 68.

⁶⁷¹ *Moroğlu*, *Hükümsüzlük*, s. 38. nitekim **TTKT**. m. 447, c'de anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan kararların batıl olduğu ifade edilmiştir. (Bu hüküm İsv. BK. m. 706b 'de düzenlenen genel kurul kararlarının butlanına ilişkin hükümlerden esinlenmiştir) Tasarıda eşit işlem ilkesinin temel ilkeler başlığı altında düzenlendiği göz önüne alınırsa bu ilkeyi keyfi olarak ortadan kaldıran veya ihlal eden genel kurul kararları anonim ortaklığın temel yapısını bozduğundan batıl olacaktır.

⁶⁷² Genellikle genel kurul; iktisap süresini ve koşullarını, maksimum ve minimum bedeli, yetkilendirme süresini belirler iktisap yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilir. Örneğin, Sermaye Yönergesi m. 19, f. 1, a.

⁶⁷³ Tekil, *Anonim*, s. 200. Bu suskunluk Alm. POK'da da mevcut olup doktrin ve mahkeme kararlarında yönetim kurulu kararlarının iptal edilemeyeceği ileri sürülmektedir. İsviçre hukukunda, yönetim kurulu kararlarına karşı iptal imkanının kanunda yer almaması üzerine değişik doktrin ve mahkeme kararları ortaya çıkmıştır. Ancak çoğunluk görüşü yönetim kurulu kararlarının iptal edilemeyeceği yönündedir. İsv. BK'nun 1991 değişikliklerinde de yönetim kurulu kararlarının iptali ile ilgili olarak bir düzenleme getirilmemiştir. Türk hukukunda ise, çoğunluk görüşü ve Yargıtay kararlarına göre, pay sahiplerinin kişisel haklarını ihlal eden kararları istisna yönetim kurulu kararlarına karşı iptal davası açılmaz ancak genel kurula itiraz edilebilir. Bu görüşler için *bkz.*: Korkut Özkorkut, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali**, Ankara: SPK Yayını, 1996, s. 96 vd.

kurulunun bu ilkeyi ihlal eden kararının uygulanmasını yasaklayabilir⁶⁷⁴. Bunun için münferit pay sahiplerinin veya azınlığın genel kurulu olağanüstü toplantıya davet ettirmeleri ve konuyu gündem maddesi haline getirmeleri gerekir⁶⁷⁵. Yönetim kurulu aldığı kararı uygularsa sorumluluğu söz konusu olur (TTK. m. 336, İsv. BK. m. 754). Nitekim İsv. BK. m. 717, f. 2 hükmü ortaklara eşit davranma ilkesini yönetim kuruluna bir görev olarak yüklemiştir⁶⁷⁶. Buradaki hukuki sorumluluk bir tazminat sorumluluğudur⁶⁷⁷. Kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulunun SerPK. m. 12'deki esaslar çerçevesinde aldığı kararlar aleyhine muhalif yönetim kurulu üyelerine, denetçilere ve hakları ihlal edilen pay sahiplerine iptal davası açılabilme imkanı tanınmıştır.

c. Pay Sahibi Tarafından Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi

Anonim ortaklığın esas sözleşmesinde özel bir hüküm bulunmaksızın haklı sebeplerle feshi kanunda öngörülmemiştir⁶⁷⁸. Sermayeye dayalı yapısı, niteliği ve kişisel unsurlara yabancı olmasından dolayı haklı nedenlerle feshinin talep ve dava edilemeyeceği, bu konuda TTK'nunda bir boşluk bulunmadığı aksine kanun koyucunun anonim ortaklığın bünyesine yabancı olan fesih imkanına bilinçli olarak yer vermediği doktrinde ifade edilmektedir⁶⁷⁹. Ancak esas sözleşmeye ortaklığın haklı sebeplerin

⁶⁷⁴ Omağ, s. 6.

⁶⁷⁵ Omağ, s. 6.

⁶⁷⁶ *Karahan*'a göre de eşit işlem ilkesi pay sahiplerine tanınmış bir talep veya hak değil ortaklık organlarına yüklenmiş bir yükümlülüktür, *bkz.*: *Karahan*, s. 42.

⁶⁷⁷ Omağ, s. 6.

⁶⁷⁸ “Anonim ortaklıkta, ortaklar, ortaklığın feshini isteyemezler. Ancak, ortaklık münfesi durumuna düşmüşse, bunun tespitini isteyebilirler” Y. 11. HD., 25. 3. 1985, E. 1278, K. 1669. “Anonim ortaklıkta, haklı nedenlerle fesih davası açılmaz” Y. 11. HD., 28. 6. 1993, E. 5356, K. 4799, kararlar için *bkz.*: Eriş, *Anonim*, s. 700, 702.

⁶⁷⁹ Arslanlı, *Anonim Şirketler III*, s. 166; İmregün, *Anonim*, s. 481; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 821; Yıldız, *Eşit İşlem*, s. 222. “Anonim ortaklıkların infisah nedenlerini dokuz fıkra halinde düzenleyen TTK. nun 434 üncü maddesinde, bu tür ortaklıkların (muhik nedenlerle) feshedilmesi olanağı öngörülmemiştir”, Y. 11. HD., 7. 6. 1979, E. 2160, K. 3061, karar için *bkz.*: Eriş, *Anonim*, s. 698. *Moroğlu* azınlıkta kalan pay sahiplerine (% 10 sermayeyi temsil eden) böyle bir imkanın İsviçre hukukunda olduğu gibi (İsv. BK. m. 736, b. 4) tanınması gerektiğini ancak bu konuda anonim ortaklığın bünyesine yabancı kalan “haklı neden” kavramından yararlanmaya kalkışmanın gereksiz bir çaba olduğunu ifade eder. Yapılması gereken yalın olarak egemen pay sahiplerinin azınlığı doğrudan ve dolaylı sömürmesinin, dava yoluyla ileri sürülebilecek bir fesih nedeni sayılmasıdır. Açılacak fesih davasının başka kanuni imkanların sonuç vermeyeceğinin kabul edilmesi şartına bağlanması bu imkanın bir tehdit ve şantaj aracı haline gelmesini önleyecektir, *bkz.*: Erdoğan Moroğlu, “Fesih, İnfisah ve Tasfiye”, *Makaleler I*, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 311 vd.

gerçekleşmesi halinde feshedilebileceği yolunda bir hüküm konulabilir⁶⁸⁰. *Omağ*'a göre, özellikle aile tipi kapalı anonim ortaklıklarda eşit işlem ilkesinin ihlali pay sahipleri arasındaki güven temelini zedeleyeceğinden feshi gerektiren haklı sebep sayılarak münferit pay sahibi, belli bir grup pay sahibi veya belli orandaki sermayeyi temsil eden azınlık kendilerine tanınan esas sözleşmedeki yetkiyi kullanarak ortaklığın feshini dava edebilirler⁶⁸¹. *Tekinalp*'de bu konuda bir kanun boşluğu olduğunu ve bu boşluğu olumlu olarak nitelendirmeye imkan olmadığını, fesih sebepleri konusunda örneksemede bulunmak veya MK. m. 1'den yararlanmanın kanun koyucunun öngörmediği hatta reddettiği bir sebebe dayanarak ortaklığın ortadan kaldırılmasını kabul etmek anlamına geleceğini ifade ederek İsv. BK. m. 736, b. 4'ün öngördüğü imkanın esas sözleşme ile veya bir yasal değişiklikle sağlanmasının zorunlu olduğunu ifade etmektedir⁶⁸². *Çamoğlu* ise kanun koyucunun suskunluğunun olumsuz olarak nitelendirilemeyeceğini bu konuda özellikle kişi ortaklıklarına özgü haklı nedenlerle fesih hakkını tanıyan hükümlerin kıyas yoluyla anonim ortaklıklara uygulanması gerektiğini ifade eder⁶⁸³. Kanaatimizce bir konuda kıyas yapılabilmesi için kanunda düzenlenmiş konu ile düzenlenmemiş konu arasında bir benzerlik bulunması gerekir⁶⁸⁴. *Moroğlu*'nun da haklı olarak belirttiği gibi kanun koyucunun haklı sebebe dayalı fesih hakkı tanıdığı iki taraflı sürekli sözleşmeler ve diğer bütün ortaklık türleri ile anonim ortaklıklar arasında temelde önemli farklar söz konusudur⁶⁸⁵. Bu konuda kanuni bir

⁶⁸⁰ Arslanlı, *Anonim Şirketler III*, s. 166; İmregün, *Anonim*, s. 481; İmregün, *Menfaat İhtilafları*, s. 79; Moroğlu, *Fesih*, s. 315; Yıldız, *Eşit İşlem*, s. 222.

⁶⁸¹ Omağ, s. 6. *Arslanlı*'da anonim ortaklıkların sermaye ortaklığı bünyesine uygun bir gelişme gösteremeyip sınırlı sayıda kimseler arasında kurulan şahıs ortaklıkları gibi, birkaç kurucunun katılımı ile kurulduğu ve bunların menfaatlerine hizmet ettiği bir yapıda pay sahiplerine şahsi menfaatlerini daha geniş ölçüde korumaları için kendilerine feshi ihbar hakkı tanınmasının menfaatler dengesine uygun düşeceğini savunur, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler III*, s. 185.

⁶⁸² Ünal Tekinalp, "Türk Ticaret Kanunundaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç", **İktisat ve Maliye** (Kasım 1974), C. XXI, S. 8, s. 325. Ancak *Tekinalp* kapalı aile tipi veya pilot nitelikteki anonim ortaklıklarda tek pay sahibinin veya esas sözleşmede belirlenecek bir azınlığa bu yetkinin tanınmasının mümkün olabileceğini ifade etmektedir, bkz.: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 821.

⁶⁸³ Yazar, az ortaklı aile anonim ortaklıklarındaki ortaklar arası ilişkilerin kişi ortaklıklarından farklı olmadığını ileri sürerek kişi ortaklıklarındaki haklı sebebin değerlendirilmesine ilişkin ölçülerin bu ortaklıklarda doğrudan doğruya uygulanabileceğini ifade eder, bkz.: Ersin Çamoğlu, **Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebeplerle Çıkarılması**, İstanbul, 1976, s. 67-73.

⁶⁸⁴ Erdoğan Moroğlu, "Anonim Ortaklıkta Azınlık Payscalelerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih", **Halil Arslanlı'nın Anısına Armağan**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1978, s. 468; Bilge, s. 169.

⁶⁸⁵ Borçlar ve Ticaret Kanunlarında yer alan ve ortaklıklar için haklı nedenlerle fesih imkanını düzenleyen hükümlerin anonim ortaklıklarda kıyas yoluyla uygulanmayacağı konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.: Moroğlu, *Azınlık*, s. 469 vd.

düzenleme yapılınca kadar çözüm olarak haklı sebeple fesih hakkının esas sözleşme ile tanınması mümkündür ve bu halde pay sahipleri eşit işlem ilkesinin ihlal edildiğini ileri sürerek bu haklarını kullanabileceklerdir⁶⁸⁶.

III. Ortaklık Açısından Sakıncaları

A. Ortaklara Ait Risklerin Ortaklık Tarafından Üstlenilmesi

Anonim ortaklık kendi paylarını iktisap etmekle bununla bağlantılı rizikoları da üstlenmiş olmaktadır. *Furrer*, bu durumu kendi paylarını iktisap yasağının temel sorunlarından birisi olarak görmektedir⁶⁸⁷. Ortaklık zarar uğradığı takdirde, kendi paylarının değeri de azalacağından bu ilave zarar oluşturacaktır⁶⁸⁸. Buna kaldıraç etkisi de denilmektedir⁶⁸⁹. Anonim ortaklık bir başka anonim ortaklığın paylarını iktisap ederek bu ortaklıkta iştirak sahibi olsaydı, bu ortaklığın zarar etmesi durumunda sadece iktisap ettiği paylar nedeniyle bir zararı söz konusu olurdu. Ancak kendi paylarını iktisap etmesiyle hem kendi paylarının değeri azalmakta hem de ortaklık zararı söz konusu olmaktadır. Ayrıca ortaklığın kar payı dağıtmaması durumunda ortaklık tarafından kendi paylarına yapılan yatırımın herhangi bir getirisi de olmayacaktır⁶⁹⁰. Ancak kaldıraç etkisi çift taraflı olup ortaklığın ekonomik yönden iyi olması durumunda kendi paylarının değerinin artması da söz konusu olabilir⁶⁹¹.

B. Ortaklık Gelirlerinin Asıl Maksadın Dışında Kullanılması

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi halinde, ortaklığın gerçekten ihtiyaç duyabileceği alanlarda kullanabileceği likidite imkanı bloke edilmiş

⁶⁸⁶ TTK. Tasarısında haklı sebeplerle fesih düzenlenmiştir. **TTKT.** m. 531'e göre; "Haklı sebeplerin varlığında, esas sermayenin en az onda birini temsil eden paysahipleri, mahkemedен şirketin feshine karar verilmesini talep edebilirler. Mahkeme fesih yerine, davacı paysahiplerine paylarının gerçek değerinin ödenmesine ve bunların şirketten çıkarılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verebilir". Haklı sebep kavramı tanımlanmadığı gibi örnek olarak da gösterilmemiş bu hususun yargı kararlarına ve doktrine bırakıldığı maddenin gerekçesinde ifade edilmiştir. Maddenin son cümlesinde yer alan "veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözümü karara bağlama" inisiyatifini tamamıyla mahkemeye aittir. Mahkeme fesih yerine davacı pay sahiplerinin paylarının ortaklık tarafından alınmasına da karar verebilir, *bkz.*: Giger, s. 8.

⁶⁸⁷ Giger, s. 12; Furrer, s. 36.

⁶⁸⁸ Giger, s. 12; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 122, dpn. 93.

⁶⁸⁹ Böckli, N. 366.

⁶⁹⁰ Giger, s. 13.

⁶⁹¹ Böckli, N. 368.

olmaktadır⁶⁹². Bu durum özellikle likidite kaynakların azalması veya ortadan kalkması halinde ortaklığın kendi paylarını satamaması durumunda önem arzeder ve ortaklığın hareket kabiliyetini kısıtlar⁶⁹³. Büyük ölçüde pay edinilmesi halinde bunun örtülü bir tasfiye” anlamını taşıyacağı, bu nevi devir almaların bütün ortaklarla yapılması halinde ortaklığın ortaksız⁶⁹⁴ ve sermayesiz kalabileceği, böyle bir sonucun ise anonim ortaklığın maksadını gerçekleştirme imkanını kaybederek infisahına hatta iflas etmesine sebebiyet verebilmesi mümkündür⁶⁹⁵.

C. Ortaklık Hukukunun Ruhuna Aykırılık Oluşturması

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi bizzat kendisinin ortağı olma sonucunu doğurduğundan tezat gibi görünmektedir. Bu durum Alman hukukunda ilk olarak 8. 11. 1843 tarihli Alman Ticaret Kanununda değişiklik yapan ve ilk anonim ortaklıklar reformu olarak nitelendirilen 11 Haziran 1870 tarihli düzenlemeye ilişkin Kanun Tasarısı Gerekçesinde ifade edilmiştir⁶⁹⁶. Burada özetle; ortaklığın kendi paylarını devralmasının ortaklığın yapısı ile uyuşmayacağı, zira ortaklığın ortaklardan ayrı bir tüzel kişilik yanında ortak olarak da görünmesinin mümkün olmadığı, ortak olabileceğinin kabulü halinde bu paylardan kendisine bir takım hak ve mükellefiyetler doğacağı belirtilmiştir⁶⁹⁷. Federal Mahkeme⁶⁹⁸, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap ederek kendi ortağı olmasının ortaklığın mahiyetine aykırı olduğunu, bunun mümkün olması halinde istenmeyen durumların ve ihlallerin ortaya çıkacağını kabul etmiştir. Mahkeme, bu halin sermayenin azalmasına sebebiyet vereceğinden ilgililerin

⁶⁹² Giger, s. 14; Böckli, N. 366.

⁶⁹³ Giger, s. 14.

⁶⁹⁴ Tüm payların ortaklık tarafından edinilmesi, ortaklığın korporasyonel niteliğini yitirmesi sonucunu doğuracak ve ortaklığın durumu bir gerçek kişiye ya da vakfa yaklaşacaktır, bkz.: Ömer Teoman, “Limited Ortaklığın Kendine Ait Tüm Payları Edinmesi (Ortaksız Limited Ortaklık Sorunu)”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 115.

⁶⁹⁵ Teoman, Yoksunluk, s. 56; Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 579. “Ortaklara belirli amaçlar doğrultusunda faaliyet göstererek gelir sağlamak için kurulan şirketin, bu amacın gerçekleştirilmesi yönünden ne gibi faaliyetleri olduğu anasözleşmesi, bilançoları, kâr ve zarar tabloları, ticaret sicil dosyası üzerinde bilirkişi incelemesi yapılarak dava tarihine kadar kuruluş amacına uygun olarak ne gibi faaliyetlerin gösterildiği, ana sözleşmede sayılan kâr getirici ticari, inşai veya benzeri faaliyette bulunup bulunmadığı, mevcut haliyle amacını gerçekleştirme olanağı kalıp kalmadığı belirlenip sonucuna göre feshe karar vermek gerekir” Y. 11. HD., 14.10.2004, E. 008765, K. 009790, bkz.: **Corpus, CD-Medya**, 2000.

⁶⁹⁶ Paylara Bölünmüş Komandit Şirket ve Anonim Şirketler Hakkındaki Kanun Tasarısı Gerekçesi, bkz.: Benckendorff, s. 34, dpn. 20.

⁶⁹⁷ Benckendorff, s. 34.

⁶⁹⁸ Yasaman, *Birleşme*, s. 83, dpn. 63; Von Steiger, s. 177, dpn. 68 deki Federal Mahkeme Kararı; BGE 43 II 293, **JdT** 1917 I 642 (25.05.1917).

bundan zarar göreceklerini ifade ederek ortaklık yönetiminin genel kuruldaki oy hakkı vasıtası ile ortaklık üzerinde kabul edilemeyecek bir yetkiye sahip olabileceğini ifade etmektedir.

Ancak günümüzde bu anlayış aşılmış durumdadır. Almanya’da KonTraG ile gerçekleşen liberalleşme ile iktisap yasağı her ne kadar devam etse de ekonomik ihtiyaçlar nedeniyle ortaklığın kendi paylarını devralması kanun koyucu tarafından kural olarak tanınmıştır. Kendi paylarını iktisap yasak olmaktan çıkmış sadece belirli sınırlamalara tabi tutulmuştur⁶⁹⁹. Sadece Almanya’da değil zamanla uluslar arası bir uygulama haline gelmiştir. Diğer yandan anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi bizzat kendisinin ortağı olması demek değildir. Bizim de katıldığımız görüşe göre, iktisap geçici bir süre için kabul edilmiş olan bir statü olup ortaklık devraldığı payın maliki değil, emanetçisidir⁷⁰⁰.

D. Özsermayenin Zayıflatılması ve Ortaklığın Fakirleştirilmesi

Ortaklık özsermayesinin azalması özellikle kriz zamanlarında sorunlara yol açar. Çünkü özsermayesi zayıf olan bir ortaklığın krizden çıkması da o denli zordur⁷⁰¹. Bu özellikle iktisap edilen paylar için ödenen fiyatın gerçek değerine uymaması⁷⁰² veya satarken alış fiyatının ya da gerçek değerinin altında satılması durumlarında ortaya çıkar⁷⁰³. Anonim ortaklığın kendi paylarını devralması ile bağlantılı olarak ortaklığın özsermayesinin zayıflaması, sermayenin muhafazası esaslarına ve ortaklık malvarlığının dağıtılması konusunda kanuni sınırların dolaşılması anlamına gelir ki böyle bir devralma hukuka aykırıdır⁷⁰⁴. Ortaklığın dağıtmadığı karlardan ve iktisap ettiği menkul ve gayrimenkul mallardan elde ettiği değer artışından oluşan özsermayesi önemli bir

⁶⁹⁹ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm §5, V.

⁷⁰⁰ Gökçe, s. 45. Anonim ortaklık iktisap ettiği paylarında “geçici paydaşlık” sıfatına sahiptir, bkz.: Tanör, *Halka Arz*, s. 90. Kaldı ki yukarıda ikinci bölümde incelendiği üzere hukuk sistemleri payların ilk fırsatta elden çıkarılması zorunluluğundan söz etmektedir. Örneğin, AB II Nolu Sermaye Yönergesi iktisap edilen payları anonim ortaklığın ödenmiş sermayesinin % 10’u ile sınırlamakta ve iktisap tarihinden itibaren üç yıl içinde devredilmesini bu süre içinde devredilmezse iptal edilmesini öngörmektedir (m. 20, f. 2 , 3).

⁷⁰¹ Benckendorff, s. 90.

⁷⁰² Sevi, *Kendi Payı*, s. 249.

⁷⁰³ Giger, s. 13.

⁷⁰⁴ Giger, s. 14.

miktarı bulmuşsa bu sakınca söz konusu olmadığı gibi ortaklığın bir kısım kendi paylarını iktisabı kalan ortaklara daha fazla kar payı dağıtma nedeni de olabilir⁷⁰⁵.

IV. Sermaye Piyasası Açısından Sakıncaları

A. Manipülasyon Tehlikesi

1. Genel Olarak

Sözlük anlamı itibariyle “hile, dalavere, elle yapılan bir kısım anlamlı işaretler”⁷⁰⁶, “insanları kendi bilgileri dışında veya istemedikleri halde etkileme”⁷⁰⁷ anlamına gelen manipülasyon, sermaye piyasası hukukunda “insanları kandırarak bir menkul kıymeti almaya veya satmaya sevk etmeye veya menkul kıymetin fiyatını yapay bir seviyede tutmaya yönelik davranışlar” olarak tanımlanmaktadır⁷⁰⁸. SerPK. m. 47/A–2; yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satım yapılmasını suç saymıştır⁷⁰⁹. Bu olaya “manipülasyon”, fiile de “manipülatif hareket” denilmektedir⁷¹⁰. Tüm gelişmiş sermaye piyasalarında manipülasyonlara karşı tedbirler alınarak ağır para ve hapis cezaları öngörülmüştür⁷¹¹. Konuya ilişkin olarak Avrupa Birliği tarafından “market abuse”

⁷⁰⁵ Gökçe, s. 44.

⁷⁰⁶ Şafak, s. 303.

⁷⁰⁷ Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlük, bkz.: <http://www.tdk.gov.tr/TDKSOZLUK/SOZBUL.ASP?kelime=Manip%FClasyon> (29.06.2005).

⁷⁰⁸ Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri Korunma Yolları, Sermaye Piyasası Kurulu, Aralık 2003, s. 2, bkz.: <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=manipulasyon> (29.06.2005).

⁷⁰⁹ Kanunda suçun failleri; “gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla beraber hareket edenler” olarak belirlenmiş “tüzel kişiler” bunlar arasında zikredilmemiştir. Ancak İMKB Yönetmeliği (RG., T. 19.02.1996, S. 22559) m. 24’te üyelerin yapay piyasa oluşturmak amacıyla bulunamayacakları faaliyetler altı bent halinde sayılmıştır. Yönetmeliğe göre (m. 6, f. 1) “Borsaya, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından aracılık faaliyetinde bulunmak üzere yetki belgesi verilmiş olan aracı kuruluşlar (aracı kurumlar ve bankalar) üye olabilir”. Buna göre manipülasyon suçunun tüzel kişiler tarafından da işlenebileceği kabul edilmiştir. Ayrıca Seri: V, No: 46 Sayılı “Aracılık Faaliyetleri Ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” (RG., T. 07.09.2000, S. 24163), Ek madde 1’e göre; “Aracı kuruluşlar, bunların yönetici ve çalışanları ile diğer gerçek ve tüzel kişiler, yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımı fiillerine katkıda bulunmak, yardımcı olmak veya zemin hazırlamak sonucunu doğurabilecek iş ve işlemlerde bulunamazlar”.

⁷¹⁰ Vural Günel, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997, s. 518.

⁷¹¹ Meral Varış Tezcanlı, **İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul İMKB Yayınları, 1996, s. 140 vd. Nitekim SerPK. m. 47’de 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25

başlığı altında çıkarılan 28.01.2003 tarih ve 2003/6/EC sayılı Yönergede üç tür manipülasyon tanımlanmıştır (m.1/2)⁷¹²:

a) Sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yanlış veya yanıltıcı şekilde etkileyen/etkileyebilecek yahut sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya anormal şekilde oluşmasını amaçlayan emir ve işlemler,

b) Diğer yanıltıcı ve hileli olgulara dayanan emir ve işlemlerin gerçekleştirilmesi,

c) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yanlış veya yanıltıcı bir etki yaratan/yaratabilecek nitelikteki bilgilerin yayınlanması.

Manipülasyonda hem sermaye piyasasında güvenilirliğin önemli unsuru olan fiyat yara almakta, hem de sermaye piyasası daha ucuz fon sağlanması ve kaynakların yönlendirilmesi amaçlarından uzaklaşmış bulunmaktadır⁷¹³.

2. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı İle Bağlantısı

Anonim ortaklığın kendi paylarını devralma imkanı ortaklığın borsadaki değerine etki etme ve borsa kuru üzerinde oynama imkanı vereceğinden bu tehlike göz ardı edilemez. Nitekim *Tekinalp*, iktisap yasağının gerekçesinin temelinde anonim ortaklığın kendi payları ile çeşitli borsa oyunlarına girmesini önlemek olduğunu ifade etmektedir⁷¹⁴. Ortaklık yönetimi, spekülasyon yaparak işlerin bozuk gittiği zamanlarda ortaklık paraları ile ortaklığın kendi paylarını alarak suni bir değer artışı meydana

milyar liraya kadar ağır para cezası öngörülmüştür. SPK'nun 2004 yılına ilişkin Faaliyet Raporu verilerine göre SPK denetimlerinin yüzde 37.3'ü, suç duyurularının yüzde 62'si manipülasyon üzerine gerçekleşmiştir, bkz.: **SPK 2004 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 73, 77. Hal böyle iken mahkemelerde karara bağlanan dosyaların sayısının azlığı eleştiri konusu olmaktadır. Nitekim son 5 yılda mahkemelere intikal eden dosyaların ancak yüzde 27'sinin sonuçlandığından hareketle yargı sürecinin ortalama 4 yıl sürdüğü hesap edilmiştir, bkz.: Abdurrahman Yıldırım, "Sermaye Piyasası Mahkeme Koridorlarında Tıkanıyor", **Sabah**, 20.05.2005, bkz.: <http://arsiv.sabah.com.tr/2005/05/20/yildirim.html> (20.08.2005).

⁷¹² Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003, on insider dealing and market manipulation (market abuse), bkz.: http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412en00160025.pdf (19.07.2005).

⁷¹³ Günal, s. 518.

⁷¹⁴ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478; *Eriş*'de benzer şekilde, ortaklığın kötüye giden durumunu alacaklılardan ve gelecekteki pay sahiplerinden gizlemek amacıyla kendi paylarını satın alarak suni değer değer artışı meydana getirmesi tehlikesini iktisap yasağının öngörülme nedeni olarak görmektedir, bkz.: *Eriş*, *Şirketler* 2, s. 1893.

meydana getirebilirler⁷¹⁵. Bu şekilde pay senetlerinin rayicinin yapay bir şekilde yükseltilecek oluşturulan yüksek bir kurla, aslında oluşmayacak olan bir talep uyandırılarak alacaklılar ve yatırımcılar ortaklığın gerçek değeri hakkında yanıltılmış olur⁷¹⁶. Çünkü pay senedinin borsadaki fiyatı desteklenmek suretiyle piyasa-fiyat dengeleri bakımından önceden mümkün olmayan belirli bir seviyeye getirilmekte veya bu seviyede tutulmaktadır⁷¹⁷. Doktrinde ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesiyle bağlantılı olarak ortaya çıkacak manipülatif hareketlere karşı şunlar önerilmektedir⁷¹⁸: a) pay geri alımlarının tespit edilen bir yüzde ile sınırlanması, b) ortaklığın pay geri alımlarını önceden bildirmekle ve bu suretle piyasadakilere yeterli derecede bilgi vermekle yükümlü tutulması, c) geri alınacak payların kapsamının işlem hacmi ve geçmiş günlerdeki borsa günlerine bağlanması şeklinde bir sınırlamanın öngörülmesi, c) yapılacak olan düzenlemelerin cezai hükümlerle tamamlanması. Getirdiği faydalar⁷¹⁹ göz önüne alındığında manipülatif hareketleri önleyici hukuki çerçeve içinde pay geri alımları yoluyla ortaklığın değerinin ve bu yolla da ortaklık paylarının değerinin artırılması ve dengede tutulması mümkündür⁷²⁰. Giriş kısmında da belirttiğimiz gibi Anglo-Amerikan ülkelerinde anonim ortaklıklar kendi paylarında alım yaparak, pay senetlerindeki aşırı dalgalanmayı egelleyebiliyorlar⁷²¹.

⁷¹⁵ Ansay, *Anonim*, s. 242; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 122; Ferran, s. 435.

⁷¹⁶ Von Steiger, s. 177; Benckendorff, s. 92. Bir ABD Mahkemesi Kararına konu olan olayda teklif sahibi, hedef ortaklığın pay sahiplerine paylarına karşılık kendi paylarını teklif etmiştir. Amacı, kendi paylarının değerini artırmak suretiyle teklifi daha cazip kılmak, bkz.: Doğan Kütükçü, **Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2005, s. 467, dpn. 18.

⁷¹⁷ Böckli, N. 370; Burckhardt, s. 48; Giger, s. 10.

⁷¹⁸ Benckendorff, s. 92.

⁷¹⁹ Bkz.: yukarıda Üçüncü Bölüm §10.

⁷²⁰ Doğan, *Kendi Payları-I*, s. 239.

⁷²¹ TTK Tasarısının kamuoyuna açıklanmasından yaklaşık iki yıl önce Doğan Yayın Holding kendi iştiraki olan ortaklıkların paylarına yatırım yapacakları stratejisi içinde olduklarını açıklamıştı. Doğan Yayın Holding Başkanı Mehmet Ali Yalçındağ kendisiyle yapılan söyleşide “Bizim kendi iştiraklerimizde alım-satım yapmamız, onların hareketini engelleyemez. Hisse senetlerinin değeri suni yükselmez, bu hareketleri tamamen piyasa belirleyecektir” diyerek şunları söylüyordu:

Soru: Bir anlamda hisselerinize sahip çıkacaksınız. Sizce bu uygulama spekülatif işlemlerin önüne geçilmesini sağlayabilir mi?

Cevap: Bu uygulamanın, spekülâtörler için olan o rahat zemini ortadan kaldıracığını düşünüyorum. Çünkü, spekülâtörler, sürekli kendi lehlerine, ancak küçük yatırımcıların aleyhine davranıyorlar. Bir şirketle ilgili bilgiyi önceden alarak, küçük yatırımcının hep aleyhine iş yapıyorlar. Küçük yatırımcı da yükselişi yakalamak isterken, hep trene en son binen oluyor. Biz bu uygulama sayesinde en azından kendi iştiraklerimiz için yatırımcılara bu açıdan bir güven vermiş oluyoruz. Küçük yatırımcıya, “Korkmana gerek yok” diyoruz. Bu güven de hisse senetlerindeki dalgalanmaları önemli ölçüde engelleyecek. Bir şirket düşünün ki, en yüksek değeri 1.2 milyar dolar, en düşük değeri ise 100 milyon dolar. Üstelik bu rakamları iki yıl içerisinde görüyor. İşler ne kadar kötü ya da ne kadar iyi giderse gitsin, şirketin iki yıl

Yatırımcının piyasaya olan güveninin azalmasına sebep olan manipülasyon tehlikesine karşı İMKB, "... yaptığı gözetimlerde ya da kendisine gelen ihbar veya şikayetler sonucunda gerçekleştirdiği denetlemelerde, özellikle, sermaye piyasası aracının mülkiyetinde gerçek anlamda değişim yaratmayan alım-satımlara, aynı miktarda, aynı tutarda, aynı fiyattan yapılan işlemlere rastladığında bunları yapan kişiler ve onlara yardımcı olan aracı kurumları ve işlemlerini mercek altına alarak, incelemekte" ve cezalandırma yoluna gitmektedir⁷²². SPK ise, "...bir yandan İMKB'nin etkinliğini artırma yönünde tavsiye mahiyetinde kararlar alabildiği gibi suç işleyen gerçek ve tüzel kişiler hakkında Cumhuriyet Savcılıklarına doğrudan suç duyurusunda bulunabilmekte, gerekli durumlarda kişi ve kuruluşlar hakkında borsada işlem yasağı da uygulayabilmektedir"⁷²³.

B. İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading) Tehlikesi

1. Genel Olarak

Türkçeye "İçerden Öğrenenlerin Ticareti"⁷²⁴ olarak çevrilen "Insider Trading" doktrinde değişik yazarlar tarafından tanımlanmıştır. *Tezcanlı*'ya göre, "İçerden öğrenenlerin ticareti, dar anlamda içerideki bilginin kullanılmak suretiyle menfaat

içinde böyle bir performans göstermesi mümkün değil. Bizim yaptığımız işlem de, bu denli büyük dalgalanmaları engelleyecek bir uygulama. Yani hem aşırı değerlenmenin, hem de aşırı değer kaybetmenin önüne geçmiş olacağız. Spekülatif işlemlerin de önüne geçilmiş olacak", bkz.: Belgin Bayır Levent, "Bütün Gruplara Örnek Olacağız", **Capital** (Haziran 2003), S. 6, s. 96. Manipülatör ile spekülâtör arasındaki fark şudur: manipülatörler piyasaya etki ederek olağandışı fiyat ve miktar hareketi ile yapay fiyat/piyasa oluştururken, spekülâtörler piyasaya müdahale etmeksizin oluşan fiyat artış ve azalışlarından faydalanarak yaptıkları alım satım işlemleri ile kazanç sağlamaya çalışırlar, bkz.: Gültekin Bayar, "Sermaye Piyasalarında Manipülasyon", **Vergi Dünyası** (Ekim 1999), S. 218, s. 109.

⁷²² Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası, C. I, Taraflar**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1999, s. 190. Örneğin İMBK Yönetim Kurulu, 25.03.97 tarih ve 1996/209 Esas ve 1997/553 sayılı Kararında "(D) hisse senedinde, İMKB Yönetmeliği'nin 24. maddesinde yasaklanan yapay fiyat/piyasa oluşturma amacına yönelik işlemler yapmak suretiyle aynı Yönetmelik'in 53/d-3 maddesine aykırı davranan üye temsilcisi (A)'nın, aynı madde uyarınca fiiline uyan üye temsilciliğinden geçici çıkarma ile cezalandırılması gerekmekte birlikte, gerek fiilin mahiyet ve önemi, gerekse temsilcinin tekerrüre esas teşkil eden mahiyette fiili bulunması nedeniyle adı geçen Yönetmelik'in 54/b maddesi uyarınca takdiren bir üst ceza olan "üye temsilciliğinden sürekli çıkarma cezası" ile tecziyesine karar verildi", bkz.: **Borsa Uyuşmazlıkları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997, s. 606.

⁷²³ Tanör, *Taraflar*, s. 191. Nitekim SPK, 2002 yılında 78, 2003 yılında 93, 2004 yılında 77 manipülasyon suç duyurusunda bulunmuştur, bkz.: **SPK 2004 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 77.

⁷²⁴ Bu Türkçe karşılık ilk kez *Tekinalp* tarafından kullanılmıştır, bkz.: Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, s. 57. Bu terim doktrinde diğer bazı yazarlar tarafından da benimsenmiştir, bkz.: Tanör, *Taraflar*, s. 187; Tezcanlı, s. 11; Günel, 512; Küçüksozen, s. 177. Bunun yanında "içerdekilerin istihbaratı ve içerdekilerin ticareti" (bkz.: Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 2004) veya "içerden ticaret" (bkz.: Yasaman, *Borsa*, s. 213) şeklinde kullanan yazarlar da vardır.

sağlayıcı menkul kıymet işlemi yapılması... geniş anlamda firmanın ticari faaliyetleri, mali yapısına ilişkin gizli bilgilerin şirkete ait hisse senedinin gelecekteki piyasa değerini değiştirme amacıyla kullanımı ile menkul kıymet işlemi yapılması sonucunda bir kazanç sağlama veya muhtemel bir zarardan kaçınılması olarak belirtilebilir⁷²⁵. Tekinalp ise, "...bir halka açık anonim ortaklıkta, ifa ettiği görev sebebiyle, bir menkul kıymetin ileride teşekkül edecek kurs⁷²⁶ değeri ile ilgili bilgilere sahip kişinin bu bilgileri, kamuya açıklanmalarından önce, borsa içi veya borsa dışı ticarete kendisi veya bir başkası için kullanarak menfaat sağlamasıdır" şeklinde tanımlamaktadır⁷²⁷. SerPK. m. 47/A-1'de ise şu şekilde bir tanımlama yapılmaktadır: "Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içinden öğrenenlerin ticaretidir". Şu halde bu fiillerin işlenmesi suçtur ve bu suç; "menkul değerleri sermaye piyasasında işlem görmekte olan bir şirketin mali ve iktisadi durumu hakkında henüz kamuya açıklanmamış olan bir takım bilgilerin, bir şekilde elde edilip rekabete ve dürüstlük ilkelerine aykırı şekilde kullanılarak menkul kıymet ticareti yapılması" şeklinde tanımlanmaktadır⁷²⁸. Bu tanımlardan yola çıkarak "içerden öğrenenlerin ticareti"nin yatırımcı haklarını ihlal edecek nitelikte olması için şu unsurları taşıması gerektiği ifade edilebilir⁷²⁹: a) sermaye

⁷²⁵ Tezcanlı, s. 14.

⁷²⁶ Yazar burada "kurs" anlamında kullanmış. Almanca "kurs" kelimesi *değer, rayiç, kur* anlamındadır.

⁷²⁷ Ünal Tekinalp, "İçerden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu", **İktisat ve Maliye** (Aralık 1986), C. XXXIII, S. 9, s. 310.

⁷²⁸ Ali Hakan Evik, "Türk Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yer Alan Suç Tipleri", **Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2004, S. 1-2, s. 139. Türkiye'de SPK verilerine göre manipülasyon ile kıyaslandığında "insider trading" suçu hemen hemen yok gibidir. Örneğin 2002, 2003 ve 2004 yıllarında SPK tarafından toplam 4 adet suç duyurusunda bulunulmuş ve 2004 yılı denetim çalışmalarının % 0.8'ini içerden öğrenenlerin ticareti oluşturmuştur, bkz.: **SPK 2004 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 77 ve 73. Bu durum Yıldırım tarafından "Bana manipülasyon konusunda verilerden çok insider trading suçunun bu kadar az işlenmesi ilginç geldi. Ne dersiniz bizim şirketlerin patronları ve yöneticileri kendi hisse senetlerini hiç almıyor mu, yakınlarına aldırıyor mu, aldırırsalar da çok mu uslular? Yoksa manipülasyon mu çok yaygın?" şeklinde eleştiri konusu yapılmıştır, bkz.: Abdurrahman Yıldırım, "Insider Trading Yok, Manipülasyon Çok", **Sabah**, 13.08.2004, <http://www.sabah.com.tr/2004/08/13/yaz07-30-125.html> (20.08.2005). Küçüksozen'e göre ise bu durum "sermaye piyasasının saygınlığını ve güvenilirliğini artırmak ve yatırımcılar arasında fırsat eşitliği sağlamak suretiyle, yatırımcıları koruyan söz konusu kanun hükümlerinin piyasa üzerindeki olabilecek olumlu etkisini azaltmaktadır", bkz.: Küçüksozen, s. 178.

⁷²⁹ Tanör, *Taraflar*, s. 187; Tekinalp, *İçerden Öğrenenler*, s. 310; Günel, s. 513; Evik, s. 142;

piyasası aracının değerini etkileyebilecek güçte bir bilginin bulunması⁷³⁰, b) bu bilginin henüz kamuya açıklanmamış olması⁷³¹, c) bu bilginin çıkar sağlamak amacıyla kullanılmış olması⁷³², d) yatırımcılar arasında fırsat eşitliğinin bozulması⁷³³.

Avrupa Birliğinin 28.01.2003 tarih ve 2003/6/EC sayılı Yönergesinde⁷³⁴ içerden öğrenenlerin ticareti manipülasyon fiili ile birlikte düzenlemiştir. Yönergeye göre içerden bilgi, ihraççı veya ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ve kamuya henüz açıklanmamış bilgidir. Bilginin “statü sorumluluğu” ile doğmuş olması ve “içerdekiler” tanımına giren herhangi birisinin bilgiyi edinmesi gerekmektedir. Yönergeye göre üye ülkeler, herhangi bir kişinin: a) ihraççının denetim veya yönetim organlarında veya yönetim kurulunda üye olmasından dolayı, b) ihraççının sermayesindeki payı nedeniyle, c) işi, görevleri ya da mesleğinin niteliği gereği böylesi bir bilgiye ulaşabilecek durumda bir kişi olmasından dolayı, d) suç teşkil eden bir fiilden dolayı doğrudan veya dolaylı olarak sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek bilgiyi kullanarak kendi hesabına veya üçüncü kişi hesabına işlem yapmasını yasaklayacaktır⁷³⁵.

Amerika’da insider trading’e uygulanan mevcut hukuk rejimi, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’nun 10(b) ve 16 kısımlarını da içine alan 10b-5, 10b5-1, 10b5-2 ve 14e-3 kuralları gibi, Birleşik Devletler Federal Menkul Kıymetler Kanunlarının çeşitli hükümlerine dayanmaktadır. Birleşik Devletler’deki insider trading hakkındaki temel yasağı Kural 10b-5 tesis etmektedir⁷³⁶. ABD hukukunda içerden

⁷³⁰ Bu bilgi, ortaklığın mali durumuna, sermaye piyasasına veya idarenin bir tasarrufuna ilişkin olabilir, bkz.: Tanör, *Taraflar*, s. 187; Turanboy, s. 51 vd.

⁷³¹ *Günal*’a göre, “henüz” kelimesinin anlamı, “kamuya açıklama zamanı gelmemiş”, yöneticiler tarafından “işin gereği henüz açıklama gerekemediği düşünülen önemli bilgiler” olarak algılanması gerekir, bkz.: *Günal*, s. 514.

⁷³² Kamuya açıklanmamış bilginin kullanılması sonucunda sermaye piyasası işlemi yapan kişinin, kanuna uymayan davranışı ile haksız bir çıkar elde etmesi veya bir zararı bertaraf etmiş olması gerekmektedir, bkz.: *Günal*, s. 516; Tanör, *Taraflar*, s. 188; Evik, s. 143.

⁷³³ Fırsat eşitliği, sermaye piyasasında işlem yapanların aynı zamanda aynı bilgileri edinmeleridir.

⁷³⁴ Bkz.: yukarıda dpn. 712.

⁷³⁵ Aslı Özkan ve Ekin Fıkrkoca (haz.), **AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri**, İstanbul: TSPAKB Yayını, 2004, s. 38.

⁷³⁶ 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu m. 10; “Herhangi bir kimsenin doğrudan doğruya veya dolaylı olarak menkul kıymet borsalarına kote edilmiş veya edilmemiş herhangi bir menkul kıymetin alım veya satımı ile ilgili olarak her türlü hileli veya aldatıcı yola başvurusu veya komisyonun kamu yararı veya yatırımcıların korunması için uygun veya gerekli görebileceği kural ve kaidelere aykırı bir şekilde hareket etmesi veya bu yollara başvurusu yasaktır” ve bu maddeye dayanarak çıkarılan SEC 10b-5 Kuralı; “Herhangi bir menkul kıymetin alım veya satımı ile ilgili olarak, herhangi bir aracın kullanılması veya eyaletler arası ticaret vasıtasıyla yahut herhangi bir ulusal menkul kıymetler borsası imkanıyla yahut

öğrenenlerin ticareti; “HAAO’da şirketteki pozisyonu ve görevi sebebiyle, bir menkul kıymetin ileride teşekkül edecek kur değeri ile ilgili bilgilere sahip olan şahsın, bu bilgileri kamuya açıklanmadan önce, borsa içi ve dışı muamelelerde kullanarak kendisi veya bir başka şahıs için menfaat sağlaması” şeklinde tanımlanmaktadır⁷³⁷. İngiltere’de 1993 tarihli Ceza Kanunu (Criminal Justice Act)⁷³⁸ piyasada gizli bilgileri kullanarak haksız kazanç sağlayanları yedi yıla kadar hapis cezası ile cezalandırmaktadır. Kanuna göre [m. 52, 57 (Insiders)], ortaklık gibi tüzel kişiler içerden öğrenenlerin ticareti suçu ile suçlu olmasa da kişi olarak ortaklığın yöneticileri ortaklığın kendi paylarını almasına aracılık ederek yahut ortaklığı buna teşvik ederek suç işlemiş olabilirler. Kotasyon Kuralları (The Listing Rules), ortaklıktaki yöneticiler ve belirli görevlilerin ortaklık menkul kıymetleriyle ilişkilerini düzenleyen kurallar gereğince bir ortaklık yöneticisini ortaklık paylarını almaktan yasaklayabilmektedir. Bunun nedeni ortaklık yöneticilerinin yayınlanmamış fiyata duyarlı bilgiye sahip olduğunda ya da finansal sonuçların duyurulmasından hemen önceki iki aylık zaman zarfında ortaklığın kendi paylarını almasını önlemektir⁷³⁹.

Henüz kamuya açıklanmamış bilginin bulunduğu statü yani mesleği, konumu, hizmet ifası nedeniyle “içerdekiler” olarak nitelendirilen kişilerle doğrudan veya dolaylı olarak kurulan bir temasla öğrenilmesi gerekir⁷⁴⁰. İçeridekiler, “meslekleri, görevleri veya pozisyonları nedeniyle bir şirketin menkul kıymetleri ile yakından ilgili ve henüz

posta ile aşağıdaki eylemlerden herhangi birini ika eden herhangi bir kimse hukuka aykırı hareket etmiş sayılacaktır;

a) Menkul kıymetin alımı, satımı herhangi bir hile aracı veya olgusu ya da manevrası kullanılarak gerçekleştirilmişse,

b) Somut olayın özellikleri dolayısıyla önemli bir olgu herhangi bir sebeple gerçek değilmiş gibi takdim edilmiş veya önemli bir olgu saklanmış ise,

c) Herhangi bir kimseye karşı aldatma veya hile teşkil eden veya edebilecek bir eylem, uygulama veya manevra ile meşgul olmak” hükümlerini taşır, bkz.: Benjamin Alarie, “Dividend Entitlements and Intermediate Default Rules”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* (Spring 2004), V. 9, N. 2, s. 143; Tekinalp, *İçerden Öğrenenler*, s. 316; Tezcanlı, s. 56; Turanboy, s. 27. Tekinalp’in de belirttiği gibi, temel hükümlerden olan 10b-5 Kuralı oldukça esnektir. Hükümde son derece geniş bir kavram olan “menkul kıymet” kullanıldığı gibi eylemi işleyen herkesi kapsamı içine alacak şekilde fail kavramının geniş tutulması (any person = herhangi bir kimse tabirinin kullanılması) ortaklığın içindekileri olduğu kadar dışarıdakileri de müeyyidelerin uygulanması ile karşı karşıya bırakmıştır, bkz.: Tekinalp, *İçerden Öğrenenler*, s. 316.

⁷³⁷ Turanboy, s. 44.

⁷³⁸ Kanunun V. Kısmı (m. 52-64) “İçerden Öğrenenlerin Ticareti”ni düzenlemektedir. Bkz.: http://www.unodc.org/unodc/pt/legal_library/gb/legal_library_1994-11-22_1994-58.html (01.03.2006).

⁷³⁹ Ferran, s. 449.

⁷⁴⁰ Evik, s. 143.

kamuya açıklanmamış kıymetli bilgilere erişebilen ve kendi çıkarları doğrultusunda kullanma potansiyeline sahip kişiler” olarak tanımlanmaktadır⁷⁴¹. SerPK., bu kişileri; Kanunun kapsamına giren ihraççılarla⁷⁴², sermaye piyasası kurumlarının⁷⁴³ veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumunda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler olarak belirlemiştir (m. 47/A-1)⁷⁴⁴.

Türk hukuku bakımından “Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar” başlıklı SerPK. m. 16/A⁷⁴⁵ ve buna dayanılarak SPK tarafından çıkarılan Seri: VIII, No: 39 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”⁷⁴⁶ konuyla ilgili olarak önem arz etmektedir. Ortaklığın kendi paylarını iktisabı da ortaklığın

⁷⁴¹ Tezcanlı, s. 14; ABD’de 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu § 16’ya göre; memurlar, yöneticiler ve ortaklıkta % 10’dan fazla sermayeyi elinde tutan kişiler “içerden öğrenen kişiler” (insider) olarak kabul edilmektedir. Borsa fiyatlarıyla ilgili borsadan bilgi alan kişiler (Tippees) de mevcut hukuka göre içerdeki kişiler (insiders) olarak kabul edilmekte ve sahip oldukları kamuya açıklanmamış bilgiler üzerinden işlem yapmaları yasaklanmaktadır, *bkz.*: Alarie, s. 164.

⁷⁴² Bunlar; “anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmelerdir” (SerPK. m. 3/h).

⁷⁴³ Sermaye Piyasası Kurumları; aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlardır (SerPK. m. 32).

⁷⁴⁴ AB Direktifinde belirtilen kişilerin tüzel kişilik olması durumunda, yasaklamanın bu kişiler hesabına karar vererek işlem yapan gerçek kişilere yönelik olacağı ifade edilmiştir. Kanunumuzda ise sayılanların sadece gerçek kişiler olup tüzel kişilere ilişkin bir düzenleme bulunmaması eleştirilmektedir, *bkz.*: Özkan ve Fıkrıkoca, s. 39. İçerden öğrenenlerin ticareti fiilinin tüzel kişilerce de işlenmeye elverişli olduğu hakkında *bkz.*: Çağlar Manavgat, “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, **Batider** (Aralık 1998), C. XIX, S. 4, s. 181 vd.

