



AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



Mehmet MÜLAZIMOĞLU

ANONİM ŞİRKETLER HUKUKUNDA SERMAYENİN KORUNMASI İLKESİ

Özel Hukuk Ana Bilim Dalı
Doktora Tezi

Antalya, 2020



AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



Mehmet MÜLAZIMOĞLU

ANONİM ŞİRKETLER HUKUKUNDA SERMAYENİN KORUNMASI İLKESİ

Danışman

Prof. Dr. N. Ayşe ODMAN BOZTOSUN

Özel Hukuk Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2020

Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Mehmet Mülazımoğlu'nun bu çalışması, jürimiz tarafından Özel Hukuk Ana Bilim Dalı Doktora Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Sevilay UZUNALLI (İmza)

Üye (Danışmanı) : Prof. Dr. N. Ayşe ODMAN BOZTOSUN (İmza)

Üye : Doç. Dr. Ali PASLI (İmza)

Üye : Dr. Öğr. Üyesi İlknur ULUĞ CİCİM (İmza)

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Bilge BİNGÖL SCHRİJER (İmza)

Tez Başlığı: Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 24/12/2019

Mezuniyet Tarihi : 06/02/2020

(İmza)
Prof. Dr. İhsan BULUT
Müdür

AKADEMİK BEYAN

Doktora Tezi olarak sunduğum “Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi” adlı bu çalışmanın, akademik kural ve etik değerlere uygun bir biçimde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım bütün eserlerin kaynakçada gösterildiğini ve çalışma içerisinde bu eserlere atıf yapıldığını belirtir; bunu şerefimle doğrularım.

Mehmet MÜLAZIMOĞLU





T.C.
AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU
BEYAN BELGESİ



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

ÖĞRENCİ BİLGİLERİ	
Adı-Soyadı	Mehmet Mülazımoğlu
Öğrenci Numarası	20145226006
Enstitü Ana Bilim Dalı	Özel Hukuk
Programı	Doktora
Programın Türü	() Tezli Yüksek Lisans (X) Doktora () Tezsiz Yüksek Lisans
Danışmanın Unvanı, Adı-Soyadı	Prof. Dr. N. Ayşe ODMAN BOZTOSUN
Tez Başlığı	Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi
Turnitin Ödev Numarası	1243814729

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmasının a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana Bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 300 sayfalık kısmına ilişkin olarak, 20/01/2020 tarihinde tarafımdan Turnitin adlı intihal tespit programından Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nda belirlenen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve ekte sunulan rapora göre, tezin/dönem projesinin benzerlik oranı;

alıntılar hariç % 12

alıntılar dahil % 17 'dir.

Danışman tarafından uygun olan seçenek işaretlenmelidir:

(x) Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşmıyor ise;

Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporu'nun doğruluğunu onaylarım.

() Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşıyor, ancak tez/dönem projesi danışmanı intihal yapılmadığı kanısında ise;

Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporu'nun doğruluğunu onaylar ve Uygulama Esasları'nda öngörülen yüzdelik sınırlarının aşılmasına karşın, aşağıda belirtilen gerekçe ile intihal yapılmadığı kanısında olduğumu beyan ederim.

Gerekçe:

Benzerlik taraması yukarıda verilen ölçütlerin ışığı altında tarafımda yapılmıştır. İlgili tezin orijinallik raporunun uygun olduğunu beyan ederim.

20/01/2020

(imzası)

Prof. Dr. N. Ayşe ODMAN BOZTOSUN

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	i
KISALTMALAR LİSTESİ	vii
ÖZET	ix
SUMMARY	x
TEŞEKKÜR.....	xi
ÖNSÖZ	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ESAS SERMAYE SİSTEMİ VE ALACAKLILARIN KORUNMASI