⁷⁴⁵ SerPK. m. 16/A, f. 1; “Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar”, f. 2; “Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler”.

⁷⁴⁶ RG., T. 20.07.2003, S. 25174. Özel durumların neler olduğu Tebliğde (m. 5) ayrıntılı olarak belirtilmiştir. Bunlar: a) Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler; b) Maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması; c) Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler; d) Ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler; e) Ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler; f) Finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler; g) İdari konulara ilişkin değişiklikler; h) Diğer değişiklikler.

sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler kapsamında kamuya açıklanması gereken özel durumlar arasında yer alır. Buna göre, halka açık anonim ortaklıklar, menkul kıymetlerinin fiyatları üzerinde önemli ölçüde değişikliğe yol açabilecek olay ve gelişmeleri derhal SPK'na ve menkul kıymetleri borsada işlem görüyorsa ayrıca İMKB'ye bildirmeleri gerekir ki bu bilgiler SPK tarafından Kurul bülteninde veya İMKB tarafından seans sırasında veya borsa bülteninde yayınlanarak kamuya duyurulsun⁷⁴⁷. Bu şekilde yatırımcılar arasındaki ayrıcalıklar kaldırılarak bilgilere erişebilmek bakımından kendilerine fırsat eşitliği (equal access to information) sağlanmış olmaktadır⁷⁴⁸.

2. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı İle Bağlantısı

Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, genellikle pay senedinin fiyatında pozitif bir etki yapar. Bu olay, ortaklığın sahip olduğu fazla nakit akımlarını pay senedi geri alımları için kullanması halinde bu durumun menkul kıymetler piyasasında ortaklığın finansal durumunun ve başarısının bir pozitif işareti olarak algılanması şeklinde açıklanabilir. Bununla beraber bu pozitif fiyat etkisinin gözlemlendiği düzen yöneticiler tarafından az bir sürede olsa içerden öğrenenlerin ticareti fırsatçılığına neden olacaktır. Yapılmak üzere bulunan bir pay geri alımından haberdar olma, ortaklık yönetiminde bulunanlara bu bilgilerini borsada kendi yararlarına kullanma imkanı verir⁷⁴⁹. İçerden öğrenenler, geri alım duyurusu yapabilirler, pay geri alımlarını ayarlayabilirler, çok sayıda pay satın alabilirler ve sonra piyasa duyuruya pozitif yönde etki gösterince paylarını satarlar. Bu duruma diğer bir bakış açısı ise yöneticilerin firmanın bir eşi, benzeri gibi hareket etmeleridir⁷⁵⁰. İçerden öğrenenler insider trading

⁷⁴⁷ Sibel Hacımahmutoğlu, “AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi”, **Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan**, Ankara: Turan Kitabevi, 2003, s. 162.

⁷⁴⁸ Hacımahmutoğlu, s. 154.

⁷⁴⁹ Benckendorff, s. 93.

⁷⁵⁰ Alarie, s. 168. Sadece yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticiler ve diğer personel yahut meslekleri veya görevleri dolayısıyla bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar (avukat, bağımsız denetçi gibi) değil bu grupla doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek kişiler de anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabında içerden öğrenen kişi olabilir. ABD’de Yüksek Mahkeme 1980 yılında aldığı bir kararla bu kişilerin sorumluluğu konusunda köklü bir değişiklik yapmıştır. Mahkeme, bu kişilerin salt bilgiye sahip olmasını yeterli görmeyerek güvene dayalı sorumluluğunu ihlal etmiş olmasını da aramıştır: “United States-Chiarella davasında davalı, bir ortaklığın aleni pay alım teklifi ile ilgili dokümanının basıldığı matbaanın çalışanıdır. Anılan kişi, hedef ortaklığın unvanını dokümandan öğrenmiş ve hisse senetlerinden satın almıştır. Daha sonra teklifin açıklanmasını takiben fiyatları yükselmiş, davalı sahip

yapmada pay geri alımlarını kullanmaya meğillilerdir⁷⁵¹. Bu arzu edilmeyen bir sonuçtur. Eğer pay geri alımı yöneticilerin kendileri tarafından yapılırsa bu istenilmeyen durum, teklif fiyatı mevcut piyasa fiyatını geçeceğinden ve içerden öğrenenler tarafından tespit edileceğinden artacaktır⁷⁵².

Bu durumla başa çıkmanın tek yolu bir pay geri alım planının duyurusunu takip eden bir haftalık süre içinde yöneticilerin paylarını satmalarını yasaklamaktır. Bu yöntem tek başına bir çözüm değildir fakat manipülatif bir davranışın olup olmadığını kontrol etme açısından faydalı olabilir⁷⁵³.

olduğu hisse senetlerini satmış ve kazanç elde etmiştir. Yerel mahkeme davalının sorumluluğuna hükmetmiş; Yüksek Mahkeme ise, davalının bilgiyi teklif sahibi ortaklıktan almadığını ve bu ortaklıkla da herhangi bir güven ilişkisinin bulunmadığını, zira hisse senetlerini satanlarla da önceden kurulmuş bir güven ilişkisi olmadığını öngörerek, davalının sorumlu olmadığı sonucuna ulaşmıştır”, *bkz.*: Manavgat, *İçerden Öğrenen*, s. 199, dpn. 31.

⁷⁵¹ Jesse M. Fried, “Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers”, **The University of Chicago Law Review** (Spring 2000), V. 67, N. 2, s. 424. Yazara göre, pay geri alımları yoluyla yapılan içerden ticaret iki önemli noktada olağan içerden ticaretten ayrılmaktadır: a) pay sahipleri kendi paylarında işlem yapmayarak gerçekleştirecekleri içerden ticaret ile kendilerini kamu müdahalesinden koruyabilirlerken pay geri alımları yolu ile yapılan içerden ticarete koruyamazlar, b) pay geri alımları yoluyla yapılan içerden ticaret işlem maliyetlerinin artmasına (pay geri alımlarını yapılandırmada yatırım bankerleri tutulması, düzenleyici otorite ile olan ilişkilerde menkul kıymet avukatlarının tutulması gibi) ve ortaklık içinde daha iyi değerlendirilebilecek nakdin pay geri alımları kullanılarak dağıtımına sebep olabilir, s. 425. Yazar, içerdekilerin pay geri alımlarını içerden yapılan ticaret için başlatmaya neden meyilli olduklarını finansal açıdan ayrıntılı açıklıyor, s. 464 vd.

⁷⁵² Alarie, s. 168.

⁷⁵³ Alarie, s. 168.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA

ANONİM ORTAKLIĞIN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI

§ 11. ÖZEL KANUNLARDA YER ALAN DÜZENLEMELER

I. Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat

A. Halka Açık Anonim Ortaklıklar

28.7.1981 tarihinde kabul edilen ve 1.2.1982 tarihinde yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu⁷⁵⁴ halka açık anonim ortaklıkların⁷⁵⁵ kendi paylarını iktisap etmeleri ile ilgili bir düzenleme getirmemiştir. Ancak, SerPK'nun 2. maddesinin 2. fıkrasında “Bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır” hükmü yer almaktadır. Genel hükümler öncelikle TTK, Medeni Kanun ve Borçlar Kanununun ilgili hükümleridir⁷⁵⁶. Buradan hareketle TTK'da yer alan anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesi ile ilgili hükmün (TTK. m. 329) halka açık anonim ortaklıklar hakkında da uygulanacağını söyleyebiliriz. Halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmelerine imkan tanınmasının sermaye piyasasının gelişmesi açısından faydalı olacağından hareketle yeni hazırlanan “Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı”nda bu konuda düzenlemeler getirilmektedir⁷⁵⁷. Taslak Tasarı ile kurumun görev ve yetkilerine şu hüküm eklenmektedir (m. 26, b. 23): “Halka açık anonim ortaklıkların, bu Kanunun uygulanması bakımından, çalışanlara pay satışını da kapsayacak şekilde ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya diğer bir şekilde

⁷⁵⁴ RG., T. 30.07.1981, S. 17416. SerPK'da, 1992 yılında “Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun” (R.G. T. 13.5.1992, S. 21227) ile çok köklü değişiklikler yapılmıştır, bkz.: Tanör, *Taraflar*, s. 53.

⁷⁵⁵ SerPK uygulamasında halka açık anonim ortaklık, pay senetleri halka arzedilmiş olan veya halka arzedilmiş sayılan anonim ortaklıklardır (SerPK. m. 3). Ayrıca pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların pay senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olur (SerPK. m. 11).

⁷⁵⁶ Bu husus SerPK'nun gerekçesinde ifade edilmiştir, bkz.: Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1. Bölüm, s. 73.

⁷⁵⁷ Tasarı Ağustos 2005'te kitap olarak basılmıştır, bkz.: **Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı (Mevcut Metin-Tasarı Metni karşılaştırılmalı)**, Ankara: SPK Yayını, 2005.

edinmesini düzenlemek ve denetlemek”⁷⁵⁸. Buna göre SPK çıkaracağı bir tebliğ ile bu konuyu düzenleyecektir. SerPK’nun tanıdığı yetki hükmü ile yapılacak bu düzenlemeler “özel hüküm” kabul edilerek TTK’ya nazaran öncelikle uygulanacaktır. Taslak, halka açık anonim ortaklıkların birleşme ve bölünme işlemlerinde, bu işlemlere muhalif olan ortağa payını ortaklığa devretme suretiyle ayrılma hakkı tanımaktadır (m. 13, f. 5). Payların ortaklık tarafından geri alınmasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenecektir. Taslağa göre, halka açık anonim ortaklıkların, kendi paylarını satın almasına yönelik olarak Kurul tarafından yapılan düzenlemeler dışında ortaklığın pay senedinin arz veya talep miktarına veya fiyatına ilişkin yanlış veya yanıltıcı izlenim veren veya vermesi muhtemel olan, fiyatların normal olmayan veya yapay bir seviyeye ulaşmasını sağlayan işlemler gerçekleştiren veya emirler veren pay sahipleri yahut yönetim kurulu üyeleri manipülasyon suçu nedeniyle hapis ve ağır para cezası ile cezalandırılabilir (m. 65).

B. Aracı Kurumlar

SerPK’na göre faaliyette bulunabilecek “Sermaye Piyasası Kurumları” (SerPK. m. 32) arasında gösterilen aracı kurumlar; sermaye piyasası araçlarını aracılık amacıyla kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımını yapan ve Kurul tarafından yetkilendirilmiş anonim ortaklıklardır (SerPK. m. 30, 33)⁷⁵⁹. Pay senetlerinin alım satımı, aracı kurumların iştigal konusu içinde yer aldığından diğer ortaklıkların paylarını iktisap edebileceği gibi, kendi paylarını da iktisap edebilecektir. Ancak, SPK’nun Seri: V, No: 46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve

⁷⁵⁸ Bu konuda özel bir düzenlemeye ihtiyaç duyulduğu halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını alabilmelerine imkan sağlayacak düzenlemeler yapmak hususunda SPK’na yetki tanınması gerektiği ifade edilmiştir, bkz.: Haholu, s. 425.

⁷⁵⁹ Geniş bir tanım *Manavgat* tarafından yapılmıştır. Buna göre; “Aracı kurumlar, menkul kıymetlerin, menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evrakın, mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın, başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına, kendi namına yahut kendi nam ve hesabına, aracılık amacıyla alım satımı ile uğraşan, yatırımlar konusunda müşterilerine danışmanlık hizmeti sunan, piyasa araştırmaları ve aracılıkla bağdaşabilen işleri yapan, sermaye piyasasının anonim ortaklık tipinde kurulmuş yardımcı kuruluşlarıdır”, bkz.: Çağlar Manavgat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1991, s. 20. Aracı kurumlar “aracı kuruluş” kavramının içinde sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankalarla birlikte yer alırlar. Aracı kurumlar, İngiltere’de “Underwriter” veya “issuing house”, ABD’de “Underwriter”, “broker”, “investment banker” adları altında faaliyet göstermektedirler (SerPK Gerekçesinden), bkz.: Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1. Bölüm, s. 78.

Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği”nin⁷⁶⁰ “Aracı kuruluşların yapamayacakları iş ve işlemler” başlıklı 58. maddesinin (i) bendi; “6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun 329 uncu maddesinde müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri hisse senetlerini, kendi nam ve hesaplarına alıp satamazlar”⁷⁶¹ hükmünü ihtiva etmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, TTK. m. 329’daki istisnai haller hariç aracı kurumun paylarını kendi nam ve hesabına alıp satamayacağıdır. Yoksa başkası nam ve hesabına yahut kendi namına başkası hesabına pay alım satımı yapmaları TTK. m. 329’daki hallerle sınırlı değildir. Başkası nam ve hesabına alım satım vekalet sözleşmesi niteliğinde olup aracı kurumun müşterisini doğrudan temsili söz konusudur⁷⁶². Kendi namına başkası hesabına alım satımda ise dış ilişkide dolaylı temsil, iç ilişkide komisyon ilişkisi söz konusudur⁷⁶³. Aracı kurum her halükarda iktisap ettiği pay senetlerini ilk fırsatta elden çıkarmakla yükümlüdür (TTK. m. 329, f. 2). Aracı kurumlar SPK’nun Seri: I, No: 26 sayılı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”⁷⁶⁴ uyarınca “portföylerindeki hisse senetlerinin veya kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arzında aracılık yükleniminde bulunamazlar. Ancak hisse senetlerinin halka arz edilmesi için bir konsorsiyum oluşturulması halinde, konsorsiyuma “en iyi gayret aracılığı” esasına göre katılabilirler” (m. 31, f. 3)⁷⁶⁵. Bu hükme göre, bir aracı kurum kendi paylarının halka arzında dahi aracılık yükleniminde bulunamayacaktır. Aracılık yüklenimi, aracı kurumun sermaye piyasası araçlarının tamamen veya kısmen satılacağını taahhüt etmesidir. Bu taahhüt ise; ya satılamayan kısmın tamamının bedelinin satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması (*bakiyeyi yüklenim*) veya satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılması (*tümünü yüklenim*) şeklinde gerçekleşmektedir. Halbuki “en iyi gayret aracılığı”nda ise aracı kurumun kendi paylarını kısmen veya tamamen taahhüt etmesi

⁷⁶⁰ R.G. T. 7.9.2000, S. 24163.

⁷⁶¹ Maddenin ikinci fıkrasına göre aracılık faaliyetinde bulunan bankalar da bu hükme tabidir.

⁷⁶² Tanör, *Taraflar*, s. 285; Manavgat, *Aracı Kurumlar*, s. 85.

⁷⁶³ Tanör, *Taraflar*, s. 285; Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, s. 93; Manavgat, *Aracı Kurumlar*, s. 86.

⁷⁶⁴ R.G. T. 15. 11. 1998, S. 23524.

⁷⁶⁵ En iyi gayret aracılığı (the best effort underwriting) Gereke’de; “menkul kıymetlerin ihraç eden şirket nam ve hesabına satışı ve satış süresi sonunda satılmayan kısım hakkında taahhüdü tazammun etmeksizin satışdır” şeklinde tanımlanmıştır. SPK, Seri: V, No: 46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” m. 38’e göre “en iyi gayret aracılığı”; “Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının, izahneme gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılamayan kısmın ise satışı yapana iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder”.

söz konusu olmayıp satılamayan kısım ya satışı yapana iade olunur ya da satın almayı taahhüt etmiş olan üçüncü kişilere satılır⁷⁶⁶. Dikkat edilirse burada aracı kurumun riski tamamen üzerine almaması için oluşturulacak bir konsorsiyuma katılması öngörülmüştür⁷⁶⁷.

C. Yatırım Ortaklıkları

Türk hukukunda yatırım ortaklıkları SerPK. m. 35 ve 36 ile SPK'nun Seri: VI, No:4 sayılı “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”⁷⁶⁸ çerçevesinde düzenlenmiştir. SerPK. m. 35, f. 1'e göre; “yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır”. Tanımdan yatırım ortaklığının en belirgin özelliğinin portföy işletmek olduğu ortaya çıkmaktadır⁷⁶⁹. Kanundaki değişiklik ile yatırım ortaklıkları yalnız menkul kıymetler portföyü işletmekten kurtarılmıştır⁷⁷⁰. Ortaklık portföyleri, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve Tebliğ ile belirlenen sınırlar saklı kalmak kaydıyla yukarıda sayılan araçlardan her biri esas alınarak oluşturulabileceği gibi karma da olabilecektir. SerPK. m. 36, f. 1 uyarınca yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli olarak kurulmak zorundadırlar. Buna göre yatırım ortaklıkları kısaca, “kanunda gösterilen kıymetlere ilişkin portföyleri işleten kayıtlı sermayeli anonim ortaklıklar”⁷⁷¹ şeklinde tanımlanabilir.

Yatırım ortaklıkları pay senetlerini geri satın alabilme kriterine göre; a) sabit sermayeli veya kapalı, b) değişir sermayeli veya açık olmak üzere iki gruba ayrılırlar⁷⁷².

⁷⁶⁶ Ayşe Nur Berzek, “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, **Reha Poroy’a Armağan**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1995, s. 54.

⁷⁶⁷ Aracılık konsorsiyumu hakkında geniş bilgi için bkz.: Mehmet Murat İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 114 vd.

⁷⁶⁸ R.G. T. 31.7.1992, S. 21301.

⁷⁶⁹ Fransızca bir tabir olan portföy (portefeuille) kelimesinin lughat manası cüzdan, para cüzdanıdır. Ancak bu kelime, tahvil ve hisse senetleri başta olmak üzere çeşitli menkul değerlerden, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan ayrı bir varlığı, paketi ifade etmek için kullanılmaktadır, bkz.: Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, s. 101.

⁷⁷⁰ 3794 sayılı Kanun ile değişmeden önceki halinde “Sermaye Piyasasında Yardımcı Kuruluşlar”ın yer aldığı V. bölümde “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları” adı altında 33. ve 34. maddelerinde tanzim edilmişti.

⁷⁷¹ Günel, s. 353.

⁷⁷² Güven Vural, **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: AİTİA Yayını, 1978, s. 73 vd.; Seth C. Anderson and Jeffery A. Born, **Closed-End Investment Companies Issues and Answers**, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1992, s.5 vd. Bu ayrım SerPK'nun gereğince şu şekilde ifade edilmiştir; “Sabit sermayeli

Kapalı türde kurulan yatırım ortaklıklarının sermayeleri sabit olup pay senetleri ortaklık tarafından geri alınamazken açık türde kurulan yatırım ortaklıklarında sermaye değişken olup pay sahibinin talebine göre ortaklık, pay senetlerini geri almakta veya halktan gelen talebe göre yeni pay senedi ihraç edebilmektedir⁷⁷³. SerPK. m. 36 uyarınca anonim ortaklık olarak kurulabilen yatırım ortaklıkları Türk hukukunda kapalı tür olarak faaliyet gösterebilmektedirler. Bunun nedeni TTK. m. 269 ve 329 uyarınca, anonim ortaklıkların sermayelerinin sabit olması ve sermayenin iadesinin yasaklanmış olmasıdır⁷⁷⁴. Değişir sermayeli yatırım ortaklığında şirket kendi hisse senetlerini satın alabilmekte ve satmakta, böylece ortaklığa giriş ve çıkış kolaylaşmaktadır. TTK’nda AO’nun kendi pay senetlerini iktisap ve rehin olarak kabul etmesi yasaklanmıştır (TTK. m. 329). Bu yasağın gerekçesi, ortaklığın kendi hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde bir etki icra etmesini ve ayrıca esas sermayenin azaltma hakkındaki kurallara uyulmamak suretiyle indirilmesi yolunu önlemektir⁷⁷⁵. Burada üzerinde durulması gereken bir nokta, kayıtlı sermaye sisteminin, yatırım ortaklığına ihraç etmiş olduğu hisseleri satın alma imkanını verip vermediğidir. Doktrinde kayıtlı sermaye ile değişir sermaye ilkesinin benimsenmediği, pay senetlerinin geri alınmasının söz konusu olamayacağı ileri sürüldüğü gibi⁷⁷⁶, kayıtlı sermaye ile açık tür sisteminin benimsenmiş olduğu, yatırım ortaklığının konusunu gerçekleştirebilmesi için sermayesinde artırma ve azaltılma yoluyla dilediği değişikliği yapabileceği, sermaye azaltılmasının ortaklığın kendi paylarını geri alması suretiyle gerçekleşeceği şeklinde görüşte ileri sürülmüştür⁷⁷⁷. Kanaatimizce mevcut hukukumuzda göre anonim ortaklık şeklinde kurulan bir yatırım ortaklığının, sermayenin iadesi yasağı (TTK. m. 405, f. 2), esas sermayenin muayyenliği (TTK. m. 269, f. 1) ve anonim ortaklığın kendi paylarını

olarak kuruldukları gibi (esas sermaye veya kayıtlı sermaye sistemine göre) sattıkları hisse senetlerini geri alacak şekilde değişken sermayeli olarak da kurulmaktadır”, bkz.: Sermaye Piyasası Mevzuatı, 1. Bölüm, s. 80.

⁷⁷³ Füsün Nomer, **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 18; Vural, s. 73, 76; Zühtü Aytaç, “Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar)**, İstanbul: İAV Yayını, 1984, s. 253–254.

⁷⁷⁴ Nomer’de bu sebeplerden dolayı Türk hukukunda bir kanun değişikliği gerçekleşmeden yatırım ortaklıklarının açık tür olarak kurulmalarının ve paylarını geri almalarının mümkün olmadığını ifade etmektedir, bkz.: Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, s. 165, 168..

⁷⁷⁵ Tekil, *Anonim*, s. 379.

⁷⁷⁶ İbrahim Toptepe, “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, **Maliye Dergisi** (Eylül-Ekim 1982), S. 59, s. 28.

⁷⁷⁷ Nisim Franko, “Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı”, **Batider** (Aralık 1985), C. XIII, S. 2, s. 30.

iktisap yasağı (TTK. m. 329) şeklindeki anonim ortaklıklara hakim üç temel prensip nedeniyle pay senetlerini satın alması mümkün olamayacaktır⁷⁷⁸.

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edemeyeceğine ilişkin TTK. m. 329, b. 4'te yer alan; anonim ortaklığın kendi paylarını devir alması veya rehin olarak kabulü esas sözleşmeye göre anonim ortaklığın iştiğal konusuna giren işlemlerden ise anonim ortaklığın kendi paylarını geri alabileceğini öngören istisnanın yatırım ortaklığı açısından incelenmesi gerekir. Buna göre, esas sözleşmeye göre konusu menkul değerlerin satılması, alınması ve yönetilmesi olan bir yatırım ortaklığı kendi paylarını geri alabilecektir⁷⁷⁹. Ancak *Nomer*'in de belirttiği gibi; "TTK. m. 329, b. 4'te öngörülen bu istisna, tek başına yatırım ortaklıklarının istedikleri zaman hisselerini pay sahiplerinden satın alması ve açık türde kurulmaları için yeterli değildir. Bu istisnanın öngörülme sebebi, pay sahiplerine hisselerini şirkete iade etmelerine imkan tanımak değil, şirketin faaliyetlerini yürütmesine engel olmamaktır. İşletme konusu portföy işletmek olsa dahi, bir anonim şirketin kendi hisselerini edinmesi kural olarak yasaktır ve istisnaen kendi hisselerini edinmiş olmaları durumunda bunların ilk fırsatta elden çıkarılmaları gerekir (TTK. m. 329/III). Dolayısıyla bir pay sahibinin talep etmesi üzerine anonim şirketin bu istisnaya dayanarak kendi hisselerini satın alması mümkün değildir"⁷⁸⁰. Yatırım ortaklığı istisnaen kendi paylarını geri alma imkanına sahip olsa dahi, istenildiği kadar pay senedi satamayacaktır. Zira bu ortaklığın esas sermayesi ile sınırlı olacaktır. Görüldüğü gibi yatırım ortaklığına giriş çıkışın serbest olması, sabit sermayeli anonim ortaklık yapısı içinde sınırlı kalmaktadır⁷⁸¹.

Avrupa Birliği müktesebatına uyum sağlamak amacıyla SPK tarafından hazırlanan Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağında⁷⁸², 20 Aralık 1985 tarihli ve 85/611/ECC sayılı Avrupa Birliği Yönergesi⁷⁸³ dikkate alınarak yatırım ortaklıkları

⁷⁷⁸ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, s. 165, 168.

⁷⁷⁹ Ansay, *Anonim*, s. 243; Çevik, *Anonim*, s. 677.

⁷⁸⁰ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, s. 168.

⁷⁸¹ Hamdi Yasaman, **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkânları**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980, s. 139.

⁷⁸² Bkz.: yukarıda dpn. 757.

⁷⁸³ "Council Directive 85/611/EEC of 20 december 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Kanun,

ile ilgili köklü değişiklikler yapılmıştır. AB Yönergesi kapsamında değişir sermayeli yani açık tür yatırım ortaklıkları düzenlenmiştir. Bu tür ortaklıklar, pay sahiplerinin talep etmesi halinde karşılığını nakden ödemek suretiyle paylarını geri almak zorundadırlar⁷⁸⁴. Bu hususları göz önünde bulunduran Taslak, “Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet Şartları” başlığını taşıyan 45. maddesinin 4. fıkrasında kendi paylarını iktisabı mümkün hale getirmiştir:

“Yatırım ortaklıkları, Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde kendi paylarını geri satın alabilir. Bu halde, Türk Ticaret Kanunu’nun 329 uncu maddesi hükmü uygulanmaz”

Yatırım ortaklıklarının faydalı şekilde çalışabilmeleri için kendi paylarını devamlı olarak alıp satabilmeleri gibi özel bir statüye tabi kılınması gerektiğinden hareketle, Taslakta Yönergeye uygun olarak “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları” düzenlenmiş ve bunların Kurulca belirlenebilecek esaslar çerçevesinde ortaklık paylarının geri alınması taleplerini karşılamakla yükümlü oldukları (m. 47, f. 2) öngörülmüştür. Ayrıca bu yatırım ortaklıkları hakkında bazı hükümlerin uygulanmayacağı şu şekilde hüküm altına alınmıştır (m. 46, f. 2):

“Türk Ticaret Kanununda ve diğer ilgili mevzuatta yer alan,

- a) **sermayenin muayyenliğine** ve ticaret siciline tesciline,
- b) Asgari sermaye miktarına,
- c) Sermayenin ödenmesine,
- d) Sermaye artırımında genel kurul kararı alınmasına ve rüçhan haklarının kullanımına,
- e) Kanuni yedek akçe ayrılmasına,
- f) **Payların geri alınmasına** ve sermayenin azaltılmasına,

Düzenleme ve İdari Hükümlerin Koordinasyonu Hakkında Konsey Direktifi”, ATRG (1985) No. L 375, bkz.: http://folk.vio.no/olavt/direktiver/en_385L0611.shtml (20.12. 2005).

⁷⁸⁴ Nomer, *Yatırım Ortaklıkları*, s. 160.

g) Sermayenin tescilinden önce çıkarılan payların hükümsüzlüğüne,

h) Tasfiyeye,

ilişkin hükümler değişken sermayeli yatırım ortaklıkları hakkında **uygulanmaz**".

D. Yatırım Fonları

Yatırım fonları SerPK. m. 37'de; "Bu Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığı" olarak tanımlanmıştır. Yatırım ortaklıkları ile kıyaslandığında yatırım ortaklıkları kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulur ve diğer anonim ortaklıklardan sadece işletme konusunda farklılık göstermektedir. Yatırım fonları ise, inançlı mülkiyet esasına göre bir sözleşmeye dayalı olarak kurulur ve bir malvarlığından ibarettir⁷⁸⁵. Fonun tüzel kişiliği yoktur ancak malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrıdır. SPK tarafından çıkarılan Seri: VII, No: 10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"⁷⁸⁶ ile fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınamaz (m. 42d) kuralı getirilmiştir⁷⁸⁷. Böylelikle hem kurucunun fonun parasını kullanarak, kendi pay senetlerine bağlı oy haklarından yararlanmasına engel olunmak istenilmiş hem de TTK. m. 329'dakilere benzer istisnaların kabulü önlenmiştir⁷⁸⁸.

⁷⁸⁵ Vahdettin Ertaş, "Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları", 1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası, İstanbul: İAV Yayını, 1993, s. 63.

⁷⁸⁶ RG. T. 19.12.1996, S. 22852

⁷⁸⁷ Kurucu: Bankacılar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıkları, Yönetici: Kurul'dan portföy yöneticiliği faaliyeti yetki belgesi almış kuruluşları ifade eder (Tebliğ, m. 3).

⁷⁸⁸ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, s. 138.

E. Oydan Yoksun Paylar

TTK. m. 373, f. 1, c. 1 gereğince her payın en az bir oy hakkı sağlaması emredici bir biçimde⁷⁸⁹ öngörüldüğünden oysuz pay kabul edilmemektedir⁷⁹⁰. Bu kuralın bir sonucu olarak gerek ana sözleşme gerekse ortaklık organlarının bir kararı ile bazı payların hiç ya da belirli konularda oy hakkı sağlamayacakları veya bir kısım pay sahiplerinin söz konusu durumlarda oy kullanamayacakları öngörülemeyeceği gibi oy hakkının kullanılması pay senedi çıkarılmasına, ortaklık işleri ile ilgilenmeye, genel kurula katılmayı ihmal etmemeye, payın tamamının veya bir kısmının ödenmiş olmasına bağlanamaz⁷⁹¹. Ancak her payın en az bir oy hakkı olduğunu ifade eden ve oydan yoksun payı yasaklayan bu kural sadece kapalı tip ve aile tipi anonim ortaklıkların özelliklerini dikkate almıştır⁷⁹². Günümüzde pay sahiplerinin sayılarının arttığı ve özellikle çok ortaklı halka açık anonim ortaklıklarda genel kurul için binlerce kişiyi bir araya toplamanın güçlüğü, pay sahibinin yönetime etkin bir şekilde katılamaması sonucunu doğurmuştur⁷⁹³. Zaten bu tür ortaklıklara pay senedi alarak katılan küçük tasarruf sahiplerinin asıl amacı yönetime iştirak değil kar elde etmektir⁷⁹⁴. Ancak bu durum beraberinde “güç boşluğu” olarak adlandırılan bir problemi de beraberinde getirmekte ve genel kurul toplantılarının yapılamamasını⁷⁹⁵, örgütlenmiş bir

⁷⁸⁹ “...İsviçre’deki hükümlere uygun olarak her hisse senedinin en az bir rey hakkı vermesi esası da amir hüküm olarak kabul edilmiş ve 373 üncü maddenin birinci ve ikinci fıkraları bu prensipleri belirtecek şekilde kaleme alınmıştır”, bkz.: **TBMM. Adliye Encümeni Mazbatası**, Gerekçe, s. 382.

⁷⁹⁰ Teoman, *Yoksunluk*, s. 6; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 452, 552; Çevik, *Anonim*, s. 664; Ansay, *Anonim*, s. 223. TTK. m. 373, oydan yoksun paylara izin veren Alman hukukundan (Alm. POK. §12, f. 1, c. 2 ve §139–141) ve oyu paya değil pay sahibine bağlayan kaynak İsviçre hukukundan (İsv. BK. m. 692, f. 2) ayrılmaktadır, bkz.: Teoman, *Payın Birim Değeri*, s. 77. İsv. BK., her pay sahibine asgari oy hakkı tanımak suretiyle, payda oy hakkını değil şahsen pay sahibini korumuştur. TTK. ise asgari oy hakkını paya tabi kılmıştır, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 146-147; Dağ, s. 16.

⁷⁹¹ Teoman, *Yoksunluk*, s. 6; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 552. Teoman pay bedelinin ödenme oranının oy hakkı üstünde bir etkisi olduğunu savunmaktadır. Yazar, en azından kanun tarafından saptanılan ilk taksidi ödenen payların TTK. m. 373 uyarınca 1 oy hakkına sahip bulunacaklarını, bu tutarın birim alınarak daha yüksek oranda ödemeler varsa, oy hakkının buna göre saptanılacağını, kanunda pay bedelinin ödenme oranına göre oy hakkında bir kademelendirme yapmanın yasaklandığına dair bir belirti olmadığını savunur, bkz.: Teoman, *Pay Bedelinin Ödenme Oranı*, s. 310 vd. Tekinalp TTK. sistemi karşısında bu görüşe katılmanın güç olduğunu ifade etmektedir, bkz.: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 552.

⁷⁹² Dağ, s. 16.

⁷⁹³ Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 402.

⁷⁹⁴ Dağ, s. 16.

⁷⁹⁵ Dağ, s. 16; Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 402; Çok ortaklı anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılamamalarının nedenleri konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.: Mustafa Can, **Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarında Oluşan Güç Boşluğu Ve Giderilmesi Yollarından Vekaleten Oy Kullanma (Proxy) Sistemi**, 1999, bkz.: <http://www.ekitapyayin.com/?kitap=050> (23. 02. 2006).

azınlığın yönetimi ele geçirerek, ortaklık işlerini, pay sahiplerinin denetiminden uzak ve çoğu kez kendi çıkarları doğrultusunda yürütmeleri sonucunu doğurmaktadır⁷⁹⁶. İşte kapalı aile ortaklıklarının halka açılmasını özendirmek ve bu tür ortaklıkların pay sahiplerini yeni ve değişik yapıdaki katılımcılar karşısında yönetim gücünden yoksun bırakmamak, anonim ortaklığın sermayeye olan ihtiyacını karşılarken diğer taraftan da oy gücü dengesini bozmamak ve oy yerine daha fazla kar sağlamayı düşünen küçük pay sahiplerini memnun etmek gibi nedenlerle sermaye piyasasının bir ihtiyacı olarak SerPK’da oydan yoksun paylara yer verilmiştir⁷⁹⁷. Oysuz payların tanınmış olduğu örnek gösterilerek oy hakkının vazgeçilmez nitelik taşımadığı ileri sürülemez⁷⁹⁸. Oysuz paylar ayrı bir pay kategorisi olup daha başlangıçta oysuz olarak doğarlar, yoksa oy haklarını taşıyıp da daha sonra esas sözleşme veya organların kararı ile oysuz hale gelmezler⁷⁹⁹. TTK’da pay sahibinin hangi durumlarda oy kullanamayacağı sınırlayıcı bir biçimde sayılmış olup söz konusu durumlarda pay sahibinin ortaklıkla olan menfaat çatışmasında kendi yararına oy kullanacağı düşünülmüştür⁸⁰⁰. Bu hallerde yoksunluk payın kendisinden değil kanunda sayılan bazı maddi ya da kişisel şartlar nedeniyle doğmaktadır⁸⁰¹.

SerPK. m. 14/A, f. 1 hükmüne göre; “Anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oy hakkından yoksun paylar ihraç edebilirler”. Anılan payların ihracı ve bunların sermaye payı içindeki oranı, kar payı dağıtımında tanınacak imtiyazın mahiyeti, senetlerin şekli kapsamı ve türü ile halka arz, satış ve usullerinin SPK tarafından belirlenecektir (f. 2). Söz konusu hususlar SPK tarafından Seri: I, No: 30 sayılı “Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği”⁸⁰² ile düzenlenmiştir. Oydan yoksun paylar bu Tebliğde “ortaklıkların sermaye

⁷⁹⁶ Arkan, *Denetim*, s. 49.

⁷⁹⁷ Tanör, *Taraflar*, s. 127; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 453; Çevik, *Anonim*, s. 664; Günel, s. 50; Arkan, *Denetim*, s. 30.

⁷⁹⁸ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 501.

⁷⁹⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 502.

⁸⁰⁰ Teoman, *Yoksunluk*, s. 16; Doğanay, s. 1092.

⁸⁰¹ Teoman, *Yoksunluk*, s. 16, dpn. 48. Pay sahibinin, ortaklık ile kendisi ya da belirli yakınları arasındaki kişisel bir işe veya davaya dair olan görüşmelerde oy hakkını kullanamayacağına ilişkin TTK. m. 374, f. 1 kişisel bir duruma, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabına ilişkin TTK. m. 329, f. 3, c. 2 ise maddi duruma örnektir. TTK’daki yoksunluk halleri sınırlı olup asıl olan oy hakkının mevcudiyetidir. Oydan yoksun paylarda ise asıl olan oy hakkının olmamasıdır, bkz.: K. Olgaç Koman, “Oydan Yoksun Hisse Senetleri”, *Yeterlilik Etüdleri 15. Dönem C. 2*, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 631.

⁸⁰² RG., T. 20.03. 2003, S. 25054.

artırımı ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istendiğinde tasfiye bakıyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir” şeklinde tanımlanmıştır (m. 4). Bu paylar hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilirler (m. 5). Tebliğ, TTK. m. 329’daki haller dışında anonim ortaklığın yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, denetçilerin, Murahhas Müdür, Genel Müdür ve Yardımcılarının, yetki ve sorumluluk bakımından belirtilen görevlere benzer görevlerde bulunanların, bunlarla yönetim, denetim veya sermaye ilişkisi içinde bulunan kişilerin oydan yoksun payları iktisap etmesini yasaklamıştır (m. 7). *Tekinalp* yasak ile elde edilmek istenen yararın, yasak ile elde edilen zararın çok altında olduğunu belirterek yasağın kolayca aşılabileceğini, yasak kapsamındaki kişilerin oydan yoksun pay almak istemelerine SPK’nun karışmaması gerektiğini ifade etmektedir⁸⁰³. *Nomer*’de bu yasağın kolayca aşılabileceği görüşüne katılarak böyle bir iktisap yasağının öngörülmesini haklı kılacak bir sebep bulunmadığını zira yönetim kurulu üyesi veya denetçi olan bir şahsın yahut pay sahibi bir ortaklığın oydan yoksun payları iktisap etmesinin ortaklığın menfaatleri ile ne ölçüde ters düştüğünün belirsiz olduğunu, kaldı ki oydan yoksun pay sahiplerinin oylarıyla ortaklık yönetimine etki etmelerinin söz konusu olmadığını ifade etmektedir⁸⁰⁴. *Koman* ise iktisap yasağını ve kapsamının geniş tutulmasını son derece yerinde bularak bu payların yönetimde ve denetimde yer alan kişilerde toplanması yerine, küçük tasarruf sahiplerince alınmasının sermaye piyasasının yapısına daha uygun düşeceğini ifade etmektedir⁸⁰⁵. Kanaatimizce burada oydan yoksun pay çıkarmanın amacına bakmak gerekir. Amaç ortaklığa yeni mali kaynak sağlamak ve bunu yaparken de oy hakkına sahip yeni payların çıkarılmasının aksine ortaklıktaki oy dengesini değiştirmemek yani yabancılaşmaya yol açmamaktır⁸⁰⁶. Dolayısıyla yasak kapsamındaki kişiler de kendi tasarruflarını değerlendirmek amacı ile oydan yoksun pay alabilir ve bunda da ortaklığın menfaatleri ile çatışan bir durum söz konusu değildir⁸⁰⁷. Biz de yasağın kaldırılmasını savunuyoruz. Tebliğde belirtilen yasak kapsamındaki kişiler oydan yoksun payları ortaklık nam ve hesabına alıyorsa TTK.

⁸⁰³ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 453.

⁸⁰⁴ Füsün Nomer, **Anonim Ortaklıkta Oydan Yoksun Paylar**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1994, s. 89.

⁸⁰⁵ Koman, s. 663.

⁸⁰⁶ Ömer Teoman, “Alman Paylı Ortaklıklar Kanunundaki Düzenlemeye Göre Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 319, 320.

⁸⁰⁷ Nomer, *Oydan Yoksun Paylar*, s. 90.

m. 329’da belirtilen istisnai hallerde iktisap yasağının uygulanması söz konusu olmaz⁸⁰⁸. TTK. m. 329’da anonim ortaklıklar için öngörülen istisnai haller ivazsız temellük hali hariç bir gerçek kişi olan yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler ile tam bağdaşmamaktadır⁸⁰⁹.

II. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Ortaklığı Kanunu

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Ortaklığı, Türkiye’nin ithalat yoluyla karşıladığı yassı haddelenmiş demir ve çelik ihtiyacını yurt içinden karşılamak üzere, özel teşebbüs statüsünde bir ortaklık olarak 28.02.1960 tarih ve 7462 sayılı Kanunla kurulmuştur⁸¹⁰. Özel hükümlere tabi bir anonim ortaklıktır⁸¹¹. Kanunun 3. maddesine göre, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edemeyeceğine ilişkin TTK. m. 329 hükmü bu ortaklık hakkında uygulanmayacaktır⁸¹². Ancak ortaklık esas sözleşmesine göre (m. IV, H)⁸¹³, ortaklığın kendi paylarını iktisabı kanunun müsaade ettiği haller dışında sermayenin azalması sonucunu doğurmamalıdır. Yine ortaklık elinde bulundurduğu kendi payları için doğrudan doğruya veya dolayısıyla oy hakkını haiz değildir. Kanuna (m. 4, f. 1) ve esas sözleşmeye (m. VII, 10) göre, ortaklık hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkarmaya yetkili kılınmıştır. Ortaklık, TTK’da bulunmayan bu imkanı kullanırken değiştirme hakkını kullanan tahvil sahibine portföyünde bulundurduğu kendi paylarını vererek sermaye artırımına göre avantajlı olabilecektir.

III. Bankacılık Kanunu

Banka; “...finansal piyasalarda güven ve istikrarın sağlanmasına, kredi sisteminin etkin bir şekilde çalışmasına, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasına ilişkin usûl ve esasları düzenleme”yi amaçlayan, 19.10.2005 tarih ve 5411

⁸⁰⁸ Sami Karahan, “Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar”, **Batider** (Haziran 1996), C. XVIII, S. 3, s. 64.

⁸⁰⁹ Nomer, *Oydan Yoksun Paylar*, s. 89.

⁸¹⁰ RG., T. 01.03. 1960, S. 10445.

⁸¹¹ Tekil, *Anonim*, s. 70; Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 259; Çevik, *Anonim*, s. 214.

⁸¹² Hatta III Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi pay senetlerinin satışında en azından 100 milyon TL’lık kısmına geri satın alma garantisi konulmuştu, bkz.: Ali Sait Yüksel ve Gültekin Rodoplu, **Sermaye Piyasası**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1980, s. 91, dñn. 7.

⁸¹³ m. IV, H, 3; “Kendi mevcudat veya emvalini kendi hisselerinin mubayaasında kullanışı kanunun müsaade ettiği ahval dışında sermayenin tenkisine müncer olmamak şartıyla ve gene kendi elinde bulunduracağı kendi hisse senetleri için doğrudan doğruya veya dolayısıyla rey hakkı mevzuu bahis olmamak kaydıyla kendi hisse senetlerini satın almak elde bulundurmak satmak ve devretmek,”.

sayılı Bankacılık Kanunu'na⁸¹⁴ tabi işletmedir⁸¹⁵. Türkiye'de kurulacak bir bankanın anonim ortaklık şeklinde kurulması gerekmektedir (Bank. K. m. 7, f. 1, a). Bankalar hakkında öncelikle Bankacılık Kanunu uygulanacak bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanacaktır (Bank. K. m. 2, f. 3). Bankalar, anonim ortaklık şeklinde kurulmalarının sonucu olarak kendi paylarını iktisap etmeleri ile ilgili olarak TTK. m. 329 hükmüne tabi olacaklardır⁸¹⁶. TTK. m. 329'a göre anonim ortaklıklar kendi paylarını istisnalar dışında iktisap edemezler. Bir banka bu istisnai hallerde kendi paylarını iktisap edebilecektir⁸¹⁷. Buna göre;

a) Banka, esas sermayenin azaltılmasına ilişkin genel kurul kararına dayanarak kendi paylarını iktisap edebilir.

b) Banka, alacaklarının tahsili amacıyla kendi paylarını iktisap edebilir. Ancak bu alacakların sermaye taahhüdünden doğmamış olması gerekir.

c) Bankanın bir işletmeyi veya malvarlığını bütün borç ve alacakları ile devralması halinde malvarlığı veya işletmenin aktifinde bulunan bankanın kendi payları da bankanın mülkiyetine geçer.

d) Kendi paylarının iktisabı esas sözleşmeye göre bankanın iştiğal konusuna giren işlemlerden ise banka bu payları devralabilir⁸¹⁸.

e) TTK. m. 313 gereğince, yönetim kurulu üyelerinin her biri, esas sermayenin en az yüzde birine eşit miktarda pay senetlerini ortaklığa tevdi etmek zorundadır⁸¹⁹. Bu pay senetleri üyenin genel kurul tarafından ibra edilmesine kadar görevden doğan

⁸¹⁴ RG., T. 1.11.2005, S. 25983 (Mükerrer).

⁸¹⁵ Diğer bir tanım olarak; "Bankalar; bankacılık işlemlerinden bir kısmı veya tamamıyla uğraşmak üzere, Bankalar Kanununa, kanun hükmünde kararnamelere veya kendi özel kanunlarına göre anonim ortaklık veya tüzel kişi olarak kurulan diğer ticari işletmelerdir (TTK. m. 12/b-8, Bank. K. m. 7/1)", *bkz.*: Nusret İlker Çolak, "Bankaların Denetimi ve Serbest Bankacılık", **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp'e Armağan, C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 1068.

⁸¹⁶ Ünal Tekinalp, **Banka Hukukunun Esasları, C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1988, s. 80; Ahmet Battal, **Bankalar Kanunu Şerhi (Sorularla Banka Hukuku)**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 2003, s. 57.

⁸¹⁷ Servet Taşdelen, **Bankalar Kanunu Şerhi**, Ankara, 2002, s. 416.

⁸¹⁸ Doktrinde TTK. m. 329'daki bu istisnanın bankalar ve finansman ortaklıkları için öngörüldüğü belirtilmiştir, *bkz.*: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481; Erem, s. 273; Von Steiger, s. 179; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 578.

⁸¹⁹ *İmregün*'e göre pay senedi çıkarılmamış ise ortaklık pay sahipleri defterine şerh verilerek teminat işlemi sağlanır, *bkz.*: *İmregün*, *Anonim*, s. 204.

sorumluluğuna karşı merhun hükmünde olup başkalarına devir olunamaz ve bankadan geri alınamaz. Bu teminata gerek görüldüğü takdirde bu paylar banka tarafından iktisap edilebilir.

f) Banka kendisine ivazsız olarak verilmiş kendi paylarını iktisap edebilir. Ancak bu payların bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekir.

Banka, sermayenin azaltılması kararına dayanarak iktisap ettiği kendi paylarını derhal imha eder ve bu hususta tutulan tutanağı ticaret siciline verir. Diğer hallerde (b-f) bu payların “ilk fırsatta elden çıkarılması” gerekir (TTK. m. 329, f. 2). Gerek imha gerekse elden çıkarma muameleleri yıllık raporda gösterilir ve bankanın iktisap ettiği kendi payları genel kurulda temsil edilemez (TTK. m. 329, f. 3).

Bankalar sermaye piyasasında aracılık faaliyetlerinde bulunabilmektedirler (Bank. K. m. 4, f. 1, k, l)⁸²⁰. SPK’nun Seri: V, No: 46 sayılı “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği”⁸²¹ m. 58i’de yer alan “6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun 329 uncu maddesinde müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri hisse senetlerini, kendi nam ve hesaplarına alıp satamazlar” hükmü bankalar içinde geçerlidir⁸²². Ayrıca Bankalar, kendilerinde doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olan ortaklık ve kuruluşlarda doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olamazlar, bunların hisse senetlerini rehin olarak kabul edemezler ve karşılığında avans veremezler (Bank. K. m. 56, f. 3)^{823 824}. Hükümet gerekçesinde bu hükmün gayesi “Ortaklık yapısının sade ve anlaşılabilir olması ve Kanun kapsamındaki sınırlamalara uyumun tespiti” olarak ifade edilmiştir. Burada banka ile ortaklık ve kuruluşların birbirlerinin pay sahibi olmaları, karşılıklı katılma ile köpük sermaye yaratılması önlenmek istenmiştir⁸²⁵. Aksi takdirde karşılıklı katılma bir bakıma anonim ortaklığın

⁸²⁰ Bankalar “bu alandaki faaliyetleri” ile sınırlı olarak SerPK hükümlerine tabi olurlar (SerPK. m. 50, a)

⁸²¹ R.G., T. 7.9.2000, S. 24163.

⁸²² Bkz.: yukarıda Dördüncü Bölüm §12, I, B.

⁸²³ Kalkınma ve yatırım bankaları bu hükmeye tabi değildir (Bank. K. m. 77).

⁸²⁴ 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, bankaların kendilerinde doğrudan veya dolaylı olarak pay sahibi olan ortaklık ve kuruluşların paylarını iktisap edemeyeceğini hükme bağlarken bunda önceki 4389 sayılı Bankalar Kanunu (RG., T. 18.06.1999, S. 23734) ise konuyu bankanın iştiraklerini esas alarak hükme bağlamıştı. Nitekim 4389 sayılı kanuna göre (m. 12, f. 1, c); “Bir bankanın iştirak ettiği ortaklık ve kuruluşlar, sermayelerine iştirak eden bankanın hisse senetlerini satın alamazlar, rehin olarak kabul edemezler ve karşılığında avans veremezler.”