1.1. Sermaye Kavramı	3
1.2. IAS/IFRS Kapsamında Sermaye ve Sermayenin Korunması Kavramları	4
1.2.1. Genel Açıklamalar	4
1.2.2. Finansal Sermaye ve Finansal Sermayenin Korunması Kavramları	9
1.2.3. Fiziki Sermaye ve Fiziki Sermayenin Korunması Kavramları.....	11
1.2.4. Finansal Sermayenin Korunması Kavramıyla Fiziki Sermayenin Korunması Kavramının Temel Farkları	12
1.3. Sınırlı Sorumluluk - Sermaye İlişkisi	12
1.4. Anonim Şirketler Hukukunda Sermaye Kavramı.....	17
1.4.1. Sermaye Sistemleri	18
1.4.1.1. Esas Sermaye Sistemi	19
1.4.1.2. Kayıtlı Sermaye Sistemi	23
1.4.2. Esas Sermayenin Nitelikleri	26
1.4.2.1. Belirli Olmak	26
1.4.2.2. Paylara Bölünmüş Olmak	26
1.4.2.2.1. İtibarî Değerli Pay	27
1.4.2.2.2. Gerçek İtibarî Değersiz Pay (True no par value share)	35
1.4.2.2.2.1. Model 1: Sermaye ihracından elde edilen tüm gelirlerin korunması (Protection of all proceeds from share issues)	40
1.4.2.2.2.2. Model 2: Değişken sermaye (Variable capital)	42
1.4.2.2.2.3. Model 3: Karma model (Mixed model)	42
1.4.2.2.2.4. Model 4: Ödeme gücü testi (Solvency test).....	43

1.4.2.2.2.5. Model 5: Yükümlülük karşılama yeterliliği (Solvency margin)	44
1.4.2.2.3. Gerçek Olmayan İtibarî Değersiz Pay (Pseudo no par value share /Accountable par).....	44
1.4.2.2.4. Primli Pay	47
1.5. Esas Sermaye Sisteminin İşlevleri.....	49
1.5.1. Alacaklıları Koruma (Teminat) İşlevi	49
1.5.1.1. Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?	53
1.5.1.1.1. Fayda Sağlayıp Kaçmak (Cash in and run)	56
1.5.1.1.2. İflas İşlemlerinde Aşırı Erteleme	57
1.5.1.1.3. Yeniden Canlanma İçin Kumar (Gambling for resurrection/Overinvestment problem)	58
1.5.1.1.4. Sözleşme Sonrası Borçlanmayı Artırarak Alacaklıların Üzerindeki Riski Artırma	60
1.5.1.1.5. Varlık Saptırma (Asset diversion/Asset withdrawal) ve Riskli Proje (Risky project)	61
1.5.1.1.6. Alacaklıların Haklarının Sulandırılması (Claim dilution).....	62
1.5.1.1.7. Risk Değiştirme (Risk Shifting=Asset Substitution).....	63
1.5.1.1.8. Yetersiz Yatırım Problemi (Underinvestment problem)	64
1.5.1.1.9. İmtiyazlar (Preferences)	65
1.5.1.1.10. Varlık Sıyırma (Asset stripping).....	66
1.5.1.1.11. Aşırı Ücret (Excessive remuneration)	67
1.5.1.1.12. Örtülü Varlık Temliki	69
1.5.2. Pay Sahipliği Hakları Bakımından Ölçü Olma İşlevi.....	70
1.5.3. Finansman Kaynağı İşlevi	71
1.5.4. Pay Sahiplerini Koruma İşlevi.....	71
1.5.5. Alarm Sinyali İşlevi.....	73
1.5.6. Potansiyel Alacaklılar İçin Sinyal Aygıtı İşlevi	75

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYENİN KORUNMASI İLKESİ

2.1. Sermayenin Korunması İlkesinin Temelleri ve Esas Sermaye Sistemi İçerisindeki İşlevi.....	76
2.2. Tanımı.....	77

2.3.	Unsurları	79
2.3.1.	Asgarî Sermaye	79
2.3.2.	Şirketin Kendi Paylarını Taahhüt Etme Yasağı.....	80
2.3.3.	Katılma Paylarının Tam ve Gerçeğe Uygun Değeriyle Şirkete Getirilmesi	82
2.3.3.1.	Nakdi Sermaye	84
2.3.3.2.	Ayni Sermaye.....	86
2.3.3.3.	Örtülü Ayni Sermaye (Disguised contribution in kind).....	89
2.3.4.	Dağıtım Sistemi	90
2.3.4.1.	Kâr Payı Dağıtımında Hukuka Aykırılık	94
2.3.5.	Örtülü Dağıtım Yasağı	98
2.3.5.1.	Almanya	101
2.3.5.2.	İngiltere	104
2.3.5.3.	ABD	106
2.3.5.4.	İsviçre.....	107
2.3.5.5.	Türkiye	108
2.3.5.6.	AB	113
2.3.5.7.	Örtülü Dağıtımın Tespiti.....	115
2.3.5.7.1.	Sübjektif Yaklaşım	117
2.3.5.7.2.	Objektif Yaklaşım	118
2.3.5.7.3.	Arm's Length Ölçütü.....	119
2.3.5.7.4.	Değerlendirme	124
2.3.6.	Sermayenin Kısmen veya Tamamen Kaybı Hâlinde Alınacak Tedbirler ..	125
2.4.	Esas Sermaye Sistemi İçerisinde Sermayenin Korunması İlkesiyle Bağlantılı Olan Diğer Sütunlar	125
2.4.1.	Şirketin Kendi Paylarını İktisabı	125
2.4.1.1.	Yararları	129
2.4.1.2.	Sakıncaları.....	131
2.4.1.3.	Sınırlamanın Gerekçesi	132
2.4.2.	Finansal Yardım	134
2.4.3.	Sermayenin Azaltılması.....	136
2.5.	Türk Hukukundaki Terminaloji Tartışması ve Seçilmiş Bazı Düzenlemeler ..	138
2.5.1.	Sermayenin Korunması Hükümlerine Aykırılık Sebebiyle Batıl Genel Kurul Kararları (TTK m. 447/1-c)	142

2.5.2. Sermayenin Korunması İlkesini Gözetmeyen Batıl Yönetim Kurulu Kararları (TTK m. 391/1-b).....	143
2.5.3. Şirkete Borçlanma Yasağı (TTK m. 358 ve m. 395/2).....	144
2.6. Esas Sermaye Sistemi ve Sermayenin Korunması İlkesinin Yararları, Sakıncaları ve Eleştirileri.....	145
2.6.1. Yararları.....	145
2.6.2. Sakıncaları ve Eleştiriler.....	147
2.6.2.1. Sermayenin Korunması İlkesiyle Yeni Muhasebe Standartlarının Uyumsuz Oluşu	153
2.6.2.2. Alacaklıların Korunması ile Nominal Sermayenin Bağlantısız Oluşu ..	155
2.6.2.3. Esas Sermaye Sisteminin Bazı Alacaklılara Zarar Verme Riski Taşınması	160
2.6.2.4. Sermayenin Korunması İlkesinin Ticaretin Esneklik İhtiyacından Yoksun Oluşu	161
2.6.2.5. Esas Sermaye Sisteminin Sinyal İşlevinin (Signaling Function) Elverişsiz Oluşu	168
2.6.2.5. Sermayenin Korunması İlkesinin Karmaşıklığı Nedeniyle Yüksek İşlem Maliyetlerine Yol Açması.....	171
2.6.2.6. Sermayenin Korunması İlkesi Gereği Öngörülen Dağıtım Kurallarının Alacaklılara Sağladığı Güvencenin Yetersiz Oluşu	172

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALTERNATİF SİSTEMLER

3.1. Genel Olarak.....	176
3.2. Alacaklıları Koruma Araçları	176
3.2.1. Sözleşme.....	176
3.2.1.1. Alacaklıların Sınıflandırılması.....	178
3.2.1.2. İstekli Alacaklılar (Voluntary creditors)	181
3.2.1.2.1. Piyasa Gücü (Market power).....	181
3.2.1.2.2. Pazarlık Gücündeki Eşitsizlik (Inequality of bargaining power) ...	182
3.2.1.2.3. Bilgi Asimetrisi (Information asymmetry) ve İşlem Maliyeti (Transaction cost).....	183
3.2.1.3. Düzenleyici Olmayan Alacaklılar (Non-adjusting creditors)	184
3.2.1.3.1. İsteksiz Alacaklılar (Involuntary creditors).....	184