⁸²⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

kendi paylarını iktisap etmesi demek olacağından TTK. m. 329'un uygulanmasını gerektirecektir⁸²⁶. Bankanın iştiraki olan aracı kurum veya yatırım ortaklığı aracılık faaliyeti ve portföy oluşturma nedeniyle bankada pay sahibi olan ortaklık veya kuruluşun paylarını yahut bizzat bankanın paylarını satın almışsa bankanın doğrudan veya dolaylı bir iktisabı ve suni bir sermaye azaltıcı yahut artırıcı bir işlemi söz konusu edilemez⁸²⁷. Bankacılık Kanunu m. 56'ya aykırı şekilde ortaklık payı edinilmesi hâlinde, yirmibin Yeni Türk Lirasından az olmamak üzere, aykırılık teşkil eden tutarın yüzde beşine kadar ve cezanın tebliğ tarihinden itibaren bir yıl içinde aykırılığın giderilmemesi durumunda ise bu sürenin bitiminden itibaren aykırılığın giderildiği tarihe kadar geçen her gün için verilen cezanın yüzde biri tutarında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu kararıyla idari para cezası uygulanır (Bank. K. m. 146, f. 1, k)⁸²⁸.

§ 12. TÜRK TİCARET KANUNU'NDA YER ALAN DÜZENLEME

I. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisap Etmesini Düzenleyen TTK. m. 329'un Niteliği, Amacı ve Kapsamı

A. Niteliği

Tarafların iradeleriyle aksini kararlaştıramadıkları hukuk kurallarına “emredici hukuk kuralları” denilmektedir⁸²⁹. Bir hükmün emredici nitelikte olup olmadığı lafzından açıkça anlaşılabileceği gibi⁸³⁰ bazen ruhu ile de kontrol edilmesi ve özellikle hükmün amacının araştırılması gerekir⁸³¹. Anonim ortaklığın temel niteliğine ilişkin olan hükümlerle ortaklık alacaklıları ve müstakbel pay sahiplerinin çıkarlarının

⁸²⁶ *Tekinalp* haklı olarak karşılıklı katılmalarda TTK. m. 329'un kayıtsız şartsız değil ancak işlemin kanuna karşı hile teşkil etmesi ve hakkın kötüye kullanılması hallerinde uygulanmasının TTK sistemine uygun olduğunu savunmaktadır, *bkz.*: *Tekinalp* (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

⁸²⁷ Seza Reisoğlu, **Bankalar Kanunu Şerhi ve Bankacılık Uygulamasında Diğer Hukuki Kavramlar**, Ankara, 2002, s. 397.

⁸²⁸ Kurul'un bu kararına karşı Danıştay'da dava açılabilir. Bank. K. m. 105'e göre; “Kurul kararlarına karşı açılacak idarî davalar ilk derece mahkemesi olarak Danıştayda görülür. Danıştay, Kurul kararlarına karşı yapılan başvuruları acele işlerden sayar”.

⁸²⁹ Oğuzman ve Barlas, s. 56; Bilge, s. 52.

⁸³⁰ Kanunun lafzından anlaşılabilecek emredici kurallara örnek olarak şu hükümler verilebilir; TTK. m. 277; m. 279, f.1; m. 286, f. 1; m. 347, f. 3. Bu hükümlerde kanun “şarttır”, “çıkarılamaz”, “lazımdır” gibi emir kipi kullanmıştır. TTK. m. 329 da benzer şekilde; “edemez” (f. 1, c.1), “hükümsüzdür” (f. 1, c. 2), “derhal imha edilir”, “çıkarılır” (f. 2), “caiz değildir” (f. 3) kesin ifadelerine yer verilmiştir.

⁸³¹ Oğuzman ve Barlas, s. 57, 58.

korunmasına ilişkin bulunan hükümler emredici niteliktedir⁸³². Anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmesini yasaklayan TTK'nun 329 uncu maddesi de “emredici” bir mahiyettedir⁸³³. *Birsel*'in haklı olarak belirttiği ve bizim de katıldığımız görüşe göre anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesini yasaklayan TTK. m. 329 hükmü sadece ortaklığın iç ilişkisini ilgilendiren bir hüküm değildir⁸³⁴. Alacaklıların başlıca teminatını teşkil eden malvarlığının ortaklığa esas sermaye rakamına uygun değerde getirilmesine ve korunmasına ilişkin hükümlerin arasında yer alan TTK. m. 329'a aykırı olarak ortaklığın kendi paylarını iktisabı batıldır⁸³⁵. Emredici olan kuralda yer alan istisnalar sınırlı olup yorum yoluyla genişletilemeyeceği gibi ortaklık ana sözleşmesine aksine bir hüküm de getirilemez⁸³⁶. Ana sözleşmede aksine bir düzenleme yapılamaması veya yapılsa da hüküm doğuramamasının nedeni, *Domaniç*'in de ifade ettiği gibi ortaklık, pay sahipleri, alacaklılar diğer üçüncü kişiler lehine emredici kurallarla kabul edilmiş hakların ana sözleşme ile kısıtlanamamasıdır⁸³⁷.

B. Amacı

Hükümün amacı, 4. 5. 1956 tarihli ve E. 1/150, K. 50 sayılı Türk Ticaret Kanunu Adliye Encümeni Mazbatasında (m. 329, c. 1) “şirketin kendi hisse senetlerini temellük ederek veya rehin alarak şirket varlığını bunlar karşılığında sarfedip 3 üncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesine engel olmaktır” şeklinde açıklanmıştır⁸³⁸. İktisap yasağı olarak da adlandırılan⁸³⁹ bu hükme göre bir anonim ortaklık istisnalar dışında kendi paylarını iktisap edemeyecektir. Yasak, ortaklık sermayesinin karşılığını teşkil eden değerlerin alacaklılar aleyhine azalmasını önlemek yani esas sermaye

⁸³² Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 57; Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 69, dpn. 149; Arslanlı, *Anonim Şirketler III*, s. 79.

⁸³³ Doğanay, s. 970; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 477. Kendigelen, *İntifa Hakkı*, s. 76. “TTK. nun 329/1 maddesindeki yasaklayıcı kural, buyurucu bir kuraldır”, Y. 11. HD., 27.9.1985, E. 4447, K. 4897, bkz.: Eriş, *Anonim*, s. 261.

⁸³⁴ Mahmut T. Birsel, “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Temsil Etmeyen senetler”, **Batider** (Eylül 1966), C. III, S. 4, s. 658.

⁸³⁵ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 131, 133; Doğanay, s. 970.

⁸³⁶ Eriş, *Şirketler 2*, s. 1893.

⁸³⁷ Hayri Domaniç, “Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar”, **Halil Arslanlı'nın Anısına Armağan**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1978, s. 406.

⁸³⁸ **TBMM. Adliye Encümeni Mazbatası**, Gerekçe, s. 380; Elbir, s.145.

⁸³⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 477; Tekil, *Anonim*, s. 379; Teoman, *Yoksunluk*, s. 54; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 576. “Temellük yasağı” olarak adlandıranlar da vardır, bkz.: Erem, s. 271; Çevik, *Anonim*, s. 675.

miktarınca karşılığın ortaklıkta bulunması amacını gütmektedir. Burada kanun koyucu tarafından getirilen alacaklıların pasif şekilde korunması söz konusudur⁸⁴⁰. Ortaklığa getirilen *sermayenin korunmasına* yönelik bir önlem söz konusudur⁸⁴¹.

Doktrinde ise hükmün amacı hakkında değişik görüşler ileri sürülmüştür. *Tekinalp*'e göre yasağın gerekçesi "AO'nun kendi payları ile çeşitli borsa oyunlarına girmesini önlemek, rizikonun bazı pay sahiplerinin sırtından alınıp AO'ya yüklenmesine müsaade etmemek, yani eşit işlem ilkesine aykırı davranışları bertaraf etmek ve rizikosuz hakimiyet sağlamak yollarını tıkamaktır"⁸⁴². *Domanıç* anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi ve karşılığında bedel ödemesinin ortaklar tarafından taahhüt ve tediye edilen sermayenin iadesi anlamına geleceğinden üçüncü şahıslar için tehlikeli olan bu durumun yasaklandığını ifade eder⁸⁴³. *İmregün* kendi paylarını iktisabın sermayeyi iade niteliğinde olduğundan ortaklık alacaklılarına zarar verebileceğini ifade eder⁸⁴⁴. *Pulaşlı*'da aynı fikirdedir⁸⁴⁵. Ancak yazar *Tekinalp*'e katılmayarak halka açık anonim ortaklıkların borsada kendi pay senetlerini üzerinde haksız olarak etkili olabilecek oyunlara engel olabilmek, pay senetlerinin "rayiç bedelini" korumak ve fiyat manipülasyonlarına karşı haklı bir mücadele amacıyla iktisap edebileceğini, az ortaklı anonim ortaklıklarda ise payını devretmek isteyen ortağın talebine o anda uygun bir alıcının çıkmaması üzerine ortaklığın kendi paylarını

⁸⁴⁰ Pasif koruma ile alacaklıları korumak amacıyla kanun koyucu tarafından getirilen hükümler kastedilmektedir. Bir sermaye ortaklığında, alacaklıların başvurabileceği değerler topluluğu ortaklığın malvarlığıdır. Bunu göz önünde tutan kanun koyucular alacaklıların garantisini teşkil eden malvarlığının gerçek değeri ile korunmasına yarayan hükümler koymuşlardır. Alacaklılar bu şekilde dolaylı yoldan korunmaktadır, bkz.: Ersin Çamoğlu, **Limited Ortaklığın Sınırlı Sorumluluğu Karşısında Şirket Alacaklılarının Aktif Korunması**, (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), İstanbul, 1961, s. 68, 72.

⁸⁴¹ Teoman, *Sermaye Borcu Yerine Getirilmemiş*, s. 125.

⁸⁴² Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 478. *Tekinalp* kitabın 8. basımında (2000) yer alan "yasak, işlemin mantıki sayılmayacağı düşüncesinden doğmadığı gibi sermayenin korunması ilkesine de dayanmamaktadır" cümlesinin başına yeni basıda "Bu hukuk çevresinde yasak,..." cümlesini getirmiştir. Bunun nedeni, cümlelerin Anglo-Amerikan hukukundan bahseden bir önceki cümlelerin devamı olması hasebiyle iki cümle arasındaki uyumu sağlamaktır. Değişiklikten önceki ifade yazarın iktisap yasağını "sermayenin korunması" ilkesine dayandırmadığı yönünde bir izlenim verebilmektedir, bkz.: s. 477. Ayrıca yeni basıda her üç yazarın birlikte yazdığı "limited ortaklıklarda payın ortaklık tarafından iktisabı veya rehin olarak kabulü" kısmında şu ifadeye yer verilmiştir; "AO'larda olduğu gibi (TK. m. 329) LO'larda da alacaklıların garantisini teşkil eden *sermayenin korunması amacı ile*, ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesi yasaklanmıştır", bkz.: Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, s. 895.

⁸⁴³ Domanıç, *TTK Şerhi-II*, s. 579.

⁸⁴⁴ İmregün, *Anonim*, s. 275.

⁸⁴⁵ Pulaşlı, *Anonim*, s. 576.

geçici olarak devralabileceğini ifade eder⁸⁴⁶. *Arslanlı* ortaklığın kendi paylarını almakla sermayesinin bir kısmını ortaklara iade etmiş olacağını, malvarlığını bu şekilde azaltmasının ve bazı ortaklardan zarar rizikosunu alarak ana sözleşmeye uymayan bir durum yaratmasının uygun görülmediğini ifade eder⁸⁴⁷. *Erem* iktisap yasağını, ortaklık alacaklılarının teminatı olan ortaklık malvarlığının korunması ile ilgili kanunun aldığı bir tedbir olarak görür⁸⁴⁸. *Tekil* ise yasağın gerekçesini ortaklığın kendi pay senetlerinin piyasa değeri üzerinde bir etki icra etmesini önlemek ve esas sermaye miktarının sermayenin azaltılması hakkındaki kurallara (TTK. m. 396–398) uyulmamak suretiyle indirilmesi yolunu açmamak şeklinde açıklamaktadır⁸⁴⁹. *Çevik*’e göre; “Şirket sermayesinde eksilmeyi önlemek maksadıyla konan bu hüküm aynı zamanda şirketin kendi pay senetleri üzerinde bir spekülasyon yapmasına ve idare meclisinin pay senetlerini şirket aracılığı ile ele geçirmek suretiyle şirkete hakim olma yolunda gösterecekleri çabalara da mani olmaktadır”⁸⁵⁰.

Kanun koyucunun gayesini ve doktrindeki görüşleri göz önüne alarak hükmün amacını şu şekilde ifade etmek mümkündür⁸⁵¹:

- a) Ortaklık malvarlığını korumak
- b) Ortaklık, pay sahipleri ve alacaklılar aleyhine doğabilecek zararları önlemek
- c) Ortaklığın borsa spekülasyonları ile kendi payları üzerinde meydana getireceği suni değer artışını önlemek.
- d) Pay sahipleri arasında eşit işlem ilkesinin korunması

⁸⁴⁶ Pulaşlı, *Anonim*, s. 576.

⁸⁴⁷ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 122.

⁸⁴⁸ Erem, s. 271.

⁸⁴⁹ Tekil, *Anonim*, s. 379.

⁸⁵⁰ Çevik, *Anonim*, s. 675.

⁸⁵¹ Teoman, *Yoksunluk*, s. 56; Ansay, *Anonim*, s. 242; Sevi, *Kendi Payı*, s. 241 vd.; Hirş, *Ticaret Hukuku*, s. 282; Gökçe, s. 44.

C. Kapsamı

1. Karşılıklı Katılma (İştirak)

Karşılıklı katılma, en basit haliyle iki anonim ortaklığın birbirlerinin pay sahibi olmalarını ifade etmektedir⁸⁵². (A) anonim ortaklığı, (B) anonim ortaklığının sermayesinin tamamına veya bir kısmına sahip olup da (B) anonim ortaklığı da dolaylı ya da dolaysız (A)'nın sermayesinin belli bir kısmına sahip ise karşılıklı katılma söz konusu olur⁸⁵³. Somut bir örnek verilecek olursa: (A) anonim ortaklığının esas sermayesi 25 bin YTL'dir. Bu esas sermayenin 15 bin YTL'si (B) anonim ortaklığına aittir. (B) anonim ortaklığının esas sermayesi ise 30 bin YTL olup, bunun 15 bin YTL'si (A) anonim ortaklığına aittir. Görüldüğü gibi burada 15 bin YTL'lik sermaye miktarı karşılıklı katılmaya konu olmaktadır. Karşılıklı katılmanın yüksek oranlarda olması halinde görünürde hukuken bağımsız, esas sermayesi ayrı iki anonim ortaklık gözükse de, karşılıklı katılma dolayısıyla bu iki anonim ortaklığın esas sermayeleri gerçeği yansıtmayıp fiktif olduğundan alacaklılar ve hakim sermaye grubu dışında kalan pay sahipleri için sakıncalı olmaktadır⁸⁵⁴. Doktrinde karşılıklı katılma ile; köpük sermaye yaratıldığı, karşılıklı katılmaya konu olan sermaye miktarının iki defa kullanıldığı (örneğimizde 15 bin YTL), pay sahipsiz anonim ortaklıkların oluşumuna yol açıldığı, bilançonun açıklığı ve samimi olması ilkesinin ihlal edildiği, genel kurullarda kullanılan haklarda haksızlığa sebebiyet verildiği, alacaklıların yanıltıldığı ve sınırlı sorumluluk ilkesinin teminatı olan bir çok hükmün dolandırıldığı ifade edilerek bu tür katılmalar reddedilmektedir⁸⁵⁵.

⁸⁵² Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

⁸⁵³ Dalleves, s. 359.

⁸⁵⁴ Yaşar Karayalçın, "Üst Kuruluşlar Hukuku", **Batider** (Haziran 1991), C. XVI, S. 1, s. 10. Yazara göre; "Karşılıklı katılmalarda A ve B şirketlerinin esas sermaye toplamı mesela şeklen 1 milyar lira olarak gözüküyor ise, gerçekte bu iki şirketin toplam esas sermayesi katılmanın yoğunluğu oranında düşük olmaktadır. Başka deyimle karşılıklı katılma halinde anonim şirketlerin sermayelerinde *fiktif*, gerçeğe aykırı durum, "*sermayeyi azaltıcı işlem*" söz konusu olabilmektedir. Karşılıklı katılma halinde bu iki şirket, olduğundan fazla güçlü görünebilir. Bu şirketler kendi aralarında yaptıkları muhasebe oyunları ile, gerçek olmayan işlemlerle ve ayrıca yasalarla düzenlenen kredi sınırlarını dolaylı bir şekilde aşmaya çalışarak iş ilişkisi içinde bulundukları alacaklıları, özellikle bankaları güç durumunda bırakabilirler", s. 23.

⁸⁵⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482 ve orada belirtilen yazarlar. Karşılıklı katılmanın sakıncaları hakkında ayrıca bkz.: Dalleves, s. 364 vd. *Tekinalp* şunları ifade etmektedir: "Bu Türkiye için iki bakımdan bir felaket: Bir, köpük sermaye, düzensiz bilanço sorununu ortaya çıkarıyor; İki, bankalara dert oluyor. Şöyle: Ana ve yavru şirketler birbirlerine kefil oluyor. Sarsıntı büyük grup çökmelerine yol

Türk hukukunda karşılıklı katılmaya ilişkin bir düzenleme mevcut değildir. Bir anonim ortaklığın başka bir anonim ortaklığın esas sermayesine sürekli olarak katılabilmesi için bu işlemin ortaklığın maksat ve mevzuuna girdiğinin esas mukavelede yazılı olması gerekmektedir⁸⁵⁶. SPK, Seri: IV, No: 13 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların İştirak Sınırlarının Belirlenmesine İlişkin Tebliğ” ile karşılıklı iştirak yasağını düzenlenmişti. Ancak bu Tebliğin dayanağı olan 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin⁸⁵⁷ Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edilmesi üzerine⁸⁵⁸ SPK Tebliğin uygulanmayacağına dair bir ilke kararı almıştır⁸⁵⁹. Tebliğin 2. maddesinde iştirak; “Halka açık anonim ortaklıkların, bedelsiz elde edilenler dahil, amacı ve elde tutma süresi ne olursa olsun bir başka ortaklığın sermayesini temsil eden payları edinmeleri” şeklinde tanımlanmıştı. “karşılıklı İştirak Yasağı” başlığını taşıyan 4. maddesi ise; “Bir halka açık anonim ortaklığın iştirak ettiği ortaklık veya kuruluşlar, sermayelerine iştirak eden halka açık anonim ortaklığın hisse senetlerini satın alamazlar, rehin olarak kabul edemezler ve karşılığında avans veremezler” hükmünü ihtiva ediyordu. Aslında bu hüküm konuya ilişkin boşluğu doldurmada iddialı olmasa da karşılıklı katılma durumlarında ortaya çıkabilecek sakıncaları önlemeye yönelik bir amaç taşıyordu.

Karşılıklı katılma, anonim ortaklığın kendi paylarını dolaylı olarak iktisap etmesi olduğuna göre⁸⁶⁰ acaba TTK. m. 329 bir karşılıklı katılma halinde kayıtsız şartsız uygulama alanı bulacak mıdır? Bu konuda doktrinde değişik görüşler mevcuttur. *Tekinalp* karşılıklı katılma halinde TTK. m. 329’un ancak işlemin kanuna karşı hile

açıyor”, bkz.: Ünal Tekinalp, **Türk Ticaret Kanunu İle İlgili Taslaklar-Tartışmalar, Bolu Toplantısı (30 Nisan 1988 – 1 Mayıs 1988)**, (haz.: Mürsel Başgül), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1994, s. 71.

⁸⁵⁶ Karayalçın, *Üst Kuruluşlar*, s. 23.

⁸⁵⁷ 558 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, RG., T. 27.6.1995, S. 22326.

⁸⁵⁸ Anayasa Mahkemesi’nin 13.11.1995 tarih ve E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı iptal kararı (RG., T. 18.11.1995, S. 22467).

⁸⁵⁹ Bu ilke kararı 15.4.1996 – 19.4.1996 tarih ve 1996/16 sayılı SPK Haftalık Bülteninde yayınlanmıştır.

⁸⁶⁰ “Çünkü bir şirket, diğerinin hisse senetlerinin bir kısmına sahip iken ikinci şirketin de birincinin hisse senetlerinin bir kısmına malik bulunması, gerçekte her şirketi kendi hisse senetlerinden bir kısmını geri alması izlenimini vermektedir. Mesela A şirketi B nin ve B de a nın hisse senetlerinin % 50 sine sahip olsalar her şirket, yani gerek A gerek B kendi hisse senetlerinin % 25 ini geri almış durumda bulunacaklardır. Bu sonuç, şüphesiz bir şirketin kendi hisse senetlerini temellük yasağı ve bilançonun açıklığı ilkesi ile bağdaşır anlamda bulunmadığı...”, bkz.: Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 108, 109; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

teşkil etmesi ve hakkın kötüye kullanılması niteliği taşıması hallerinde uygulama alanı bulacağını belirterek özellikle karşılıklı katılma halinde bulunan ortaklıklar arasında “hakimiyet” ilişkisinin bulunmasının TTK. m. 329’un uygulanmasına neden olabileceğini, katılmanın amacını ve şartlarını da dikkate alarak her somut olayda ilişkinin incelenmesi gerektiğini ifade etmektedir⁸⁶¹. *Pulaşlı* ise, TTK. m. 329’daki düzenlemenin karşılıklı katılmalarındaki sorunun çözümü için yeterli olmadığını ancak bu konuda özel bir yasal düzenleme olmadığından Tekinalp tarafından önerilen “her somut olayda ilişkinin incelenmesi” şeklindeki kıstasın her zaman doğru sonuca ulaştırmasının kesin olmamasına rağmen kerhen benimsenebileceğini, genel hükümlere dayanan bir çözümün hakkaniyetinin tartışmaya açık olacağından bahisle İsviçre hukukundaki yeni düzenlemeye benzer bir yasal düzenlemenin yapılması gerektiğini savunmaktadır⁸⁶².

İsviçre’de 1991 yılında anonim ortaklıklar hukuku alanında yapılan değişikliklerden önce doktrin ve mahkeme kararlarında karşılıklı katılmalar; pay sahiplerinin sermaye olarak ortaklığa verdiklerini geri isteyemeyecekleri [İsv. BK. m. 680, f. 2 (TTK. m. 405, f. 2)] ve ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesini yasaklayan [İsv. BK. m. 659 (TTK. m. 329)] hükümler üzerinden ele alınmıştır⁸⁶³. *Willi Aellig*, “Anonim Ortaklıkların Patolojisinden: Sermayesiz Ortaklık” başlığını taşıyan makalesinde; karşılıklı katılmaların yasaklanması gerektiğini, bunun mümkün olmaması halinde ise İsv. BK. m. 659 (TTK. m. 329) gereğince önlenmesi fikrini savunmuştur⁸⁶⁴. *Hettlage* ise anonim ortaklığın kendi paylarına sahip olamayacağı yolundaki düzenlemenin olaya kıyasen uygulanacağı görüşüne itiraz etmektedir. Yazara göre; “karşılıklı katılmalar, katılan ortaklığa, kendi üzerinde dolaylı bir hak sağlar: iktisap edilen pay senetleri kompleks malvarlığında, iktisap edenin malvarlığındaki haklarını (halin şartlarına göre çevresi değişebilir) kapsayan mülkiyete benzer bir duruma yol açarlar. Hal ister böyle olsun veya olmasın, hadiseye eğer OR 680. madde doğrudan doğruya idraç edilebilecekse, niçin OR 659. maddede yer alan hukuki kaidenin kıyasen uygulanması

⁸⁶¹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

⁸⁶² *Pulaşlı, Şirketler*, s. 582, 583.

⁸⁶³ *Dalleves*, s. 377, 379, 382.

⁸⁶⁴ *Willi Aellig, SAG 20 s. 212, bkz.: Manfred C. Hettlage, “Karşılıklı Katılmaların İsviçre Ortaklıklar Hukukundaki Yeni Durumları”, çev. H. Cumhur Özakman, İktisat ve Maliye (Mart 1972), C. XVIII, S. 12, s. 458’den naklen.*

gerektiğine hak verilemez”⁸⁶⁵. Bu görüş karşılıklı katılmayı İsv. BK. m. 680, f. 2 (TTK. m. 405, f. 2) hükmüyle yasaklanan sermayenin geri verilmesi işleminden ibaret saydığı, sorunun ekonomik yönüne ağırlık verdiği ve çok aşırı uç olduğu gerekçesiyle eleştiriye uğramıştır⁸⁶⁶. İsviçre Federal Mahkemesi ise karşılıklı katılmada ortaklıklardan birinin diğerinin gerçekten hakimiyeti altında bulunup bulunmadığı keyfiyeti üzerinde durmuştur⁸⁶⁷. 1991 yılında yapılan değişiklikler ile⁸⁶⁸ katılma oranları ve karşılıklı katılma hali düzenlenmiştir. *Katılmalar*⁸⁶⁹: sürekli yatırım amacıyla başka bir işletmenin sermayesinde yer alan ve o işletmede belli bir etki imkanını sağlayan paylardır (m. 665a, f. 2). En az % 20 oranında oy hakkı sağlayan paylar katılma sayılır (m. 665a, f. 3). Katılmalar yatırım varlıkları arasında yer alır (m. 665a, f. 1). Payları borsada kayıtlı ortaklıklar, bildikleri veya bilmeleri gereken önemli pay sahiplerini ve onların katılmalarını bilanço ekinde belirtmeleri gerekir. Bütün oy haklarının % 5’ini aşan katılmalarda pay sahipleri ve oy amacıyla oluşturulan pay sahibi grupları önemli pay sahibi sayılır (m. 663c, f. 2). *Karşılıklı katılma*⁸⁷⁰: bir ortaklık (ana ortaklık) yavru ortaklığa çoğunluk sağlayacak düzeyde katılırsa, yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisap etmesi kendi paylarını iktisap etmesi hakkındaki hükümlere tabi olacağından; katılmanın kendi pay sermayesinin % 10’unu aşmaması, serbest öz kaynağı olması ve bu paylara ilişkin oy hakkının kullanılamaması gerekir. Ana ortaklığın yavru ortaklığın pay senetlerini iktisabında da aynı esaslar uygulanır (m. 659b, f. 2)⁸⁷¹. Çoğunluğa sahip olan ana ortaklık yavru ortaklığın payları için bilançosunun pasifinde özel yedek akçe tesis eder (m. 659b, f. 3)⁸⁷². Çoğunlukla başka bir ortaklığın sermayesine katılan ana ortaklık bilançosunun ekinde bu payların hangi şartlarla iktisap edildiğini ve devredildiğini açıklaması gerekir (m. 663b, n. 10).

⁸⁶⁵ Hettlage, s. 461.

⁸⁶⁶ Dalleves, s. 382, dpn. 32’de belirtilen yazarlar.

⁸⁶⁷ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 110; Dalleves, s. 382.

⁸⁶⁸ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm §6.

⁸⁶⁹ Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 42; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 583.

⁸⁷⁰ Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 43; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 584.

⁸⁷¹ TTK Tasarısında da benzer şekilde “ana şirketin paylarının yavru şirket tarafından iktisabı haklinde de uygulanır. Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, kamuyu aydınlatma ilkeleri ve fiyata dair kurallarla ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu gerekli düzenlemeleri yapar” (TTKT. m. 379, f. 5) hükmü yer almıştır.

⁸⁷² Köpük sermayenin sakıncalarını ortadan kaldırmak amacıyla öngörülen yedek akçe ayrılması sayesinde paylar aktifleştirilirken pasife konulan yedek akçe bilanço dengesini sağlayarak, sermayenin korunması ilkesine uygun bir önlem getirilmiş olmaktadır, bkz.: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 478.

Burada cevaplandırılması gereken sorun alacaklıların ve pay sahiplerinin teminatı olan sermayenin korunmasına yönelik bir hüküm olarak TTK. m. 329'un (İsv. BK. m. 659) iki yahut daha ziyade ortaklık arasında iki yönlü ilişkiler yaratan karşılıklı katılma olayına kıyas yoluyla uygulanma olağının olup olmadığıdır?⁸⁷³ Yukarıda da ifade edildiği gibi karşılıklı katılma bir bakıma ortaklığın kendi paylarını dolaylı olarak iktisap etmesi demektir⁸⁷⁴. Doğrudan bir düzenleme olmadığından TTK. m. 329 dolaylı olarak gündeme gelmektedir. Özel bir düzenleme yapıncaya kadar her somut olayda⁸⁷⁵ karşılıklı katılmanın fiili (pay çoğunluğu, oy imtiyazı) veya hukuki [hakimiyet sözleşmeleri⁸⁷⁶ (Beherrschungsverträge) veya kar devri sözleşmeleri (Gewnnabführungsverträge)] bir hakimiyet ilişkisi⁸⁷⁷ oluşturup oluşturmadığının, kanuna karşı bir hile teşkil edip etmediğinin tespit edilerek varılan sonuca göre TTK. m. 329'un uygulanabileceği kanısındayız⁸⁷⁸.

⁸⁷³ Dalleves, s. 376.

⁸⁷⁴ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482; Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 108; Dalleves, s. 367.

⁸⁷⁵ “Davacı vekilinin temyizine gelince; Davacı vekili, davalı anonim şirketler arasındaki karşılıklı iştirak durumunun TTK.nun 329.maddesi ve davalı S.... AŞ esas sözleşmesi hükümlerine aykırı olduğunun tespitini istemiştir. Her dava açıldığı tarihteki koşullara göre incelenmesi gerekir. Mahkemece, dava tarihi itibarıyla davalı anonim şirketler arasındaki karşılıklı iştirak durumu bulunup bulunmadığı ve bulunuyor ise, bu durumun TTK.nun 329.maddesi ve davalı S.... AŞ esas sözleşmesi hükümlerine aykırılık teşkil edip etmediği konusunda bir karar verilmesi gerekirken, yargılama sırasında davalı SÖRPA AŞ ve SÖZHAZ AŞ'nin sahip oldukları hisselerin bir kısmını 3. şahıslara devrettikleri gerekçesiyle konusu kalmayan davanın reddine karar verilmesi doğru görülmemiş, kararın davacı yararına bozulması gerekmiştir”, Y. 11. HD., E. 2003/002673, K. 2003/008615, *bkz.: Corpus, CD-Medya*, 2000.

⁸⁷⁶ Hakimiyet sözleşmesi kendine özgü yapısı olan bir sözleşme olup Türk Borçlar Hukukunda açıkça düzenlenmiş değildir. *Aker'e* göre, bir anonim ortaklığın diğer bir işletmeyle, ona kendisine talimat verilmesi hakkını tanıyan ve böylece onun kontrol yetkisini kabul ettiği bir sözleşmeyi akdetmesi hukuken mümkündür. Burada azınlık pay sahiplerinin yeni hukuki durumdan zarar görebilecek haklarının korunması ve genel kurulun devredilemez yetkileri ile alacaklıları ve ortakların mali haklarını koruyan hükümlere (TTK. m. 329, 405–408, 466 gibi) dokunulmaması gerekmektedir, *bkz.: Aker*, s. 162.

⁸⁷⁷ Zühtü Aytaç, “Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukukunda Görünümü”, *Batider* (Aralık 1976), C. VIII, S. 4, s. 117. Hakimiyet ilişkisinin tespiti bakımından ayrıca *bkz.: Dilek Balioğlu*, “Anonim Ortaklıklarda Karşılıklı İştirak”, *Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan C. 1*, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 336 vd.. *Balioğlu* karşılıklı katılma halinde ortaklıkların birbirlerine katılım oranlarının her zaman aralarındaki hakimiyet ilişkisinin tespitinde bir gösterge olmadığını bunun için sermaye üstünlüğü, oy üstünlüğü, yönetim veya denetim organlarında çoğunluğa sahip olma gibi bazı kriterlerin kabul edilmesi gerektiğini *Karayalçın'a* (Karayalçın, *Üst Kuruluşlar*, s. 29) atıfta bulunarak ifade etmektedir, s. 339.

⁸⁷⁸ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 582; Sevi, *Kendi Payı*, s. 251. TTK. Tasarısında bu konuda bir yenilik olarak karşılıklı katılmanın özel olarak düzenlendiğini görmekteyiz. **TTKT.** m. 197'ye göre; “Birbirlerinin paylarının en az dörtte birine sahip bulunan sermaye şirketleri karşılıklı katılma halinde şirketlerdir. Payların hesabında 196 ncı madde hükümleri uygulanır. Karşılıklı katılmalı şirketlerden biri, diğeri üzerinde herhangi bir surette hakimiyeti haiz ise, diğeri bağlı şirket sayılır. Karşılıklı iştirakli şirketlerin her biri diğeri üzerinde hakimiyeti haizse ikisi de bağlı şirket kabul olunur”. Maddenin gerekçesinde şu hususlara yer verilmiştir; “Hüküm hukukumuzda yenidir. Sermayenin sulandırılması (köpük sermaye), bilançonun gerçekliğinin tereddüt yaratması gibi sorunları önlemeyi amaçlamaktadır. Bu sebeple 197 nci madde karşılıklı katılmayı geçersiz saymamakta, fakat karşılıklı

2. Holding Ortaklıklar ve Mukayeseli Hukuk Açısından Holding ve Yavru Ortaklıkların Birbirlerinin Paylarını Almaları

Bir anonim ortaklığın (ana veya çatı ortaklık) çeşitli saiklerle genellikle bir veya birden fazla anonim ortaklığın (yavru ortaklıklar) paylarını alarak, onlara, yönetimlerine egemen olacak biçimde katılması holding ilişkisi olarak nitelendirilmektedir⁸⁷⁹. Holding, kurulmasına öncülük ettiği veya bünyelerine sonradan katıldığı yavru ortaklıkların yönetimini kontrolü altında bulunduran ortaklıktır⁸⁸⁰. Hakim ortaklığa “ana ortaklık” hakimiyet altında bulunan ortaklıklara da “yavru ortaklık” denilir⁸⁸¹. Holding ortaklıklar Türk Hukukunda özel olarak düzenlenmemiş

katılmanın hakimiyet ve çoğu kez karşılıklı hakimiyet ilişkisini kurarak, bu durumdaki şirketlerin hakim ve bağlı şirketin yüküm ve sorumluluklarına tabi olacağını açıkça hükme bağlamakta ve sınırlamaları da beraberinde getirmektedir. Sınırlamalardan biri 201 inci maddede yer almaktadır. Bu düzenleme yetersiz görülebilir. Özellikle karşılıklı katılmanın yüksek oranlarda kurulduğu durumlarda (mesela, iki sermaye şirketinin birbirlerine % 70–80 oranında katılmaları varsayımında olduğu gibi) geçerliliği kabul etmenin doğru olmadığı düşünülebilir. Uluslar arası öğretide bu görüşü ileri sürenler –çoğunlukta olmasalar bile– mevcuttur. 197. madde sözkonusu varsayımında karşılıklı katılmayı geçerli saymakla birlikte, her halde hukuka uygunluk garantisi de sağlamamaktadır. Yüksek karşılıklı katılma, bilanço ilkelerine aykırı düşüyorsa, 197 nci maddenin varlığı böyle bir aykırılığın müeyyidesinin uygulanmasına engel olmaz. Bunun gibi, karşılıklı hakimiyet ilişkisinin sorumluluğa etkileri de aynen geçerli olur”. Bahsi geçen 201. madde bağlı ortaklığın hakim ortaklığın paylarına sahip olması ile ilgilidir.

⁸⁷⁹ Tanör, *Taraflar*, s. 110; Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 260; Çevik, *Anonim*, s. 223; Eriş, *Anonim*, s. 16.

⁸⁸⁰ Tekil, *Anonim*, s. 77. “Holding şirket, başka şirketlerin paylarını elinde bulunduran ve bu fonksiyonuna ilaveten, katıldığı şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin koordinasyonu veya yönetilmesi fonksiyonunu da yerine getirebilen şirket olarak tanımlanabilir”, bkz.: Selçuk Öztekin, “Şirketler Gruplarında Yavru Şirketlerdeki Azınlık Pay Sahiplerinin Türk Ticaret Kanunu m. 363 / İsviçre Borçlar Kanunu m. 697 Çerçevesinde Bilgi Alma Hakkı”, **Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986, s. 294, dpn. 3.

⁸⁸¹ Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 260. TTK Tasarısında ise hakim (ana) ve bağlı (yavru) şirket şu şekilde tanımlanmıştır: **TTKT.** m. 195; “f. 1, a) Bir sermaye şirketi diğer bir sermaye şirketinin doğrudan veya dolaylı olarak; 1) oy haklarının çoğunluğuna sahipse veya 2) ortaklık sözleşmesine dayalı olarak yönetim organında çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilmek hakkını haizse veya 3) kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu kullanabiliyorsa; b) bir sermaye şirketi diğer bir sermaye şirketini bir sözleşmeye dayanarak veya başka bir yolla hakimiyeti altında tutabiliyorsa; birinci şirket hakim (ana), diğeri bağlı (yavru) şirkettir. f. 2, Birinci fıkrada öngörülen hallerden başka, bir sermaye şirketinin paylarının çoğunluğuna veya çoğunluk etkisini haiz miktarda paylarına sahip bulunmak, hakimiyetin varlığına karine oluşturur. f. 3, Bir hakim şirketin bir veya birden fazla bağlı şirketi aracılığıyla veya onlarla birlikte, bir diğer şirkete hakim olması dolaylı hakimiyeti ifade eder. f. 4, Bağlı şirketler, hakim şirkete doğrudan veya dolayısıyla bağlılıkları sebebiyle, tekelden yönetim altında kabul edilirler. f. 5, Tekelden yönetim altında bulunan şirketler hakim şirketle birlikte, “şirketler topluluğu” (“topluluk”) nu oluştururlar. Bağlı şirketler topluluk şirketi olarak adlandırılırlar”. Maddenin gerekçesinde ise şu hususlara yer verilmiştir; “(a) bendinde sayılan hallerden birinin varlığında hakimiyeti ve hakim ortaklık/bağlı ortaklıkolgusunu varsaydığı, başka bir deyişle yani bir faraziye koyduğu için, Kanunun aksi ispat edilemez. Mesela, sözleşmesel azlık hakları, yönetim imtiyazları veya diğer sebeplerle hakimiyetin uygulanmadığı ileri sürülemez. Çünkü, kontrol sistemi hakimiyetin uygulandığının ispatını ne arar ne de aksini ispata izin verir. Birinci fıkranın (b) bendinde ilk planda borçlar hukuku bağlamında hakimiyet sözleşmeleri kastedilmiştir. Bu sözleşmeler

olup kanuni yedek akçelere ilişkin TTK. m. 466, f. 4’de “...gayesi esas itibariyle başka işletmelere iştiraktan ibaret” ortaklık olarak açıklanmıştır⁸⁸². Ancak kanundaki bu ifade yetersizdir. Holding ortaklığın belirgin unsuru iştirak etmek suretiyle diğer bir şirketi yönetim ve denetimi altında tutmaktır⁸⁸³. Holding kavramının tanımında yer alan unsurları şu şekilde ifade etmek mümkündür⁸⁸⁴: a) Ana ortaklığın yavru ortaklığın sermayesine katılması, b) Bu katılmanın, yavru ortaklığın yönetimine hakim olmayı sağlayacak ölçüde olması⁸⁸⁵, c) Yavru ortaklığın yönetimine hakim olmanın, ana ortaklığın devamı ve esas gayelerinden olması.

Holding bir yönetim ortaklığı olduğundan holdinglerde iştirak yönetime ve hakimiyet sağlamaya imkan verecek orandadır⁸⁸⁶.

temelinde sözleşmesel şirketler topluluğu kurulur. Hakimiyet sözleşmeleri dışındaki sözleşmelerle, mesela pay sahipleri sözleşmeleriyle de hakimiyet sağlanabilir. Hükümdeki “başka bir yolla” ibaresi geniş yorumla olarak sağlamaktadır. Birleşmeler, bölünmeler ve pay alımları da bu ibare içine girerler...”.

⁸⁸² Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 56; Eriş, *Anonim*, s. 16. Holding ortaklık için kanunda bir hukuki şekil öngörülmemiş ve her ne kadar anonim ortaklık kısmında geçiyorsa da limited, kollektif, komandit ortaklık olabileceği gibi bir gerçek kişi işletmesi, vakıf veya bir kooperatif olarak da kurulabilir, bkz.: Ünal Tekinalp, “Tip Sorunu Açısından Holding Kavramı ve İşletme Konusu Üzerine Düşünceler”, **İktisat ve Maliye** (Mart-1974), C. XX, S. 12, s. 450; Tekil, *Anonim*, s. 80. Ancak yavru ortaklıkların yönetimine hakim olmak ve bunların iktisadi politikasını tayin etmek amacının gerçekleşmesine imkan vermesi bakımından anonim ortaklık tipi daha uygun bulunmaktadır, bkz.: Çevik, *Anonim*, s. 1129. Yavru ortaklık yönetimi üzerinde hakimiyet genellikle pay senetlerine hakim olmak veya oy imtiyazından yararlanmak gibi yollarla gerçekleştiğinden yavru ortaklık için de en uygun şekil anonim ortaklıktır, bkz.: Reha Poroy, “Holdingler”, **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (13-18 Mayıs 1963), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1964, s. 436. Aynı düşüncede bkz.: Ersin Çamoğlu, “Yavru Ortaklık Yönetim Kurulunun İbrasında Holding’in Oyları Kullanılabilir mi?”, **İktisat ve Maliye** (Mart 1975), C. XXI, S. 12, s. 500. Anonim şirket, “ekonomik merkezi yoğunlaşma gücü” çok yüksek olduğu için bu olgunun başlıca hukuki mekanizması, ana ünitesi haline gelmiş olup liberal ekonomili bütün ülkelerde grupları meydana getiren ana işletme ve yavru işletmelerin büyük çoğunluğu anonim şirket şeklindedir, bkz.: Öztekin, s. 299.

⁸⁸³ Turgut Kalpsüz, **Türk Ticaret Kanunu İle İlgili Taslaklar-Tartışmalar, Bolu Toplantısı (30 Nisan 1988 – 1 Mayıs 1988)**, (haz.: Mürsel Başgöl), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1994, s. 74.

⁸⁸⁴ Çevik, *Anonim*, s. 1121.

⁸⁸⁵ Burada bir oran belirtmek sakıncalı olabilir. Kalpsüz’ün de ifade ettiği gibi; “Öyle sahalarda vardır ki, o sahaya %51’le hakim olunur, öyle saha vardır ki, ona %15’le hakim olunur. Diğer bir saha vardır, çok daha oynak bir sahadır, onda %72 ile bile hakim olunmaz. Bu biraz da iştirak mevzuu ile alakalı bir husustur”, bkz.: Kalpsüz, *Tartışmalar*, s. 77. TTK. Tasarısında, bir sermaye şirketinin paylarının çoğunluğuna veya çoğunluk etkisini haiz miktarda paylarına sahip bulunmanın hakimiyetin varlığına karine oluşturacağı ifade edilmiştir (TTKT. m. 195, f. 2). Maddenin gerekçesinde de ifade edildiği gibi; “Pay senetleri geniş halk yığınlarına yayılmış, teknik terimle atomize olmuş, pay senetleri borsada işlem gören anonim şirketlerde bazen %25–30, hatta daha küçük orandaki paysahiplikleriyle (iştiraklerle) de hakimiyet kurulabilir”.

⁸⁸⁶ Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, s. 84. Holdingler yatırım ortaklıklarından şu noktalarda ayrılır: 1. Yatırım ortaklıkları çeşitli değerlerden meydana gelen portföy işletirler. Bu amaçla karlı ve gelişme vaat eden ortaklıklara iştirak eder, şirketleri kontrol etme, yönetim açısından onları etkileme amacı gütmeyizler. Zaten

Anonim ortaklıkların karşılıklı birbirlerinin pay senetlerini satın almaları en çok holding ilişkisinde olmaktadır. Holding ve yavru anonim ortaklıkların karşılıklı olarak birbirlerinin pay senetlerini satın almaları veya taahhüt etmeleri durumunda ortaklık sermayelerinin karşılıklı olarak şişirilmesi söz konusu olacağından bu konunun denetim altında tutulması gerekmektedir⁸⁸⁷. Mukayeseli hukuka bakıldığında konunun özel olarak düzenlendiği ve yavru ortaklığın ana ortaklık pay senetlerine sahip olamaması üzerinde durulduğu görülmektedir⁸⁸⁸.

a. İngiliz Hukuku

1985 tarihli “Ortaklıklar Kanunu” (Companies Act) kanunda belirtilen istisnalar dışında yavru ortaklığın tabi olduğu ana ortaklığın pay senetlerine sahip olamayacağını öngörmektedir [m. 23 (1)]⁸⁸⁹.

b. İrlanda Hukuku

Companies Act (CA) 1990 m. 224⁸⁹⁰, yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisab etmesinin koşullarını düzenlemektedir. Buna göre bu tür payların iktisabı için yapılacak ödeme yavru ortaklığın dağıtım için ayrılan karların dışında sağlanacaktır [m. 224 (a)]. Yavru ortaklık iktisab ettiği bu paylarla ilgili olarak herhangi bir oy hakkına sahip olmayacak ve bu tür hak kullanımını amaçlayan bir uygulama geçersiz olacaktır [m. 224 (a), (iii)].

yatırım ortaklıklarına hakim olan riskin dağıtılması ilkesi bununla bağdaşmaz. 2. Yatırım ortaklıklarının portföyü hisse senedi, tahvil, hazine bonosu vb. gibi değerlerden meydana gelir. Holding portföyünde genellikle hisse senetleri yer alır. Tahvillerin iştirakler portföyünde görülmesi nadirdir. Holding şirket kendisine bağlı şirketler üzerinde nüfuzunu sürdürmek maksadı ile onların özellikle hisselerine sahiptir. 3. Yatırım ortaklıklarının aksine, holding yatırımı devamlı nitelik arz eder. İştirakleri sabit malvarlığı olarak görürler, bkz.: Tekinalp, *Holding Kavramı*, s. 449; Akgüç, *Finansal Yönetim*, s. 932.

⁸⁸⁷ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 135; Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 260. Holding sistemi içinde karşılıklı katılımlar yoluyla sermayenin olduğundan fazla gösterilmesinin örnekle anlatımı konusunda bkz.: Akgüç, *Finansal Yönetim*, s. 944.

⁸⁸⁸ Çevik, *Anonim*, s. 1123.

⁸⁸⁹ Kanuna göre 1 Temmuz 1948 tarihinde veya bu tarihten önce yahut sonra ve 20 Ekim 1997 tarihinden önce yavru ortaklık ana ortaklığın paylarına sahip ise bunları muhafaza edebilecek fakat bu takdirde bu pay senetlerine ait oy hakkı askıda kalacaktır [m. 23 (4)], bkz.: CA 1985, m. 23 “Membership of Holding Company”, http://britlaw.free.fr/company/companies_act_1985.htm (10. 02. 2006).

⁸⁹⁰ Bkz.: <http://www.irishstatutebook.ie/ZZA33Y1990S224.html> (10. 02. 2006).

c. Alman Hukuku

Alm. POK. § 71d; “Kendi adına ve fakat şirket hesabına hareket eden üçüncü bir kişi şirketin kendi paylarını ancak bunun, § 71, f. 1, b. 1-5, 7 ve 8 ve f. 2 hükümlerine göre şirket açısından da mümkün olması halinde devralabilir veya elinde tutabilir. Aynı şey şirketin kendi paylarını, *bağlı bir ortaklığı* veya şirketin *çoğunluğunu elinde bulundurduğu bir işletme* hesabına hareket eden üçüncü kişilerce devralınması veya elde bulundurulması hali için de geçerlidir. Esas sermayedeki pay oranının tespitinde bu paylar ortaklığın payı sayılır” hükmünü ihtiva etmektedir. Burada payları devralan ortaklığın bağlı bir ortaklık mı yoksa çoğunluğunu paylarını devraldığı ortaklığın elinde bulundurduğu bir ortaklık mı olduğu Alm. POK. § 16 ve 17’ye göre tayin olunur⁸⁹¹. Buna göre bir ortaklık paylarının devralındığı ortaklıkta çoğunluğa sahip veya çoğunluk oy hakkına sahip ise yahut paylarının devralındığı ortaklığa doğrudan veya dolaylı olarak hakim durumda ise bu ortaklık “ana ortaklık” payları devralan ortaklık ise “bağlı ortaklık” durumunda demektir. Alm. POK. § 71d, c. 2 hükmü yavru ortaklık üzerinden ana ortaklığın paylarının devralınmasını da -bunun ana ortaklık tarafından bizzat yapılmasında geçerli olacak olan- aynı hükümlere tabi kılarak ana ortaklığın sermayesinin, ortaklarının ve alacaklılarının korunmasına hizmet etmektedir⁸⁹². “şirketin kendi payları şirkete herhangi bir hak bahşetmez” diyen Alm. POK. § 71b hükmü karşısında yavru ortaklık ana ortaklığın paylarından herhangi bir üyelik hakkı elde edemeyeceğinden ne ana ortaklığın genel kurul toplantılarında oy hakkına sahip olacak ne de temettü hakkına sahip olacaktır. Yavru ortaklık üçüncü bir ülke hukukuna tabi ise yabancı yavru ortaklık üzerinden gerçekleşecek bu devralmalarda da aynı yerli (Alman) yavru ortaklıklar üzerinden gerçekleşecek devralmalarda ortaya çıkabilecek tehlikelerin ortaya çıkması söz konusu olduğundan

⁸⁹¹ Alm. POK.’da söz konusu hükümler “Bağlı İşletmeler” (Verbundene Unternehmen) başlığı altında yer almaktadır. Bu hükümlere göre bağlı işletmeler (Unternehmensverbindungen) hukuken birbirinden ayrı işletmeler olup aralarındaki bağlılık: 1. Bir ortaklığa ait pay veya oy çoğunluğunun bir başka elde bulunması (in Mehrheitsbesitz stehende Unternehmen, Alm. POK. § 16), 2. Hakim ve bağlı işletme durumunun meydana getirilmesi (herrschende und abhängige Unternehmen, Alm. POK. § 17), 3. bir konzerne’ın üyelerinden bulunma (Alm. POK. § 18), 4. Karşılıklı katılmalar (wechselseitig beteiligte Unternehmen, Alm. POK. § 19), 5. İşletmeler arasında sözleşme yolu ile bağlanma gibi nedenlerden doğar, bkz.: Fahman Tekil, “Ticaret Kanununun Revizyonu üzerinde düşünceler”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 582-583; Teoman, *Yosunluk*, s. 65, 66.

⁸⁹² Benckendorff, s. 269. Bu aynı zamanda ana ortaklık içerisinde yetki ve sorumluluk dağılımının korunmasına da hizmet etmekte ve ana ortaklık yönetiminin dolaylı olarak yavru ortaklık genel kurul kararlarına tesir etmesinin önüne geçmektedir, Benckendorff, s. 270.

Alm. POK. § 71d hükmü bu yabancı yavru ortaklıklar için de uygulanacaktır⁸⁹³. Ancak tersi durumda yani yabancı ana ortaklığın paylarının Alman yavru ortaklık üzerinden devralınması halinde Alm. POK. § 71d hükmü uygulama alanı bulmaz. Ancak ana ortaklığın tabi olduğu hukuk yavru ortak üzerinden ortaklığın kendi paylarını devralmasına sınırlama getirmiş olabilir⁸⁹⁴. Örneğin bir Danimarka ana ortaklığı bir Alman yavru ortaklığı üzerinde sınırlama koyabilir çünkü kayıp sahip olduğu yavru ortaklıktan dolayı Danimarka ana ortaklığını da etkileyecektir.

d. İsviçre Hukuku

İsviçre hukukunda konuyu İsviçre Borçlar Kanunu'nun anonim ortaklıklar hukuku alanında değişiklikler ve ilaveler yapan ve 4 Ekim 1991 tarihinde kanunlaşarak 1 Temmuz 1992'de yürürlüğe giren Anonim Ortaklıklar Hukuku Hakkındaki Federal Kanun'dan öncesi ve sonrası şeklinde ele almak gerekiyor⁸⁹⁵. Değişiklikten önce bu konuda İsviçre hukukunda bir açıklık olmadığı için doktrinde “kanuna karşı hile, hakların suistimali” ve “birlik teorisi” olarak ifade edilen iki görüş ileri sürülmüştür⁸⁹⁶. *Siegwart* tarafından savunulan “kanuna karşı hile, hakların suistimali” görüşüne göre; yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisap etmesi, tehlikeli olmakla birlikte, kural olarak kanuna uygundur. İşlem, kanuna karşı hile veya hakkın kötüye kullanılması teşkil ettiği takdirde yasaklanmalıdır. Bu ise her somut olayın özelliğine göre değişecektir. Burada özellikle, yavru ortaklığın elinde bulundurduğu holding ortaklık pay senetlerinin sayısı, yavru ortaklığa ne ölçüde hakim olduğu, sahip olmanın ne koşullar altında gerçekleştiği, izlenen amaç, bu iktisabın pay sahipleri ve ortaklık alacaklıları üzerindeki etkisi göz önüne alınması gerekir. Ana ortaklığın yavru ortaklığa katılımı önemli oranda yani yavru ortaklığın kendisine özgü bir iradeye sahip olamayacak derecede olması halinde yavru ortaklık elinde bulundurduğu paylara ilişkin oy hakkını kullanamayacaktır⁸⁹⁷. *W. Von Steiger*

⁸⁹³ Benckendorff, s. 278.

⁸⁹⁴ Benckendorff, s. 278.

⁸⁹⁵ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 6.

⁸⁹⁶ Dalleves, s. 379 vd.; Yasaman, *Birleşme*, s. 83, 84.

⁸⁹⁷ Alfred Siegwart, *Kommentar zum 26. Titel der Obligationenrechtes*, 5 Teil: Die Aktiengesellschaft, Zürich 1945, no. 178–183 (Yasaman, *Birleşme*, s. 84, dpn. 65 ve Dalleves, s. 379'dan naklen), Alfred Siegwart, “Holding Anonim Şirketler”, çev. Mehmet Şükrü Tekbaş, *İktisat ve Maliye* (Aralık 1971), C. 18, S. 9, s. 351; Teoman, *Yoksunluk*, s. 64.

tarafından savunan “birlik teorisi” (Einheits-theorie) görüşü; tek bir ekonomik birlik meydana getiren karmaşık bir işletmenin birbirinden ayrı tüzel kişilerden oluşmasına bakılmaksızın hukuk yönünden de tek olarak kabul edilmesi fikrini benimser. Bu teori kabul edilmeyecek derecede ağır sonuçlar verdiği için doktrin ve mahkeme içtihatlarında dar yorumlanarak “değiştirilmiş birlik teorisi” ortaya çıkmıştır. Buna göre, yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisap etmesi ile ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi tamamen aynıdır. Bu payların en kısa zamanda elden çıkarılması gerekir ve bu paylar genel kurulda temsil edilemez. Buna karşılık aralarında herhangi bir bağıllık ilişkisi bulunmayan karşılıklı katılmalarda İsv. BK. m. 659 (TTK. m. 329) uygulanmaz⁸⁹⁸. Federal Mahkeme’de değişiklikten önce ana ortaklığın yavru ortaklık üzerindeki hakimiyetin sonucu olan bağımlılık esasını kabul etmiştir. Buna göre ana ortaklık yavru ortaklığı kendisine karşı bağımsız bir irade beyanına sahip olmayacak derecede hakimiyeti altına almış ise, yavru ortaklığın sahip olduğu pay senetlerine bağlı hakların kullanılması, gerçekte ana ortaklığa aittir. Bu paylar ana ortaklığın kendi payları olup genel kurulda temsili yasaklanmıştır⁸⁹⁹. Mahkeme “değiştirilmiş birlik teorisi”ne açıkça katılmamakla birlikte bazı ilkelerini uygulamıştır⁹⁰⁰. Özellikle yavru ortaklık tamamen yahut tamama yakın olarak ana ortaklığın hakimiyeti altında ise iki ortaklığı bir bütün olarak kabul etmektedir⁹⁰¹.

⁸⁹⁸ W. von Steiger, die Rechtsverhältnisse der Holdinggesellschaften in der Schweiz, Actes de la Société Suisse des Juristes, 1943, Fasikül 2, s. 316 vd. (Yasaman, *Birleşme*, s. 84, dñn. 66 ve Dalleves, s. 380’den naklen), Teoman, *Yoksunluk*, s. 62. Bu görüş Von Steiger tarafından da benimsenmiştir, bkz.: Von Steiger, s. 177, dñn. 70.

⁸⁹⁹ Pulaşlı, *Şirketler*, s. 583; Dalleves, s. 383; Yasaman, *Birleşme*, s. 85; Teoman, *Yoksunluk*, s. 63. “...ana şirketin bir yavru şirkette iktisap edilen hisse senetleri, yavru şirket tamamen ana şirketin tabiiyeti altında ise, temsile konu teşkil edemezler, zira bu halde söz konusu hisse senetleri ana şirketin zilyetliğinde olarak telakki edilmelidir”, Federal Mahkeme kararı için bkz.: Akar Öçal, “Anonim Şirketlerle İlgili Federal Mahkeme Karar Özetleri (1940-1952)”, *Batider* (Haziran 1974), C. VII, S. 3, s. 734.

⁹⁰⁰ Yasaman, *Birleşme*, s. 85. İsviçre Federal Mahkemesi 19. 03. 1946 tarihli kararında: “Tadil edilmiş birlik teorisi gereğince yavru şirket bir bağımsız ekonomik varlığa sahiptir. Dolayısıyla yavru şirketin ana şirket hisse senetlerine onun hukuki kişiliğinden ayrı olarak malik olma ve onlar üzerinde temsil hakkı vardır. O bakımdan bu hisse senetleri, prensip olarak ana şirket genel kurulunda oy hakkından mahrum edilmezler. Ancak her özel durumda, şartlara göre buna imkan olup olmadığı araştırılmak gerekir. Bu konuda karar vermek için İsv. BK. m. 659, f. 5’e (TTK. m. 329/son) temel teşkil eden yukarıdaki fıkirden yürümek gereklidir. Konuya bu açıdan bakıldığı zaman yalnız ana ve yavru şirketin hukuki kişilik ve malvarlığı sahasındaki formel ayrılığı ile yetinilmeyip bilhassa aralarında bir bağımlılık ilişkisi olup olmadığına bakılmalıdır. Önemli olan, bu bağımlılığın derecesidir. Çünkü yavru şirket, sermayesine önemli bir katılma veya başka başka yollarla bağımsız bir irade ileri süremeyecek ölçüde ana şirketin hakimiyeti altına girmiş bulunabilir. Bu durumda yavru şirkete ait hisse senetleri –ki uygulamada bağlı aksiyonlar veya yönetim aksiyonları şeklinde tanımlanmaktadır- ana şirketin kendi aksiyonları demektir.

1991 yılında yapılan değişiklik ile, bir ortaklığın yavru ortaklığa çoğunluk sağlayacak düzeyde katılması durumunda, yavru ortaklığın ana ortaklığın pay senetlerini iktisap etmesi ana ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi hakkındaki hükümlere tabi kılınmıştır (İsv. BK. m. 659b, f. 1). Ana ortaklığın yavru ortaklığın pay senetlerini iktisabında da aynı kurallar uygulanır (İsv. BK. m. 659b, f. 2)⁹⁰².

e. Avrupa Birliği Hukuku

77/91/EEC sayılı İkinci Yönerge (Sermaye Yönergesi)⁹⁰³ 23 Kasım 1992 tarihinde 92/101 sayılı yönerge⁹⁰⁴ ile değiştirilmiş olup değişiklik bir ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi imkanını sınırlayan kuralları, yavru ortaklıkları veya alt-yavru ortaklıkları tarafından yapılan iktisaplara da genişletmeye yöneliktir. Değişiklik ile eklenen m. 24a, f. 1a hükmüne göre; halka açık bir anonim ortaklığın pay senetlerinin oy haklarının çoğunluğuna sahip olduğu veya doğrudan yahut dolaylı olarak hakim etki uyguladığı başka bir ortaklık tarafından taahhüt edilmesi, iktisap edilmesi veya elde tutulması halinde halka açık anonim ortaklığın kendisi tarafından taahhüt edilmiş, iktisap edilmiş veya elde tutulmuş sayılacaktır. Bu paylara ilişkin oy hakkı askıda olup elden çıkarılıncaya kadar kullanılamaz.

f. Türk Hukuku

Türk hukukunda holding ortaklıkları düzenleyici hükümler getirilmediğinden anonim ortaklıklara ilişkin hükümler holding ortaklıklara da uygulanmaktadır⁹⁰⁵. Acaba TTK. m. 329’da ifade edilen iktisap yasağı ana ortaklık - yavru ortaklık ilişkisinde uygulanabilir mi? Çevik’e göre, kanunumuzda açık bir hüküm bulunmamakla beraber

O bakımdan kıyas yolu ile İsv. BK. m. 659, f. 5’in (TTK. m. 329/son) şirketçe devralınan payların genel kurulda temsilini önleyen hükmü altına düşerler. Aksi kabul edilseydi bir holding şirket, oy sayısını etkilemek üzere daima kendi hakimiyeti altındaki yavru şirketler portföyünde bulunan aksiyonlardan yararlanabilirdi. Kaldı ki yavru şirket, sırf ana şirket hisse senetlerini elinde bulundurması ve onlar sayesinde genel kurulda hakimiyetin sağlanmasında yardımcı olması amacı ile özel şekilde seçilebilir ve hatta kurulabilirdi. Böylece İsv. BK. m. 659, f. 5 (TTK. m. 329/son) hükmü kolayca bertaraf edilebilir ve sağladığı himayeden eser kalmazdı”. (Karar çevirisi Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 118, dnp. 12’den alınmıştır). Aynı kararın diğer bir çevirisi için bkz.: Teoman, *Yoksunluk*, s. 63.

⁹⁰¹ Dalleves, s. 387.

⁹⁰² Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 43; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 584.

⁹⁰³ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 4, I, II, III.

⁹⁰⁴ ATRG (1992) No. L 347/64.

⁹⁰⁵ Çevik, *Anonim*, s. 1123.

TTK. m. 329 hükmünden yavru ortaklığın holdingin pay senetlerini alamayacağı sonucuna varılabilir⁹⁰⁶. *Teoman* ise sorunun çözümünde *Sieghart* tarafından geliştirilip Federal Mahkemece de benimsenen ayrımın uygulanabileceğini, katılma oranının büyük olması ve hakimiyetin sonucu olan bağımlılık esasının kabulü halinde yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisap etmesinin ana ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi olacağı, edinme geçerli olsa bile bu paylara ilişkin oy hakkının kullanılamayacağını ifade eder⁹⁰⁷. *Tekinalp* “hakimiyet” unsuruna dikkat çekerek, bu unsurun varlığının TTK. m. 329’un uygulanmasına sebep olabileceğinden her somut olayda bunun incelenmesi fikrinde olduğunu ifade eder⁹⁰⁸. *Tekinalp*’e göre; “Holdingin yavru ortaklıktaki iştirakinin miktarı arttıkça, yani iki ortaklık arasında birlik teorisi (Einheitstheori) anlamında ayniyet ortaya çıktıkça madde doğrudan doğruya uygulama imkanı bulur. Özellikle kontrol gayesi güden, yani hakimiyet kurulması imkanını veren holdinglerde bu teori önem kazanır ve yavru ortaklık tarafından satın alınmış olmasına rağmen, esasında holding kendi pay senetlerini iktisap etmiş olur”⁹⁰⁹. *Yasaman* Federal Mahkemenin değiştirilmiş birlik teorisini uygulayan kararınının Türk hukukunda da uygulanması taraftarıdır⁹¹⁰. Kanaatimizce de hakimiyet ne kadar fazla ise yani yavru ortaklık sermayesine önemli ölçüde katılma yahut sair yollarla bir bağımsız irade ileri süremeyecek ölçüde ana ortaklığın hakimiyetine girmiş ise yavru ortaklık payları üzerindeki tasarruf hakkı gerçekte ana ortaklığa ait ve hukuku kötüye kullanma ihtimali o kadar fazla olacağından TTK. m. 329’un uygulanması kuvvetle muhtemel olacaktır. Çünkü tamamen ana ortaklık kontrolünde bulunan bir yavru ortaklığın ana ortaklık paylarını iktisap etmesi TTK. m. 329’da öngörülen yasağı dolayısıyla bertaraf edecek nitelikte kanuna karşı hile teşkil ettiğinden iktisabın hükümsüz sayılması gerekir⁹¹¹.

⁹⁰⁶ Çevik, *Anonim*, s. 1132.

⁹⁰⁷ *Teoman*, *Yoksunluk*, s. 65. TTK. Tasarısında, yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisap etmesi halinde toplam oyların ve bu payların, en çok dörtte birine ait hakların kullanılabileceği, geri kalan oylara ve paylara ilişkin bütün hakların donacağı ve bu payların toplantı ve karar nisaplarında hesaba katılmayacağı öngörülmüştür (TTKT. m. 201, f. 1).

⁹⁰⁸ *Tekinalp* (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

⁹⁰⁹ Ünal Tekinalp, “Holding’in Pay Senetleri Yavru Ortaklık Tarafından Satın Alınabilir mi?”, **İktisat ve Maliye** (Ocak 1969), C. XV, S. 10, s. 420.

⁹¹⁰ *Yasaman*, *Birleşme*, s. 86.

⁹¹¹ Oğuz İmregün, **Bilirkişi Raporları (1987 Yılı)**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1999, s. 226.

Ancak her somut olayda ilişki incelenmeli ve öyle sonuca varılmalıdır⁹¹². Her somut olayda TTK. m. 329'un ihlali koşullarının var olması, yani:

- a) Yavru ortaklığa tamamen ya da tamama yakın bir şekilde hakim olunması,
- b) Ayrı tüzel kişiliğe sahip olunduğu hususunun ileri sürülmesinin hakkın kötüye kullanılması sonucunu doğurması gerekmektedir⁹¹³.

3. Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Finansmanı

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmek için finansal yardım sağlama yasağı, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı ile ilgili kurallarla yakından ilgilidir. Örneğin Almanyada anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı ile ilgili hükümler Alm. POK. § 71'de düzenlenirken finansal yardım sağlama yasağı Alm. POK. § 71a'da⁹¹⁴ düzenlenmiştir. Kendi paylarını finansmanı ile kastedilen ortaklığın kendi paylarını başkasının satın alabilmesi için onu finanse etmesi, ödünç veya teminat vererek yahut diğer araçlarla desteklemesidir⁹¹⁵. Finansal yardım sağlanmasını teşkil eden işlemlerin akdedilmesinin yasaklanmasına ilişkin düzenlemenin mantığı, ekonomik açıdan ortaklığın geri alım için bizzat kendisinin kaynak harcaması yapması veya bunu bir

⁹¹² Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482.

⁹¹³ Dalleves, s. 387.

⁹¹⁴ Alm. POK. § 71a, f. 1; “Şirket tarafından başka birisine, konusunu bu şirketin paylarını devralmayı amaçlayan bir avans veya kredi veyahut da teminat verilmesi oluşturan işlemler geçersizdir. Ancak bu, kredi veya finans kuruluşlarınca cari işlemler çerçevesinde veya hisselerin içinin şirketi veya bağlı işletmesi tarafından devralınması amacıyla şirket tarafından bir avans veya kredi verilmesi veya teminat gösterildiği işlemler için geçerli değildir. Ancak bu hallerde dahi bu tür işlemler, şirketin hissedarlara ödeme yapmak üzere kullanmayacağı, esas sermaye veya şirket sözleşmesine göre ayırması gerekli ihtiyat akçelerini azaltmadan, şirketin kendi hisseleri için § 272 f. 4 HGB hükmünde öngörülen ihtiyat akçelerini teşkil edemeyecek olduğu durumda geçersizdir.

f. 2, Şirket ile bir başkası arasındaki, o kimseyi şirketin hisselerini, şirket veya bağlı bir ortaklığı veya şirketin çoğunluğunu elinde bulundurduğu bir işletme hesabına devralma konusunda yetkilendiren bir hukuki işlem de, şirket tarafından devralmanın § 71 f. 1 veya 2'yi ihlal etmesi halinde geçersizdir”.

⁹¹⁵ Bu husus TTK. Tasarısında da hüküm altına alınmıştır: “Paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya güvence verilmesi olan hukuki işlemler batıldır. Bu hüküm, kredi ve finans kurumlarının devamlı uğraş konuları içine giren işlemlere ve şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarına, şirketin paylarını iktisap edebilmeleri amacıyla, avans, ödünç ve güvence verilmesine ilişkin hukuki işlemlere uygulanmaz. Ancak, bu istisnai işlemler, şirketin, kanuna ve esas sözleşmesine göre ayırmak zorunda bulunduğu yedek akçeleri azaltıyor veya 519 uncu maddede düzenlenen yedek akçelerin harcanmasına ilişkin kuralları ihlal ediyor ve şirketin 520 nci maddede öngörülen yedek akçeyi ayırmasına olanak bırakmıyorsa, geçersizdir” (TTKT. m 380, f. 1). Maddenin gerekçesinde “başka kişi” ibaresinin geniş kapsamlı olup pay sahiplerini, yönetimde çalışanları, kurul üyelerini ve üçüncü kişileri ifade ettiği belirtilmiştir.

başkasının emrine sunması arasında bir fark gözetilmemesi olgusudur⁹¹⁶. Ancak kredi ve finans kurumlarının işletme konuları gereği devamlı olarak yaptıkları ödünç, teminat ve avans işlemleri bu yasak kapsamına girmez. Burada verilecek kredinin ortaklığın kendi paylarını almasını mümkün kılıp kılmadığına ve tarafların iradelerine bakılması gerekir. Örneğin bankanın pay sahiplerine vereceği krediyi şarta bağlaması kanuna karşı hile oluşturabilir. Bu amaçla verilmiş ise TTK. m. 329 hükmü dolandırıldığından işlem hükümsüz sayılmalıdır⁹¹⁷. İngiliz mahkemeleri gittikçe artan şekilde amacı esas almaktadırlar⁹¹⁸. Önemli olan her somut olayın özelliklerini göz önünde bulundurmaktır. Ortaklığın çalışanlarına kendi paylarını iktisap edebilmeleri amacıyla avans, ödünç veya güvence vermesi yahut kendisine kanuna uygun şekilde yapılan ödemeler sonucunda üçüncü kişinin ortaklığın paylarını iktisap etmesi halinde finansal yardım yasağından bahsedilemez. İsviçre Federal Mahkemesi yavru ortaklıkların kendi ana (holding) ortaklığının paylarını, hakim ortaklık tarafından sağlanan krediler yardımı ile gerçekleştirmesinin kanunsuz olduğuna karar vermiştir⁹¹⁹. Bu yasak ana ortaklığın paylarını iktisap etme maksadıyla ödünç veren ya da teminat sağlayan yavru ortaklıklara da aynı derecede uygulanır. Yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisap için finansal yardımda bulunması kendisi için olduğu kadar ana ortaklık için de risklidir. Bu durum yavru ortaklığın üzerinde bir kredi riski oluşturacak veya ortaklığın sermaye rezervlerini azaltacaktır.

II. TTK. m. 329’da Öngörülen İktisap Yasağının Etkili Olmadığı Haller

İktisap yasağı, devren edinmeler düşünülerek öngörülmüş olup kuruluşta uygulanmasına hukuken imkan yoktur. Çünkü bu aşamada, henüz kendi paylarını taahhüt edecek bir anonim ortaklık mevcut değildir⁹²⁰. Bu sebeple ortaklığın kendi paylarını asli olarak kuruluşta devralmasının mümkün olmadığı, sermaye artırımında ise

⁹¹⁶ Benckendorff, s. 258.

⁹¹⁷ Sevi, *Kendi Payı*, s. 253.

⁹¹⁸ David Cabrelli, “In Dire Need of Assistance?: Sections 151-158 of The Companies Act 1985 Revisited”, *Journal of Business Law*, 2002, s. 276. SLIM çalışma grubu Ekim 1999 tarihli raporunda (bkz.: yukarıda dpn. 295) finansal yardım sağlama yasağının mümkün olduğunca minimuma indirilmesini teklif etmiştir. Buna göre iki yol takip edilebilir: 1) Dağıtılabilir net aktiflerin miktarına göre finansal yardımı sınırlamak, 2) Yeni İhraç Edilmiş pay senetlerinin taahhüdüne göre sınırlamak.

⁹¹⁹ Akar Öçal, “Holding Şirket”, *İktisat ve Maliye* (Mayıs 1972), C. XIX, S. 2, s. 84

⁹²⁰ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

anonim ortaklığın kendi paylarını taahhüt etmesinin geçersiz olduğunu yukarıda ifade edildi⁹²¹. Aşağıda iktisap yasağının ihlal edilmiş olmadığı halleri inceleyeceğiz.

A. Iskat

Iskat, pay sahibinden sermaye borcunu ödemede mütemerrit olduğu paylarla ilgili olarak, pay sahipliğinin –onun iradesine rağmen- alınmasıdır⁹²². Iskat sahip olunan “pay” için uygulanır ve pay sahibinin sahibi bulunduğu bütün paylara uygulanmışsa çıkarma sonucunu doğurur⁹²³. Pay sahibinin ıskat edilebilmesi için temerrüde düşmüş olması ve yönetim kurulunun mütemerrit pay sahibine sermaye borcunu en geç bir ay zarfında yerine getirmesi için TTK. m. 37’de belirtilen şekilde ilan yoluyla mehil verip davette bulunması gerekir⁹²⁴. Pay sahibinin ortaklık hak ve sıfatının elinden alınması sonucunu doğuran ıskat kararının alınmasında kanunda belirtilen şartların yerine getirilmesi ve Yargıtay içtihatlarının göz önüne alınması gerekir⁹²⁵. Doktrinde ıskat için gerekli prosedürün gerçekleşmesinden sonra ancak ıskat kararı alınmadan önce mütemerrit ortağın sermaye borcu ile birlikte temerrüt faizini de ödemesi halinde ıskat kararı verilemeyeceği savunulmuştur⁹²⁶. Iskat hakkı, anonim ortaklığa kanunen tanınmış olup esas sermayenin temini ve korunması gayesine hizmet ettiği için amir bir hükümdür ve sözleşme ile bertaraf edilemez⁹²⁷.

⁹²¹ Bkz.: yukarıda Birinci Bölüm § 3, II, 1, b.

⁹²² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 605.

⁹²³ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 605. Iskat için payın senede bağlanması zorunlu olmadığı gibi, pay senedinin nama veya hamiline olması yahut ilmühaber çıkarılmış olması önemli değildir, bkz.: Doğanay, s. 1223.

⁹²⁴ Y. 11. HD., 21. 2. 1980, E. 1980/456, K. 818, bkz.: Doğanay, s. 1225.

⁹²⁵ Iskat prosedürü hakkında ayrıntılı bilgi için bkz.: Ahmet Battal, “Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Iskat Prosedürü (TTK. M. 408) İle İlgili Yargıtay Uygulaması”, **Ticaret Hukuku Ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (9–10 Haziran 2000)**, C. XVII, s. 53–67.

⁹²⁶ Güzin Üçışık, “Limited Şirkette Ortağın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Prof Dr. Fahiman Tekil’in Anısına Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 193; Battal da aynı görüştedir ancak yönetim kurulunun karar verdikten sonra ödemeyi kabul zorunluluğunun bulunmadığını ifade eder, bkz.: Battal, *Iskat*, s. 57. Kanaatimizce yönetim kurulu karar verdikten sonra bu konuda bir takdir yetkisine sahip olup isterse ödemeyi kabul eder isterse ıskat yoluna giderek ortağı ihraç edebilir, aynı görüşte bkz.: Doğanay, s. 1225. Yönetim kurulunun takdir yetkisini kullanırken pay sahibinin ortaklığın çıkarlarına aykırı davranmamış olması gibi özellikleri kullanarak kararını olumlu yönde verebilmesi mümkündür, bkz.: Battal, *Iskat*, s. 58.

⁹²⁷ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 182. “TTK.nun 408 inci maddesi buyurucu bir kural olup, bu kurala uyulmaması nedeniyle alınan çıkarma kararı geçersizdir”, Y. 11. HD., 17. 12. 1981, E. 5383, K. 5479, bkz.: Eriş, *Anonim*, s. 643.

Konumuz açısından ıskat kararının sonuçları ve TTK. m. 329 ile bağlantısı üzerinde duracağız. İskat kararıyla mütemerrit pay sahibinin temerrüt konusu paylarla ilgili olarak pay sahipliği sıfatı sona erdiğinden kendisine verilen paylar iptal edilir (TTK. m. 407, f. 2) ve bu paylar üzerindeki tasarruf hakkı sona erer. Sermayenin azaltılması ve bir kısım payların ortadan kaldırılması söz konusu olmadığından ıskata konu olan paylar itfa edilmiş olmaz hukuken varlığını korur⁹²⁸. İskat edilen pay sahibinin ıskata konu olan pay senetlerini ortaklığa geri vermesi gerekir. Acaba bu geri verme TTK. m. 329'a aykırılık teşkil eder mi? İskat dolayısıyla işleme konu olan payların geçici olarak anonim ortaklıkta bulunması iktisap yasağına girmez⁹²⁹. Zira bu halde, anonim ortaklık esas sermayesinin temini için mütemerrit pay sahibini ortaklıktan ıskat etmekte, ancak ıskata konu olan payı geçici olarak geri almaktadır⁹³⁰. Anonim ortaklıkta ana sözleşme değişmedikçe pay sahipliği mevkii azaltılamayacağı ve ortaklık kendi paylarını satın alamayacağından ıskata konu olan paylar geçici olarak ortaklıkta kalmaktadır. Paylar devredilmeyip anonim ortaklığın elinde bulunduğu sürece paylara ilişkin haklar kullanılamaz. İskatın amacı, esas sermayenin temini ve korunması olduğundan, yönetim kurulunun boşalan pay yerini bir an önce doldurması, yeni bir pay sahibi araması yükümlülüğü vardır⁹³¹. Yönetim kurulunun ıskata konu payları uzun bir süre satmayarak tasarrufunda tutması, “esas sermayenin tamamen ödenmiş” olmasını mümkün kılmadığından sermaye artırımını engelleyerek ortaklığın dış kayanaktan finansman sağlama amacını başarısız kılacaktır. Bu durum yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu gerektirir⁹³². Yönetim kurulunun payları ortaklık hesabına satın alması veya ortaklığın hakimiyeti altındaki yavru ortaklığa satması TTK. m. 329'a aykırılık teşkil eder⁹³³.

B. Komisyonculuk

Komisyoncu, ücret karşılığında kendi namına ve müvekkili hesabına kıymetli evrak ve menkul eşya alım ve satımını yüklenen kimsedir. Bu tanım, BK. m. 416'da

⁹²⁸ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 184; Çevik, *Anonim*, s. 740.

⁹²⁹ Von Steiger, s. 178; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), s. 478.

⁹³⁰ Göle, s. 124; Giger, s. 32.

⁹³¹ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 184; Göle, s. 126; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 607; İmregün, *Anonim*, s. 286.

⁹³² Çevik, *Anonim*, s. 740.

⁹³³ Çevik, *Anonim*, s. 740.

alım ve satım komisyoncusu için verilmiştir. Alım-satım komisyonculuğu BK. m. 416-429’da ayrıntılı olarak hükme bağlanmış, diğer işlere ilişkin komisyonculuk ise, alım-satım komisyonculuğuna ilişkin hükümlere göndermede bulunmak suretiyle düzenlenmiştir (BK. m. 430, f. 2). Borçlar Kanunu dışında başka kanunlarda da özel komisyonculuk faaliyetleri düzenlenmiştir⁹³⁴. Komisyoncu alım-satım işlerinde, kendi adına fakat müvekkili hesabına hukuki işlem yapar. Bu anlamda komisyonculuk faaliyeti, dolaylı temsil yetkisi veren vekalet sözleşmesinde vekilin faaliyetinin bir özel görünümü niteliğindedir⁹³⁵. Burada yapılan hukuki muameleden doğan hak ve borçlar komisyoncunun şahsında doğar ve daha sonra diğer muamelelerle müvekkile intikal eder (BK. m. 32, f. 3). Bazı istinai hallerde komisyoncunun üçüncü kişilerle yaptığı sözleşmeden doğan hak ve borçlar doğrudan doğruya müvekkile geçebilir. BK. m. 393, f. 1 uyarınca müvekkil, komisyoncuya karşı tüm borçlarını ifa edince komisyoncunun kendi adına ve müvekkili hesabına yaptığı işleminden doğan alacak, müvekkile ait olur.

Bir anonim ortaklık alım-satım komisyoncusu olarak kendi adına başkası hesabına hareket ederek kendi paylarını satın alabilir. Hatta borsada kayıtlı veya piyasada cari fiyatı bulunan bir menkul kıymeti satmağa veya satın almaya memur edilen komisyoncu (anonim ortaklık), müvekkil tarafından aksine talimat verilmemiş ise, satın alacağı şey yerine kendi paylarını satabilir, yahut satacağı kendi payını kendisi için alabilir (BK. m. 427, f. 1). *Tekinalp*’e göre BK. m. 393 açısından sorunun önem kazanmasına rağmen paylar anonim ortaklığın mülkiyetine geçmediği için iktisap yasağına tabi değildir⁹³⁶. Bu konuda Alman hukuku açısından, payların komisyon

⁹³⁴ Örneğin, taşıma işleri komisyonculuğu (TTK. m. 800–815), gümrük komisyonculuğu (Gümrük Kanunu m. 166–173) gibi.

⁹³⁵ Cevdet Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 5. Bası, 1997, s. 683. Dolaylı temsil yetkisi veren vekalet sözleşmesi hukuki niteliğini haiz olduğundan komisyon sözleşmesine Borçlar Kanunu dışında vekalet sözleşmesine ilişkin kanun hükümleri de uygulanır (BK. m. 416, f. 2). Komisyoncunun gizli vekil olduğu konusunda, *bkz.*: Hayri Domanıç, **Ticaret Hukukunun Esasları**, İstanbul: Temel Yayın-Dağıtım, 1988, s. 343.

⁹³⁶ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 478. *Tekinalp*’in işaret ettiği BK. m. 393 açısından kastettiği sorun şudur; kendi adına müvekkili hesabına pay senedi iktisap eden (dolaylı temsilci) vekil, mülkiyeti müvekkile devredinceye kadar, söz konusu pay senedinin maliki olacak mıdır? 1) Dolaylı temsilci vekilin taraf olduğu bir hukuki işlem ile elde edilen menkul mülkiyetinin doğrudan müvekkile geçtiğinin kabul edilmesi durumunda, BK. m. 393, f. 3 düzenlemesinin bir anlamı olmazdı şeklindeki görüş (*bkz.*: Ali Ayli, “Vekilin, Vekalet İlişkisi Çerçevesinde Aldıklarını Verme Borcu”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 606). 2) Dolaylı temsil olunanın dolaylı temsilcinin yaptığı hukuki muamele sonucunda menkullere ilişkin aynı hakkı doğrudan kazandığını kabul eden görüş. (Yavuz, s. 671 ve orada anılan yazarlar). Birinci görüş kabul edilse dahi bu

işlemleriyle devralınmasına açıkça herhangi bir kısıtlama getirilmemiştir⁹³⁷. Komisyonculuğa konu olan ortaklığın kendi payları ayıklanma kaydıyla ortaklığın mülkiyetine geçer⁹³⁸. Kanaatimizce anonim ortaklık işlemi kendi adına fakat müvekkili hesabına yaptığı için sonuçta işlemin konusu kendi payları da olsa müvekkilin olacağından iktisap yasağının burada uygulanması söz konusu olmayacaktır.

C. Aracılık

Anonim ortaklığın kendi paylarının alımına aracılık yapması mümkündür ve bu halde payların mülkiyetini kazanmadığı için TTK. m. 329'da öngörülen iktisap yasağına aykırılık yoktur⁹³⁹. Pay senetlerinin bir sermaye piyasası aracı olduğu ve sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımının bir sermaye piyasası faaliyeti olduğu göz önüne alındığında anonim ortaklığın bu faaliyeti yerine getirebilmesi için Sermaye Piyasası Kurulundan yetki belgesi almış aracı kurum niteliğinde olması gerekmektedir. Nitekim SerPK. m. 30, f. 2'de aracılık; "sermaye piyasası araçlarının, 31 inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımı" şeklinde tanımlanmıştır. Aracı kurum kendi namına başkası hesabına hareket ederse bu vekalet hükümlerinin uygulanacağı komisyonculuktur⁹⁴⁰ (BK. m. 416) ki yukarıda bunu ifade ettik. Başkası nam ve hesabına alım satım vekalet sözleşmesi niteliğinde olup aracı kurumun müşterisini doğrudan temsili söz konusudur⁹⁴¹. Hukuki muameleden doğan hak ve borçlar doğrudan doğruya temsil edilen müşteriye aittir⁹⁴². Yukarıda ifade ettiğimiz gibi 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 329 uncu maddesinde müsaade edilen haller hariç

iktisap geçici olup, mümkün olur olmaz dolaylı temsil olunana bu mülkiyet devredilecektir. Dolayısıyla iktisap yasağına tabi olmuyacaktır. İkinci görüşte zaten bir problem yoktur.

⁹³⁷ Alm. POK. § 71, f. 1, Nr. 4; "Devralma ivazsız gerçekleşmiş veya bir kredi kuruluşu devralma suretiyle bir alım komisyonu icra ediyorsa,".

⁹³⁸ Giger, s. 47, dñn. 39. *Benckendorff*'a göre, kredi kuruluşları alım komisyonlarında kendi adına hareket ettiklerinden verilen yükümlülükleri ifa etmeleri onlar nezdinde bir ara iktisap sonucunu doğurur. Ancak satış komisyonlarında yalnızca tasarruf yetkisine sahip olduklarından bir ara iktisap gerçekleşmediğinden Alm. POK. § 71 uygulanmaz, *Benckendorff*, s. 233.

⁹³⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 478.

⁹⁴⁰ Tanör, *Taraflar*, s. 285; Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 93.

⁹⁴¹ Tanör, *Taraflar*, s. 285; Manavgat, *Aracı Kurumlar*, s. 85.

⁹⁴² Tekinalp, *Sermaye Piyasası*, 93.

olmak üzere, ihraç ettikleri hisse senetlerini, kendi nam ve hesaplarına alıp satamazlar”⁹⁴³

III. TTK. m. 329’da Öngörülen İktisap Yasağının İstisnaları

Kanunkoyucu zaruri ve faydalı olacağını kabul ettiği bazı hallerde anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi yasağının kapsamını daraltarak buna izin vermiştir⁹⁴⁴. Ancak bu istisnalar sınırlı olarak düzenlenmiş olup yorum yoluyla genişletilemez⁹⁴⁵. Ortaklık ana sözleşmesine konulan bir hükümle yahut genel kurulda alınan bir kararla bunların dışına çıkılamaz⁹⁴⁶. İstisnai haller, iktisap yasağı ile korunmak istenen menfaatlere zarar vermesi mümkün olmayan hallerdir⁹⁴⁷. Aşağıda bu istisnalar incelenecektir.

A. Payların Ortaklık Sermayesinin Azaltılmasına Dair Bir Karara Dayanılarak İktisap Edilmesi

Esas sermayenin azaltılması, bilançodaki esas sermaye kaleminin nominal olarak indirilmesi sonucunu doğuran ve esas sözleşme değişikliği niteliğindeki bir işlemdir⁹⁴⁸. Anonim ortaklık çeşitli nedenlerle sermayesini azaltma yoluna gidebilir. Esas sermayenin azaltılması halleri genel olarak ihtiyari ve zorunlu olmak üzere iki kısımda incelenebilir⁹⁴⁹. Anonim ortaklık esas sermayesini çalışma konusu ve iş hacmi bakımından gerçek ihtiyacının üzerinde görerek azaltma yoluna gidebileceği gibi (ihtiyari)⁹⁵⁰, esas sermayenin zarar sebebiyle azalması halinde mali durumunu

⁹⁴³ Bkz.: yukarıda Dördüncü Bölüm § 12, I, B. Maddenin ikinci fıkrasına göre aracılık faaliyetinde bulunan bankalar da bu hükme tabidir.

⁹⁴⁴ TTK. Tasarısında ise ortaklığın kendi paylarını iktisabının şartları **TTKT.** m. 379’da öngörülmüştür. Ancak şu hallerde ortaklığın **TTKT.** m. 379 hükmüyle bağlı olmaksızın kendi paylarını iktisap edebileceği öngörülmüştür: a) esas veya çıkarılmış sermayenin azaltılmasına ilişkin 473 ila 475 inci madde hükümlerinin uygulanması sebebiyle, b) külli halefiyet kuralı gereğince, c) bir kanuni satın alma yükümü dolayısıyla, d) bedellerinin tümü ödenmiş olmak şartıyla veya cebri icradan, bir şirket alacağının tahsili amacıyla ve e) şirket işgal konusu gereği (**TTKT.** m. 382).

⁹⁴⁵ Eriş, *Şirketler 2*, s. 1893; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 479.

⁹⁴⁶ Gökçe, s. 44.

⁹⁴⁷ Sevi, *Payın Devri*, s. 67.

⁹⁴⁸ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 758; Çevik, *Anonim*, s. 941; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 110; İmregün, *Anonim*, s. 459.

⁹⁴⁹ Çevik, *Anonim*, s. 941.

⁹⁵⁰ Çevik, *Anonim*, s. 941; Tekil, *Anonim*, s. 372; *Arslanlı*’ya göre, bu şekilde esas sermayenin atıl kalan kısmı iktisaden bir zarar olup mukavelede hüküm varsa diğer bir ortaklığın pay senetlerine veya tahvillerine yatırılarak değerlendirilmesi imkanı vardır, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 108; Bu

düzeltilmek amacıyla da yapılabilir (TTK. m. 324'deki durumda zorunludur)⁹⁵¹. Sermaye azaltılması bazı pay sahiplerinin anonim ortaklıktan ayrılma haklarını sağlamak veya anonim ortaklığın elden çıkarmak imkanını bulamadığı iktisap etmiş olduğu kendi pay senetleri tutarını esas sermayeden düşürmek amacıyla da yapılabilir⁹⁵². Doktrinde anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edememesinin gerekçesi olarak; “esas sermaye miktarının sermayenin azaltılması hakkındaki kurallara (TTK. m. 396–398) uyulmamak suretiyle indirilmesi yolunu açmamak” olduğu ifade edilmiştir⁹⁵³. Sermaye azaltılmasının teknik bir işlem olduğunu ve esas sözleşme değişikliği niteliği taşıdığını ifade ettik. Ortaklık alacaklıları yönünden güvencenin azalması anlamını ifade ettiğinden kanun bu konuda koruyucu bazı hükümler öngörmüştür⁹⁵⁴. Bu açıdan bakıldığında anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi esas sermayenin azaltılması anlamını taşımaz⁹⁵⁵. Ancak kendi paylarını iktisap esas sermayenin azaltılması şekillerinden birisi olabilmektedir⁹⁵⁶. Anonim ortaklıkta sermayenin azaltılması çeşitli yöntemlerle yapılabilir: Payların itibari değerinin düşürülmesi ve

amaçla yapılan azaltmaya “ana tür veya sermayeyi yeniden kuran (kurucu) sermaye azaltması” da denilmektedir, bkz.: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 758.

⁹⁵¹ TTK. m. 324 dışında zarar eden anonim ortaklığın sermayesini azaltması ihtiyaridir. Bu şekilde sermayenin azaltılması ortaklığın mali durumunun düzelmesine neden olur. Çünkü bu sayede kar dağıtımına geçilebilmesi için önce zararın kapatımı şeklindeki kanuni yükümlülüğün (TTK. m. 470, f. 2) getirdiği engel ortadan kaldırılmış, ortaklığın kar ettiği halde kar dağıtamaz durumdan kurtarılması sağlanarak kredi açısından doğacak sakınca ortadan kaldırılmış ve pay senetlerinin borsada değer kaybetmesi önlenmiş olur. Bu amaçla yapılan azaltmaya “basit sermaye azaltılması veya açıklayıcı sermaye azaltılması” denir, bkz.: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 759; Tekil, *Anonim*, s. 372; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 109.

⁹⁵² Çevik, *Anonim*, s. 942. Bu hallerde “ana tür sermaye azaltılması” söz konusudur, bkz.: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 759.

⁹⁵³ Tekil, *Anonim*, s. 379.

⁹⁵⁴ Tekil, *Anonim*, s. 371; Çevik, *Anonim*, s. 941; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 758. Bir zarar olmaksızın, ortaklığın ihtiyari ile sermaye azaltılması yaptığı haller ortaklık malvarlığından pay sahiplerine bir iade anlamını taşıdığından, özellikle bu halde alacaklıların haklarını korumak için bazı özel hükümler sevk edilmiştir. Buna karşılık doğan zararlar sonucu sermayenin azaltılması esas olarak azalmış olan sermayenin gerçeğe uydurulması niteliği taşıdığından daha basit düzenlemeye tabi tutulmuştur, bkz.: İmregün, *Anonim*, s. 459. Alacaklıların haklarını koruyucu önlemler şunlardır: Esas sermayenin azaltılmasına rağmen ortaklık alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktif olduğunu tespit eden üç kişilik bir bilirkişi kurulu raporu (TTK. m. 396, f. 1), alacaklıların ilan veya çağrı ile davet edilerek başvuran alacaklılara ödeme yapılması yahut teminat verilmesi (TTK. m. 397, f. 1). Bu hususlara uyulduğunu gösteren belgeler ibraz edilmedikçe esas sermayenin azaltılmasına dair karar ve sermayenin gerçekten azaltılmış olması durumu ticaret siciline kayıt olunamaz (TTK. m. 398, f. 5).

⁹⁵⁵ Aynı şekilde kayıtlı sermaye tavanının indirilmesi, pay sahiplerinin sermaye paylarının kompozisyonunun değişmesi, açık yedeklerin indirilmesi ve pay senedinin bir kıymetli evrak olarak zayıf olduğu takdirde mahkeme tarafından iptali (TTK. m. 563, Alm. POK. § 72 ve 73, İsv. BK. m. 972, f. 1, 2) esas sermayenin azaltılması anlamını taşımaz, bkz.: Peter Forstmoser, Arthur Meier-Hayoz ve Peter Nobel, *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern, 1996, § 53, N. 8-11, [Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 758'den naklen].

⁹⁵⁶ Tekil, *Anonim*, s. 373; Çevik, *Anonim*, s. 943.

payların sayısının azaltılması. İşte anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi, payların sayısının azaltılması yönteminde uygulanan bir şekildir.

Anonim ortaklık kendi paylarını ortaklık sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanarak iktisap edebilecektir (TTK. m. 329, f. 1, b. 1). İktisap bedelinin hangi karşılıktan ödeneceği önemli olmayıp kardan veya olağanüstü yedeklerden satın alınmış olsa da sermayenin azaltılmasına dair bir kararın varlığı ve azaltma kurallarına uyulması zorunludur⁹⁵⁷. Pay bedelinin tespiti, pay sahiplerini zarara uğratmayacak şekilde belirlenmelidir⁹⁵⁸. Eğer ortaklık halka açık bir anonim ortaklık ise sorun yoktur. Ortaklık sermaye azaltılması kararına dayanarak kendi paylarını borsa fiyatı üzerinden devralacaktır. Borsada geçerli fiyattan daha yüksek bir fiyat ödenmesi, sermayenin korunması hükümlerinin ve eşitlik ilkesinin ihlali anlamına gelir. Ayrıca bir halka açık anonim ortaklık, sermaye azaltılmasına konu teşkil edecek payları eşit işlem ilkesine göre tespit etmekte zorlanmayacaktır. Çünkü ortaklık böyle bir ortamda işlem yaptığı ortağını seçme hakkına, belirli ortaklara ayrıcalık tanıma ve onları tercih etme imkanına sahip değildir. Ayrıca paylarını satanlara ücret olarak borsa fiyatını verdiğinden, paylarını satmayanlar açısından herhangi bir dezavantaj söz konusu değildir⁹⁵⁹. Kapalı bir anonim ortaklık ise pay bedelinin tespitinde rayiç veya gerçek bedel veya eşit işlem ilkesini ihlal etmeyecek bir bedel esas alınmalıdır⁹⁶⁰. Hangi payların sermaye azaltılması işlemine konu teşkil edeceğini tespit eden genel kurul kararının sınırlarını; TTK. m. 381’de düzenlenen iptal davası, TTK. m. 385’de düzenlenen müktesep haklar, dürüstlük kuralı ve eşit işlem ilkesi çizecektir⁹⁶¹. *Arslanlı* kura yoluyla satın almanın emin bir usul olacağını ifade eder⁹⁶². *Tekinalp* ise burada pay sahipliğinin yitirilmesi,

⁹⁵⁷ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 123; Erem, s. 272, dñn. 75. *Tekinalp* pay bedellerinin serbest yedeklerden veya bazen de bu işlem için oluşturulan fonlardan ödenmesi halinde sermaye azaltılmasına ilişkin koruyucu hükümlerin ya uygulanmayacağını ya da duruma uyarlanacağını, sermayeden ödeme yapılması halinde ise alacaklıları ve diğer kişileri koruyan TTK. m. 396 vd. hükümlerin yerine getirilmesi gerektiğini ifade eder, bkz.: *Tekinalp* (Poroy /Çamoğlu), s. 480.

⁹⁵⁸ *Tekinalp* (Poroy /Çamoğlu), s. 480.

⁹⁵⁹ Benckendorff, s. 243.

⁹⁶⁰ *Tekinalp* (Poroy /Çamoğlu), s. 480. Rayiç değer yoksa bilanço değerine göre tespit edilir, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 124; Çevik, *Anonim*, s. 776.

⁹⁶¹ Ünal Tekinalp, “Anonim Ortaklıklarda Esas Sermayenin Azaltılması Yöntemleri Ve Pay Sahiplerinin Hakları”, **İktisat ve Maliye** (Şubat 1972), C. 18, S. 11, s. 430. Payların esas sermaye azaltılarak geriye satın alınması anlamında amortizasyonu, ancak esas sözleşmede bu konuda hükümler ve yöntemler öngörülümüşse mümkündür. Aksi halde, pay sahipliğinin bir bütün olarak mutlak müktesep hak niteliğine aykırı hareket edilmiş olunur, bkz.: *Tekinalp* (Poroy /Çamoğlu), s. 486.

⁹⁶² Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 124.

payların yok edilmesi söz konusu olacağından eşitlik ilkesinin görünüşte bile gerçekleşmediği bir durumda kura ile tespit yahut tarafsız bir kişinin tayin etmesinin bir çözüm yolu olamayacağını ifade eder⁹⁶³. *Sevi* önceliğin paylarını devretmek hususunda istekli olan pay sahiplerine verilmesi gerektiğini, bu şekilde devralınan paylar; a) ihtiyacı karşılamaz ise tüm ortaklardan esas sermayeye katılma oranları esas alınarak pay devralınmasını, b) azaltılacak miktardan fazla ise bu devretme konusunda istekli pay sahiplerinden esas sermayeye katılma oranlarına göre pay devralınmasını önermektedir⁹⁶⁴. Kanaatimizce de eşit işlem ilkesinin uygulanması oransallığa yer verilmesi ile olacaktır.

Doktrinde bir kısım yazarlar, esas sermayenin azaltılmasını öngören bir genel kurul kararına dayanılarak ortaklığın kendi paylarını devralması durumunu gerçekte bir temellük söz konusu olmadığından TTK. m. 329 kapsamı dışında değerlendirirler⁹⁶⁵. Bu görüşe göre; devralınan pay senetlerinin hemen imha edilmesi lazımdır (TTK. m. 329, f. 2) ve imha edilen pay senedinin yerine de bir yenisi çıkarılamayacağı için o pay senedinin temsil ettiği pay da sermaye azaltılması neticesinde ortadan kaldırılacaktır⁹⁶⁶. Anonim ortaklık pay senedine bağlı üyeliği iktisap etmediği halde TTK pay senetlerinin satın alınması yoluyla itfasını TTK. m. 329 hükmüne tabi tutmuştur⁹⁶⁷. Oysa anonim ortaklık itfaya tabi tuttuğu payları haklar donmuş olsa bile çok kısa bir süre için iktisap etmektedir⁹⁶⁸.

⁹⁶³ Tekinalp, *Sermayenin Azaltılması*, s. 431; Yıldız, *Eşit İşlem*, s. 205.

⁹⁶⁴ *Sevi*, *Pay Devri*, s. 70.

⁹⁶⁵ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 124; Erem, s. 273; Ansay, *Anonim*, s. 243; Doğanay, s. 970. *Giger* de ortaklığın sermaye indirimi amacıyla kendi paylarını devralmasını, bu devralma şirket genel kurulunun İsv. BK. m. 732 (TTK. m. 396) vd. hükümlerine göre bu yöndeki bir kararına dayandığı müddetçe, devralma teşkil etmeyeceği görüşündedir, bkz.: *Giger*, s. 34.

⁹⁶⁶ *Birsel*'e göre sermayenin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak ortaklıkça devralınan pay senetleri yerine ortaklık sermayesinin bir payını temsil etmeyen intifa senedi verilebilir, bkz.: *Birsel*, s. 651. buna karşılık devralınan paylar itfa edildiğinde üyelik mevkileri de düşeceğinden itfa edilen bu paylara karşılık verilen intifa senetlerine oy hakkı tanınmaz, bkz.: Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125.

⁹⁶⁷ Ansay, *Anonim*, s. 243; Doğanay, s. 970; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125. *Giger* de geri alınan paylarla bağlantılı üyelik veya ortaklıkların şirkete geçmediği, bilakis ortadan kalktığı şirketin kendi paylarını devralmasıyla ortaya çıkabilecek tehlike ve sakıncaların söz konusu olmadığı, sermaye indirimi nedeniyle ortaya çıkabilecek rizikoları İsv. BK. m. 732 (TTK. m. 396) vd. hükmü dikkate aldığından İsv. BK. m. 659 (TTK. m. 329) hükmüne göre ilave bir korumaya ihtiyaç olmadığı görüşündedir, bkz.: *Giger*, s. 34.

⁹⁶⁸ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 479; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 577.

B. Payların Ortaklığın Bir Alacağına Ödenmesi Amacıyla İktisap Edilmesi

Bir anonim ortaklığın kendi pay sahiplerinden çeşitli nedenlerle alacağı olabilir. Örneğin pay sahiplerinden birinin üçüncü şahıs sıfatıyla anonim ortaklığa ait bir taşınmazı kiralaması veya satın alması yahut bir iş için avans çekmiş olması gibi⁹⁶⁹. İşte anonim ortaklığın bu gibi muamelelerden doğan alacaklarını tahsil gayesiyle borçlu pay sahibinin malvarlığındaki bütün değerlere, bu arada kendi paylarına da başvurmaları ortaklığın kendi menfaatine ve ortaklık alacaklılarının yararına hizmet eder⁹⁷⁰. Bu istisnanın öngörülmesindeki amaç, anonim ortaklığın alacağını elde etmek için her türlü kaynak ve araçtan yararlanmasını sağlamaktır⁹⁷¹. Ancak bu alacakların ortaklığın kurulması veya esas sermaye artırımı dolayısıyla yapılan iştirak taahhüdünden doğmamış olması gerekir (TTK. m. 329, f. 1, b. 2). Örneğin, bir pay sahibinin ortaklığa borçlu olduğu sermayenin ödenmemiş olan dörtte üçünü henüz ödemediği bu kısım için elinde bulundurduğu pay senedini ortaklığa vermek istese, ortaklık bunu geri alamaz ve bu pay senedini ortaklığın iktisabı asla muteber değildir⁹⁷². Aksi halde, alacaklıların zararına olmak üzere, pay sahibinin bakiye taahhüt borcu affedilmiş ve dolaylı olarak payın itfası imkanı meydana getirilmiş olacaktır⁹⁷³. Böyle bir yol muvazaa yoluyla sermaye azaltılmasına gitmek manasını ifade edeceğinden muvazaalı anlaşmalara, hakkın kötüye kullanılmasına, netice olarak da iktisap yasağının dolanılmasına oldukça müsaittir⁹⁷⁴.

“Alacak” kavramı geniş yorumlanmalı, vadesi gelmemiş alacaklar veya talepler alacak kapsamında kabul edilmelidir⁹⁷⁵. İstisnanın amaçladığı durum, kural olarak bir borçlunun takip edilerek pay senetlerinin haczedilmesi ve paraya çevrilmesi

⁹⁶⁹ Gökçe, s. 45.

⁹⁷⁰ İmregün, *Anonim*, s. 276. TTK. Tasarısında da ortaklığın alacağını tahsil amacıyla kendi paylarını cebri icradan iktisap edebileceği öngörülmüş fakat haklı olarak bu payların bedellerinin tümünün ödenmesi şartını aramıştır (TTKT. m. 382, d)

⁹⁷¹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480.

⁹⁷² Ansay, *Anonim*, s. 243; Doğanay, s. 970.

⁹⁷³ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125; İmregün, *Anonim*, s. 276; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 577; Gökçe, s. 45.

⁹⁷⁴ Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 581; Erem, s. 273, dñn. 78.

⁹⁷⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480; Gökçe, s. 45.

sonucu cebri icra yolu ile ortaklığın eline geçmesi olarak ifade edilse de⁹⁷⁶ istisnanın işleyebilmesi için icra takibi yapılması şart değildir⁹⁷⁷. Taraflar aralarında yapacakları bir sözleşme ile de bunu kararlaştırabilirler⁹⁷⁸. Örneğin anonim ortaklık bir sulh sözleşmesi dolayısıyla alacağına karşılık kendi pay senetlerini ifa makamında alabilir⁹⁷⁹. Pay senetlerinin alacağın tahsili maksadıyla iktisabı için, alacağın konusunun pay senetlerinin teslimini gerektirecek bir sözleşmeden doğmaması gerekir. Yani borcun pay senetleri ile ödeneceği yolunda borçlu ile bir sözleşme yapılamaz⁹⁸⁰.

Acaba bu istisna anonim ortaklık tasfiye haline girmiş ise uygulama alanı bulabilir mi? Bu konuda ileri sürülen görüşler ve yapılan tartışmalar Yargıtay'ın 1964 yılında verdiği bir karar üzerinden yapılmıştır. Yargıtay bu kararında tasfiye halindeki bir banka anonim ortaklığının, bir ortağındaki alacağının tahsili amacıyla kendi payını devralmasını hükümsüz saymıştır. Yargıtay, ortaklığın tasfiyeye girmesi nedeniyle pay senetlerinin piyasada işlem görmediği nedenine dayanarak bu haliyle pay senetleri karşılığı banka alacağının ödenmiş sayılamayacağı sonucuna varmıştır⁹⁸¹. Doktrinde bir kısım yazarlar bu istisnanın tasfiye gayesi ile bağdaştırılamayacağı esastan hareket ederek Yargıtay'ın kararını yanlış gerekçeye dayanan doğru sonuç olarak mütalaa etmişlerdir⁹⁸². *Domaniç* ise, bir ortaklığın tasfiyeye girmesi sermayesini azaltarak yok

⁹⁷⁶ Tekil, *Şirketler*, C.II, s. 434; Von Steiger, s. 179.

⁹⁷⁷ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480; Çevik, *Anonim*, s. 676; Gökçe, s. 45.

⁹⁷⁸ A. Bumin Doğrusöz, "Bir Anonim Şirket Kendisine Ortak Olabilir mi?", *Dünya*, 26 Ekim 2000, s. 13.

⁹⁷⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480.

⁹⁸⁰ Çevik, *Anonim*, s. 777; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125.

⁹⁸¹ "Bir anonim şirkete (bankaya) borçlu durumda olan o şirketin hissedarı 600.000 liralık borcuna karşılık itibari kıymetleri üzerinden bankanın hisse senetlerini anonim şirkete yani bankaya mal ederek borçlu hissedar ile alacaklı banka arasında bir ibraname düzenlenerek alacaklılık ve borçluluk münasebetine nihayet verilmiştir. Mahalli mahkeme bu işlemi TTK.nun 329 uncu maddesine aykırı ve "batıl" saymıştır. Yargıtay Ticaret Dairesi bu muameleyi söz konusu maddenin 2 nci bendi hükmüne uygun bir muamele kabul edilmesi gerekeceği yolundaki davalı hissedarın temyiz itirazını kabule şayan görmemiş ve davacı bankanın hali tasfiyeye girmiş olması nedeniyle ve üç seneden beri davacı banka hisse senetlerinin borsada alınıp satılmadığını ve bu sebeple borca karşılık devir edilen hisse senetlerinin piyasa değerlerinin (rayiç değer) tahkik ve tesbit edilmesi gerektiğini ve bu haliyle hisse senetleri karşılığı banka alacağının ödenmiş sayılamayacağı ve filhal vaki devrin hükümsüz sayılması gerekeceği sonucuna varmıştır." Y. TD., 6.1.1964 gün ve E. 1963/2851, K. 1964/93, bkz.: Doğanay, s. 971; Tuğrul Ansay, "Anonim Şirketler ve Tatbikat", *Batider* (Ocak 1968), C. IV, S. 3, s. 517 vd.; Eriş, *Şirketler 2*, s. 1893.

⁹⁸² Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480. *İmregün* ise şunları ifade etmiştir: "Kanımcı, yüksek mahkeme, hatalı bir gerekçe ile doğru sonuca varmıştır: şöyle ki: Pay senetlerinin piyasada alınıp satılmaması, başka deyimle, piyasa değerinin olmaması, TTK. m. 329. 2, b. 2 uyarınca yapılan devrin hükümsüzlüğünü gerektirmez. Olsa olsa, payın gerçek değerinin saptanması ve bu değeri aşan miktar için ortaklık yöneticilerinin sorumluna gidilmesi gerekir. Bu nedenle verilen gerekçe hatalıdır. Buna karşılık tasfiye haline giren bir anonim ortaklığın medeni haklardan istifade ehliyeti daha da daralır, ortaklık artık ancak

etmesi ve ortaklara iade etmesini gerektirdiğinden tasfiye halindeki bir anonim ortaklığın TTK. m. 329, f. 1, b. 2 gereğince kendi paylarını devralmasının kanunun ruhuna uygun olduğu görüşündedir⁹⁸³. Kanaatimizce işin niteliği tasfiye gayesi ile bağdaşmaz. Çünkü tasfiye haline giren bir anonim ortaklığın hak ve fiil ehliyeti tasfiye gayesi ile sınırlı olup bu gaye; ortaklık malvarlığının paraya çevrilmesi, borçların ödenmesi ve varsa kalan bakıyenin pay sahiplerine dağıtılmasıdır. Burada borçların ödenmesi hususunda ortaklığın nakdi کافی gelmiyorsa aktiflerin satılıp alacakların tahsili gerekir. Alacağını tahsil etmek için kendi pay senedini devralan ortaklık acaba bunu ilk fırsatta elinden nasıl çıkaracaktır? Ayrıca, ancak ortaklığın malvarlığından bütün borçlar ödendikten ve tasfiye masrafları çıktıktan sonra kalan miktara pay sahiplerinin payları oranında katılacağı gerçeğini bilen bir kimse haliyle bu pay senedine alıcı olmayacaktır. Hal böyle olunca ortaklığın alacağını nakit olarak tahsil etmesi ödeme imkanı bakımından kendisine avantaj sağlayacak, pay senedi olarak iktisap etmesi anonim ortaklığın borçları ödenmeden pay sahiplerine dağıtım yapılamayacağı kuralına (TTK. m. 447, m. 445, f. 3) aykırılık teşkil edecektir.

C. Payların Bir Malvarlığının Veya İşletmenin Borç ve Alacakları İle Birlikte Devralınması Sonucunda İktisap Edilmesi

İstisnanın kapsamına miras, birleşme (TTK. m. 146 vd., TTK. m. 451 vd., BK. m. 180, f. 1) gibi külli halefiyet halleri ile TTK. m. 279, b. 4’de düzenlenen bir işletmenin devir alınması, TTK. m. 311’de düzenlenen kuruluştan sonra devralma, BK. m. 179’da düzenlenen bir malvarlığının veya işletmenin devralınması halleri girer⁹⁸⁴.

ortaklık mevcudunun nakde çevrilmesi, borçlarının ödenip, yükümlerinin yerine getirilmesi ve tasfiyenin gerçekleştirilmesi açısından ehliyeteye sahiptir. Kısaca, medeni haklardan istifade ehliyeti tasfiye gayesi ile sınırlıdır. Ortaklığın bu durumunda, pay sahibinden alacağının nakden tahsili gerekir. Zira TTK. m. 329. 2 uyarınca, payların iktisabı halinde, ilk fırsatta tekrar elden çıkarılması gerekir. Tasfiye halinde bu mümkün değildir. Binnetice bu işlem, medeni haklardan istifade ehliyeti dışında olduğu gibi, tasfiye sonuçlanmadan pay sahiplerine herhangi bir ödeme yapılamayacağı yolundaki hükme (TTK. m. 447) de bir dolanma (kanuna karşı hile) oluşturur. Bu nedenlerle, yapılan devri hükümsüz saymak gerekir. Bu sebeple de, Yüksek Mahkeme’nin verdiği sonuç isabetlidir”, bkz.: İmregün, *Anonim*, s. 277, dñn. 10. *Çevik* ise, Yargıtay kararı üzerinde mütalaada bulunmadan bu istisnanın ortaklık tasfiyeye girmiş ise uygulama olanağı bulamayacağını ifade eder, bkz.: *Çevik, Anonim*, s. 777.

⁹⁸³ Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 581, 582. Yazara göre, tasfiye halindeki bir ortaklığın bu tarzda iktisap ettiği payları devretmesine mani bir hüküm yoktur. Ayrıca, tasfiye ortaklığın sermayesini azaltmak hatta sıfıra indirmek amacını da güttüğünden böyle bir devre ihtiyaç da yoktur.

⁹⁸⁴ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481; Von Steiger, s. 179; Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 583; Erem, s. 273; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 578; Tekil, *Anonim*, s. 381.

Burada kanun koyucunun düşüncesi, pay senetleri bir malvarlığı veya işletmenin borç ve alacakları ile beraber temellük edilmesi neticesinde ortaklığa geçtiğinden bunların ayrılmasına gerek görmemesidir⁹⁸⁵. Pay senetlerinin devirden ayrı tutulması taraflara yarar sağlamıyacağı gibi aksine işleri karıştırabilecek, sakıncalar doğurabilecektir⁹⁸⁶. Bu istisna makul sınırlar içinde değerlendirilmelidir. Örneğin, devralınan malvarlığı veya işletmenin büyük bir kısmını devralan anonim ortaklığın payları oluşturuyorsa ya da devralınan malvarlığı veya işletme devralan anonim ortaklığın genel kurulunda çoğunluğu sağlayacak oranda paya sahipse, böyle bir devir TTK. m. 329'daki iktisap yasağı kapsamına girer⁹⁸⁷. Burada iktisap edilen payların miktarı her somut olayda dürüstlük kulları çerçevesinde yapılacak bir değerlendirme sonucunda tespit edilebilir⁹⁸⁸. Anonim ortaklık iktisap yasağını dolanmak için kanuna karşı hile teşkil edecek muvazaalı işlemlere başvurmuş ise ilgililer dava açabilir ve devrin hükümsüzlüğünün tespitini isteyebilirler⁹⁸⁹.

D. Payların Ortaklığın İştigal Konusu Gereğince İktisap Edilmesi

“Pay senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti ana sözleşmeye göre ortaklık konusuna giren işlemlerden ise”, anonim ortaklık kendi paylarını iktisap edebilecektir (TTK. m. 329, f. 1, b. 4). Anonim ortaklığın haklardan yararlanma ve bunları kullanma ehliyeti ana sözleşmesinde yazılı olan işletme konusu ile sınırlıdır (TTK. m. 137). İşletme konusu dışında yaptıkları bütün muameleler yoklukla maluldür⁹⁹⁰. Ana sözleşmesine iştigal konusunu “pay alım satımı” olarak belirleyen bir anonim ortaklık, diğer ortaklıkların paylarını iktisap edebileceği gibi kendi paylarını da iktisap edebilecektir. Ancak bütün anonim ortaklıklar bu şekilde ana sözleşmelerine bir hüküm koyarak TTK. m. 329'un uygulama kabiliyetini ortadan kaldıracırlar⁹⁹¹. Bu yüzden istisnayı dar yorumlamamız gerekir⁹⁹². Payların ticaret amacıyla iktisabı

⁹⁸⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 480; Tekil, *Anonim*, s. 381; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125; Çevik, *Anonim*, s. 777.

⁹⁸⁶ İmregün, *Anonim*, s. 277; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 578.

⁹⁸⁷ İmregün, *Anonim*, s. 278; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 125; Dağ, s. 117.

⁹⁸⁸ Çevik, *Anonim*, s. 777.

⁹⁸⁹ Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 583; Tekil, *Anonim*, s. 381.

⁹⁹⁰ Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 101; Doğanay, s. 628.

⁹⁹¹ Dağ, s. 118; İmregün, *Anonim*, s. 278.

⁹⁹² “Dosyadaki yazılara, mahkeme kararında belirtilip Yargıtay kararında benimsenen gerektirici sebeplere ve TTK'nın 329/1'inci maddesindeki yasaklayıcı hükmün emredici mahiyette olmasına, sözü

kapsama dahil edilirken devamlı yatırım niteliğinde iktisap yani iştirak meydana getirilmesi kapsam dışında bırakılması gerekir⁹⁹³. Payları ticari amaçlarla alıp satan ortaklıklara örnek olarak bankalar, yatırım ortaklıkları ve aracı kurumlar verilebilir⁹⁹⁴. Bu ortaklıklar çok kere kendi paylarını komisyonculuk işlemleri ile devralmaktadırlar. Alım ve satım komisyonculuğunda komisyoncu kendi adına ancak iş sahibi adına hareket eder. Komisyonculuğa konu olan mallar (şirketin kendi hisseleri) ayıklanma kaydıyla komisyoncunun mülkiyetine geçse de (İsv. BK. m. 401) esas sermaye yönünden bir tehlike söz konusu değildir⁹⁹⁵. Holdingler ise yatırım ve yönetim amaçlı (devamlı iktisap) olduklarından kapsama dahil değildir⁹⁹⁶. Bu istisnaya göre iktisap edilen payların miktarının sınırını dürüstlük kuralı ve kanuna karşı hile teşkil eder⁹⁹⁷.

E. Payların Yönetim Kurulu Üyeleri, Müdürler ve Memurların Yükümlülüklerine Karşı Ortaklık Tarafından Rehin Alınması

TTK. m. 313 gereğince görevlerinden dolayı hem ortaklık alacaklılarına hem de münferit pay sahiplerine karşı sorumlu durumda olan yönetim kurulu üyelerinden her biri, merhun hükmünde olmak üzere, itibari değerleri esas sermayenin en az yüzde birine eşit miktarda pay senedini ortaklığa tevdi etmek zorundadır. Ancak, esas sermayenin yüzde biri 5000 TL (0.01 Ykr) aşarsa fazlasını tevdi zorunluluğu yoktur. Yönetim kurulu üyeleri, genel kurul tarafından ibra edilinceye kadar, bu senetler başkalarına devir edilemez ve ortaklıktan geri alınamaz⁹⁹⁸. TTK. m. 313, diğer personelden söz etmiyorsa da yönetim onlardan ve hatta bedeni hizmet yapanlardan da bunu talep edebilir ve yine aynı hüküm uygulanır⁹⁹⁹. Bu istisna TTK. m. 313 ile uyum

edilen maddenin 4'üncü bendindeki istisnanın iştirak konusu, hisse senedi alım satımı olan şirketlere ilişkin bulunmasına göre, davalı vekilinin karar düzeltme isteğinin reddi gerekir", Y. 11. HD., 27.09.1985, E. 4447, K. 4897, (karar esas olarak kooperatiflerle ilgilidir), *bkz.*: Eriş, *Şirketler 2*, s. 1894.

⁹⁹³ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481.

⁹⁹⁴ Dağ, s. 118; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481; Ansay, *Anonim*, s. 243; Tekil, *Anonim*, s. 381; Erem, s. 273; Von Steiger, s. 179.

⁹⁹⁵ Von Steiger, s. 179; Giger, s. 47; Tekil, *Anonim*, s. 381.

⁹⁹⁶ Dağ, s. 118; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481; Çevik, *Anonim*, s. 677; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 579. *Domanıç* ise holdingleri TTK. m. 329, f. , b. 4 kapsamına sokmaktadır, *bkz.*: Domanıç, *TTK Şerhi-II*, s. 583.

⁹⁹⁷ Çevik, *Anonim*, s. 777.

⁹⁹⁸ Paylar senede bağlanmışsa devir senedin usulünce devri yapılmak suretiyle olur. Senetler ortaklık kasasında ise devri imkansızdır. Bu durumda yapılacak bir devir sözleşmesi geçersizdir, *bkz.*: Eriş, *Anonim*, s. 203, dpn. 7.

⁹⁹⁹ Gökçe, s. 46.

sağlamaktadır¹⁰⁰⁰. Ancak *Domaniç*'e göre TTK. m. 313 dışında anonim ortaklık TTK. m. 341, f. 2; 348, f. 2 ve 356, f. 3 deki hallerde de kendi paylarını rehin almak zorunda olduğundan TTK. m. 329, f. 1, b. 5'deki düzenleme noksan kaldığından düzeltilmesi gerekmektedir¹⁰⁰¹. Burada kendi paylarını iktisap değil payların teminat gayesi ile yatırılması söz konusu olduğundan uygulamada "teminat aksiyonları" denilmektedir¹⁰⁰². Teminatı gerektiren durum ortadan kalkınca pay senetlerinin iade edilmesi gerekir¹⁰⁰³. Bu istisna MK. m. 863'de yer alan lex commissaria yasağı ile de uyumludur. Teminata müracaat söz konusu olduğunda payların icra yoluyla paraya çevrilmesi gerekir. Paraya çevirme aşamasında anonim ortaklık, üzerinde rehin hakkına sahip olduğu kendi paylarını doğrudan doğruya iktisap edemez. Lex commissaria yasağı, kendi paylarını devralma yasağının rehin yoluyla dolanılmasının önüne geçer¹⁰⁰⁴.

F. Payların İvazsız Olarak İktisap Edilmesi

İktisabın ivazsız olmasından pay senetlerinin ortaklık tarafından bedelsiz olarak yani bağışlama veya vasiyet yoluyla iktisap edilmesi anlaşılır¹⁰⁰⁵. Ancak pay senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmiş olması lazımdır¹⁰⁰⁶. Aksi takdirde pay sahibinin sermaye borcundan kurtulmak amacı ile payını devretmesi tehlikesi ve anonim ortaklığın bakiye pay bedellerinden sorumlu olması söz konusu olur ki bu durum sermayenin azalması neticesini doğurur¹⁰⁰⁷. Bağışlama bir şart veya yükümlülük

¹⁰⁰⁰ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481; Gökçe, s. 46.

¹⁰⁰¹ Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 585.

¹⁰⁰² Tekil, *Anonim*, s. 381.

¹⁰⁰³ Tekil, *Anonim*, s. 381.

¹⁰⁰⁴ Göksoy, *Payın Rehni*, s. 216. "Mahkemece, TTK.nun 329 ncu maddesinin istisnai hüküm getiren 5, 1, 3 üncü bentleri gereğince şirketin kendi hisselerini temellük edebileceği kabul edilmiş ise de, maddede belirtilen 1. ve 3 üncü betlerin somut olaya uygulanması mümkün olmadığı gibi, 5 inci bentte getirilen istisna Lex Commissorie yasağını bertaraf edici nitelikte değildir. Taahhüt yerine getirilmez ise hisse senetlerinin mülkiyetinin rehin alana devredilebileceği yönündeki sözleşme hüküm ifade etmeyecektir. Bu durumda, mürtehin (rehin alan) ancak İİK.nun 145 ve müteakip maddeleri gereğince rehnin paraya çevrilmesi prosedürünü başlatabilecektir", Y. 11. HD., 29.11. 2001, E. 2001/007126, K. 2001/009409, bkz.: **Corpus, CD-Medya**, 2000.

¹⁰⁰⁵ Tekil, *Anonim*, s. 381; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481; Erem, s. 274; Von Steiger, s. 178.

¹⁰⁰⁶ Von Steiger, s. 178. Noterin de payın tamamen ödenip ödenmediğini, eğer ödenmemişse kalan kısmın ayrıca garanti altına alınıp alınmadığını araştırması gerekir, bkz.: Gökçe, s. 45.

¹⁰⁰⁷ Erem, s. 274; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 126; Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 585; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 579. Nitekim TTK. Tasarısında ortaklığın bedellerinin tamamı ödenmiş olmak şartıyla, kendi paylarını ivazsız iktisap edebileceği ve yavru ortaklık, ana ortaklığın paylarını ivazsız iktisap ettiği takdirde de kıyas yoluyla uygulanacağı hüküm altına alınmıştır (TTKT. m. 383, f. 1, 2). Benzer hüküm Alm. POK. § 71, f. 2'de "Birinci fıkranın 1, 2, 4, 7 ve 8. bentleri hallerinde ortaklığın kendi paylarını devralması ancak payların ihraç bedelinin tamamen ödenmesi şartıyla geçerlidir" şeklinde yer almıştır. *Benckendorff*'a göre,

ihtiva ediyorsa somut olayın özelliklerine göre hareket edilmelidir. Ortaklık açısından bir karşı edayı gerektiriyorsa iktisap caiz değildir¹⁰⁰⁸. Karşılıksız iktisap hallerinde sermayenin korunması ilkesinin zedelenmediği zira ayrılan hissedarlara bir sermaye aktarımının sözkonusu olmadığı ve alacaklıların zarar görme tehlikesi bulunmadığı belirtilmektedir¹⁰⁰⁹. *Giger*'e göre bunlar doğru olmakla birlikte ivazsız iktisabın istisna olarak kabul edilmesini gerektirmez. Şirketin kendi paylarını devralmasıyla bağlantılı tehlike ve sorunlar anılan hususları aşmaktadır. TTK. m. 329'un (İsv. BK. m. 659) sermayenin korunması gibi görevi olduğu kabul edilse bile, ortaklığın kendi paylarını bir takım mülhazalarla devralmasına itiraz ve özellikle oy oranlarının zarar görmesi tamamen göz ardı edilemez. Bu nedenle, ivazsız olarak şirketin kendi paylarını devralmasını da kural olarak ve uygun bir şekilde ilgili kanuni hükümlere tabi tutmak gerekir. Buna göre şirketin kendi paylarını devralmasının sınırlandırılması yanında oy hakkının donması ve bununla bağlı haklara ve rapor verme hususlarına da dikkat etmek gerekir. Sonuç olarak, TTK. m. 329 (İsv. BK. m. 659) anlamında devralma kavramına hem karşılıklı (ivazlı) hem de karşılıksız (ivazsız) devralmaların tabi olduğunu kabul etmek gerekir¹⁰¹⁰. Kanaatimizce kendi paylarını iktisabın ortaklık için faydalarını göz önüne aldığımızda bu konuda katı davranılmaması gerekir. İvazsız iktisap ortaklık malvarlığında azalmaya sebebiyet vermediğinden alacaklıların bir zararı söz konusu değildir¹⁰¹¹. İktisap edilen paylara ilişkin oy hakkının donması ise normal bir durumdur.

ortaklığın kendi paylarını devralması halinde ortaklığın ortakların koymayı taahhüt ettikleri sermayeyi ödeme talebi, alacaklı ve borçlu sıfatlarının birleşmesi nedeniyle sona ereceğinden bu hüküm sermayenin korunmasına hizmet etmektedir, *bkz.*: Benckendorff, s. 232.

¹⁰⁰⁸ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 126; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 481.

¹⁰⁰⁹ İmregün, *Anonim*, s. 278; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 579.

¹⁰¹⁰ Giger, s. 42. Yazar, ortaklığın ivazsız olarak kendi paylarını devralmasına örnek olarak payların iptal edilmesi işlemi (Kaduzierung) veya hisselerin şirkete tekrardan karşılıksız olarak devrini göstermektedir, s. 42, dñn. 116.

¹⁰¹¹ "Esas hükmün konuluş gayesi ivazsız temellüklerin dahi yasak edilmesini zaruri kılmadığından yine Alman kanunundaki hükme uygun olarak istisnalar arasında ivazsız temellükler 6 numaralı bent olarak tasarıya ilave edilmiştir", Adliye Encümeni Mazbatası (m. 329), *bkz.*: Elbir, s. 145.

IV. TTK. m. 329’da Öngörülen İstisnalar Gereği İktisap Edilen Payların Hukuki Durumu

A. İktisap Edilen Payların İmha Edilmesi ve Elden Çıkarılması

Sermayenin azaltılması kararı uyarınca iktisap edilen pay senetlerinin (TTK. m. 329, f. 1, b. 1) derhal imha edilmesi eğer senede bağlanmamış paylar söz konusu ise iptal edilerek keyfiyetin bir tutanakla saptanması ve bu tutanağın ortaklığın kayıtlı bulunduğu Ticaret Siciline verilmesi gerekir (TTK. m. 329, f. 2, c. 1). Tutanakta imha edilen payların itibari değeri, bir senede bağlanmışlarsa bu senetlerin nev’i ve numarası gösterilmek gerekir. Kanunda açık bir hüküm olmadığı için tutanak tescil edilmez, sadece dosyasına konularak saklanır¹⁰¹². Kanunda açık bir hüküm bulunmamakla beraber, imha işleminin yapılması ve tutanak tutulması yönetim kurulu tarafından yapılır¹⁰¹³.

Diğer hallerde ise iktisap edilen paylar ilk fırsatta elden çıkarılmalıdır (TTK. m. 329, f. 2, c. 2). Pay senetleri yönetim kurulu üyeleri, müdürler veya memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlerine karşı ortaklığa rehin olarak yatırılmışsa teminatı gereken durum sonunda sahiplerine iade edilmelidir¹⁰¹⁴. Aslında bu halde elden çıkarma söz konusu olmadığından bu bendi de kapsar şekildeki “...ilk fırsatta elden çıkarılır” ibaresi düzeltilmeye muhtaçtır¹⁰¹⁵. “İlk fırsatta” deyimini, ortaklık çıkarlarını da gözeterek “uygun zaman ve şartlarda” şeklinde yorumlamak gerekir¹⁰¹⁶. Anonim ortaklıkların bir tacir olarak basiretli iş adamı gibi hareket etme

¹⁰¹² İmregün, *Anonim*, s. 279.

¹⁰¹³ İmregün, *Anonim*, s. 279.

¹⁰¹⁴ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 435.

¹⁰¹⁵ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 44, dpn. 64.

¹⁰¹⁶ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 436. TTK. Tasarısında “şirket için herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz” kıtası getirilmiş ancak her halde iktisaplarından itibaren üç yıl içinde elden çıkarılmaları şartı öngörülmüştür. Meğerki şirketin ve yavru şirketin sahip oldukları bu payların toplamı şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşmasın (TTKT. m. 384). Kanuna aykırı bir şekilde iktisap edilen paylar ise iktisap tarihinden itibaren en geç altı ay içinde elden çıkarılır (TTKT. m. 385). Hem kanuna uygun hem de kanuna aykırı şekilde elde edilen ve elden çıkarılamayan payların sermayenin azaltılması yoluyla hemen itfa edileceği öngörülmüştür (TTKT. m. 386). Bu maddenin gerekçesinde hükümde yer alan “hemen” sözcüğünün “hiç vakit geçirmeden” anlamına geldiği ve “şirket için müsait olan bir zamanda” şeklinde yorumlanamayacağı ifade edilmiştir. Moroğlu, TTKT. m. 385’e ilişkin değerlendirmesinde, bu hükmün ayrıca yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri hakkında bir tazminat ve ceza yaptırımına yer vermesi gerektiğini ifade ede *bkz.*: Erdoğan Moroğlu, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler**, 2. Bası, İstanbul: İstanbul Barosu Yayını, 2005, s. 115.

(TTK. m. 18, f. 2) zorunluluğu dolayısıyla yönetim kurulu uygun olan ilk fırsatın çıkmasına kadar elden çıkarmayı haklı olarak geciktirebilir¹⁰¹⁷. “İlk fırsatta elden çıkarma”, kanun gereği bir yükümlülük olup -ana sözleşmede aksi öngörülmemişse- genel kurul kararını gerektirmez¹⁰¹⁸. Kime devredileceğine yönetim kurulu karar verir¹⁰¹⁹. Payın devri kanuni bir zorunluluk olduğundan uygun bir fırsatın bulunmasına rağmen üçüncü kişilere devretmeyen yönetim kurulu üyeleri kanunun kendisine yüklediği bir görevi yerine getirmemiş olur (TTK. m. 336, f. 1, b. 5) ve bu nedenle zararın ispat edilmesi şartı ile sorumlu tutulabilirler¹⁰²⁰. İktisap kanun tarafından öngörülen istisnai hallerde zorunluluktan kaynaklandığından zorunluluğun etkisi kalkınca bunların muhafaza edilmesi iktisap yasağının öngörülmesine aykırı düşer. Ortaklığın geçici olarak elde bulundurduğu kendi paylarının yönetim kurulunca satışı halinde pay sahiplerinin bu paylardan öncelikle alma hakkı bulunmamaktadır¹⁰²¹. Çünkü burada paylar (ve pay sahipliği mevki) ilk kez yaratılmayıp daha önceden varolanlar el değiştirdiğinden payların devri bir korporasyonel işlem olmayıp sadece değiş-tokuş işlemidir¹⁰²². Her ne kadar burada pay sahiplerinin öncelik hakkı bulunmadığından dolayı eşitlik ilkesine uyulması gereğinden söz edilemeyeceği ileri sürülse de¹⁰²³ yönetim kurulunun özen yükümünün bir sonucu olarak pay sahiplerinin eşitliği ilkesine uygun davranması gerekir. Payların pay sahiplerinden birine veya bazılarına yahut üçüncü kişilere devredilmesinde öncelik tanınması için ortaklık menfaatinin bunu haklı göstermesi gerekir ki eşit işlem ilkesi ihlal edilmemiş olsun¹⁰²⁴. Bu durum yönetim kurulu üyelerinin hukuken sorumlu olmalarına yol açar. Ortaklık yönetim kurulu bu yönde bir karar almışsa, doğrudan bir iptal imkânı yoktur. Yapılacak şey, ortaklık genel kurulunda ibranın (aklanmanın) engellenmesi yahut genel kurula itiraz edilmesi ve onun kararına karşı şartları varsa iptal davası açılmasıdır.

¹⁰¹⁷ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 44; İmregün, *Anonim*, s. 279.

¹⁰¹⁸ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 436. TTK. Tasarısının 385 ve 386. maddelerinin gerekçesinde de; “İdare işlevinin bir gereği olarak elden çıkarma yetkisi yönetim kurulundadır. Yönetim kurulu görevini eşitlik ve kamuyu aydınlatma ilkelerine uygun olarak yerine getirir” denmektedir.

¹⁰¹⁹ İsviçre Federal Mahkemesi 27. 03. 1962 tarihli kararı: “Devraldığı kendi hisse senetlerini mümkün olduğu kadar çabuk elinden çıkarmaya mecbur olan şirket için bu kararı –esas sözleşmede aksine hüküm bulunması hariç- yönetim kurulu alır”, (Tekil, *Anonim*, s. 382, dpn. 5’ten alınmıştır).

¹⁰²⁰ Teoman, *Yoksunluk*, s. 78.

¹⁰²¹ Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 436; Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 132; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483; Teoman, *Yoksunluk*, s. 78.

¹⁰²² Teoman, *Yoksunluk*, s. 78.

¹⁰²³ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483; Tekil, *Şirketler, C.II*, s. 436.

¹⁰²⁴ Teoman, *Yoksunluk*, s. 78; Çevik, *Anonim*, s. 767.

Gerek imha (itfa), gerekse tekrar elden çıkarılma işlemlerinin yönetim kurulunun yıllık raporunda gösterilmesi (TTK. m. 329, f. 3, c. 1) ve ilk olağan genel kurul toplantısında diğer pay sahiplerinin bilgisine sunulması gerekir¹⁰²⁵.

B. İktisap Edilen Paylara İlişkin Haklar

Pay sahipliğinden doğan hakların doktrinde çeşitli ayrımlara tabi tutulduğunu ifade ettik¹⁰²⁶. Bunları malvarlığına ilişkin haklar (kar payı, tasfiye payı hakkı, bedelsiz pay edinme hakkı, rüçhan hakkı, hazırlık dönemi faizi alma hakkı) ve yönetime ilişkin haklar (genel kurula katılma, oy kullanma, bilgi alma, inceleme ve denetleme, iptal davası açma) olarak ikiye ayırmak mümkündür. Acaba ortaklık iktisab ettiği paylara ilişkin olarak hangi tür haklara sahip olacaktır? Ortaklık paya ilişkin malvarlığı hakları yönünden pay sahibinin yerini alabilecek midir? Ya da yönetime ilişkin hakları bizzat kendisine karşı kullanabilecek midir? Bu sorulara cevap verilmesi gerekmektedir.

AB Sermaye Yönergesi, üye ülkelerin yasalarının ortaklığa kendi paylarını iktisaba izin verdiği durumlarda, bu paylar üzerindeki oy hakkının kaldırılmış olması gerektiğini düzenlemektedir (m. 22, f. 1a)¹⁰²⁷. Alman hukukunda ise ortaklığın kendi paylarının ortaklığa herhangi bir hak bahsetmeyeceği öngörülmüştür (Alm. POK. § 71b)¹⁰²⁸. Görüldüğü gibi Alm. POK. paydan doğan tüm hakların yani hem malvarlığı hem de yönetime ilişkin hakların kullanılmasını yasaklamaktadır. 1936 tarihli İsv. BK. m. 659, f. 5 ve TTK. m. 329, f. 3, c. 2’de “Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir” denilerek söz konusu payların sadece genel kurulda temsil edilemeyeceği belirtilmiştir. İsviçre’de 1991 yılında yapılan revizyon ile anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı yeniden düzenlenmiş ve ortaklığın iktisap ettiği kendi payları ile ilgili oy haklarını ve ona bağlı diğer hakları kullanamayacağı (İsv. BK. m. 659a, f. 1) öngörülmüştür. Mali haklardan ise ortaklık faydalanır¹⁰²⁹.

¹⁰²⁵ İmregün, *Anonim*, s. 279; Doğrusöz, s. 13.

¹⁰²⁶ Bkz.: yukarıda Birinci Bölüm § 2, II.

¹⁰²⁷ Bkz.: yukarıda İkinci Bölüm § 4, II.

¹⁰²⁸ Bu hüküm ortaklığa kendi payları nedeniyle tekabül eden haklarının nötralize edilmesine hizmet etmektedir, bkz.: Benckendorff, s. 252.

¹⁰²⁹ Karayalçın, *Değişiklikler*, s. 21; Pulaşlı, *Şirketler*, s. 581.

TTK. Tasarısı da “Şirketçe devralınan paylar genel kurulun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisap edilmesi hariç, şirketin devraldığı kendi payları, şirkete hiçbir paysahipliği hakkı vermez” (TTKT. m. 389) hükmünü getirmiştir. Buna göre, ortaklığın kanuna uygun veya aykırı bir şekilde iktisap ettiği paylar ortaklığa hiçbir pay sahipliği hakkı vermeyecektir. Böylelikle Alman hukukunun sistemi benimsenmiştir¹⁰³⁰.

1. Malvarlığı Hakları

Sorunu hem mali hem de yönetime katılmaya ilişkin haklar açısından ele alan Alman hukukuna (Alm. POK. § 71b) karşılık TTK. m. 329, bu tür payların “umumi heyette temsili caiz değildir” demekle yetinmiştir. Oy hakkı açısından bir sınırlama getirdiği şüphe götürmeyen bu hükümden yola çıkarak mali haklar için de aynı şey ifade edilebilir mi? Yani ortaklık iktisab ettiği paylarda yönetim haklarını kullanamıyorsa malvarlığı haklarını da kullanamaz, bu konuda yönetim ve malvarlığı şeklinde ikili bir ayırım yapılamaz mı diyeceğiz? *Teoman*’a göre; “...yasayapıcının anonim ortaklığın kendi paylarından doğan mali hakları kullanmasına istisnasız bir biçimde izin verdiği söylenemez. Aksine yasadaki bu boşluğun münferit mali haklar açısından tek tek incelenmesi ve bunların kullanılmasının edinme yasağının genel amacı ile çelişip çelişmediğinin saptanması gerekir”¹⁰³¹. Şirketin kendi paylarını devralmasıyla bağlantılı tehlike ve sorunlar, ortaklık hakları ile ilgili olarak öncelikle katılma haklarını ilgilendirmekle birlikte, malvarlığı haklarını daha az ilgilendirmektedir. Ortaklığın kendi payları kapsamında karları dağıtmayarak, bu payların bir getirisi olarak muhafaza etmesi doğru görünmektedir. Bu suretle ortaklığın kendi paylarına bir kar (Rendite) düşer ki, bu durum ortaklığın kendi paylarını devralma suretiyle ekonomik açıdan zayıflayacağı düşüncesini etkileyerek kendi paylarını devralmasına dair bir takım şüpheleri bertaraf edebilir. Bu nedenle, şirketin kendi paylarını devralması durumunda

¹⁰³⁰ TTKT. m. 389’un gerekçesinde ortaklıkça kanuna uygun veya aykırı şekilde iktisap edilen paylara ilişkin toplantı nisabı, kar payı, rüçhan hakkı gibi bir kısım sorunlar kanuni çözümlerinin sakıncaları göz önüne alınarak içtihadı ve öğretiyi bırakıldığı ifade edilmiştir. Arkan bu hususların önceden çözümlenmesi düşüncesindedir, bkz.: Sabih Arkan, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na İlişkin Değerlendirmeler”, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Konferans Bildiriler-Tartışmalar, 13-14 Mayıs 2005**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2005, s. 53. Aynı görüş ayrıca bkz.: AÜHF Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, TTK Tasarısı Hakkında Görüş, **Batider** (Aralık 2005), C. XXIII, S. 2, s. 227.

¹⁰³¹ *Teoman*, *Yoksunluk*, s. 60.

devralma ile bağlantılı malvarlığı haklarının, objektif kriterler ve kanun koyucunun arzusu doğrultusunda donmadığını, bilakis bu hakların ortaklık tarafından kullanılmasını kabul etmek gerekir¹⁰³². Bu düşünce doğrultusunda aşağıda malvarlığı haklarını ele alacağız.

a. Kar Payı Hakkı

Kar payı hakkı pay üzerindeki mülkiyetin getirdiği en önemli hak olup hukuki nedeni “üyelik” veya “ortaklık” sıfatı olmayıp doğrudan doğruya “pay üzerindeki mülkiyet”, yani TTK. m. 455, f. 1’de denildiği üzere “pay sahipliği” dir¹⁰³³. İktisap edilen paylar elden çıkarılıncaya kadar ortaklığın mülkiyetinde iken bunlara isabet eden karın hukuki durumu ne olacaktır? Zira kanun yalnız genel kurulda temsili men etmiş olup kar payı hakkında bir açıklık getirmemiştir. Burada ortaklığın bu paylar üzerindeki sahipliğinin geçici bir statü olduğunu belirtmek gerekir¹⁰³⁴. Bir kere *Tekinalp*’in de belirttiği gibi her pay, kar payına ilişkin ortaklığın nihai gayesinden (kar elde etmek ve dağıtmak) doğan vazgeçilmez ve dağıtıma tahsis edilen mütesep hak ile dağıtımdan doğan alacağı ipso iure içerir. TTK’da anonim ortaklığın iktisap ettiği payları bu haklardan yoksun bırakan bir hüküm bulunmadığından kar payı ödemesi yapılacaktır¹⁰³⁵.

Doktrinde konu ile ilgili az da olsa yapılan yorumlar vardır. *Hirş* kar payı hakkında doğrudan bir açıklama yapmasa da ortaklığın iktisap ettiği paylarındaki hak ve borçların düşmediğini ancak ortaklığın bu hak ve yetkileri kullanamayacağını ifade etmektedir¹⁰³⁶. *Erem*’e göre¹⁰³⁷, aksi ana sözleşmede veya genel kurul kararında öngörülmemişse iktisab edilen paylar kar payından istifade eder ve bu karların dağıtılmamış karlar hesabına alınması gerekir. *Ansay* ise sadece bu konuda bir açıklık olmadığını ifade etmektedir¹⁰³⁸. *Çevik*’e göre¹⁰³⁹, bu paylara isabet eden kar payları ortaklığa ait olur ve ortaklık gelirleri arasına alınır. *Arslanlı*, genel kurulun bu payları

¹⁰³² Giger, s. 104.

¹⁰³³ Tekil, *Anonim*, s. 383.

¹⁰³⁴ Gökçe, s. 45.

¹⁰³⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 520.

¹⁰³⁶ Hirş, *Ticaret Hukuku*, s. 281.

¹⁰³⁷ Erem, s. 275, dpn. 83.

¹⁰³⁸ Ansay, *Anonim*, s. 244.

¹⁰³⁹ Çevik, *Anonim*, s. 778.

nazara almaksızın kar payı dağıtımına karar verdiği hallerde bu paylara düşen karın ortaklık malvarlığına kalacağını ve gelecek sene ortaklara dağıtılabileceğini lakin kar payının tedavülde bulunan pay senetlerine göre hesaplanmasının da kararlaştırılabileceğini belirtmektedir¹⁰⁴⁰. *Sevi*'de Fransız hukukuna atıfta bulunarak dağıtılacak kar payı miktarının tedavüldeki paylara göre hesaplanmasının bu konudaki boşluğu doldurmada uygun bir yorum tarzı olacağını ifade etmektedir¹⁰⁴¹. *Giger*'e göre¹⁰⁴², ortaklık temettü dağıtımına karar verir ve bundan kendi paylarını açıkça istisna etmediği takdirde şirketin kendi payları üzerinde de bir temettü hakkı doğar. Anonim ortaklıklar hukukundan doğan temettü hakkına nazaran, ortaklık kararıyla verilmiş olan temettü ödenmesi hakkı tamamen borçlar hukuku karakteri taşır. Bununla birlikte şirketin kendi paylarından temettü ödenmesi talebi, ortaya çıkmasından hemen sonra BK. m. 116, f. 1 (İsv. BK. m. 118 f. 1) anlamında alacaklı ve borçlu sıfatlarının birleşmesiyle tekrar ortadan kalkar, zira talepte bulunan ortaklık aynı zamanda temettü ödenmesinin borçlusu durumundadır. Temettü ödenmesi kararı ile borç/talep ilişkisi kanun gereği ortaklığın kendi hisseleri nisptinde sona erer. Temettü talebinin alacaklı borçlu sıfatlarının birleşmesi neticesinde ortadan kalkmasıyla, ortaklık genel kurulu kararına göre ortaklığın kendi paylarına tekabül eden kar payı da ortadan kalkmaz. Daha ziyade bunlar ortaklığın kendi paylarının getirisi olarak görmek gerekir. Ortaklığın hisselerinden olan temettüsü oranında şirketin yıllık karı ve bununla bağlı olarak bilanço karı da yükselmiş olur. *Steiger*'e göre, bu paylara isabet eden kar payları ortaklık malvarlığına dahil olur¹⁰⁴³. *Tekinalp* bu paylara isabet eden kar payının anonim ortaklığa ödeneceğini ve ortaklıkça serbest yedek akçe hesabına alınacağını yoksa oransallık ilkesine göre pay sahipleri arasında dağıtılmayacağını ifade eder. Bu kar payı yedek akçeden serbestçe çözülebileceği gibi sermayeye eklenebilir veya kar olarak da dağıtılabılır¹⁰⁴⁴.

¹⁰⁴⁰ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 127.

¹⁰⁴¹ *Sevi, Kendi Payı*, s. 254.

¹⁰⁴² *Giger*, s. 105.

¹⁰⁴³ *Von Steiger*, s. 178.

¹⁰⁴⁴ *Tekinalp (Poroy /Çamoğlu)*, s. 520. Kar payının direkt olarak ihtiyat akçelerine yönlendirilmesi objektif olmaması nedeniyle reddilmektedir, *bkz.*: *Giger*, s. 105.

Yavru ortaklığın elindeki ana ortaklığa ait paylar karşılıklı katılma bakımından uygun görülmeyen oranda olsa bile, bu paylara isabet eden kar payları yavru ortaklığa ödenir. TTK’da bunun aksini öngören doğrudan veya dolaylı bir hüküm yoktur¹⁰⁴⁵.

Kar payının tedavüldeki paylara göre hesaplaması iktisap edilen paylara ilişkin kar hakkının donduğu anlamına gelir. Bu paylara tahakkuk eden kar payının özel bir hesaba konularak payın devri ile birlikte devralana verileceğinin öngörülmesi de bir çözüm olarak düşünülebilir. Ancak gelecekteki pay sahiplerini düşünerek mevcut ortakların bu paylara isabet eden kardan mahrum kalmaları uygun değildir. Kanaatimizce ortaklık malvarlığına dahil edilerek gelecek yıl pay sahiplerine kar olarak dağıtılması uygun bir çözüm olacaktır. Bu şekilde, ortaklık karının artması ve ortaklığın iktisadi açıdan güçlenerek kendi paylarının değerinin yükselmesi söz konusu olacaktır. Sonuç olarak şirketin kendi paylarına yatırım, başka bir ortaklığın paylarının devralınması gibi bir değer ifade edecektir¹⁰⁴⁶.

b. Tasfiye Payına Katılma Hakkı

Bu hak adından da anlaşıldığı üzere ortaklığın fesih ve infisalı halinde, malvarlığının kullanılması hakkında ana sözleşmede başkaca bir hüküm olmadığı takdirde, her pay sahibinin, tasfiye sonucuna payı oranında katılma hakkını haiz olduğu, şarta bağlı ve müeccel bir haktır¹⁰⁴⁷. Ortaklık kendi paylarından dolayı malvarlığı hakları ile birlikte ortaklığın tasfiye payı üzerinde de bir hakka sahiptir. Bir ortaklığın tasfiye edilmesi durumunda, kendi paylarına tekabül eden kısım yine tasfiye masasına girer, o da bütün pay sahipleri arasında tekrar paylaşılır. Bu işlemi paylaştırılmayacak tasfiye artığı kalana kadar devam ettirmemek için, pratik nedenlerden ötürü tasfiye paylarının dağıtımında ortaklığın kendi paylarının dikkate alınmaması gerekir¹⁰⁴⁸. Dikkat edileceği üzere, pratik bir yararı olmayacağı gerekçesiyle tasfiye payı ortaklığın kendi payları hesaba katılmayarak doğrudan doğruya diğer paylar

¹⁰⁴⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 521.

¹⁰⁴⁶ Giger, s. 105.

¹⁰⁴⁷ Tekil, *Anonim*, s. 390; İmregün, *Anonim*, s. 303; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 531.

¹⁰⁴⁸ Giger, s. 106.

arasında bölüştürülmektedir. Yavru ortaklık elinde bulundurduğu ana anonim ortaklığın paylarına ilişkin tasfiye payına hak kazanır¹⁰⁴⁹.

c. Yeni Pay Alma Hakkı

Anonim ortaklık yeni paylar çıkarmak suretiyle sermaye artırılması yoluna gidecekse, mevcut pay sahiplerinden her biri, çıkarılacak yeni paylardan katılma paylarının esas sermayeye oranı miktarında öncelikle alma hakkına sahiptir. Buna yeni pay alma hakkı (Bezugsrecht) denilmektedir¹⁰⁵⁰. Bu hak “pay”a tanınmış olup ancak payın maliki tarafından kullanılır¹⁰⁵¹ ve çıkarılan payın mülkiyetini aslen iktisap edebilme imkanı sağlar¹⁰⁵². Ortaklığın geçici olarak elinde bulundurduğu kendi paylarının tekrar satımında asli olmayan kazandırma söz konusudur¹⁰⁵³. Hem malvarlığı hem de yönetime ilişkin bir hak niteliği olan karma bir hak olduğu ifade edilmişse¹⁰⁵⁴ de baskın görüş malvarlığı niteliğinin ağır bastığıdır¹⁰⁵⁵. Acaba ortaklık elinde bulunan kendi payları için yeni pay alma hakkını kullanabilir mi? Yukarıda ifade ettiğimiz gibi Alman Hukukunda bu konuda açık bir hüküm olduğu için (Alm. POK. § 71b) ortaklık elinde bulundurduğu kendi payları için yeni pay alma hakkını kullanamayacaktır. Eski İsviçre anonim ortaklıklar hukukunda konu tartışmalıydı¹⁰⁵⁶. 1991 revizyonu ile serbest yedeklerden karşılanmak koşulu ile ortaklığın kendi paylarından doğan yeni pay alma haklarını kanuni sınırlamalar çerçevesinde (İsv. BK. m. 659) kullanabileceği kabul edilmektedir¹⁰⁵⁷.

¹⁰⁴⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483.

¹⁰⁵⁰ Tekil, *Anonim*, s. 349; İmregün, *Anonim*, s. 304; Ansay, *Anonim*, s. 196. Bu hak; öncelik hakkı (Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 131), önalım hakkı (İmregün, *Anonim*, s. 304), rüçhan hakkı (Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 127)., önce alım hakkı (Ansay, *Anonim*, s. 196) olarak da adlandırılmaktadır. Terminoloji konusunda bkz.: Yıldız, *Yeni Pay Alma*, s. 2 vd.

¹⁰⁵¹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 748.

¹⁰⁵² Teoman Akünal, “Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Yeni Pay Alma Hakkı”, **Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi**, Yeni Seri, Yıl: 3, Sayı: 5, 1969, s. 257.

¹⁰⁵³ Yıldız, *Yeni Pay Alma*, s. 88. Zaten pay sahiplerinin yeni paylardan öncelikle alma hakkı ancak sermaye artırımı yoluyla yeni paylar çıkarılması halinde söz konusu olup, ortaklığın geçici olarak elde bulundurduğu kendi paylarının yönetim kurulunca satışı halinde böyle bir hakları yoktur, bkz.: Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 132.

¹⁰⁵⁴ Yıldız, *Yeni Pay Alma*, s. 135.

¹⁰⁵⁵ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 136; Tekil, *Anonim*, s. 349, dñn. 15.

¹⁰⁵⁶ Bu görüşler için bkz.: Yıldız, *Yeni Pay Alma*, s. 185; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483.

¹⁰⁵⁷ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483; Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 163, dñn. 279.

Hukukumuzda da farklı görüşler mevcuttur. *Arslanlı*'ya göre¹⁰⁵⁸, anonim ortaklık geçerli bir şekilde iktisap ettiği kendi paylarına ilişkin yeni pay alma hakkına sahiptir. *Tekinalp*'de yeni pay alma hakkının bu halde kullanılabileceğini ancak yeni payların da ortaklığın elinde bulundurduğu paylarla aynı hukuki durumda olacağını ifade etmektedir¹⁰⁵⁹. *Yıldız* ise¹⁰⁶⁰ dış kaynaklardan sermaye artırımı yapılması halinde ortaklığın elinde bulunan paylara ilişkin yeni pay alma haklarını şu şartlarla kullanılabileceğini kabul etmektedir; yeni alınacak payların bedelinin serbest yedek akçelerden ya da bilanço karından verilmesi, kazanılan payların esas sermayenin %10'unu aşmaması¹⁰⁶¹. *Akünel*¹⁰⁶² ortaklığın iktisab ettiği kendi paylarından doğan hiçbir hakkının bulunmadığı görüşünde olup elindeki paylarından doğan yeni pay alma hakkını kullanamayacağını kabul etmektedir. *Moroğlu* ise şu gerekçelerle yeni pay alma hakkının kullanılmasına karşı çıkmaktadır: 1) TTK. m. 329'da tahdidi olarak sayılan istisnalar arasında, ortaklığın geçici olarak elde bulundurduğu paylar için yeni pay alma hakkının kullanılması yoluyla iktisap hali sayılmamıştır. İstisnalar arasında "ivazsız temellüğe" izin verilmiş olmasının mefhumu muhalifinden ortaklığın, malvarlığından bir eksilme karşılığında, yani katılma taahhüdünde bulunarak kendi paylarını iktisabı menedilmiştir¹⁰⁶³, 2) TTK. m. 329'da yer alan iktisap yasağının konuluş amacından da ortaklığın elindeki kendi payları için yeni pay alma hakkını kullanamayacağı sonucu çıkmaktadır. Amaç, sadece malvarlığı ile sorumlu olan ortaklığın TTK. m. 405, f. 2 anlamında sermayeden iade teşkil eden bir durum meydana getirmesini önlemektir. Ortaklığın, elindeki kendi paylar ve pay senetleri için yeni pay alma hakkını kullanması ve katılma taahhüdünde bulunup ödeme yapması da, ekonomik yönden sermayenin iadesi niteliği taşımaktadır¹⁰⁶⁴. Geçici olarak elinde bulundurduğu paylardan doğan yeni pay alma hakkını kullanamayan ortaklığın, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını tamamıyla kısıtlayarak ortaklık tarafından taahhüdünü öngören bir genel kurul kararı

¹⁰⁵⁸ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 102, dpn. 32.

¹⁰⁵⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483.

¹⁰⁶⁰ Yıldız, *Yeni Pay Alma*, s. 186.

¹⁰⁶¹ Sevi haklı olarak bu şartların İsviçre hukuku bakımından savunulabileceğini ancak TTK. m. 329'un emredici niteliği bakımından bunun mümkün olmadığını ifade etmektedir, bkz.: Sevi, *Kendi Payı*, s. 254, dpn. 63.

¹⁰⁶² Akünel, s. 274.

¹⁰⁶³ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 163.

¹⁰⁶⁴ Moroğlu, *Esas Sermaye*, s. 164.

alması TTK. m. 329’a göre batıldır¹⁰⁶⁵. Ancak *Moroğlu*’na göre, ortaklık kendi kaynaklarından esas sermaye artırımına gittiğinde elinde bulunan kendi pay senetlerine düşen yeni payları iktisap edebilir¹⁰⁶⁶. İç kaynaklardan esas sermaye artırımında ortaklığın yeni ödemesiz paylardan almasına herhangi bir engel yoktur. Çünkü, bu tür artırımda, TTK. m. 329 anlamında bir iktisap söz konusu olmadığı gibi, bu madde hükmünün konulmasını gerektiren endişeler de mevcut değildir. Çünkü ortaklık kendi pay senetlerini para karşılığı iktisap etmemektedir. Ayrıca, TTK. m. 329, f. 1, b. 6’da “ıvazsız temellüke” izin verildiğinden ödemesiz pay senetlerinin iktisabı da böyle bir iktisap olup ortaklığın malvarlığında bir eksilme olmamaktadır¹⁰⁶⁷. Ortaklığın bu şekilde iktisap ettiği ödemesiz pay veya pay senetlerini de mevcut pay ve pay senetleri ile birlikte, “ilk fırsatta elden çıkarması” (TTK. m. 329, f. 2) gerekmektedir¹⁰⁶⁸.

Yavru ortaklık istisnaen ve geçici olarak elinde bulundurduğu hakim ortaklık pay senetlerine bağlı yeni pay alma hakkını kullanabilir mi? *Moroğlu*’na göre, egemen durumda olan ortaklık ile yavru ortaklık iktisadi bakımdan aynı şey olduklarından yavru ortaklığın ana ortaklığın paylarını iktisabı TTK. m. 329’a tabi olup geçici olarak elinde bulundurduğu ana ortaklık pay senetlerine bağlı yeni pay alma hakkını kullanamaz¹⁰⁶⁹. *Tekinalp* ise karşılıklı katılma oranı istenmeyen düzeyde olsa bile yavru ortaklığın edindiği ana ortaklığa ait paylara ilişkin yeni pay alma hakkını kullanabileceğini çünkü TTK’da bu konuda yasaklayıcı bir hüküm bulunmadığını ifade eder¹⁰⁷⁰.

Kanaatimizce *Moroğlu*’nun savunduğu görüş bizce de uygun olanıdır. Ortaklık iç kaynaklardan, yani yedeklerin ve diğer değerlerin sermayeye dönüştürülmesi yoluyla sermaye artırımına gitmişse kendi paylarına ilişkin yeni pay alma hakkını

¹⁰⁶⁵ *Moroğlu, Esas Sermaye*, s. 300.

¹⁰⁶⁶ *Moroğlu, Esas Sermaye*, s. 164.

¹⁰⁶⁷ *Moroğlu, Esas Sermaye*, s. 262. TTK.Tasarısında da ortaklığın kendi paylarının bedelsiz payları iktisap edebileceği öngörülmüştür (TTKT. m. 389).

¹⁰⁶⁸ *Moroğlu, Esas Sermaye*, s. 263.

¹⁰⁶⁹ *Moroğlu, Esas Sermaye*, s. 164.

¹⁰⁷⁰ *Tekinalp (Poroy /Çamoğlu)*, s. 483. *Yıldız* bu sonuca her şeyden önce payların asli olarak edinilmiş olmasından dolayı varılabileceğini ifade ediyor. Çünkü yavru ortaklık, holding paylarını ya TTK. m. 329’da belirtilen istisnai durumlarda yahut sermayeden iade teşkil etmeyen şartlarda edinmiştir. Bu durumlarda elindeki ana ortaklığa ilişkin paylara dayanarak yeni pay alma hakkını kullanması sermayeden iade teşkil etmez. Yeni pay alma hakkının kullanılması ile önceki iştirak oranı aşırı derecede bozulacak olursa alınan yeni paylardaki ortaklık hakları donar ve bunların ilk fırsatta elden çıkarılması gerekir, bkz.: *Yıldız, Yeni Pay Alma*, s. 188.

kullanabilir¹⁰⁷¹. Zira ortaklık kendisine karşı bir yüküm altına giremez ve bizzat kendi borçlusu olup, bu borcu ödeyemez. İç kaynaklardan sermaye artırımında taahhüt edilmesi söz konusu olan sermaye zaten ortaklık malvarlığında bulunmaktadır¹⁰⁷².

2. Yönetime İlişkin Haklar

Malvarlığı hakları konusunda açık bir hüküm ihtiva etmeyen Ticaret Kanunumuz yönetime ilişkin haklara değinmektedir. Eski İsv. BK. m. 659, f. 5'den¹⁰⁷³ aynen çevrilerek alınan TTK. m. 329, f. 3, c. 2; “Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir” hükmüne yer vermektedir. Kanunda “temsil”den söz edilmesine rağmen; kuralın oy vermeyi, dar anlamda genel kurula katılmayı, iptal davası açma ve azınlık haklarını kullanmayı da kapsadığı kuşkusuzdur¹⁰⁷⁴. Bu kural anonim ortaklığın hem kanunda (TTK. m. 329, f. 1) sayılan istisnalar uyarınca hem de bunların dışında ve yasağa aykırı olarak edindiği paylar hakkında uygulanır¹⁰⁷⁵.

a. Oy Hakkı

Anonim ortaklığın istisnaen edindiği kendi paylarına ilişkin oy hakkını genel kurulda kullanabilip kullanamayacağı sorunu Alman hukukunda henüz bir yasal düzenleme yok iken, ilk kez 1921 tarihli bir Alman İmparatorluk Yüksek Mahkemesi kararında tartışılmıştır¹⁰⁷⁶. Yüksek Mahkeme limited ortaklıklar hukukuna ilişkin olmakla beraber vardığı sonuç ve getirdiği ilkeler açısından anonim ortaklıkta da uygulanabilecek bu kararda, şu gerekçeye yer vermiştir¹⁰⁷⁷: “Limited ortaklık

¹⁰⁷¹ Nitekim Alman Hukukunda da (Alm. POK. § 215) ortaklığın elinde bulunan kendi paylarına karşılık ödemesiz payları iktisap edebileceği kabul edilmiştir.

¹⁰⁷² Ömer Teoman, “Limited Ortaklığın Edindiği Kendi Paylarından Doğan Hak Ve Borçlar Ve Edinmenin Diğer Bazı Sonuçları”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 156.

¹⁰⁷³ İsviçre hukukunda Borçlar Kanunu'nun anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerinde değişiklik yapan 4 Ekim 1991 tarihli Federal Kanun ile yeniden düzenlenmiş ve şu şekli almıştır: m. 659a, f. 1; “Oy hakları ve ortaklığın kendi paylarından doğan bununla bağlantılı haklar donar”.

¹⁰⁷⁴ Ömer Teoman, “Şirketçe Devralınan Payların Umumi Heyette Temsili Caiz Değildir” Kuralının (TK. M. 329, f. 3, c. 2) Anlamı”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 262; Teoman, *Yoksunluk*, s. 60; Giger, s. 103. TTK. m. 329, f. 3, c. 2'de yer alan hükmün yönetim kurulunun diğer ortakları hakimiyet altına almasına engel engel olmak amacıyla konulduğu ve kuralın genel kurula katılmayı, konuşma ve öneride bulunmayı da kapsadığı belirtilmiştir, bkz.: Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 543.

¹⁰⁷⁵ Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 265.

¹⁰⁷⁶ Teoman, *Yoksunluk*, s. 58.

¹⁰⁷⁷ Teoman, *Yoksunluk*, s. 58.

bağımsız bir hukuki kişiliğe sahip bulunduğu için kendi paylarını edinebilir, mülkiyeti altında tutabilir ve dilediğinde onları devredebilir. Fakat, bu bağımsızlığın sınırlarının da saptanması gerekir. Gerçekten, genel kurul ortaklığı oluşturan kişilerden meydana geldiği için, bizzat ortaklığın bu kişilerden biri olarak anılan kurulda hazır bulunması olanaksızdır. Ortaklığın iradesinin belirlenmesinin söz konusu olduğu bu kararda, onun oy kullanması bir çelişki yaratacağından kabul edilemez”. TTK. m. 329, f. 3, c. 2’de yer alan “Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir” kuralının ilk ve tartışmasız sonucu ortaklığın elinde bulunduğu sürece kendi paylarına ilişkin oy hakkının genel kurulda kullanılamayacağıdır¹⁰⁷⁸. Oy hakkının kullanılamamasının nedeni; yönetim kurulunun ya da belirli bir çoğunluğun, herhangi bir sermaye riski yüklenmeksizin, ortaklığın araçları ile oy gücü sağlamasını önlemek ve ortaklığın bizzat kendisinin ortağı olamayacağından kendi paylarına ilişkin oy kullanmasından doğabilecek mantıksal çelişkiyi ortadan kaldırmaktır¹⁰⁷⁹.

Anonim ortaklığın iktisap ettiği kendi paylarına bağlı oy hakkını kullanamaması hali doktrinde “oy hakkının donması” olarak nitelendirilmektedir¹⁰⁸⁰. Alman hukukunda bu durumun ifadesi olarak kullanılan “ruhen” kelimesi¹⁰⁸¹ dilimize “tatil etme”, “dinlenme” ya da “donma” diye çevirilebilmekte ve oy hakkının tümü ile ortadan kalkmayıp sadece yasa tarafından öngörülen bazı durumlarda kullanılamayacağını ifade etmektedir. *Teoman*, donma olgusunu payın geçici bir süre oysuzlaşması olarak ifade etmektedir¹⁰⁸². Buradaki geçici bir süre payların üçüncü bir kişiye devredilme zamanına kadar geçen süredir. Yani, paylardan doğan oy hakkı kesinlikle ortadan kalkmamakta, aksine yoksunluğa neden olan olayın giderilmesinden (payların üçüncü bir kişiye devredilmesi) sonra yeniden canlanmakta ve kullanılmaktadır. Ancak burada oy hakkından yoksunluk hükümlerinden olan ve

¹⁰⁷⁸ Teoman, *Yoksunluk*, s. 60; Arslanlı, *Anonim Şirketler II*, s. 56.

¹⁰⁷⁹ Teoman, *Yoksunluk*, s. 59; Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 265. Ortaklığın kendi paylarına ilişkin oy hakkını kullanamaması hali (donması) diğer payların nisbi oy gücünü etkileyerek güçlendirse de bu durum ortaklığın kendi paylarını sınırlı olarak devralmasına izin verildiği hallerde kaçınılmazdır ve yönetim kurulunun bu oy haklarını kullanmasına nazaran daha az tehlikelidir, bkz.: Giger, s. 102 ve dpn. 344.

¹⁰⁸⁰ Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 263; Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483.

¹⁰⁸¹ 1937 ve 1965 tarihli Alm. POK’larında yer almayan bu kelimeye ilk kez Alman Ticaret Kanunu § 226, f. 5’te yer verilmiştir, bkz.: Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 264.

¹⁰⁸² Ömer Teoman, “Oy Hakkından Yoksun Pay Sahiplerinin Karara Katılmış Bulunmaları Nedeniyle Açılan İptal Davasında, Anonim Ortaklık Bu Katılmanın Oylama Sonucunu Etkilemediği Savunmasını Yapamaz”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 4.

“mahrumiyet” kenar başlığını taşıyan TTK. m. 374 hükmü ile TTK. m. 329, f. 2, c. 3 arasındaki şu farkı belirtmek gerekir. TTK. m. 374 “Pay sahiplerinden hiçbiri, kendisi veya karı ve kocası yahut usul ve fûru ile şirket arasındaki şahsi bir işe veya davaya dair olan müzakerelerde rey hakkını kullanamaz. Şirket işlerinin görülmesine herhangi bir suretle iştirak etmiş olanlar, idare meclisi azalarının ibrasına ait kararlarda rey hakkını haiz değildirler” hükmünü getirmektedir. Görüldüğü gibi burada yoksunluk sadece belirli bir gündem maddesi ile sınırlı olmakta TTK. m. 374, f. 1 ve 2 uyarınca lehte ve aleyhte oy veremeyen bir pay sahibi bundan önce ve sonra ortaklık iradesinin oluşumuna katılabilmektedir¹⁰⁸³. Buna karşılık TTK. m. 329, f. 3, c. 2’de ortaklık oy hakkını salt belirli bazı durumlarda değil, genel olarak tüm toplantılarda kullanamamakta, yani donma tüm gündem maddelerini içermektedir¹⁰⁸⁴. Sonuç olarak donma genel yoksunluk ise özeldir¹⁰⁸⁵. Oy hakkının kaldırılması TTK. m. 329 (İsv. BK. m. 659) anlamında devralma türlerine bakılmaksızın bütün ortaklığın kendi payları için geçerlidir. Bu sayede özellikle kanuna karşı hile halleri önlenmiş olmaktadır¹⁰⁸⁶. Anonim ortaklık iktisap ettiği kendi paylarına ilişkin oy hakkını bizzat kullanamadığı gibi bir temsilci veya ortaklık yöneticileri vasıtasıyla da kullanamaz (TTK. m. 361)¹⁰⁸⁷. Buna rağmen oy hakkı genel kurulda kullanılırsa pay sahiplerinin her biri önceden itiraz etmemiş olsa dahi, kararın iptalini isteyebilir¹⁰⁸⁸.

Anonim ortaklık tarafından TTK. m. 329, f. 1, b. 4 ve 5 gereği rehin alınan paylardan doğan oy hakkı rehin veren pay sahibine aittir (TTK. m 360, f. 3, b. 1). Ancak, bu paylardan doğan oy hakkının kullanılması konusunda ortaklık tüzel kişiliğine veya yönetim kuruluna vekalet verilmesi “şirketçe devralınan payların genel kurulda

¹⁰⁸³ Teoman burada şu örneği vermektedir; “payın geçici bir süre için oysuzlaşması diye de açıklayabileceğimiz donma olgusu örneğin TTK. m. 374, f. 1 uyarınca karısı ile ortaklık arasındaki kişisel bir iş konusunda oy kullanamayacak olan pay sahibinin eşinden boşanması halinde ortadan kalkmakta, hatta TTK. m. 374, f. 2’ye göre kendi ibrası hakkındaki karara katılamayan yönetim kurulu üyesinin bu kez bilançonun onaylanmasında oy vermesi örneğinde olduğu gibi, aynı toplantı içinde dahi sona erebilmektedir”, bkz.: Ömer Teoman, “Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu Konusundaki Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi (1978-1982)”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayın, 2000, s. 40.

¹⁰⁸⁴ Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 264; Çeker, *Oy Hakkı*, s. 227.

¹⁰⁸⁵ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 569; Çevik, *Anonim*, s. 697.

¹⁰⁸⁶ Giger, s. 102, dpn. 710.

¹⁰⁸⁷ Hirş, *Ticaret Hukuku*, s. 281; Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 266; Benckendorff, s. 253; Ansay, *Anonim*, s. 244.

¹⁰⁸⁸ Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 127; Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 273; Benckendorff, s. 253.

temsil edilemeyecekleri” hükmüne aykırı olduğu gibi karar ve yönetim organları arasındaki kuvvetler ayırımına da aykırıdır¹⁰⁸⁹.

Bir holding ortaklık niteliği gereği sahip olduğu yavru ortaklık paylarına bağlı oy hakkını hiçbir sınırlamaya tabi olmaksızın kullanabilirken Yavru ortaklık ana ortaklığın genel kurulunda ana ortaklığın paylarına ilişkin oy hakkını kullanabilir mi? İsviçre hukukunda bu konuda açık düzenleme olduğundan kullanamaz (İsv. BK. m. 659b). Hukukumuz açısından ise, yavru ortaklık bağımsız bir iradesinden söz edilemeyecek biçimde ana ortaklığın egemenliği altında bulunuyorsa söz konusu paylar gerçekte ana ortaklığın payları olarak kabul edilir ve TTK. m. 329, f. 3, c. 2’deki yasağın kapsamına girer¹⁰⁹⁰. Her somut olayda hakimiyet unsurunun değerlendirilmesi gerekir¹⁰⁹¹.

Anonim ortaklığın kendi paylarını istisnaen iktisap ettiği hallerde bu paylara ilişkin oy hakkının kullanılamayacağında görüş birliği mevcutken bu payların toplantı ve karar yeter sayılarında hesaba katılıp katılmayacakları tartışmalıdır¹⁰⁹². *Tekinalp*¹⁰⁹³,

¹⁰⁸⁹ Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 72, dpn. 158.

¹⁰⁹⁰ Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 272.

¹⁰⁹¹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 572.

¹⁰⁹² Zaman zaman mahkeme kararlarına da konu olmaktadır; “Davacılar, ortağı oldukları davalı anonim şirketin 21.03.1999 günlü olağan genel kurulunun 2016 paydan, 624 payın temsil edildiği açıklanarak başlatıldığını, divan başkanınca 624 paydan, 138 payın şirket portföyünde olan paylar olduğunun belirlenmesi üzerine, TTK’nun 329 md. gözetilerek nisabın oluşmadığı ve toplantının yapılamayacağını açıklandığını ve toplantıyı terkettiğini, bundan sonra bir kısım yöneticinin Bakanlık temsilcileriyle birlikte genel kurulun yapılmasını kararlaştırıp, yeni bir divan heyeti seçerek genel kurulu devam ettirdiklerini, toplantıyı terk eden divan başkanının şirkete 24.3.1999 tarihli ihtarnamayı göndermesi üzerine de, hazurun cetveli ve gerçek tutanaktaki 624 mevcudu 667 göstermek suretiyle ve gerekli düzeltmeleri yaparak ona göre tutanak hazırladıklarını ve genel kurulda tutulan asıl tutanağın yok edildiğini, hazurun cetvelinin yasa ve yönetmeliğe uygun tutulmadığının Sanayi ve Ticaret İl Md.’nin 11.6.1999 tarihli yazısından da anlaşılmakta olduğunu, öte yandan Torun S.’nin önceki genel kurula ilişkin vekaletnamelerle bu genel kurulda da kendisine 183 oy hakkı tanınmasının yasaya aykırı olduğunu öne sürerek, 21.03.1999 tarihli genel kurulda alınan kararların iptalini talep ve dava etmiştir.

Davalı vekili, toplantıyı terk eden davacı Mehmet’in dava hakkı olmayacağını, Bakanlık temsilcisi gözetiminde yapılan toplantıda 667 payın mevcut olduğu şirketçe devralınan 138 pay çıkarılsa bile kalan 529 pay ile toplantı nisabının oluştuğunu ve divan başkanının yersiz olarak toplantıyı terk etmesi üzerine yeni bir divan heyeti oluşturularak toplantının yapıldığını, davacının haksız olduğunu savunarak, reddini istemiştir. Mahkemece, genel kurul tutanaklarına, Sanayi ve Ticaret Müdürlüğü cevabına ve bilirkişi raporuna dayanılarak, hazurun cetvelinde asaleten ve vekaleten toplantıya katılanların ayrı ayrı ve toplam pay miktarlarının gösterilmediği ve hazurun cetvelindeki sermaye ve ortaklık yapısının şirket defterine uygun olduğunun yönetim kurulunca yazılarak onaylanmadığı, sadece kaşe ve imza ile tasdik edildiği, bu itibarla cetvelin, yönetmeliğin 19.md.’ne uygun düzenlenmemiş olduğu, 454 paya kimlerin vekalet ettiğinin belirgin olmadığı 12.12.1998 tarihli genel kurulda 183 payın vekaletini elinde bulunduran Torun S.’nin, aynı vekaletnamelerle dava konusu genel kurula katılmasının ve nisapta dikkate alınmasının mümkün olmadığı gerekçeleriyle, davanın sabit olduğu sonucuna varılarak, kabulüne karar verilmiştir.

*Tekil*¹⁰⁹⁴, *İmregün*¹⁰⁹⁵, *Domaniç*¹⁰⁹⁶, *Çevik*¹⁰⁹⁷ ve Arslanlı¹⁰⁹⁸ genel kurulun toplantı ve karar nisaplarında bu payların hesaba katılmayacaklarını, esas sermayeden bu paylar düşüldükten sonra geriye kalan miktara göre hesaplama yapılması gerektiğini savunurlar. *Teoman* ise toplantı yeter sayısı hesaplanırken bu payların esas sermaye tutarından indirilmemesi gerektiğini zira kanunda “şirket sermayesinin en az dörtte birini temsil eden pay sahiplerinden” (TTK. m. 372) söz edildiğini ifade eder¹⁰⁹⁹. Ağırlaştırılmış toplantı ve karar yetersayıları gerektiren durumlarda örneğin; ortaklık konusunun değiştirilmesi gibi ortaklığın kendi paylarının akıbeti ne olacaktır? *Teoman*’a göre, bu paylar ortaklığın elinde bulunduğu sürece toplantı yetersayısı için zorunlu oranın (verilen örnekte 3/2) gerçekleşmeyeceği ve ortaklığın konusun değiştirilmesi kararının alınmasının imkansız olduğu iddia edilemez. Edindiği payları “ilk fırsatta elden çıkarmak” yükümünde bulunan bir anonim ortaklığın genel kurul kararını etkilemesi ve hiç karar alınamaması sonucunu doğurması kabul edilemeyeceği gibi, kanun “şirket sermayesinin en az üçte ikisine malik olan pay sahiplerinin hazır bulunmasını” şart koştuğundan ortaklığın edindiği paylar esas sermayeden düşülerek toplantı yetersayısı tedavüldeki paylara göre de saptanılmaz¹¹⁰⁰. *Teoman*’a göre yapılması gereken, ortaklığın mülkiyetinde bulunan payların toplantı yetersayısının hesaplanmasında esas sermaye tutarından indirilmemesi, fakat karar yetersayısının

Kararı, davalı vekili temyiz etmiş, Dairemizce onanmıştır.

Bu defa, davalı vekili karar düzeltme isteminde bulunmuştur.

Dosyadaki yazılara, mahkeme kararında belirtilip Yargıtay ilamında benimsenen gerektirici sebeplere ve genel kurulda vekaleten temsil edildiği ifade edilen 454 payın hangi vekaletnamelere müsteniden ve kim tarafından temsil edildiğinin tesbiti mümkün olmayıp, hazurun cetvelinin de usulüne uygun tutulmamış olduğunun ve toplantı nisabının oluşmadığının anlaşılmasına göre, alınan kararlarının yok hükmünde olup, bu durumun tespiti yolunda dava açılabilmesi için ortağın muhalif kalıp, muhalefetini genel kurul tutanağına geçirtmesine gerek olmamasına nazaran, davalı vekilinin HUMK'nun 440. maddesindeki hallerden olmayan karar düzeltme isteğinin reddi gerekmiştir”, Y. 11. HD., 25.01.2002, E. 000287, K. 000474, bkz.: **Corpus, CD-Medya**, 2000.

¹⁰⁹³ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 483.

¹⁰⁹⁴ Tekil, *Şirketler*, C.II, s. 437.

¹⁰⁹⁵ İmregün, *Menfaatler İhtilafı*, s. 45. Yazar’a göre, olağan genel kurul toplantısı için toplantı yeter sayısı için “ortaklık sermayesinin en az dörtte birini temsil eden pay sahipleri” hesaplanırken ortaklığın kendi payları düşüldükten sonra geri kalan kısmın dörtte biri esas alınmalıdır, bkz.: İmregün, *Anonim*, s. 279.

¹⁰⁹⁶ Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 586.

¹⁰⁹⁷ Çevik, *Anonim*, s. 766.

¹⁰⁹⁸ Arslanlı, *Anonim Şirketler II*, s. 35.

¹⁰⁹⁹ Yazar, azınlık haklarında aynı şekilde “esas sermayenin onda birini temsil eden paysahiplerine” (TTK. m. 310, 341, 348, 356, 377) tanındığından esas sermaye tutarına göre hesaplanması ve bu miktardan ortaklığın iktisap ettiği kendi paylarının indirilmemesi gerektiğini savunmaktadır, bkz.: *Teoman, Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 269.

¹¹⁰⁰ *Teoman, Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 270.

tedavüldeki paylara göre hesaplanarak ortaklığın edindiği kendi paylarına ilişkin oy hakkının donduğunun kabul edilmesidir¹¹⁰¹.

Kanaatimizce ortaklığın istisnaen edindiği kendi paylarına “pay sahipliği hakkı verilmemesi” geçici bir durum olduğundan ve ortaklığın elinde bulunduğu sürece bu paylara ilişkin pay sahipliği hakları ve bu anlamda oy hakkı da donduğundan karar yeter sayılarının nisabında sadece tedavüldeki paylar nazara alınır. Ancak toplantı yetersayısının hesaplanmasında *Teoman*’a katılarak bu payların esas sermaye tutarından indirilmemesinin kanunun lafzına ve ruhuna (TTK. m. 372, 388) uygun olacağını kabul ediyoruz.

b. Diğer Haklar

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi halinde bu paylara ilişkin haklar donduğundan, oy hakkı gibi oy hakkı aracılığıyla kullandığı bilgi alma, iptal davası açma, organlarda yer alan üyeleri denetleme, ibra etme veya reddetme, karın dağıtımını sağlamak ve oranını belirtmek gibi haklarının¹¹⁰² kullanılması imkansızlaşır. Ortaklık mülkiyetindeki payı devrettiği takdirde paya ilişkin donmuş durumdaki bu hak ve borçlar yeniden canlanacaktır.

C. İktisap Edilen Pay Üzerinde İntifa Hakkı Bulunması

Anonim ortaklığın kendi payları üzerinde ortaklık lehine intifa hakkı tesis edilmesi halinde TTK. m. 329’un uygulanır mı? Her ne kadar kanunda bu konuda bir açıklık yoksa da, paylar üzerinde ortaklık lehine intifa hakkı kurmak yoluyla da, iktisap yasağı ile korunmak istenen menfaatin ihlal edilmesi ve TTK. m. 329 emredici hükmünün dolanılması tehlikesi söz konusu olabileceğinden, yasağı intifa hakkını da kapsayıcı nitelikte geniş yorumlamak gerekir¹¹⁰³. Bu nedenle ortaklık lehine kendi payları üzerinde intifa hakkı ancak TTK. m. 329’da öngörülen istisnai hallerde kurulabilecektir. Bu hallerde, intifa ile yükümlü paya ait ve bağımsız alacak hakkına

¹¹⁰¹ Teoman, *Şirketçe Devralınan Paylar*, s. 271.

¹¹⁰² Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 553.

¹¹⁰³ Kendigelen, *İntifa*, s. 76; Dağ, s. 120. Kendi payları üzerinde ortaklık lehine bir intifa hakkı tesis edilmesinin alacaklıların ve pay sahiplerinin menfaatlerini tehlikeye düşürmeyeceği de savunulmuştur, bkz.: Von Steiger, s. 178.

dönüşen kar payları gibi malvarlığına ilişkin yararlanma hakları yedek akçe hesabına alınacak, buna karşılık paydan kaynaklanan yönetime katılma özellikle kanun koyucunun intifa hakkı sahibine tanıdığı oy hakkı ise (m. 360, f. 4) – taraflar aksini kararlaştırmadıkça- kullanılmayacak, donacaktır¹¹⁰⁴. Ayrıca intifa haklarının devri mümkün olmadığından iktisap edilen payların derhal elden çıkarılmasını öngören TTK. m.329, f. 2 hükmü burada uygulanmayacaktır¹¹⁰⁵.

Acaba üçüncü kişinin üzerinde intifa hakkına sahip olduğu bir payı anonim ortaklığın TTK. m. 329 kapsamında iktisap etmesi halinde intifa hakkı sona erer mi? Hak sona ermediği gibi sınırlı bir ayni hak olarak herkese bu arada intifa hakkı ile yükümlü kendi paylarını iktisap eden anonim ortaklığa karşı da ileri sürülebilecektir¹¹⁰⁶. Payları üzerinde intifa hakkı tesis edilen anonim ortaklığın daha sonra intifa hakkı sahibi sıfatını da elde etmesi yani kendi payları üzerinde intifa hakkı sahibi olması da pay üzerindeki intifa hakkını sona erdirmeyecektir¹¹⁰⁷.

V. TTK. m. 329’da Öngörülen İktisap Yasağına Aykırılığın Sonuçları

A. İktisabın Hükümsüzlüğü

TTK. m. 329, f. 1 hükmü gereğince, anonim ortaklık kendi paylarını iktisap edemediği gibi bu sonucu doğuracak sözleşmeler de hükümsüzdür. Hükümsüzlük geniş anlamda hukuki işlemlerin eksiklik ve sakatlıklarının tümünü dar anlamda ise yokluk, butlan, iptal edilebilirlik, noksanlık ve nisbi etkisizlik gibi hukuki işlemlerin geçerli olmadığı başlıca halleri ifade eder¹¹⁰⁸. Acaba burada kastedilen hangi hükümsüzlük halidir? Alman hukukunda “kanundan aksi anlaşılmadıkça, kanuni bir yasağa aykırı işlemler yoktur” diyen Alman Medeni Kanunu § 134 hükmü karşısında iktisap yasağının yokluğuna hükmedilebilirdi. Ancak Türk hukuk sisteminde “yokluk” çok dar

¹¹⁰⁴ Kendigelen, *İntifa*, s. 76.

¹¹⁰⁵ Kendigelen, *İntifa*, s. 76.

¹¹⁰⁶ Kendigelen, *İntifa*, s. 361.

¹¹⁰⁷ Kendigelen bu duruma şu örneği vermektedir; “bu paylar üzerinde intifa hakkı sahibi olan bir başka anonim ortaklık ile birleşmesi gibi. Hemen belirtelim ki, birleşme sonucu katılan anonim ortaklık sona ereceğinden intifa hakkı konusu payların ve dolayısıyla intifa hakkının da sona ereceği düşünülebilirse de MK. m. 722 ve 746, f. 2 gereğince devralan veya yeni kurulan ortaklığın katılan ortaklık paylarına karşılık vereceği yeni paylar üzerinde de intifa hakkı devam edeceğinden bu durumda ortaklığın kendi payları üzerinde intifa hakkı sahibi olması söz konusu olacaktır”, bkz.: Kendigelen, *İntifa*, s. 361, dnp. 34.

¹¹⁰⁸ Oğuzman ve Barlas, s. 142; Fahiman Tekil, “Yokluk Hükümsüzlük ve İptal Edilebilirlik Sorunları”, Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 1093 vd.

varsayımlarda, bir hukuki işlemin kurucu unsurlarının örneğin evlenmek isteyen erkekle kadının evlenme iradelerini resmi nikah memuru önünde açıklamaması halinde uygulanmaktadır¹¹⁰⁹. Buna karşılık bir hukuki muamelenin kurucu unsurları tamam olmakla beraber, geçerlilik şartlarından kamu düzenini ilgilendirecek önemde bulunanların gerçekleşmemiş olması halinde o hukuki muamele batıldır¹¹¹⁰. Emredici hukuk kurallarına aykırılık da bu manada butlan sonucunu doğurur. Genel kurul kararlarının unsurlarına, anonim ortaklığın temel niteliklerine ve ortaklık alacaklılarının çıkarlarının korunmasına ilişkin hükümler mutlak emredici niteliktedir¹¹¹¹. Ortaklık alacaklılarının çıkarlarının korunmasına ilişkin hükümler denilince de akla ilk önce alacaklıların başlıca teminatını oluşturan malvarlığının korunmasına ilişkin hükümler gelir. Ortaklığın kendi paylarını iktisap edemeyeceğine ilişkin TTK. m. 329. maddesi bunlardan birisidir¹¹¹². TTK. m. 329’da belirtilen istisnalar dışında ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi anonim ortaklıklara ilişkin emredici hükümlere doğrudan doğruya aykırı olup batıldır¹¹¹³.

TTK. m. 329’un mehzazı olan eski İsv. BK. m. 659’da bu işlemlerin hükümsüz olduğunu belirten ikinci cümle yer almadığından İsviçre doktrini 659. maddedeki bu hükmün kesin bir butlan hükmü olmadığını kabul etmekte, Federal Mahkeme de bu hükmü düzenleyici bir hüküm (Ordnungsvorschrift) olarak nitelendirmiş ve devralma işleminin hükümsüzlüğünü reddetmiştir¹¹¹⁴. Türk hukukunda ise maddenin düzenleme

¹¹⁰⁹ Teoman, *Sermaye Borcu Yerine Getirilmemiş*, s. 135.

¹¹¹⁰ Oğuzman ve Barlas, s. 144.

¹¹¹¹ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 128.

¹¹¹² Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 131.

¹¹¹³ Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 69.

¹¹¹⁴ Sahir Talat Akev, “Türk Ticaret Kanununun 404. Maddesindeki Devir Yasağı”, **Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986, s. 231. İsviçre hukukundaki aktüel görüşe göre yasağın müeyyidesi, yalnızca ortaklığın kendi paylarını mümkün olan ilk fırsatta elden çıkarması ve çıkarmadığı takdirde bu yükümlülüğe aykırı hareket edenlere karşı tazminat davasına gidilebilecek olmasıdır, bkz.: Tekil, *Anonim*, s. 380, dpn. 3.; 1991 tarihinde yapılan revizyon ile İsv. BK. m. 659 hükmünün lafzından ortaklığın kendi paylarını devralması hakkındaki hükümleri ihlal eden hukuki işlemlerin hükümsüzlüğü sonucunu çıkartmak mümkün değildir. Hükümsüzlük, açıkça öngörülmediğinden, ancak hükmün lafzı ve amacına göre uygun bir yaptırım olarak görüldükleri hallerde uygulama alanı bulabilir. Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinde pay sahipleri, alacaklılar ve ortaklığın bizzat kendisinin bir menfaati varsa ve bu durum ortaklığın özsermayesinin azalmasına da sebep olmuyorsa, kanuna aykırı yapılan bu devralma işleminin hükümsüz sayılması uygun ve mantıklı bir çözüm değildir. Daha ziyade ortaklık adına hareket eden organların sorumluluğu ve bunların tazmin yükümlülüğü İsv. BK. m. 659 hükmünün uygulanmasında daha uygun bir araç olarak görülmektedir. Ancak paylarını devreden hissedar lehine ortaklığın doğrudan ve açık bir şekilde fakileşmesi veya özsermaye yapısının zayıflaması amaçlanıyor veya bu göze alınıyor ve bu suretle

şeklinin etkisinde kalan doktrin ve mahkeme kararları butlan hali bulunduğunu kabul etmektedir¹¹¹⁵. Nitekim TTK. m. 329’a ilişkin Adliye Encümeni Mazbatası da bu hususu doğrulamaktadır; “Hükümet Tasarısının yazılışı temellüklerin ve rehin almaların yasak edilmiş olduğunu bütün şümulü ile anlatır mahiyette değildir. Ve yine bu yazıştan yasağa aykırı hareketin müeyyidesinin butlan olup olmadığı anlaşılamamaktadır. Alman kanununun 65 inci maddesindeki açık hükme ve bu 329 uncu madde hükmünün gayesine uygun olarak yasağın müeyyidesinin buna aykırı hareket eden idare meclisi azası ile hisse senedini devredenlerin tazminat ile mesul tutulmaları ile iktifa edilmeyip akdin de hükümsüz sayılması ve hatta bu yasağı dolayısıyla bertaraf etmeyi hedef tutan akidlerin de hükümsüz sayılması gerekli görülmüştür”¹¹¹⁶.

Batıl bir hukuki işlem unsurları itibariyle şeklen ve fiilen mevcut olmakla beraber konusu veya içeriği bakımından amaçlanan hukuki hüküm ve sonuçları daha başlangıçtan itibaren hiç kimseye karşı meydana getiremez; yani mutlak olarak hükümsüzdür. Bu mutlak hükümsüzlük kural olarak düzeltilemez nitelikte olup herkes tarafından ve bir süre ile sınırlı olmaksızın ileri sürülebilir, hakim tarafından re’sen nazara alınır¹¹¹⁷. Butlan TTK’da ayrıca düzenlenmediğine göre, acaba BK. m. 19 ve 20. madde hükümleri ticaret hukuku alanına giren hukuki işlemler hakkında da

temettü dağıtılması veya sermaye geri ödenmesi hakkındaki hükümlerin dolaşılması sağlanıyorsa istisnai olarak devralma işleminin hükümsüz olduğu yaptırımının uygun olduğunu kabul etmek gerekir, bkz.: Giger, s. 136, 138.

¹¹¹⁵ Teoman, *Sermaye Borcu Yerine Getirilmemiş*, s. 131, dpn. 33; Birsell, s. 658. Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 123. Kaynak İsv. BK. m. 659 “anonim ortaklık kendi paylarını devir ve rehin alamaz” şeklinde iken TTK. m. 329 iktisab yasağının müeyyidesini de göstermektedir. “Davacı anonim şirket ile bu şirketin % 20 hissedarı olan davalı arasında düzenlenmiş olan 17 Mayıs 1989 tarihli protokolde yer alan gayrimenkuller ile bir adet otomobilin esasen davacı şirketin malı olduğu bilrkişi incelemesi ile anlaşılmış olmasına göre anonim şirket kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi, bu neticeyi doğuran hiçbir akit de yapamayacağına ve olayda şirket sermayesine dahil gayrimenkullerin ve otomobilin satışı geçersiz olduğundan, bu amaçla hazırlanmış olan protokolün iptal ve geçersizliğine ilişkin mahkeme kararının onanması gerekmiştir”, Y. 19. HD., 3. 12. 1992, E. 7572, K. 6393, bkz.: Doğanay, s. 969, dpn. 77. Akev ise farklı görüştedir. Yazara göre, her ne kadar kanun hükmünün yazılış tarzı burada kesin ve mutlak bir butlan hükmünün mevcut bulunduğu izlenimini uyandırıyor ise de, özellikle payını devretmek suretiyle yarar sağlamış olan devredenün uygun bir süre geçtikten sonra, butlanı ileri sürerek paylarını geri isteyebilmesinin ne derece korunmaya değer bir hak olduğu tartışılmalıdır, bkz.: Akev, s. 232, 238.

¹¹¹⁶ TBMM. Adliye Encümeni Mazbatası, Gerekçe, s. 380; Elbir, s.145.

¹¹¹⁷ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 21; Oğuzman ve Barlas, s. 145.

uygulanabilecek midir? MK. m. 5 ve TTK. m. 1 gereğince ticaret hukuku alanına giren hukuki işlemler hakkında da uygulanırlar¹¹¹⁸.

Anonim ortaklığın iktisap yasağını ihlal eden işlemi emredici hukuk kuralına aykırı olarak yapılmış olduğundan BK. m. 19 ve 20 gereği geçersizdir. Geçersizlik hem borçlandırııcı işlemi, hem de tasarruf işlemi kapsar ve söz konusu geçersiz işlemle hakkı ihlal edilenler tarafından ileri sürülebileceği gibi, ortaklık ve ortaklığa payını devreden ortak tarafından da ileri sürülebilir¹¹¹⁹. Anonim ortaklığın kendi paylarını istisna kapsamında iktisab etmesi, ancak bunu oluşturan hukuki muamelenin daha sonra ortadan kalkması halinde bir iptal edilebilirlik değil yine hükümsüzlük söz konusudur¹¹²⁰. Ortaklığın kendi paylarını devralma işleminin geçersizliği durumunda bunun anlamı, hukuki işlemin geçersiz olması nedeniyle mülkiyeti ortaklığa geçmeyen paylar açısından ortakların istihkak davasına (Vindikationsanspruch) konu olurken ortaklığın ödemiş olduğu bedel ise sebepsiz zenginleşme hükümlerine göre geri talep etmesi gerektiğidir¹¹²¹.

B. Aykırılığın Genel Kurul Kararıyla Gerçekleşmesi

Ortaklık ana sözleşmesi kendi paylarını devralma konusunda genel kurulu yetkilendirebilir. Anonim ortaklık kendi paylarını genel kurul marifetiyle devraldığı takdirde TTK. m. 381 gereğince bu karar kural olarak iptal edilebilir. Örneğin, pay sahiplerini haksız olarak ayrı muameleye tabi tutan eşitlik ilkesine aykırı genel kurul

¹¹¹⁸ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 21.

¹¹¹⁹ Tekinalp (Poroy /Çamoğlu), s. 482; Gökçe, s. 46. Alman hukukunda ortaklığın kendi paylarını iktisab etmesi § 71, f. 1 veya 2 hükümlerine aykırı ise tasarrufi ve borçlandırııcı muameleler açısından farklı sonuçlar doğar. Tasarrufi işlem geçerli kalırken (§ 71, f. 4, c. 1), borçlandırııcı işlem geçersizdir (§ 71, f. 4, c. 2). Buna göre, taraflardan hiçbiri bu sözleşmeden doğan edimlerin yerine getirilmesini talep etmeye hakkı yoktur. Edimler ifa edilmişse payını devreden ortağın ortaklığa karşı Alm. MK. § 812 vd. (Herausgabanspruch, sebepsiz zenginleşmede iade talebi) maddelerinden doğan bir payın tekrar kendisine devredilmesini talep etme hakkı vardır. Buna karşılık olarak da ortaklığın ortağa karşı Alm POK. § 62 den (Haftung der Aktionäre beim Empfang verbotener Leistungen, Yasak edimler alınmasında hissedarların sorumluluğu) doğan bir talep hakkı vardır, zira hukuka aykırı bir devralma sermayenin geri ödenmesini teşkil eder, bkz.: Benckendorff, s. 254.

¹¹²⁰ Gökçe, s. 46. “Davacının (8319) payı sonuç olarak şirkete satılıp devredilmiştir. TTK’nın 329’uncu maddesi uyarınca, şirket kendi hisselerini satın alamaz. Aynı maddede istisnalar gösterilmiş ise de, bu istisnai haklar mevcut değildir. Sermayenin tenksine dair genel kurul kararının iptaline ilişkin dava kabul edildiğinden, sermaye azaltılması gerçekleşmemiştir. Davacının, hisselerinin davalıya devrine ilişkin protokol ve işlemler geçersiz olduğundan, mahkemece bu yönün kabulü ile işin esasının incelenmesi ve sonucuna göre karar verilmesi gerekirken, yazılı şekilde hüküm tesisi doğru olmamıştır”, Y. 11. HD., 27. 10. 1994, E. 4243, K. 7894, bkz.: Eriş, *Şirketler 2*, s. 1895.

¹¹²¹ Giger, s. 133.

kararları ortaklık merkezinin bulunduğu yer mahkemesinde iptal edilebilir¹¹²². TTK. m. 329’da öngörülen istisnalar dışında ortaklığın kendi paylarını iktisabını öngören genel kurul kararları ise mutlak olarak batıldır¹¹²³. Genel kurul kararı münhasıran anonim ortaklığın elinde bulundurduğu kendi paylarına bağlı oylarla alınmışsa bir genel kurul kararının varlığından söz edilemeyeceği için yokluk halini doğurur¹¹²⁴. Yokluk ve butlanla malul bir genel kurul kararı başlangıçtan itibaren hiç bir hüküm ve sonuç doğurmaz. Böyle kararlara karşı açılacak dava tespit davası niteliğindedir¹¹²⁵.

C. Aykırılığın Yönetim Kurulu Kararıyla Gerçekleşmesi

TTK’da genel kurul ve denetim organlarına özgü münhasır yetkiler belirtilmiş ancak yönetim kurulunun yetkileri kanunda sınırlanmış değildir. Bu bakımdan diğer organların yetkisine girmeyen olağan ve olağanüstü işlemler hakkında bütün yetkilerin yönetim kurulunda olduğu kabul edilmektedir¹¹²⁶. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etme konusunda da –aksi yönde ortaklık sözleşmesinde bir hüküm olmaması kaydıyla- ortaklık yönetim kurulu yetkilidir¹¹²⁷. Anonim ortaklık, TTK. m. 329’da

¹¹²² Eşitlik ilkesine aykırılık afaki iyiniyete aykırılık oluşturur, bkz.: Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 191. İsv. BK. m. 706, f. 3; “Pay sahiplerine eşit işlemde bulunulmaması... sonucunu doğuran” genel kurul kararları iptal edilebilir karakterdedir.

¹¹²³ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 133.

¹¹²⁴ Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 416. Böyle bir durumda pay sahiplerinin mevcudiyetinden bahsedilemez. Bir genel kurul kararının varlığından söz edebilmek için usulüne uygun teşekkül etmiş bir genel kurul ve ortaklık işlerine ilişkin bir teklif hakkında pay sahiplerinin irade beyanlarının aynı yönde birleşmesi gerekir, bkz.: Yahya Deryal, “Anonim Ortaklık Genel Kurul Kararlarının Hukuki Niteliği”, **Prof. Dr. Fahiman TEKİL’in Anısına Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 380.

¹¹²⁵ Moroğlu, *Hükümsüzlük*, s. 145; Tekil, *Anonim*, s. 331.

¹¹²⁶ Poroy (Tekinalp /Çamoğlu), s. 292; Tekil, *Anonim*, s. 148. *İmregün* ise kitabının önceki basılarında olağan ve olağanüstü şeklinde bir ayırım yaparak yönetim kurulunun yetkisinin olağan işlemlerle sınırlı olduğunu, olağanüstü işlemlerde bu yetkinin genel kurulda bulunduğunu, ancak genel kurulun olağanüstü işlemler için de yönetim kuruluna yetki verebileceğini savunmuştur. Yazar bu görüşünden vazgeçerek şunları ifade etmiştir: “Ayrıca böyle bir ayırım yapmak, yaşamın gereksinimine de artık yanıt verememektedir. Bu itibarla işletme konusu içindeki tüm iş ve işlemlerde olağan veya olağanüstü olsunlar, yönetim kurulu yetkili olduğunu, ancak, bu yetkinin esas sözleşme veya genel kurul tarafından, belirli konularda, ortaklığın günlük yaşamını etkilemeyecek tarzda, kısıtlanabileceğini kabul ediyorum”, bkz.: İmregün, *Anonim*, s. 207.

¹¹²⁷ Ansay, *Anonim*, s. 106; Domaniç, *TTK Şerhi-II*, s. 501. Zaten TTK. m. 329, anonim şirketler ile ilgili dördüncü faslın “İdare Meclisi” genel başlıklı ikinci kısmında yer almaktadır, bkz.: yukarıda dpn. 5. Çamoğlu’na göre, yönetim kurulu, yönetim yetkilerinin tümünü Murahhaslara bıraksa dahi, münhasır yetkisine giren ve devri kabil olmayan (TTK. m. 329) yetki ve görevini muhafaza eder, bkz.: Çamoğlu (Poroy / Tekinalp), s. 304. İsviçre hukukunda ortaklığın kendi paylarını devralması İsv. BK. m. 716a’ya göre, devredilemez ve yoksun bırakılamayacak yetkilerden olmadığı için bu konuda genel kurula yetki verilmesi mümkündür. Ortaklığın kendi paylarını devralması ortaklığın üst düzey yöneticilerini ilgilendiren işletme açısından temel kararlarından olmayıp pay sahiplerinin bir araya gelmesini ilgilendirir, bkz.: Giger, s. 60, dpn. 25; Böckli, N. 1527. TTK. Tasarısında, yönetim kurulunun genel

öngörülen sınırlı hallerde kendi paylarını iktisap etmesine rağmen devralma ve elinde tutma halinde ortaya çıkabilecek sorun ve tehlikeler yönetim kurulu açısından özel bir sorumluluk doğurmaktadır. Bu sorumluluk, istisnai hallerde öngörülen şartlara uyulması ile sınırlı olmayıp daha ziyade genel anonim ortaklık hukukuna hakim olan ilkeler ve ortaklık idaresiyle ilgili davranış mekanizmalarına özen gösterilmemesi hallerini de kapsamaktadır¹¹²⁸.

Yönetim kurulu üyeleri ortaklığa ait işleri görürken gereken dikkat ve özeni göstermek, ortaklığın menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek ve ortaklık çıkarlarını üstün tutmak şeklinde sadakat yükümlülüğü altındadır (TTK. m. 20, f. 2, m. 320)¹¹²⁹. İktisap yasağına aykırı olarak istisnalar dışında ortaklığın kendi paylarını

kurulun verdiği yetkiye dayanarak kendi paylarını iktisap edebileceği, eğer yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi söz konusu ise genel kurulun yetkilendirme kararı olmadan da iktisap edebileceği hükme bağlanmıştır. **TTKT.** m. 379, f. 2; “Payların yukarıdaki hükme göre iktisap edilebilmesi veya rehin olarak kabul olunabilmesi için, genel kurulun bu hususta yönetim kurulunu yetkilendirmiş olması gerekir. En çok onsekiz aylık bir süre için verilebilecek bu yetkinin, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların toplam itibarı değerlerini ve iktisap edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırını göstermesi gerekir. Yönetim kurulunun, her izin talebinde, kanuni şartların gerçekleşmiş bulunduğunu belirtmesi şarttır”. Madde gerekçesinde ifade edildiği gibi, genel kurul yetkinin kullanılmasını belli amaçlara bağlayabilir. Genel kurulun belirleyeceği amaç (yetkiyi kullanma sebebi) kanuna, ahlaka, ve adaba aykırı ve borsa ticareti yapmaya yönelik olamaz. *Arkan*’a göre, yönetim kuruluna iktisap konusunda yetki veren genel kurul kararında (f. 2) işlemin hangi gerekçelerle yapılabileceğine genel olarak işaret edilmesi yararlı olurdu, *bkz.*: *Arkan, Tasarı*, s. 53. **TTKT.** m. 381; “f. 1, Bir şirket, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için gerekli olduğu takdirde, kendi paylarını 379 uncu maddeye göre genel kurulun yetkilendirme kararı olmadan da iktisap edebilir. f. 2, Payların bu suretle iktisabı halinde yönetim kurulu ilk genel kurula, a) iktisabın sebep ve amacı, b) iktisap edilen payların sayıları, nominal değerlerinin toplamı ve sermayenin ne kadarını temsil ettikleri ile c) bedel ve ödeme şartları hakkında yazılı bilgi verir”. *Moroğlu*’na göre, özenli ve işbilir bir tacir gibi hareket etmek zorunda olan yönetim kurulunun ortaklığın yararı veya “yakın veya ciddi bir kayıp” olmadan kendi paylarını iktisaba kalkışması hayatın olağan akışına aykırıdır ve sorumluluğunu gerektireceğinden, **TTKT.** m. 379, f. 2 ve 381’in Tasarıdan çıkarılmasını bunun yerine iktisap konusunda toplanacak ilk genel kurulun bilgilendirilmesini öngören bir düzenlemenin **TTKT.** m. 379’un son fıkrasına eklenmesi doğru olacaktır, *bkz.*: *Moroğlu, Tasarı*, s. 114.

¹¹²⁸ Giger, s. 142. Alman hukukunda ortaklığın kendi paylarını devralması Alm. POK. § 71 vd. hükümlerine aykırılık teşkil ediyorsa, görevlerini ihmal eden yönetim kurulu üyeleri ortaklığa karşı tazminatla karşı karşıya kalabilirler (§ 93, f. 3, Nr. 3). Bunun haricinde § 71, f. 1, Nr. 1-4 hükümlerine aykırılıklar Alm. POK. § 405, f. 1, Nr. 4a gereğince idari ceza olarak (Ordnungswidrigkeit) para cezası ile cezalandırılabilirler. Ancak Gesetz über Ordnungswidrigkeiten (OWIG) § 10 gereğince yönetim kurulu üyeleri, kasıtlı olarak ortaklığın kendi paylarını devralma hakkındaki hükümlere aykırı davranmış olması gerekir, *bkz.*: Benckendorff, s. 258.

¹¹²⁹ Çamoğlu (Poroy / Tekinalp), s. 326, 330; Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 151; Ansay, *Anonim*, s. 125, 127; İmregün, *Anonim*, s. 230, 231. “Anonim ortaklık yönetim kurulu, ortaklığa ait işleri görürken iyi bir yönetici gibi davranmak ve gereken dikkat ve özeni göstermek zorundadır. Aksi halde, yasanın kendilerine yüklediği görevleri kasden veya ihmalle yapamadıkları anlaşılır ve bu durum sorumluluğu gerektirir”, Y. 11. HD., 29. 9. 1983, E. 3156, K. 3892, *bkz.*: Eriş, *Anonim*, s. 232. İsv. BK., “Özen ve Sadakat Borcu” kenar başlıklı m. 717’de; “Yönetim kurulu üyeleri ve aynı şekilde yönetimle uğraşan sair kimseler görevlerini ortaklığın çıkarlarına gerekli özen ve sadakati göstererek ifa ederler. Aynı durumdaki

iktisabı veya istisnalar içinde iktisap edilmiş olsa da; pay senetlerinin uygun zamanın varlığına rağmen “ilk fırsatta” elden çıkarılmaması yahut acele edilerek payların optimal değerinde elden çıkarılmaması sonucunda zarara sebebiyet verilmesi, bazı pay sahiplerine pay senedinin değerini garantilemesi, hatalı hesap verilmesi ve yetersiz rapor sunulması gibi hallerde¹¹³⁰ yönetim kurulu üyeleri, ana sözleşme ve kanunun (özellikle özen ve sadakat borçlarının) kendilerine yüklediği görevleri ihlal nedeniyle ortaklığa, münferit pay sahiplerine ve ortaklık alacaklılarına karşı sorumlu olurlar (TTK. m. 336, f. 1, b. 5)¹¹³¹.

D. Payımı Devreden Pay Sahibinin Sorumluluğu

Ortaklığın kendi paylarını istisnalar dışında iktisap yasağına aykırı olarak edinmesi taahhüt edilen sermayenin geri ödenmesi (TTK. m. 405, f. 2; Alm. POK. § 57, f. 1; İsv. BK. m. 680, f. 2) demek olacağından devir karşılığı aldıkları ücreti ortaklığa

pay sahiplerine karşı da eşit biçimde davranmakla yükümlüdürler” hükmünü getirmiştir, *bkz.*: Tekil, *Anonim*, s. 209.

¹¹³⁰ Giger, s. 143, 144.

¹¹³¹ “TTK’nun 329. maddesi uyarınca aynı maddede altı bent halinde sınırlı olarak sayılan istisnai durumlar dışında kural olarak, anonim şirket, kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Davacıya, davalı şirketin (1000) adet hamiline hisse senedinin satıldığı taraflar arasında çekişmesizdir. Ancak bu defa davacı tarafından davalı şirkete aynı payların devri konusundaki taahhüt, yukarıda anılan buyurucu yasa hükmü gereğince geçersiz olup, sonuç doğuramaz. Diğer bir deyişle davacı, şirket yönetim kurulu üyesi olan davalıların imzaladığı taahhünameye dayanarak bu hisse senetlerini yeniden şirkete satamaz. Ancak, davacı koşulların oluştuğundan bahisle TTK’nun 336/5 maddesi anlamında şirket yönetim kurulu üyelerince yasanın yüklediği görevlerin kasten veya ihmal sonucu yapılmaması ile ortaya çıkan haksız eyleme bağlı zararın tazminini bu işlemi yapan yönetim kurulu üyelerinden ve aynı yasanın 321/son maddesi uyarınca şirket tüzel kişiliğinden talep edilmesi gerekirken, TTK’nun 329. maddesinin buyurucu hükmüne aykırı sonuçlar doğuracak biçimde karar verilmesi doğru görülmemiştir. Dava kabul edilerek, hisse senedi bedelinin davalılardan tahsiline karar verildiği halde, satıma konu hisse senetlerinin akıbeti hakkında hüküm kurulmaması ise kabule göre isabetsiz bulunduğundan, kararın bu yönden de bozulması gerekmiştir.” (Y. 11. HD., 27.09.2001, E. 2001/5004, K. 2001/7192). Yüksek Yargıtay Dairesi’nin bu kararını düzeltmesi istenmesi üzerine verdiği karar: “Dava, anonim şirket yöneticilerinin yasanın yüklediği görevleri kasten veya ihmal sonucu yapmaması ile ortaya çıkan haksız eylem nedeniyle tazminat istemine ilişkindir. Mahkemece davanın kabulüne dair verilen karar temyiz incelemesi sırasında dairemizce maddi hataya dayalı bir saptama sonucu davanın, davacı tarafından devir alınan hisse senetlerini taraflar arasındaki taahhüname nedeniyle davalı şirkete devri ve bedelinin tahsili istemi olarak kabul edilerek bozulmuştur. Bu nedenle taraf vekillerinin bu yöne ilişkin karar düzeltme istemlerinin kabulüne karar verildikten sonra, işin esası ile ilgili yapılan inceleme sonunda; yerel mahkemenin davalı şirketi temsile yetkili yönetim kurulu üyeleri olan diğer davalıların şirket adına taahhünamenin TTK’nun 329. maddesi hükmü gereğince geçersiz olduğunu bilerek imzalamalarının haksız fiil oluşturduğuna ilişkin kabulü yerindedir. Ancak davacının zarar karşılığı hisse senetlerine ödenen tüm bedelin tahsiline karar verilmesi, dava konusu hisse senetlerinin davacı elinde olması karşısında onun lehine nedensiz zenginleşmeye yol açar. Bu nedenle mahkemece davacıya zararının nasıl meydana geldiği ve unsurları açıklattırılıp, bu konuda taraf delilleri toplandıktan sonra zarar tutarı bakımından varılacak sonuca göre bir karar verilmelidir.” (Y. 11. HD., 14.12.2001, E. 2001/10651, K. 2001/9865), karar için *bkz.*: Saka, s. 45, dpn. 164.

geri vermeleri gerekir. Alacaklılar menfaatlerinin ihlali tehlikesi doğmuşsa, emredici hükme aykırılık sebebiyle ortaklığa karşı (pay sahiplerine karşı dava hakkı yok) dava açarak esas sermayenin zayıflatılmasına yol açan usulsüz muamelelerin önlenmesini, ödeme yapılmışsa eski halin iadesini isteyebilirler¹¹³². Pay sahibinin geri alımın hukuka aykırılığını bilip bilmemesi önem taşımaz¹¹³³.

¹¹³² Arslanlı, *Anonim Şirketler I*, s. 131.

¹¹³³ Benckendorff, s. 258. Alman hukukunda ortağın devretme yükümlülüğü Alm POK. § 62'den (Haftung der Aktionäre beim Empfang verbotener Leistungen, Yasak edimler alınmasında hissedarların sorumluluğu) doğmaktadır.

SONUÇ

Yaptığımız karşılaştırmalı çalışmamızda da görüldüğü gibi anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi uluslararası hukukta tanınmış ve uygulanmaktadır. Bu konuda en eski uygulamaya sahip ülke Amerika'dır. Burada sistem genel olarak izin verme istisnai olarak yasaklama üzerine kurulmuştur. Kıta Avrupası ise Sermaye Yönergesinin kabulü ile bu konuda daha ılımlı hale gelmiştir. Ülkemizde de hazırlanan Türk Ticaret Kanunu Tasarısının anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı konusundaki sınırlarını Sermaye Yönergesi belirlemiştir. Ülkemiz hukuk sisteminde pay sahiplerinin, ortaklık alacaklılarının ve ortaklığın kendisini korumak amacıyla kabul edilmiş bulunan iktisap yasağı tezimizde sayılan avantajlardan yararlanmaya engel olmakta idi. Çalışmamızda ifade edildiği üzere uygun bir hukuki yapılandırma ile kendi paylarını devralma işlemi alacaklılar, ortaklar veya yatırımcılar ve sermaye piyasası için tehlike arz etmeyecektir. Bu hukuki yapılandırma; anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabında genel kurul kararlarının esas olacağı, payların iktisabında ve tekrar devrinde eşit davranma ilkesine uyulacağı, kurallara aykırılık halinde ortaklığın ve yöneticilerin sorumluluğuna gidileceği, şeffaflık, sermayenin geri ödenmesi yasağı ve ortaklığın iktisap ettiği kendi paylarından doğan hakları kullanamayacağı temellerine oturmalıdır. Bu şekilde yapılan iktisaplar sadece ortaklığın menfaatine değil, bilakis ortakların menfaatine ve sermaye piyasasının işlevine de hizmet edecektir.

Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı konusundaki incelemelerimizin bizi ulaştırdığı çeşitli sonuçları ilgili paragraflarda açıklamış bulunuyoruz. Burada tespit ettiğimiz önemli hususları ve vardığımız sonuçları olması gereken hukuk (de lege feranda) açısından önerilerimizi de kapsayacak biçimde ana başlıklar halinde kısaca belirtmek istiyoruz.

I. Ticaret Kanunumuz çoğu kez pay ile pay senedini birbirine karıştırmış, pay diyecek yerde hisse (pay) senedi demiş veya pay senedi diyecekken paya yer vermiş bazen de her iki kavramı eşdeğer anlamda kullanmıştır. Oysa anonim ortaklıkların odak noktasını oluşturan ve teknik bir kavram olan payın doğru ve yerinde kullanılması gerekmektedir. Anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabına ilişkin TTK. m. 329 da anlam karışıklığı yaratabilecek yanlış kullanıma örnek maddeler arasındadır. Gerçekten

burada da kanun “pay” yerine “hisse senedi” kullanmıştır. Ancak senede bağlanmamış çıplak payların da maddenin kapsamına girdiği şüphesizdir. TTK. Tasarısında bu yanlışlık düzeltilmiş ve ilgili maddenin (TTKT. m. 379) kenar başlığı “Şirketin kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesi” şeklinde olmuştur.

II. TTK. m. 329’un kenar başlığı “Şirketin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alması” şeklindedir. Kenar başlıkta yer alan “satın alma” kelimesinin “iktisap etme” şeklinde anlaşılması gerekmektedir. Çünkü “iktisap” kelimesi “satın alma”ya göre daha kapsamlıdır. İktisap, “kazanmak, elde etmek, mal edinmek, edinim” ve “bir şeyin mülkiyetini elde etme” anlamlarını taşımaktadır. Bu yüzden amaca daha uygun düşen “iktisap” kelimesinin kullanılmasıdır ve nitekim TTK. Tasarısında isabetli olarak bu kelime kullanılmıştır (TTKT. m. 379 vd.).

III. TTK. m. 329 anlamında iktisaba konu olan “pay” kavramı, esas sermayenin bir parçası olan ve pay sahipliğinden doğan hak ve borçların bir bütününe ifade ettiğinden temettü kuponları, intifa senetleri, opsiyon senetleri ve tahviller payları değiştirme veya yeni pay alma hakkı verseler bile TTK. m. 329 anlamında iktisap kavramına girmezler. İlmühaberler ise pay senetlerinin yerini tutmak üzere geçici olarak düzenlenmiş kıymetli evrak niteliğinde senetler olup hukuken pay senetleri ile aynı mahiyette olduğundan TTK. m. 329 anlamında iktisap yasağına girerler. Anonim ortaklığın ilmühaberleri iktisap etmesi kendi paylarını iktisap etmesi olarak kabul edilecektir. Anonim ortaklığın kendi paylarını rehin almasını ise iktisap kavramına dahil etmiyoruz. Zaten İsviçre’de de 1991 yılında anonim ortaklıklar hukukunda yapılan değişikliklerde anonim ortaklığın kendi paylarını rehin olarak kabul etme yasağı tamamen kaldırılmıştır. Ancak TTK. Tasarısında rehin yasağı sınırlı iktisap iznine ilişkin hükümlerin dolanılmasını engellemek için mevcut tutulmaktadır.

IV. Kuruluşta veya sermaye artırımında ortaklığın kendi paylarını taahhüt edemeyeceğine ilişkin TTK’da açık bir düzenleme yoksa da mantıklı olarak bu taahhüdün üçüncü bir kişi tarafından yapılması gerektiği kanaatindeyiz. Sermaye artırımında anonim ortaklığın kendi paylarını taahhüt etmesi, anonim ortaklığın temel prensiplerinden olan gerçek bir sermaye koyma esasına aykırılık teşkil edecektir.

Nitekim TTK. Tasarısında konu ele alınarak ortaklığın kendi paylarını taahhüt edemeyeceği hükme bağlanmıştır (TTKT. m . 388).

V. Nama yazılı pay senetlerinde bağlam hükümleri anonim ortaklığı korumak amacıyla öngörülmüştür. Miras, icra ve mal değişimi hallerinde ortaklar ve yönetim kurulu üyeleri, borsa değeri yoksa gerçek değeri üzerinden bağlı nama yazılı pay senetlerini almaya istekli olmazlarsa yönetim kurulunun bu pay senetlerini ortaklık adına alabilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Böyle bir durum ortaklığın kendi paylarını geçici olarak iktisabına sebep olacağı gerekçesiyle TTK. m. 329 açısından mümkün olmasa da olması gereken hukuk açısından buna imkan verecek düzenlemenin yapılması ve bu halin TTK. m. 329'un istisnaları arasına sokulması gerekirdi. Ortaklara ve yönetim kurulu üyelerine tanınan satın alma hakkının bağlam hükümlerinin öngördüğü gayenin gerçekleşmesi bakımından ortaklığa da tanınması hem ortaklığın hem de payı satın alınan kişinin menfaatine olacaktır. Nitekim TTK. Tasarısı isabetli bir şekilde bu imkanı anonim ortaklığa kendi paylarını iktisabına ilişkin düzenlemeden (TTKT. m. 379) bağımsız olarak tanımıştır (TTKT. m. 493, f. 1).

VI. Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesinin aynı zamanda, pay sahibine sermaye olarak koyduğunu geri verme teşkil edip etmediği hususunun her somut olayda araştırılması gerekir. Bu araştırmada; iktisabın tarihi, amacı, ödenen bedel, muamele tarihinde ortaklığın malvarlığı durumu göz önünde tutulur. Her halde, ortaklığın durumu iyi olduğu ve serbestçe tahsis edebileceği yedek akçelere sahip olduğu zaman, sermayenin geri ödenmesi yasağından (TTK. m. 405, f. 2) bahsedilemez. Anonim ortaklık kendi paylarını iktisap ederken bunu hangi kaynaklardan finanse ettiğinin önemli olduğunu, eğer bu finansman bilanço karından veya serbest tasarruf edilebilen yedek akçelerden karşılanıyorsa esas sermaye ve kanuni yedek akçelerin alacaklıların bir garantisi olarak muhafaza edilmiş olacağını ifade ettik. Sorun finansmanın esas sermaye ve kanuni yedek akçelerden karşılanması halinde ortaya çıkmaktadır. Esas sermayeden karşılanması durumunda işlem sermaye payının geri ödenmesi yasağına ve dolayısıyla alacaklıların çıkarlarını koruyan emredici hükme aykırılık teşkil ettiğinden BK. m. 19 ve 20 gereği geçersiz olacaktır. Anonim ortaklık esas sermayenin yarısını geçmedikçe kanuni yedek akçeleri kullanmakta serbestiye sahip olmadığından kendi

paylarını iktisapta kullanması kanuna aykırı olacaktır. Ortaklığın kendi paylarını edinirken makul olmayan yüksek bir fiyat ödemesi durumunda bu fiyat serbest kullanılabilen akçelerden karşılanırsa bile sermayenin geri ödenmesi olarak değerlendirileceğinden yönetimin ve payını devreden ortakların sorumluluğunu doğurabilecektir.

VII. Çalışmamızda ifade ettiğimiz gibi üçüncü kişilerin devreye sokulması suretiyle anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı hakkındaki hükümlerin kolaylıkla dolanılması tehlikesi mevcuttur. Bu sebeple temsilci veya yavru ortaklık vasıtasıyla gerçekleşecek dolaylı devralmalar ortaklığın kendi paylarını devralması hakkındaki hükümlere tabidir. Bunun gibi anonim ortaklığın paylarının iktisap edilmesi amacıyla, başka bir kişiyle yaptığı ve konusu avans, ödünç veya güvence verilmesi olan hukuki işlemler de batıldır. Bunun nedeni kanuna karşı hileli hareketleri önlemektir. Ancak kredi ve finans kurumlarının devamlı uğraş konuları içine giren işlemlere ve şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarına, şirketin paylarını iktisap edebilmeleri amacıyla, avans, ödünç ve güvence verilmesine ilişkin hukuki işlemlerde bu yasak uygulanmaz. TTK. Tasarısı isabetli olarak bu hususları hüküm altına alınmıştır (TTKT. m. 379, f. 1, c. 2 ve 380, f. 1).

VIII. TTK. m. 329’da öngörülen istisnalar konusunda vardığımız sonuçlar ise şu şekildedir; 1) payların ortaklık sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmasında hangi payların sermaye azaltılması işlemine konu teşkil edeceğini tespit eden genel kurul kararının sınırlarını; TTK. m. 381’de düzenlenen iptal davası, TTK. m. 385’de düzenlenen müktesep haklar, dürüstlük kuralı ve eşit işlem ilkesi çizecektir. 2) Ortaklığın alacağını tahsil amacıyla kendi paylarını cebri icradan iktisap edebilmesi hususunda bu payların bedellerinin tümünün ödenmesi şartının aranması gerektiğini, yine ivazsız iktisaplarda da senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerektiğini aksi takdirde pay sahibinin sermaye borcundan kurtulmak amacı ile payını devretmesi tehlikesi ve anonim ortaklığın bakıye pay bedellerinden sorumlu olmasının söz konusu olacağını bu durumun ise sermayenin azalması neticesini doğuracağı düşüncesindeyiz. Bu hususlar TTK. Tasarısında bu şekilde kabul edilmiştir (TTKT. m. 382, d ve m. 383, f. 1, 2). 3) Anonim ortaklık tasfiye haline girmiş ise bir

ortadaki alacağının tahsili amacıyla kendi payını devralmasını tasfiye gayesi ile bağdaştırılamayacağı esastan hareketle kabul etmiyoruz.

IX. Mukayeseli hukuktaki incelemelerimizde anonim ortaklıklara pay sahiplerinin korunması amacıyla kendi paylarından doğan oy hakkının kullanılmasına imkan verilmediğini gördük. Aksi takdirde ortaklık yönetiminin bu paylarla bağlantılı hakları kendi çıkarına haksız olarak kullanabilme tehlikesi doğacaktır. Alman hukukunda ortaklığın kendi paylarının ortaklığa herhangi bir hak bahşetmeyeceği öngörülmüştür (Alm. POK. § 71b). İsviçre’de ise 1991 yılında yapılan revizyon ile anonim ortaklığın kendi paylarını iktisabı yeniden düzenlenmiş ve ortaklığın iktisap ettiğı kendi payları ile ilgili oy haklarını ve ona bağı diğer hakları kullanamayacağı (İsv. BK. m. 659a, f. 1) öngörülmüş olup mali haklardan ise ortaklık faydalanmaktadır. TTK. Tasarısı da “Şirketçe devralınan paylar genel kurulun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisap edilmesi hariç, şirketin devraldığı kendi payları, şirkete hiçbir paysahipliğı hakkı vermez” (TTKT. m. 389) hükmünü getirmiştir. Buna göre, ortaklığın kanuna uygun veya aykırı bir şekilde iktisap ettiğı paylar ortaklığa hiçbir pay sahipliğı hakkı vermeyecektir. Böylelikle Alman hukukunun sistemi benimsenmiştir. TTK. m. 329, f. 3, c. 2; “Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir” hükmüne yer vermektedir. Kanunda “temsil”den söz edilmesine rağmen; kuralın genel kurula katılmayı, azınlık haklarını kullanmayı, oy hakkı gibi pay sahibinin oy hakkı aracılığıyla kullandığı bilgi alma, iptal davası açma, organlarda yer alan üyeleri denetleme, ibra etme veya reddetme, karın dağıtımını sağlamak ve oranını belirtmek gibi hakları da kapsadığı ifade edildi. Ortaklığın istisnaen edindiğı kendi paylarına “pay sahipliğı hakkı verilmemesi” geçici bir durum olduğundan ve ortaklığın elinde bulunduğu sürece bu paylara ilişkin pay sahipliğı hakları ve bu anlamda oy hakkı da donduğundan karar yeter sayılarının nisabında sadece tedavüldeki paylar nazara alınır. Ancak toplantı yetersayısının hesaplanmasında *Teoman*’a katılarak bu payların esas sermaye tutarından indirilmemesinin kanunun lafzına ve ruhuna (TTK. m. 372, 388) uygun olacağını kabul ediyoruz. Zira TTK söz konusu maddelerde toplantı yeter sayısının esas sermayeye göre hesaplanacağını hüküm altına almıştır. Malvarlığı hakları konusunda ise kanun koyucu suskun kalmıştır. Kanundaki bu boşluğun münferit mali haklar açısından tek tek

inceledik. Kar payının ortaklık malvarlığına dahil edilerek gelecek yıl pay sahiplerine kar olarak dağıtılmasının veya özel bir hesaba konulup payın devri ile birlikte devralana verilmesi mümkündür. Ortaklık kendi paylarından dolayı malvarlığı hakları ile birlikte ortaklığın tasfiye payı üzerinde de bir hakka sahiptir. Bir ortaklığın tasfiye edilmesi durumunda, kendi paylarına tekabül eden kısım yine tasfiye masasına girer, o da bütün pay sahipleri arsasında tekrar paylaştırılır. Bu işlemi paylaştırılmayacak tasfiye artığı kalana kadar devam ettirmemek için, pratik nedenlerden ötürü tasfiye paylarının dağıtımında ortaklığın kendi paylarının dikkate alınmaması gerekir. Ortaklık ancak iç kaynaklardan, yani yedeklerin ve diğer değerlerin sermayeye dönüştürülmesi yoluyla sermaye artırımına gitmişse kendi paylarına ilişkin yeni pay alma hakkını kullanabilecektir. Çünkü, ortaklık kendi pay senetlerini para karşılığı iktisap etmediğinden bu tür bir artırımda, TTK. m. 329 anlamında bir iktisap söz konusu değildir.

X. Sermaye Piyasası Kanununun halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisap etmeleri ile ilgili bir düzenleme getirmemesi büyük bir eksiklikti. Yeni hazırlanan “Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı”nın bu konuda düzenlemeler getirmesi sermaye piyasamızın gelişmesi açısından isabetli olmuştur. Taslak Tasarı ile halka açık anonim ortaklıkların, çalışanlara pay satışını da kapsayacak şekilde kendi paylarını satın alması veya diğer bir şekilde edinmesini düzenlemek ve denetlemek konusunda SPK’ya yetki verilmektedir. Ayrıca Taslak, halka açık anonim ortaklıkların birleşme ve bölünme işlemlerinde, bu işlemlere muhalif olan ortağa payını ortaklığa devretme suretiyle ayrılma hakkı tanımaktadır (m. 13, f. 5). Payların ortaklık tarafından geri alınmasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenecektir. Bir halka açık anonim ortaklığın devralacağı veya daha önce devraldığı kendi paylarının nominal değerleri toplamının ortaklık esas sermayesinin % 20 sini aşmayacak şekilde düzenlenmesi icabında kendi pay senetleri bakımından piyasa yapıcısı rolünü oynayabilmesi için uygun olacaktır (Bu oran halka açık olmayan anonim ortaklıklar için TTK. Tasarısında % 10 olarak öngörülmüştür.) Sermaye Piyasası Kanunumuza göre anonim ortaklık şeklinde kurulan bir yatırım ortaklığının, sermayenin iadesi yasağı (TTK. m. 405, f. 2), esas sermayenin muayyenliği (TTK. m. 269, f. 1) ve anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap yasağı (TTK. m. 329) şeklindeki anonim ortaklıklara hakim üç temel prensip nedeniyle pay

senetlerini satın alması mümkün olmadığından ortaklığa giriş ve çıkış zorlaşmaktaydı. Avrupa Birliği müktesebatına uyum sağlamak amacıyla SPK tarafından hazırlanan Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağında, 20 Aralık 1985 tarihli ve 85/611/ECC sayılı Avrupa Birliği Yönergesi dikkate alınarak yatırım ortaklıkları ile ilgili köklü değişiklikler yapılmıştır. AB Yönergesi kapsamında değişir sermayeli yani açık tür yatırım ortaklıkları düzenlenmiştir. Bu tür ortaklıklar, pay sahiplerinin talep etmesi halinde karşılığını nakden ödemek suretiyle paylarını geri almak zorundadırlar. Bu hususları göz önünde bulunduran Taslak, yatırım ortaklıklarının, Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde kendi paylarını geri satın alabilmelerine imkan tanımak ve bu halde, Türk Ticaret Kanunu'nun 329 uncu maddesi hükmünün uygulanmayacağını hüküm altına almakla isabetli bir düzenleme yapmıştır.

XI. Mevcut hukuk sistemimize göre anonim ortaklığın iktisap yasağını ihlal eden işlemi emredici hukuk kuralına aykırı olarak yapılmış olduğundan BK. m. 19 ve 20 gereği geçersizdir. Geçersizlik hem borçlandırıcı işlemi, hem de tasarruf işlemi kapsar ve söz konusu geçersiz işlemle hakkı ihlal edilenler tarafından ileri sürülebileceği gibi, ortaklık ve ortaklığa payını devreden ortak tarafından da ileri sürülebilir. TTK. m. 329'da öngörülen istisnalar dışında ortaklığın kendi paylarını iktisabını öngören genel kurul kararları ise mutlak olarak batıldır. TTK. m. 329'da öngörülen sınırlı hallerde kendi paylarını iktisap etmesine rağmen devralma ve elinde tutma halinde ortaya çıkabilecek sorun ve tehlikeler yönetim kurulu açısından özel bir sorumluluk doğurmaktadır. Bu sorumluluk, istisnai hallerde öngörülen şartlara uyulması ile sınırlı olmayıp daha ziyade genel anonim ortaklık hukukuna hakim olan ilkeler ve ortaklık idaresiyle ilgili davranış mekanizmalarına özen gösterilmemesi hallerini de kapsamaktadır.

KAYNAKÇA

I. Kitaplar:

- A ADAMS, Michael. **Essential Corporate Law**, Sydney: Cavendish Publishing, 2002.
- ACEMOĞLU, Kevork. **Borçlar Kanununun 179. maddesine Göre Malvarlığı Veya Ticari İşletmenin Devri**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1971.
- AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 7. Baskı, 1998 (*Finansal Yönetim*).
- AKGÜÇ, Öztin. **Mali Tablolar Analizi**, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 9. Bası, 1995 (*Mali Tablolar*).
- AKIN, Murat Yusuf. **Şirketler Hukukunda ve Özellikle Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul: İMKB Yayını, 2002.
- ALTIPARMAK, Artun. (çev.) **Türkçe-İngilizce Ticari Yazışma El Kitabı**, İstanbul: ABC Kitabevi, 1993.
- AMANN, Klaus. **Finanzwirtschaft: Finanzierung, Investition und Finanzplanung**, Stuttgart, Berlin, Köln, 1993.
- ANARAL, Hüseyin. **Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye**, Ankara, 1982.
- ANDERSON Seth C. ve Jeffery A. Born. **Closed-End Investment Companies Issues and Answers**, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1992.
- ANSAY, Tuğrul. **Anonim Şirketler Hukuku Nereye Gidiyor?**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2005 (*Anonim Şirketler Nereye?*).
- ANSAY, Tuğrul. **Anonim Şirketler Hukuku Dersleri**, Ankara: AÜHF Yayını, 1973 (*Anonim*).
- ARKAN, Sabih. **Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1976 (*Denetim*).
- ARSLAN, İbrahim. **Şirketler Hukuku Bilgisi**, Konya: Mimoza Basım Yayım, 1996.
- ARSLANLI, Halil. **Anonim Şirketler, I. Umumi Hükümler**, 2. Bası, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 2. bası, 1959 (*Anonim Şirketler I*).
- ARSLANLI, Halil. **Anonim Şirketler, C. II – III. Anonim Şirketin Organizasyonu ve Tahviller**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960 (*Anonim Şirketler II*).
- ARSLANLI, Halil. **Anonim Şirketler, IV. Anonim Şirketin Hesapları – V. Anonim Şirketin İnfisalı ve Tasfiyesi**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1961 (*Anonim Şirketler III*).

- AYTAÇ, Zühtü. **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988 (*Hisse Senetleri*).
- BAHTİYAR, Mehmet. **Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2005 (*Ortaklıklar*).
- BAHTİYAR, Mehmet. **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001.
- BAHTİYAR, Mehmet. **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1996 (*Kayıtlı Sermaye*).
- BARZ, Carl Hans. **§§23-75 AktG, Aktiengesetz Grosskommentar, Dritte, neu bearbeitete Auflage, Erster Band, 1. Halbband**, Berlin/New York, 1973.
- BASEDOW, Jürgen (Ed.). **European Private Law, Sources/Fonti/Quellen I, Company and Labour Law**, The Hague: Kluwer Law International, 1999.
- BAŞBUĞOĞLU, Tarık. **Uygulamalı Türk Ticaret Kanunu, Açıklamalar – İctihatlar, 1. Cilt, Madde 1–815, Ticari İşletme - Ticaret Şirketleri - Kıymetli Evrak Hukuku**, Ankara: Yetkin Yayınları, 1988.
- BAŞGÜL, Mürsel (haz.). **Türk Ticaret Kanunu İle İlgili Taslaklar-Tartışmalar, Bolu Toplantısı (30 Nisan 1988 – 1 Mayıs 1988)**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1994.
- BATTAL, Ahmet. **Bankalar Kanunu Şerhi (Sorularla Banka Hukuku)**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 2003.
- BAUMBACH, Adolf ve Alfred Hueck, **Aktiengesetz**, 13. Aufl., München, 1968.
- BECCHIO, Bruno ve diğerleri. **Swiss Company Law**, 2 nd edition, The Hague: Kluwer Law International, 1996.
- BENCKENDORFF, Andreas. **Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht**, Baden-Baden, 1998.
- BİLGE, Necip. **Hukuk Başlangıcı**, Ankara: Turhan Kitabevi, 12. bası, 1998.
- BİLGİLİ, Fatih. **Yeni Gelişmelerle İsviçre ve Alman Hukuklarında Anonim Ortaklıkların Organlarının Davranışlarından Dolayı 3. Kişiler Karşısındaki Sorumluluğu ve Organların Tazminat Borcu**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.
- BOLAK, Mehmet. **İşletme Finansı**, İstanbul: Birsan Yayınevi, 1998.
- BOTTOMLEY, Stephen. “Company Law in Japan”, **Company Law in East Asia**, (Ed.: Roman Tomasic), Aldershot: Ashgate Publishing, 1999.

- BÖCKLİ, Peter. **Das neue Aktienrecht**; Darstellung für den Praktiker, Bundesgesetz vom 4. Oktober 1991 über die Revision des 26. Titels des schweizerischen Obligationenrechts “Die Aktiengesellschaft”, Zürich, 1992.
- BREALEY, Richard A. Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, çev. Ünal Bozkurt vd., İstanbul: Mc Graw-Hill – Literatür, 1999.
- BREALEY, Richard A. ve Stewart C. Myers. **Principles of Corporate Finance**, 5. Baskı, New York, 1996.
- BURCKHARDT, Sebastian. **der Erwerb eigener Aktien und Stammanteile, Basler Studien zur Rechtswissenschaft, Reihe A: Privatrecht, Band 7, Basler diss. 1983**, Basel und Frankfurt am Main, 1983.
- CANBAŞ, Serpil ve Hatice Doğukanlı, **Finansal Pazarlar**, Ankara, 1995.
- CERRAHOĞLU, Fadlullah. **Menkul Kıymetler Hukuku Ders Notları**, İstanbul, 1978.
- COURTNEY, Thomas B. **The Law of Private Companies**, 2nd edition., Dublin: Butterworth Ireland Ltd., 2002.
- ÇAMOĞLU, Ersin. **Kollektif Ortaklıkta Haklı Sebep Kavramı ve Ortağın Haklı Sebeplerle Çıkarılması**, İstanbul, 1976.
- ÇAMOĞLU, Ersin. **Limited Ortaklığın Sınırlı Sorumluluğu Karşısında Şirket Alacaklılarının Aktif Korunması**, (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), İstanbul, 1961.
- ÇEKER, Mustafa. **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000 (*Oy Hakkı*).
- ÇEVİK, Orhan Nuri. **Anonim Şirketler**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2002 (*Anonim*).
- DAĞ, Üner. **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibi Açısından Oy Hakkının Kazanılması ve Kullanılması**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1996.
- DOĞANAY, İsmail. **Türk Ticaret Kanunu Şerhi, Birinci Cilt – Madde 1–419**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 14. bası, 2004.
- DOMANIÇ, Hayri. **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması TTK Şerhi-II**, İstanbul: Temel Yayınları, 1988 (*TTK Şerhi-II*).
- DOMANIÇ, Hayri. **Ticaret Hukukunun Esasları**, İstanbul: Temel Yayın-Dağıtım, 1988.
- EDWARDS, Vanessa. **EC Company Law**, New York: Oxford University Pres, 1999.
- ELBİR, Halid Kemal. **Gerekçeli-Notlu-Sistematik Türk Ticaret Kanunu ve Tatbikat Kanunu ile Alakalı Mevzuat**, 2. Bası, İstanbul: Hak Kitabevi, 1958.

- ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal Ban. **Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2005.
- ERDEM, Ercüment. **Anonim Şirketlerin Çıkardığı Senetler ve Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş**, Ankara, 1992.
- EREM, Turgut S. **Ticaret Hukuku Prensipleri, C. II, Ticaret Şirketleri**, 7. Baskı, İstanbul, 1979.
- ERİŞ, Gönen. **Açıklamalı-İçtihatlı Ticari İşletme ve Şirketler 2**, 3. baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004 (*Şirketler 2*).
- ERİŞ, Gönen. **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1995 (*Anonim*).
- FERRAN, Eilis. **Company Law and Corporate Finance**, New York: Oxford University Press, 1999.
- FRİGNANİ, Aldo ve Giancarlo Elia. **Italian Company Law With the Italian Text of the Civil Code, Book V Articles 2325–2548**, Milan: Ipsoa/Kluwer, 1992.
- FURRER, Adelrich. **Erwerb eigener Aktien, Das Verbot und die zusätzlichen Vorschriften, Zürcher Diss.**, Aarau 1934.
- GİGER, Ernst. **Der Erwerb eigener Aktien aus aktienrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht**, Bern 1995.
- GÖKSOY, Y. Can. **Anonim Ortaklıkta Payın Rehni**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2001 (*Payın Rehni*).
- GÖLE, Celal. **Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1976.
- GUSTAFSSON, Leif. (Ed.), **Business Laws in the Nordic Countries**, Stockholm: Norstedts Juridik AB, 1998.
- GÜNAL, Vural. **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar)**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997.
- HAMİLTON, Robert W. **The Law of Corporations in a Nutshell**, 5. Bası, St. Paul: West Group, 2000.
- HAMİLTON, Robert W. **The Law of Corporations**, 4. Bası, St. Paul: West Publishing Company, 1996 (*4. Bası*).
- HANÇERLİOĞLU, Orhan. **Ticaret Sözlüğü**, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2.bası, 1993.
- HENN, Harry G. **Corporations**, Minnesota: West Publishing Company, 2nd edition, 1986.

- HICKS, Andrew ve S. H. Goo, **Cases & Materials on Company Law**, 4 th edition, London: Blackstone Press, 2001.
- HİRŞ, Ernst. **Ticaret Hukuku**, 3. Bası, İstanbul: Hak Kitabevi, 1948 (*Ticaret Hukuku*).
- HİRŞ, Ernst. **Ticaret Kanunu, Birinci Kitap**, İstanbul: Akay Kitabevi, 1946 (*Ticaret Kanunu*).
- HOPT, Klaus J. and Eddy Wymeersch (Ed.), **Capital Markets and Company Law**, Oxford: Oxford University Press, 2003.
- HULLE, Karel Van. **Avrupa birliği'nin Şirketler Hukuku Müktesebatı ve Türkiye'nin Uyumunu**, İstanbul: İKV Yayınları, 2003.
- İMREGÜN, Oğuz. **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2005 (*Kara Ticareti*).
- İMREGÜN, Oğuz. **Bilirkişi Raporları (1987 Yılı)**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1999.
- İMREGÜN, Oğuz. **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul: Yasa Yayınları, 1989 (*Anonim*).
- İMREGÜN, Oğuz. **Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları Ve Bunları Telif Çareleri**, İstanbul, 1962 (*Menfaat İhtilafları*).
- İMREGÜN, Oğuz. **Amerikan Ortaklıklar Hukukunun Ana Hatları**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1968 (*Amerikan Ortaklıklar Hukuku*).
- İNCEOĞLU, Mehmet Murat. **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.
- KABAALIOĞLU, Haluk. **AT'da Şirketler Hukuku ve Sermaye Piyasası Çalışmaları-Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, İstanbul: TUSİAD, 1989.
- KALPSÜZ, Turgut. **Türk Ticaret Kanunu İle İlgili Taslaklar-Tartışmalar, Bolu Toplantısı (30 Nisan 1988 – 1 Mayıs 1988)**, (haz.: Mürsel Başgöl), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1994, s. 74 (*Tartışmalar*).
- KARABABA, Serdar. **Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2001.
- KARAHAN, Sami. **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması**, İstanbul: Kazancı Yayınları, 1991.
- KARAYALÇIN, Yaşar. **Muhasebe Hukuku**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988 (*Muhasebe*).

- KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 2004.
- KAYAR, İsmail. **Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması Ve Alınacak Tedbirler**, Konya: Mimoza Yayınları, 1997.
- KENDİGELEN, Abuzer. **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1994 (*İntifa Hakkı*).
- KENDİGELEN, Abuzer. **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1999 (*İmtiyaz*).
- KENDİGELEN, Abuzer. **Hukuki Mütalaalar, C. II, Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Bası, 2003.
- KIRCA, İsmail. **Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2000.
- KİPER, Osman. **Uygulamada Ticaret Şirketleri**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1995.
- KOOP, Hans Joachim. **Erwerb eigener Aktien, Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes**, Wiesbaden, 1996.
- KOTSİRİS, Lambros, E. **Greek Company Law**, 2nd edition., Athens: Sakkoulas/Kluwer, 1993.
- KUBİLAY, Huriye. **Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller**, Ankara: DEÜ Yayını, 1986.
- KÜBLER, Friedrich. **Gesellschaftsrecht**, 4. Aufl., Heidelberg, 1994.
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal. **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara: SPK Yayını, 1999.
- KÜTÜKÇÜ, Doğan. **Sermaye Piyasası Hukuku, C. 1**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004 (*C. 1*).
- KÜTÜKÇÜ, Doğan. **Sermaye Piyasası Hukuku, C. 2**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2005 (*C. 2*).
- MANAVGAT, Çağlar. **Aleni Pay Alım Teklifi**, Ankara: SPK Yayını, 1997 (*Pay Alım*).
- MANAVGAT, Çağlar. **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1991 (*Aracı Kurumlar*).
- MİNGUELA, Santiago C. **Spanish Corporation Law and Limited Liability Company Law**, Madrid: La Ley Actualidad, 1996.

- MOROĞLU, Erdoğan. **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Değerlendirme ve Öneriler**, 2. Bası, İstanbul: İstanbul Barosu Yayını, 2005 (*Tasarı*).
- MOROĞLU, Erdoğan. **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004 (*Hükümsüzlük*).
- MOROĞLU, Erdoğan. **Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2003 (*Esas Sermaye*).
- MOROĞLU, Erdoğan. **Özellikle Anonim ve Limited Ortaklıklarda Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1978 (*Oy Sözleşmeleri*).
- NOMER, Füsün. **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003 (*Yatırım Ortaklıkları*).
- NOMER, Füsün. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1999 (*Sadakat*).
- NOMER, Füsün. **Anonim Ortaklıkta Oydan Yoksun Paylar**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1994 (*Oydan Yoksun Paylar*).
- NİLSSON, Gül Okutan. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004.
- ODA, Hiroshi. **Basic Japanese Laws**, New York: Oxford University Press, 1997.
- OĞUZMAN, M. Kemal ve Nami Barlas. **Medeni Hukuk, Giriş, Kaynaklar, Temel Kavramlar**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003.
- OTTLEY, Michael. **Briefcase on Company Law**, 2nd edition, London: Cavendish Publication, 2002.
- ÖCAL, Akar. **Belçika ve Fransız Hukuklarında Ticaret Şirketlerinin Yönetimi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Araştırma Fonu Projesi, 1998.
- ÖCAL, Akar. **Anonim Şirketlerle İlgili Federal Mahkeme Kararları (1960-1970)**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1972 (*Kararlar*).
- ÖZCAN, Hüseyin. **Ansiklopedik Hukuk Sözlüğü**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 1985.
- ÖZKAN, Aslı ve Ekin Fıkrıkoca (haz.), **AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası, AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri**, İstanbul: TSPAKB Yayını, 2004.
- ÖZKORKUT, Korkut. **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Kararlarının İptali**, Ankara: SPK Yayını, 1996.
- ÖZSUNAY, Ergun. **Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler**, İstanbul, 1968.

- PASLI, Ali. **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2004.
- PETTET, Ben. **Company Law**, Harlow: Longman, 2001.
- POROY, Reha (Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu). **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 9. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003.
- POROY, Reha ve Ünal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 14. bası, 1999.
- POROY, Reha ve Turgut S. Erem, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Gerekli Hukuki Tedbirler, Sermaye Piyasası Etüdü**, Ankara, 1964.
- PULAŞLI, Hasan. **Şirketler Hukuku**, 3. bası, İstanbul: Nobel Kitabevi, 2001 (*Şirketler*).
- PULAŞLI, Hasan. **Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri**, Ankara: Dayınlarlı Yayınları, 1992 (*Pay Senetleri*).
- PÜSKÜLLÜOĞLU, Ali. **Türkçe Sözlük**, Ankara: Arkadaş Yayınevi, 7. baskı, 2004.
- REİSOĞLU, Seza. **Bankalar Kanunu Şerhi ve Bankacılık Uygulamasında Diğer Hukuki Kavramlar**, Ankara, 2002.
- ROMANO, Roberta. **The Genius of American Corporate Law**, Washington, D. C.: AEI Pres, 1993.
- SAKA, Zafer. **Anonim Ortaklıklarda Genel Kurul**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2004.
- SEVİ, Ali Murat. **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2004 (*Payın Devri*).
- SEYİDOĞLU, Halil. **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Ankara: Güzem Yayınları, 1992.
- SMERDON, Richard. (Ed.), **Palmer’s Company Law Manual**, London: Sweet & Maxwell, First Edition, 2000.
- SMİTH, Douglas. **Company Law**, Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999.
- VON STEİGER, Fritz. **İsviçre’de Anonim Şirketler Hukuku**, çev. Tahir Çağa, İstanbul, 1968.
- ŞAFAK, Ali. **Hukuk Terimleri Sözlüğü**, Ankara: Rehber Yayıncılık, 1992.
- TANÖR, Reha. **Türk Sermaye Piyasası, C. I, Taraflar**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1999 (*Taraflar*).

- TANÖR, Reha. **Türk Sermaye Piyasası, C. II, Halka Arz**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000 (*Halka Arz*).
- TAŞDELEN, Servet. **Bankalar Kanunu Şerhi**, Ankara, 2002.
- TEKİL, Fahiman. **Anonim Şirketler Hukuku**, İstanbul: Alkım Yayınevi, 1998 (*Anonim*).
- TEKİL, Fahiman. **Şirketler Hukuku, C.II, Anonim Şirketler**, İstanbul, 1976 (*Şirketler, C.II*).
- TEKİNALP, Ünal. **Türk Ticaret Kanunu İle İlgili Taslaklar-Tartışmalar, Bolu Toplantısı (30 Nisan 1988 – 1 Mayıs 1988)**, (haz.: Mürsel Başgöl), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1994, s. 71.
- TEKİNALP, Ünal. **Banka Hukukunun Esasları, C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1988.
- TEKİNALP, Ünal. **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982 (*Sermaye Piyasası*).
- TEKİNALP, Ünal ve Gülören Tekinalp. **(Tekinalp/ Tekinalp) Avrupa Birliği Hukuku**, 2. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000 [*(Tekinalp/ Tekinalp) AB Hukuku*].
- TEKİNALP, Ünal ve Ersin Çamoğlu. **Türk Ticaret Kanunu ve Ticari Mevzuat**, 9. Bası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998.
- TEOMAN, Ömer. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983 (*Yoksunluk*).
- TEZCANLI, Meral Varış. **İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul İMKB Yayınları, 1996.
- TOKLEY, I.A. ve Tina Ravn. **Company and Securities Law in China**, Hong Kong: Sweet & Maxwell Asia, 1998.
- VON TUHR, Andreas. **Borçlar Hukukunun Umumi Kısım Cilt: 1-2**, çev. Cevat Edege, Ankara: Yargıtay Yayınları, 1983.
- TUNCER, Selahattin. **Türkiye’de Sermaye Piyasası, Teori ve Uygulama**, İstanbul, 1985.
- TURANBOY, Asuman. **Varakasız Kıymetli Evrak**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1998.
- TURANBOY, Asuman. **Insider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990.

- TÜRK, Hikmet Sami. **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986 (*Birleşme*).
- TÜRKO, R. Metin. **Finansal Yönetim**, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 1999.
- TÜZÜN, Necat. **Şirketler Hukuku Dersleri**, Ankara, 1976.
- ULUSOY, Erol. **Anonim Şirketlerde Şirketle İşlem Yapma Yasağı ve Çifte Temsil**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999 (*HaAO'lar*).
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. **Menkul Kıymetler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1988 (*Menkul Kıymetler*).
- VURAL, Güven. **Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: AİTİA Yayını, 1978.
- WARENDORF, H.S.C. ve Diğerleri. **Belgian Company Law**, The Hague: Kluwer Law International, 1996.
- WASTL, Ulrich, Franz Wagner ve Thomas Lau. **Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer sicht**, Frankfurt: Peterlang, 1997.
- WATTER, Rolf. **Swiss Company Law in the European Context: The New Swiss Company Law and the Euro-Council Directives**, St. Gallen: ReMax Verlags, 1994.
- WHITFORD, Keturah. "Corporations Law in Australia", **Company Law in East Asia**, (Ed.: Roman Tomasic), Aldershot: Ashgate Publishing, 1999.
- WYATT, Michael C. **Company Acquisition of Own Shares**, 5 th edition, Bristol: Jordan Publishing Limited, 2004.
- YASAMAN, Hamdi. **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul, 1992 (*Borsa*).
- YASAMAN, Hamdi. **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1987 (*Birleşme*).
- YASAMAN, Hamdi. **İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1980.
- YAVUZ, Cevdet. **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 5. Bası, 1997.
- YILDIZ, Şükrü. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara: Seçkin Yayınevi, 2004 (*Eşit İşlem*).

- YILDIZ, Şükrü. **Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı**, İstanbul: Beta Basım Yayın, 1996 (*Yeni Pay Alma*).
- YILMAZ, Ejder. **Hukuk Sözlüğü**, 6. Baskı, Ankara: Yetkin Yayınevi, 2001.
- YONGALIK, Aynur. **Adi Şirkette Sermaye Payı**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1991.
- YÜKSEL, Ali Sait ve Gültekin Rodoplu, Sermaye Piyasası, İstanbul: **Filiz Kitabevi**, 1980.
- ZIEBE, Jürgen. **Der Erwerb eigener Aktien und eigener GmbH-Geschäftsanteile in den Staaten der Europäischen Gemeinschaft**, Frankfurt am Main, 1982.
- Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı (Mevcut Metin-Tasarı Metni karşılaştırılmalı)**, Ankara: SPK Yayını, 2005.
- SPK 2004 Yılı Faaliyet Raporu**, Ankara: SPK Yayını, 2004.
- Sermaye Piyasası Mevzuatı, C. I**, Ankara: SPK Yayını, 2003.
- Borsa Uyuşmazlıkları, Uygulama, Örnek Kararlar ve Mevzuat**, İstanbul: İMKB Yayınları, 1997.

II. Süreli Yayınlar:

- AESCHIMANN, Jean-Paul and François Rayroux. “Switzerland”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2nd edition, London: Sweet, Maxwell, 1997.
- AKER, Halit. “Hakim İşletme İle Bağımlı Şirket Arasındaki Hukuki İlişki Ve Hakim İşletmenin Sadakat Borcu”, **Batider** (Aralık 2003), c. XXII, S. 2, s. 153–204.
- AKEV, Sahir Talat. “Türk Ticaret Kanununun 404. Maddesindeki Devir Yasağı”, **Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986, s. 223–238.
- AKÜNAL, Teoman. “Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Yeni Pay Alma Hakkı”, **Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi**, Yeni Seri, Yıl: 3, Sayı: 5, 1969, s. 257–278.
- ALARİE, Benjamin. “Dividend Entitlements and Intermediate Default Rules”, **Stanford Journal of Law, Business & Finance** (Spring 2004), V. 9, N. 2, s. 135–175.

- ANAND, Anita I. “Regulating Issuer Bids: The Case of the Dutch Auction”, **McGill Law Journal**, 2000, V. 45, s. 133–154.
- ANSAY, Tuğrul. “Amerikan Anonim Ortaklıklarının İçyüzü”, **Batider** (Aralık 1978), C. IX, s. 971–976.
- ANSAY, Tuğrul. “Anonim Şirketler ve Tatbikat”, **Batider** (Ocak 1968), C. IV, S. 3, s. 511–533.
- ARKAN, Sabih. “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na İlişkin Değerlendirmeler”, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Konferans Bildiriler-Tartışmalar, 13–14 Mayıs 2005**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2005, s. 43–60 (*Tasarı*).
- ARKAN, Sabih. “İngiliz Hukukunda Ortaklık Türleri”, **Batider** (Haziran 1976), C. VIII, S. 3, s. 101–111.
- ARSLANLI, Halil. “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği”, **İÜHFM**, 1958, C. 23, S. 3–4, s. 248–290 (*Pay*).
- ART, Robert C. ve Minkang Gu. “China Incorporated: The First Corporation Law of the People’s Republic of China”, **The Yale Journal of International Law**, Vol. 20, No. 2, (Summer 1995), s. 273.
- ATABEK, Reşat. “Anonim Şirketlerde İtibari Kıymeti Farklı Hisse Senetlerinin İhracı”, **İBD** (Eylül-Ekim 1971), C. XLV, S. 9–10, s. 777–783.
- AYTAÇ, Zühtü. “Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, **Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar)**, İstanbul: İAV Yayını, 1984, s. 247–291.
- AYTAÇ, Zühtü. “Bağlı İşletmeler Hukuku ve Türk Hukukunda Görünümü”, **Batider** (Aralık 1976), C. VIII, S. 4, s. 97–124.
- AYLI, Ali. “Vekilin, Vekalet İlişkisi Çerçevesinde Aldıklarını Verme Borcu”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayın, 2003, s. 591–612.
- BAGWELL, Laurie Simon. “Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity”, **The Journal of Finance**, 1992, C. 47, s. 71–105.
- BAGWELL, Laurie Simon ve John B. Shoven, “Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate, in: Auerbach”, **Corporate Takeovers: Causes and Consequences**, Chicago, 1988, s. 191–220.
- BALIOĞLU, Dilek. “Anonim Ortaklıklarda Karşılıklı İştirak”, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan C. 1**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 305–360.

- BARCLAY, Michael J. ve Clifford W. Smith, “Corporate Payout Policy, Cash Dividends versus Open-Market Repurchases”, **Journal of Financial Economics** 1988, C. 22, s. 61–82.
- BARTU, Nihat. “Anonim Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Almaları”, **İBD** (Ağustos 1947), S. 8, Yıl: XXI, s. 346–351.
- BATTAL, Ahmet. “Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Iskat Prosedürü (TTK. M. 408) İle İlgili Yargıtay Uygulaması”, **Ticaret Hukuku Ve Yargıtay Kararları Sempozyumu (9–10 Haziran 2000)**, C. XVII, s. 53–67 (*Iskat*).
- BAYAR, Gültekin. “Sermaye Piyasalarında Manipülasyon”, **Vergi Dünyası** (Ekim 1999), S. 218, s. 105–109.
- BAYRAKTAR, Bekir. “Türk Ticaret Kanunu Hükümlerine Göre Anonim Ortaklıklarda Payların Devri”, **Vergi Dünyası** (Nisan 2002), S. 248, s. 67–72.
- BERZEK, Ayşe Nur. “Sermaye Piyasasında Aracılık Faaliyeti”, **Reha Poroy’a Armağan**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1995, s. 51–65.
- BHİDE, Amar. “Why not Leverage Your Company to the Hilt?”, **Harvard Business Review** (May-June 1988), V. 66, s. 92–98.
- BİRSEL, Mahmut T. “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Temsil Etmeyen senetler”, **Batider** (Eylül 1966), C. III, S. 4, s.649–660.
- BLOCH, Konrad. “Payların Bölünmesinin Hukuki Koşulları ve Etkileri”, çev. Ömer Teoman, **İktisat ve Maliye** (Nisan 1977), C. XXIV, S. 1, s. 17–20.
- BRADLEY, Caroline. “Transatlantic Misunderstanding: Corporate Law and Societies”, **University of Miami Law Review** (January 1999), V. 53, N. 2, s. 269–314.
- BRADLEY, Michael ve Michael Rosenzweig, “Defensive Stock Repurchases”, **Harvard Law Review** (May 1986), V. 99, N. 7, s. 1377–1430.
- BRADLEY, Michael ve L. Macdonald Wakeman, “The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases”, **Journal of Financial Economics**, 1983, C. 11, s. 301–327.
- BRENNAN, Michael J. ve Anjan V. Thakor. “Shareholder Preference and Dividend Policy”, **The Journal of Finance**, 1990, C. 45, s. 993–1018.
- BRYAN-LOW, Cassell. “Inside Track: Firms Step Up By The Dozens With Buybacks”, **Wall Street Journal**, 19. 09. 2001.
- BUDAK, Ali Cem. “İngiliz Şirketler Hukukunun Ana Hatları”, **Batider** (Haziran 1991), C. XVI, S. 1, s. 65–87.

- CABRELLI, David. “In Dire Need of Assistance?: Sections 151-158 of The Companies Act 1985 Revisited”, **Journal of Business Law**, 2002, s. 272-291.
- CAN, Mustafa. “ABD’de Anonim Ortaklıklarla İlgili Son Gelişmeler”, **Vergi Dünyası** (Nisan 2002), S. 248, s. 104–108.
- CARRIÈRE, Gèrard. “The Netherlands”, **Directors’ Duties and Liabilities**, (Ed.: Paul J. Omar), Aldershot: Ashgate Publishing, 2000, s. 83 vd.
- CARSTEN, Gebhard. “İsveç Paylı Ortaklıklar Hukukunda Yeni Gelişmeler”, çev. Zühtü Aytaç, **Batider** (Aralık 1978), C. IX, S. 4, s. 1047–1068.
- CHIU, Hse-Yu. “Can UK Small Businesses Obtain Growth Capital in The Public Equity Markets?—An Overview of The Shortcomings in UK And European Securities Regulation And Considerations For Reform”, **Delaware Journal of Corporate Law**, 2003, C. 28, s. 933–977.
- COCIANCICH, Roberto. “Italy”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland- Walker), London: Sweet & Maxwell, 1997.
- COMMENT, Robert ve Gregg A. Jarrell. “The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tende Offers and Open-Market Share Repurchases”, **The Journal of Finance**, 1991, C. 46, s. 1243–1271.
- ÇAMOĞLU, Ersin. “Yavru Ortaklık Yönetim Kurulunun İbrasında Holding’in Oyları Kullanılabilir mi?”, **İktisat ve Maliye** (Mart 1975), C. XXI, S. 12, s. 500–503.
- ÇEKER, Mustafa. “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider** (Haziran 2005), s. 61–73.
- ÇEKER, Mustafa. “Hisse Senetlerinin Halka Arzı, Borsada İşlem Görmesi ve Kaydi Değer Haline Getirilmesi”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 89–145 (*Hisse Senetleri*).
- ÇEVİK, Orhan. “Anonim Şirketlerde Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı”, **Yaklaşım**, S. 3 (Mart 1993), s. 95–99.
- ÇOLAK, Nusret İlker. “Bankaların Denetimi ve Serbest Bankacılık”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan**, C. I, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s.1067–1084.
- DALLEVES, Louis. “Avrupa ve İsviçre Hukukunda Anonim Şirketler Arasında Karşılıklı İştirakler”, çev. Mahmut Birsal, **Batider** (Aralık 1973), C. VII, S. 2, s. 357–396.
- DANN, Larry Y. “Common Stock Repurchases: Analysis of Returns to Handholders and Stockholders”, **Journal of Financial Economics** (June 1981), C. 9, S. 2, s. 113–138.

- DAVIES, Paul L. “Financial Assistance for the Purchase of Own Shares; Slater Case”, **Journal of Business Law** (January 1980), s. 47–49.
- DEMİRKAN, Senem. “Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları”, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan, C. 1**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 423–476.
- DERYAL, Yahya. “Anonim Ortaklık Genel Kurul Kararlarının Hukuki Niteliği”, **Prof. Dr. Fahman TEKİL’in Anısına Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 377–399.
- DITTMAR, Amy K. “Why Do Firms Repurchase Stock?”, **The Journal of Business**, Vol. 73, No. 3 (Jul., 2000), s. 331-355.
- DOĞAN, Beşir Fatih. “Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı”, **TBB Dergisi** (Ocak-Şubat 2005), S. 56, s. 48–60 (*Geri Ödeme Yasağı*).
- DOĞAN, Beşir Fatih. “Anonim Şirketler İçin Yeni Bir Finansman Kaynağı: Kendi Payları-I”, **Yaklaşım** (Mayıs 2005), S. 149, s. 237- 239 (*Kendi Payları –I*).
- DOĞAN, Beşir Fatih. “Anonim Şirketler İçin Yeni Bir Finansman Kaynağı: Kendi Payları-II”, **Yaklaşım** (Haziran 2005), S. 150, s. 228–233 (*Kendi Payları –II*).
- DOĞRUSÖZ, A. Bumin. “Bir Anonim Şirket Kendisine Ortak Olabilir mi?”, **Dünya**, 26 Ekim 2000, s. 13.
- DOMANIÇ, Hayri. “Hisse Senetlerinin Çıkarılma Zamanı ve Mecburiyeti”, **Yaklaşım**, S. 20 (Ağustos 1994), s. 5–8.
- DOMANIÇ, Hayri. “Anonim Şirket Ana Mukavelelerine Yazılması Gerekli ve Mümkün Unsurlar”, **Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1978, s. 309–406.
- ELTON Edwin J. ve Martin J. Gruber, “The Effect of Share Repurchases on the Value of the Firm”, **Journal of Finance**, 1968, C. 23, S. 1, s. 135–149.
- ENRIQUES, Luca and Jonathan R. Macey. “Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules”, **Cornell Law Review** (September 2001), C. 86, No: 6, s. 1165–1204.
- ERTAŞ, Vahdettin. “Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları”, 1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası, İstanbul: İAV Yayını, 1993, s. 63–73.
- EVİK, Ali Hakan. “Türk Sermaye Piyasası Kanunu’nda Yer Alan Suç Tipleri”, **Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2004, S. 1–2, s. 139.
- FORJAN, James, David Durr ve John Theis. “An Investigation of the Relationship Between Dutch Auction Repurchase Tender Offers and Cash Dividend Payments”, **Managerial Finance** (2000), V. 26, N. 8, s. 29–40.

- FRANKO, Nisim. “Sermaye Piyasası Kanununun Yeni Bir Müessesesi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı”, **Batider** (Aralık 1985), C. XIII, S. 2, s. 13–45.
- FRIED, Jesse M. “Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers”, **The University of Chicago Law Review** (Spring 2000), V. 67, N. 2, s. 420–477.
- FUJITA, Tomotaka. “Modernising Japanese Corporate Law: Ongoing Corporate Law Reform in Japan”, **Singapore Academy of Law Journal** (September 2004), V. 16, s. 321–353.
- GAY, Gerald D., Jayant R. Kale ve Thomas H. Noe. “Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth, and Corporate Control Effects”, **Financial Management**, 1991, C. 20, s. 44–59.
- GÖKÇE, Ziya. “Şirket Hisselerinin Devir Engelleri Ve Hukuki Sonuçları”, **Türkiye Noterler Birliği Hukuk Dergisi**, S. 106 (Mayıs 2000), s. 43–55.
- GÖKSOY, Y. Can. “Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Yeni Pay Alma Hakkının Kaldırılması”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 363–440 (*Yeni Pay Alma*).
- HACİMAHMUTOĞLU, Sibel. “AT Düzenlemeleri Işığında “İçerden Öğrenilen Bilgi” Kavramının Değerlendirilmesi”, **Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan**, Ankara: Turan Kitabevi, 2003, s. 147–178.
- HAHOLU, Bülent Murat. “Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase)”, **Yeterlilik Etüdları 15. Dönem C. 1**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 371–438.
- HALLETT, Rosana. “Spain”, **Directors’ Duties and Liabilities**, (Ed.: Paul J. Omar), Aldershot: Ashgate Publishing, 2000, s. 112 vd.
- HANSEN, Soren F. ve Karsten Engsig Sorensen. “Reforming the Financial Assistance Provision in the Second Company Law Directive: A Danish Perspective”, **European Business Law Review**, Vol. 14, No. 1, (2003), s. 3–23.
- HERSCHSOHN, Heinrich. “Bir Anonim Ortaklığın Kendi Hisse Senedini Satın Alması”, çev. İrfan Baştuğ, **Ankara Barosu Dergisi**, 1971, s. 47–49.
- HETTLAGE, Manfred C. “Karşılıklı Katılmaların İsviçre Ortaklıklar Hukukundaki Yeni Durumları”, **İktisat ve Maliye** (Mart 1972), C. XVIII, S. 12, s. 458–463.
- IKENBERRY, David, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen. “Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading”, **The Journal of Finance**, C. LV, S. 5 (October 2000), s. 2373–2397.
- İLKORUR, Korkmaz. “Amerikan Ortaklıklar Hukuku Hisse Senedi Grupları”, **İktisat ve Maliye**, 1979, C. 17, S. 9, s. 392 vd.

- İLKORUR, Korkmaz. “Amerikan Anonim Ortaklıkları Hukuku Sermaye Bileşiminde Bazı Değişiklikler”, **İktisat ve Maliye**, 1979, C. 17, S. 9, s. 493 vd.
- JÄEGGİ, Peter. “Anonim Ortaklıklar Hukukunun Çözümlememiş Sorunları”, çev. Ömer Teoman, **İktisat ve Maliye** (1975), C. XXII, S. 1, s. 19–33.
- JALIL, James P. “Insider Trading Regulations After The Fall of The House of Enron”, **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, V. VIII, No: 1, 2003, s. 697.
- KARAHAN, Sami. “Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar”, **Batider** (Haziran 1996), C. XVIII, S. 3, s. 17–70.
- KARAYALÇIN, Yaşar. “İsviçre Borçlar Kanunu’nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler”, **Batider** (Haziran 1993), C. XVII, S. 1, s. 2–48 (*Değişiklikler*).
- KARAYALÇIN, Yaşar. “Üst Kuruluşlar Hukuku”, **Batider** (Haziran 1991), C. XVI, S. 1, s. 3–47 (*Üst Kuruluşlar*).
- KARAYALÇIN, Yaşar. “Mecburi-Kanuni Yedek Akçeler ve Kullanılması”, **Batider** (Ocak 1968), C. IV, S. 3, s. 407–419.
- KENDİGELEN, Abuzer. “Adi Şirket, Ticaret Şirketleri ve Kooperatife İlişkin Payların Devrinde Şekil”, **Makalelerim**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s.212–240 (*Şekil*).
- KENDİGELEN, Abuzer. “Bir Ticaret Şirketinin Anonim Şirket Nev’ine Dönüştürülebilmesi İçin Yapılması Gerekli İşlemler”, **Makalelerim**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 118–143.
- KENDİGELEN, Abuzer. “Kişi Ortaklıklarının Sermaye Ortaklıklarına Dönüştürülmesinin Sonuçları”, **Makalelerim**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 144–163.
- KIZILOT, Şükrü. “Hisse Senedi Bastırmanın Avantajı”, **Sabah**, 16 Haziran 1999.
- KOFFNER, Mats. “Sweden”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), 2 nd. edition, London: Sweet Maxwell, 1997, s. 516 vd.
- KOMAN, K. Olgaç. “Oydan Yoksun Hisse Senetleri”, **Yeterlilik Etüdleri 15. Dönem C. 2**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 621-669.
- KRÜGER, Paul ve Karsten Engsig Sorensen. “Free Movement of Companies from a Nordic Perspective”, **Maastricht Journal of European and Comparative Law**, Vol. 6, No. 1, 1999, s. 67–72.
- LANGSTON, Jr. James E. “The New Rule 10b–18: How the Wachovia Merger Continues to Plague the Future of the Banking Industry, The Notes &

- Comments: New Regulations affecting the Banking Industry”, **North Carolina Banking Institute**, V. 8, 2004, s. 191–213.
- LEE, D. Scott, Wayne H. Mikkelson ve M. Megan Partch. “Managers’ Trading Around Stock Repurchases”, **Journal of Finance** (December 1992), V. 47, N. 5, s. 1947–1961.
- LEYTE, Pieter. “The Regime of Capital Maintenance Pertaining to Public Companies, Its Reform and Alternatives”, **Business Law Review** (April 2004), V. 25, No. 4, s. 81–104.
- LOW, Chee Keong. “Refining The Share Buy-Back Regime In Malaysia”, **Singapore Journal of Legal Studies**, 2001, s. 325–387.
- MACEY, Jonathan ve Fred S. McChesney, “A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail”, **Securities Law Review**, 1987, V. 19, s. 399–447.
- MAITLAND-WALKER, Julian. “United Kingdom”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), London: Sweet & Maxwell, 1997, s. 549 vd.
- MANAVGAT, Çağlar. “Sermaye Piyasası Kanunu’nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları”, **AÜHF Dergisi**, 2001, C. 50, S. 2, s. 159–191 (*Kaydi Sistem*).
- MANAVGAT, Çağlar. “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, **Batider** (Aralık 1998), C. XIX, S. 4, s. 177–204 (*İçerden Öğrenen*).
- MENDÍVIL, Almudena Arpón de. “Spain”. **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), London: Sweet & Maxwell, 1997, s. 490 vd.
- MORANO, Tomaso Pignatti. “Italy”. **Directors’ Duties and Liabilities**, (Ed.: Paul J. Omar), Aldershot: Ashgate Publishing, 2000, s. 1012 vd.
- MOROĞLU, Erdoğan. “Yeni Türk Lirasına Geçişte Hukuki Sorunlar”, **Yaklaşım** (Kasım 2004), S. 143, s. 18–25.
- MOROĞLU, Erdoğan. “Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu”, **Makaleler I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 279–289 (*Sermaye Piyasası Kanunu*).
- MOROĞLU, Erdoğan. “Fesih, İnfisah ve Tasfiye”, **Makaleler I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 310–318 (*Fesih*).
- MOROĞLU, Erdoğan. “Nama Yazılı Pay Senetlerinin Devri ve Yargıtay Kararları”, **Makaleler I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 243–271 (*Pay Senetleri*).

- MOROĞLU, Erdoğan. “Anonim Ortaklıkta Azınlık Paysahiplerinin Korunması ve Haklı Nedenlerle Fesih”, **Halil Arslanlı’nın Anısına Armağan**, İstanbul: İÜHF Yayını, 1978, s. 463–477 (*Azınlık*).
- MORSE, Geoffrey K. “Financial Assistance by a Company for the Purchase of its own Shares”, **Journal of Business Law** (March 1983), s. 105–120.
- MÜLBERT, Peter O. ve Max Birke, “Legal Capital –Is There a Case Against the European Legal Capital Rules?”, **European Business Organization Law Review**, 2002, V. 3, s. 695–732.
- NATHAN, Charles M. ve Marilyn Sobel. “Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids”, **The Business Lawyer**, 1980, S. 35, s. 1545–1566.
- NILSSON, Gül Okutan. “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Birikimli Oy Kullanımı”, **Ünal Tekinalp’e Armağan C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 563–601.
- NOMER, Fusun. “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 469–490 (*Eşit İşlem*).
- OMAĞ, Merih Kemal. “Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi”, **Hukuk Araştırmaları Dergisi**, 1986, C. I, S. 1, s. 1–8.
- ÖÇAL, Akar. “Anonim Şirketlerle İlgili Federal Mahkeme Karar Özetleri (1940–1952)”, **Batider** (Haziran 1974), C. VII, S. 3, s. 725–742.
- ÖÇAL, Akar. “Holding Şirket”, **İktisat ve Maliye** (Mayıs 1972), C. XIX, S. 2, s. 82–85.
- ÖÇAL, Akar. “Anonim Şirketlerde Hazırlık Devresi Faizi”, **İktisat ve Maliye** (Mayıs 1971), C. 18, S. 2, s. 56–59.
- ÖZDOĞAN, Ayşegül. “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, **Cumhuriyetin 80. Yılına Armağan C. 2**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 691–762.
- ÖZSUNAY, Ergun. “AET’de Hukukların Koordinasyonu, Uyumlaştırması, Denkleştirilmesi ve Topluluk Hukuku’nun Belirgin Özellikleri”, **Birinci Avrupa Hukuku Haftası**, İstanbul, 1979, s. 59.
- ÖZTEK, Selçuk. “Şirketler Gruplarında Yavru Şirketlerdeki Azınlık Pay Sahiplerinin Türk Ticaret Kanunu m. 363 / İsviçre Borçlar Kanunu m. 697 Çerçevesinde Bilgi Alma Hakkı”, **Prof. Dr. Ernst E. Hirsch’in Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1986.

- PELTZER, Martin. “Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland?”, **Zeitschrift für Wirtschaftsrecht**, 1989, s. 69–79.
- POROY, Reha. “Holdingler”, **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası** (13–18 Mayıs 1963), Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1964, s.425–456.
- PULAŞLI, Hasan. “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, **Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 649–661.
- PULAŞLI, Hasan. “Şart Kavramı ve Anonim Şirketler Hukukundaki Şarta Bağlı Haklar”, **Prof. Dr. Hayri Domanic’e 80. Yaş Günü armağanı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 493–516.
- REID, Alan S. “The Increasing Europeanisation of Company Law”, **Business Law Review** (July 2003), V. 24, No: 7, s. 161–188.
- REİSOĞLU, Seza. “Yeni Türk Lirasının Hukuki Özellikleri”, **Bankacılar Dergisi** (Eylül 2004), S. 50, s. 57–67.
- RICKFORD, Jonathan (Ed.). “Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, **European Business Law Review**, C. 15, S. 4 (2004), s. 919–1027.
- SCHUIT, Steven R. “Business Organizations; Corporations”, **Dutch Business Law, Legal, Accounting and Tax Aspects of Doing Business in the Netherlands**, (haz.: Steven R. Schuit, Marcel Romyn ve Gerrit H. Zevenboom), The Hague: Kluwer Law International, 1998, s. 9 vd.
- SEIGER, Jürgen J. ve Ludwig Leyendecker, “Germany”, **Guide To European Company Laws**, (Ed.: Julian Maitland-Walker), London: Sweet & Maxwell, 1997, s. 223 vd.
- SEVİ, Ali Murat. “Anonim Ortaklığın Kendi Payını Devralması Üzerine Bir İnceleme”, **Batider** (Haziran 2003), C. XXII, S. 1, s. 239–267(*Kendi Payı*).
- SHELL, Adam. “Companies Buying Back Own Shares More Than 100 Firms to Repurchase \$ 43.2 Billion”, **USA Today**, 07. 31. 2002.
- SİEGWART, Alfred. “Holding Anonim Şirketler”, çev. Mehmet Şükrü Tekbaş, **İktisat ve Maliye** (Aralık 1971), C. 18, S. 9, s. 351–356.
- SONG, Ok-Rial. “Hidden Social Costs of Open Market Share Repurchases”, **The Journal of Corporation Law** (Spring 2001), S. 27, s. 425–480.
- SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin. “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar”, **Yeterlilik Etütleri 15. Dönem, C. 2**, Ankara: SPK Yayını, 2004, s. 731–787.

- STEPHENS, Clifford ve Michael S. Weisbach. "Actual Share Reacquisitions in Open-market Repurchase Programs", **Journal of Finance**, C. LIII, 1998, s. 313–333.
- STEWART, Samuel S. "Should A Corporation Repurchase Its Own Stock?", **The Journal of Finance** (June 1976), V. 31, N. 3, s. 911–921.
- SUCU, Nail. "Anonim Ortaklıklarda Pay Senedinin Sahibine Sağladığı Haklar (I)", **Yargıtay Dergisi**, 1980, S. 3, s. 325–338.
- TARİKAHYA, Ethem. "Türk Ticaret Kanunu'na Göre Hisse Senetlerinin Çeşitleri", **III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası (13–18 Mayıs 1963)**, Ankara, 1964, s. 233–250.
- TEKİL, Fahiman. "Yokluk Hükümsüzlük ve İptal Edilebilirlik Sorunları", **Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 1091–1114.
- TEKİL, Fahiman. "Ticaret Kanununun Revizyonu Üzerinde Düşünceler", **Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1998, s. 582.
- TEKİL, Müge. "Anonim Ortaklık Pay Senetleri", **40. Yılında Türk Ticaret Kanunu**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1997, s. 181–192.
- TEKİNALP, Ünal. "Zorunlu Hedefler Bağlamında TTK Tasarısı'nda Anonim Şirkete İlişkin Kuramsal Ve Dogmatik Düzen", **Hukuki Perspektifler Dergisi** (Ağustos 2005), S. 4, s. 12–19 (*Kuramsal Ve Dogmatik Düzen*).
- TEKİNALP, Ünal. "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı", **Bankacılar Dergisi** (Haziran 2005), S. 53, s. 107–120 (*Tasarı*).
- TEKİNALP, Ünal. "Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının Dinamikleri ve Bunlar Arasındaki İlişki", **Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan**, Ankara: Turan Kitabevi, 2003, s. 227–252 (*AO'lara İlişkin Hukuk Politikaları*).
- TEKİNALP, Ünal. "Evraksız Kıymetli Evraka Veya Kıymet Haklarına Doğru", **Batider** (Haziran 1988), C. XIV, S. 3, s. 1–16 (*Evraksız Kıymetli Evrak*).
- TEKİNALP, Ünal. "İçerden Öğrenenlerin Ticareti Sorunu", **İktisat ve Maliye** (Aralık 1986), C. XXXIII, S. 9, s. 310 (*İçerden Öğrenenler*).
- TEKİNALP, Ünal. "Sermaye Ortaklıkları Hukuku, Tip Sorunu Açısından Holding Kavramı ve İşletme Konusu Üzerine Düşünceler", **İktisat Ve Maliye** (Mart 1974), C. XX, S. 12, s. 449–453 (*Holding Kavramı*).
- TEKİNALP, Ünal. "Türk Ticaret Kanunundaki Boşluk: Anonim Ortaklığın Önemli Sebeplerle Feshi Çoğunluk Gücünün Kötüye Kullanılmasına Karşı Etkili Bir Araç", **İktisat ve Maliye** (Kasım 1974), C. XXI, S. 8, 321–326.

- TEKİNALP, Ünal. “Anonim Ortaklıklarda Esas Sermayenin Azaltılması Yöntemleri Ve Pay Sahiplerinin Hakları”, **İktisat ve Maliye** (Şubat 1972), C. 18, S. 11, s. 430–432 (*Sermayenin Azaltılması*).
- TEKİNALP, Ünal. “Holding’in Pay Senetleri Yavru Ortaklık Tarafından Satın Alınabilir mi?”, **İktisat ve Maliye** (Ocak 1969), C. XV, S. 10, s. 417–420.
- TEKİNALP, Ünal. “İşçi ve Müstahdemler Yararına Yardım Akçeleri ve Yardım Vakıfları”, **Batider** (Ocak 1968), C. IV, S. 3, s. 420–447.
- TEKİNALP, Ünal. “Yeni Alman Paylar Kanunu Tasarısının Getirdikleri”, **Batider** 1965, C. III, S. 1, s. 127–138.
- TEOMAN, Ömer. “Bağlı Nama Yazılı Pay (Senedi) ve Halka Açık Anonim Ortaklık Kavramları Üstüne Düşünceler”, **İktisat ve Maliye**, C. XIX, S. 1 (Nisan 1972), s. 23–32 (*Halka Açık AO*).
- TEOMAN, Ömer. “İsviçre’de Anonim Ortaklıklar Hukuku Değiştirilirken”, **İktisat ve Maliye**, C. XXIII, S. 8 (Kasım 1976), s. 322–334.
- TEOMAN, Ömer. “Hisse Senedi İle İlgili Düzenleme Ne Getiriyor?”, **Milliyet**, 8 Temmuz 1983, s. 2 (*Hisse Senedi*).
- TEOMAN, Ömer. “Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Birden Fazla Paya Sahip Olan Ortaklar Bir Öneri Konusunda Aynı Zamanda Olumlu ve Olumsuz Oy Kullanabilirler”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 11–29.
- TEOMAN, Ömer. “Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Genel Kuruldan Çıkarılması”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 60–72.
- TEOMAN, Ömer. “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari-Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi Ve Türk Sistemi”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s.73–85 (*Payın Birim Değeri*).
- TEOMAN, Ömer. “Limited Ortaklığın Kendine Ait Tüm Payları Edinmesi (Ortaksız Limited Ortaklık Sorunu)”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 115–122.
- TEOMAN, Ömer. “Limited Ortaklığın Sermaye Borcu Tümü İle Yerine Getirilmemiş Kendi Paylarını Edinmesi”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 123–139 (*Sermaye Borcu Yerine Getirilmemiş*).
- TEOMAN, Ömer. “Limited Ortaklığın Edindiği Kendi Paylarından Doğan Hak Ve Borçlar Ve Edinmenin Diğer Bazı Sonuçları”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm**

Makalelerim C. I, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 150–161 (*Kendi Paylarından Doğan Hak ve Borçlar*).

TEOMAN, Ömer. “Şirketçe Devralınan Payların Umumi Heyette Temsili Caiz Değildir” Kuralının (TK. M. 329, f. 3, c. 2) Anlamı”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 261–273 (*Şirketçe Devralınan Paylar*).

TEOMAN, Ömer. “Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Üstüne Notlar”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 274–281.

TEOMAN, Ömer. “Alman ve İsviçre Anonim Ortaklıklar Hukukunda Pay Bedelinin Ödenme Oranının Oy Hakkına Etkisi ve Türk Sistemi Üzerine Düşünceler”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 290–312 (*Pay Bedelinin Ödenme Oranı*).

TEOMAN, Ömer. “Alman Paylı Ortaklıklar Kanunundaki Düzenlemeye Göre Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. I**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 318–331.

TEOMAN, Ömer. “Oy Hakkından Yoksun Pay Sahiplerinin Karara Katılmış Bulunmaları Nedeniyle Açılan İptal Davasında, Anonim Ortaklık Bu Katılmanın Oylama Sonucunu Etkilemediği Savunmasını Yapamaz”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 3–8.

TEOMAN, Ömer. “Sermaye Piyasası Kurulunun Tebliğine Göre Katılma İntifa Senetleri”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2001, s. 9–21.

TEOMAN, Ömer. “Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu Konusundaki Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi (1978–1982)”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku Tüm Makalelerim C. II**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2000, s. 37–69.

TOMASIC, Roman ve Jian Fu. “Company Law in China”, **Company Law in East Asia**, (Ed.: Roman Tomasic), Aldershot: Ashgate Publishing, 1999.

TOPTEPE, İbrahim. “Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları”, **Maliye Dergisi** (Eylül-Ekim 1982), S.59, s. 23–35.

TURANBOY, Asuman. “2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 4487 Sayılı Kanunla Eklenen 10/A Maddesine Göre Kaydi Değer Düzenlemesi”, **AÜHF Dergisi**, 1999, C. 48, S. 1–4, s. 39–55 (*Kaydi Değer*).

TÜRK, Hikmet Sami. “Türk Ticaret Kanunu Niçin Yenileniyor?”, *Batider* (Haziran 2005), C. XXIII, S. 1, s. 203–210.

- TÜRK, Hikmet Sami. “Anonim Ortaklık Pay Senetlerinde İtibari Değer Farkları”, **Prof. Dr. Mahmut Koloğlu’na 70. yaş Armağanı**, Ankara, 1975, s. 567–580 (*İtibari Değer*).
- ÜÇİŞİK, Güzin. “Limited Şirkette Ortağın Ortaklıktan Çıkarılması”, **Prof Dr. Fahiman Tekil’in Anısına Armağan**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2003, s. 189–207.
- ÜLGEN, Hüseyin. “Anonim Ortaklıklarda Nama Yazılı Pay Senetlerinin Ciro Yerine Ayrı Bir Temlikname İle Devri Caiz midir?”, **İktisat ve Maliye** (Nisan 1980), C. 27, S. 1, s. 18–25.
- ÜLGEN, Hüseyin. “Anonim Ortaklıklarda Katılma (= İştirak) Taahhüdünün Devri Sorunu”, **İktisat ve Maliye** (Ağustos 1976), C. 23, S. 5, s. 197–205.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat. “Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nda Hisse Senetleri”, **Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı**, İstanbul: Beta Basım Yayım, 2. Baskı, 2001, s. 691–742.
- VERMAELEN, Theo. “Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empricial Study”, **Journal of Financial Economics** (June 1981), C. 9, S. 2, s. 139–183.
- WSCHUIT, Steven R. ve Jan-Erik Janssen. “Acquisitions, Takeovers and Joint Ventures”, **Dutch Business Law, Legal, Accounting and Tax Aspects of Doing Business in the Netherlands**, (haz.: Steven R. Schuit, Marcel Romyn ve Gerrit H. Zevenboom), The Hague: Kluwer Law International, 1998, s. 14 vd.
- YANXIANG GU, Anthony ve Michael Schinski. “Patriotic Stock Repurchases: The Two Weeks Following the 9–11 Attack”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, C. 20, S. 3 (May 2003), s. 267–276.
- YILMAZ, Asuman. “Avrupa Birliği Hukuku’nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması”, **Prof. Dr. Ergun Özsunay’a Armağan**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2004, s. 27–48.
- ZWERDLING, George H. “Stock Repurchase: Financial Issues”, **California Management Review** (Winter 1968), V. XI, No: 2, s. 31.
- AÜHF Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, “TTK Tasarısı Hakkında Görüş”, **Batider** (Aralık 2005), C. XXIII, S. 2, s. 211–248.

III. İnternet Kanalıyla Sağlanan Belgeler:

Alman Nevi Değiştirme Hukukunun Yenilenmesi Hakkında Kanun (Gesetz zur Bereinigung des Umwardlungsrechts –UmwBerG- <http://www.jura.uni-sb.de/BGBI/TEIL1/1994/19943210.1.HTML> (29.06.2005).

- The Australian Securities and Investments Commission, http://www.asic.gov.au/asic/ASIC_PUB.NSF/byid/E1480F244983D043CA256DF10083B481?opendocument (19.07.2005).
- Avustralya Şirketler Kanunu, <http://scaleplus.law.gov.au/html/pasteact/3/3448/top.htm> (18.07.2005).
- CAN, Mustafa. **Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarında Oluşan Güç Boşluğu Ve Giderilmesi Yollarından Vekaleten Oy Kullanma (Proxy) Sistemi**, 1999, bkz.: <http://www.ekitapyayin.com/?kitap=050> (23. 02. 2006).
- Cadbury Report: The Financial Aspects of Corporate Governance, December 1992, bkz.: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (16.08.2005).
- Companies Ordinance (Cap 32) http://www.legislation.gov.hk/blis_export.nsf/CurAllEngDocAgent?OpenAgent&Chapter=32 (18.07.2005).
- Companies and Securities Law Review Committee Report to The Ministerial Council A Company's Purchase of It's Own Shares (September 1987), <http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=496> (29.05.2005).
- Çin Halk Cumhuriyeti'nin Özel İdari Bölgesi Hong Kong'un Temel Kanunu'nda (Basic Law), <http://www.legislation.gov.hk/eng/doc> (18.07.2005).
- Department of Trade And Industry, Modern Company Law For A Competitive Economy: Completing The Structure, ¶¶7.9-7.10 (Nov. 2000). http://www.dti.gov.uk/cld/reviews/cs_chapt_7.pdf (29.05.2005).
- The Department of Trade and Industry, <http://www.dti.gov.uk> (20. 07. 2005).
- Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003, on insider dealing and market manipulation (market abuse), http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412en00160025.pdf (19.07.2005).
- 734/1978, Finnish Companies Act, Osakeyhtiölaki ve Yapılan Değişiklikler, <http://www.finlex.fi/english/laws/index>, (31. 12. 2003).
- FLADER, Jack W. "Hong Kong: Amended Companies Ordinance Creates More Business-Friendly Environment", **World Corporate Finance Review** BNA International, January, 2004, <http://www.henleyglobal.com/pdfs/hongkong2004.pdf> (27 Temmuz 2005).
- GRULLON, Gustavo. "The Information Content of Share Repurchase Programs (Working Paper, 2002), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=206328 (20 Eylül 2005).

- Hampel Report: Committee On Corporate Governance, January 1998, bkz.: http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel_index.htm (16.08.2005).
- Hisse Senedi Piyasasında Manipölasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri Manipölatif İşlem Kalıbı Örnekleri Korunma Yolları, Sermaye Piyasası Kurulu, Aralık 2003, <http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=manipulasyon> (29.06.2005).
- İçtihatlı Türk Ticaret Kanunu, CD, www.adliye.org (Nisan 2003).
- The Jenkins Committee Report in 1962 (Cmnd 1749). <http://astro.temple.edu/~distair/jenkins> (29.05.2005).
- Model Business Corporation Act MBCA, <http://www.abanet.org/buslaw/library/onlinepublications/mbca2002.pdf> (17 Mart 2005).
- Kuala Lumpur Borsası Kotasyon Şartları (KLSE Listing Requirements), <http://www.klse.com.my/website/listing/listing.htm> (18.07.2005).
- Malezya Şirketler Kanunu, <http://www.kpdnhep.gov.my/index.php?ch=22&pg=112&ac=213> (28 Temmuz 2005).
- Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), <http://www.sec.gov> (17 Mart 2005).
- MİLHAUPT, Curtis J. "A Lost Decade for Japanese Corporate Governance Reform?: What's Changed, What Hasn't TTKT. m. And Why" (2003), **Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 234**, s. 17, bkz.: http://www.law.columbia.edu/center_program/law_economics/wp_listing_1/wp_listing/231_240?exclusive=filemgr.download&file_id=87110&rtcontentdisplay=filename%3DWP234.pdf (30 Mart 2005).
- Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance, London, 1999, <http://www.dti.gov.uk/cld/1843cptl.pdf> (20. 07. 2005).
- A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/consult_en.pdf (29.05.2005).
- New York Business Corporation Law, <http://www.law.cornell.edu/ny/statutes/buscorp.htm> (17 Mart 2005).
- Purchase By Companies Of Their Own Shares For Holding In Treasury : Kim Howells Announces Proposed Change To The Law, 22 December 1999, <http://www.dti.gov.uk/cld/bybak196.htm> (20. 07. 2005).

- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Şirketler Hukuku ve Yönetim Direktörlüğü, Aralık 2003, <http://www.dti.gov.uk/cld/compacq.pdf> (17. 05. 2005).
- “Share Buybacks”, A Consultative Document, The Department of Trade and Industry, May 1998, <http://www.dti.gov.uk/cld/bybak141.pdf> (20. 07. 2005).
- SHOVEN, John B. ve Laurie Blair Simon. “Share Repurchases And Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate”, **National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2243** (Mayıs 1987). <http://www.nber.org/papers/w2243.pdf> (10 Ekim 2005).
- The Simplification of the First and Second Company Law Directives, Explanatory Memorandum, Brussels, 1999, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/6037_en.pdf (29.04.2005).
- Singapore Code on Takeovers and Mergers, http://www.mas.gov.sg/masmcm/bin/pt1The_Singapore_Code_on_Take_overs_and_Mergers.htm (28 Temmuz 2005).
- Singapur Şirketler Kanunu’nda 15 Mayıs 2003’te Yapılan Değişiklikler, http://www.legal500.com/deus/si/cl/sicl_002.htm (27 Temmuz 2005).
- Singapur Borsasına Kayıtlı Şirketlerin Kotasyon Şartları, http://info.sgx.com/SGXRuleb.nsf/VwCPForm_LISTING_MANUAL?OpenView (28 Temmuz 2005).
- SNEED, Joel Jerome. **The Influence of Taxes And Risk In Open Market Stock Repurchase Transactions**, The University of Arizona, 2001, http://wwwlib.umi.com/dissertations/preview_page/3010188/7 (11.03.2002).
- Statutory Instrument 2003 No. 1116. The Companies (Acquisition of Own Shares)(Treasury Shares) Regulations 2003. <http://www.opsi.gov.uk/si/si2003/20031116.htm> (19.05.2005).
- Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlük, <http://www.tdk.gov.tr/TDKSOZLUK/SOZBUL.ASP?kelime=Manip%FClasyn> (29.06.2005).
- Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, <http://www.kgm.adalet.gov.tr/turkticaretkanunutasarisi.htm>. (30 Mart 2005).
- Treasury Shares, The New Regime. <http://www.sjberwin.com/media/pdf/publications/corp/treasuryshares.pdf> (19. 05. 2005).
- “What is a Buyback Stock?”, <http://www.buybackletter.com> (17 Mart 2005).

YILDIRIM, Abdurrahman. “Sermaye Piyasası Mahkeme Koridorlarında Tıkanıyor”, **Sabah**, 20.05.2005, <http://arsiv.sabah.com.tr/2005/05/20/yildirim.html> (20.08.2005).

YILDIRIM, Abdurrahman. “Insider Trading Yok, Manipölasyon Çok”, **Sabah**, 13.08.2004, <http://www.sabah.com.tr/2004/08/13/yaz07-30-125.html> (20.08.2005).