3.2.1.3.2. Tüketici Alacaklılar	185
3.2.1.4. Kolektif Eylem Sorunu	187
3.2.1.5. Değerlendirme.....	188
3.2.2. İflasın Eşiğinde Olan Şirketlerde Yönetici Davranışları ve Sorumlulukları	190
3.2.2.1. Hileli Ticaret (Fraudulent trading).....	191
3.2.2.2. Haksız Ticaret (Wrongful trading).....	194
3.2.2.2.1. “Yeni Alacaklı” Meselesi	201
3.2.2.3. The West Mercia İlkesi	203
3.2.2.4. Değerinin Altında İşlemler (Transactions at an undervalue).....	205
3.2.2.5. İmtiyazlar (Preferences).....	207
3.2.3. Şirket Tüzel Kişiliği Perdesinin Aralanması (Piercing the corporate veil)	208
3.2.4. Kamuyu Aydınlatma	211
3.2.5. Riskli Sektörler İçin Düzenleme, Zorunlu Sigorta ve Yönetici Sorumluluk Sigortası	212
3.2.6. Yönetim Kurulu Üyelerinin ve Yönetimle Görevli Üçüncü Kişilerin Hukuki Sorumluluğu	215
3.2.7. Ultra Vires	216
3.2.8. Dağıtım Sistemleri.....	219
3.2.8.1. ABD	223
3.2.8.1.1. MBCA	223
3.2.8.1.2. Delaware.....	226
3.2.8.1.3. New York	229
3.2.8.1.4. Kaliforniya.....	230
3.2.8.2. Kanada	232
3.2.8.3. Yeni Zelanda	233
3.2.8.4. Avustralya	235
3.2.8.5. Çalışma Grubu Önerileri.....	236
3.2.8.5.1. High Level Grubu.....	236
3.2.8.5.2. Rickford Grubu.....	239
3.2.8.5.3. Hollanda Grubu	241
3.2.8.5.4. Lutter Grubu	243
3.2.8.5.5. FEE (Fédération des Experts Comptables Européens).....	245
3.3. Pay Sahipliği Hakları Bakımından Ölçünün Belirlenmesi	248

3.4.	Finansman Kaynakları	248
3.5.	Pay Sahiplerini Koruma Yolları	248
3.6.	Alarm Sinyali.....	249
3.7.	Potansiyel Alacaklılar İçin Sinyal Aygıtı	250
3.8.	Değerlendirme ve Türk Hukuku İçin Öneriler	250
3.8.1.	Genel Kurul Kararı İhtiyacının Azaltılması	254
3.8.2.	Gerçek İtibarî Değersiz Pay	255
3.8.3.	Kayıtlı Pay (Authorized share)	255
3.8.4.	Hizmet Edimi Mukabilinde Pay İhraç Edilebilmesi.....	256
3.8.5.	Aşarî Sermaye Şartının Kaldırılması	257
3.8.6.	Ayni Katılma Payında Bilirkişi Raporu Zorunluluğunun Kaldırılması	257
3.8.7.	Haksız Ticaret (Wrongful trading)	257
3.8.8.	Örtülü Dağıtım Yasağı	257
3.8.9.	Rüçhan Hakkı ve Eşit Konumdaki Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi	258
3.8.10.	Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu ve Riskli Sektörlerde Zorunlu Sigorta	258
3.8.11.	Yeni Pay İhraç Bedelinin Belirlenmesi	259
3.8.12.	Dağıtım Sistemi	260
3.8.13.	Şirketin Kendi Paylarını İktisabı	261
3.8.14.	Finansal Yardım	262
SONUÇ		263
KAYNAKÇA.....		265
ÖZGEÇMİŞ		282

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ACA	: Australian Corporation Act 2001
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
AktG	: Aktiengesetz
All E.R.	: All England Law Reports (UK)
App. Cas.	: Law Reports Appeal Cases (1875-1890)
AT	: Avrupa Topluluğu
b.	: bölüm
B.C.L.C.	: Butterworths Company Law Cases
BGB	: Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	: Bundesgerichtshof
BGHZ	: Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
Bkz.	: Bakınız
BPIR	: Bankruptcy and Personal Insolvency Reports
c.	: cümle
C.	: Cilt
CA	: Company Act 2006
CBCA	: Canada Business Corporations Act 1985
CCC	: California Corporations Code
Ch	: Law Reports, Chancery Division (3rd Series)
CLR	: Commonwealth Law Reports
DGCL	: Delaware General Corporation Law
dn.	: dipnot
E.	: Esas
F. Cas.	: Federal Cases
f.	: fıkra
GmbHG	: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HD.	: Hukuk Dairesi
HMK	: Hukuk Muhakemeleri Kanunu
IA	: Insolvency Act 1986
IAS	: International Accounting Standards
IFRS	: International Financial Reporting Standards

İsvBK	: İsviçre Borçlar Kanunu [Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)]
K.	: Karar
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KPMG	: Klynveld Peat Marwick Goerdeler
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
m.	: madde
MBCA	: Model Business Corporation Act
MoMiG	: Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
NYBCL	: New York Business Corporation Law
NZCA	: New Zeland Companies Act 1993
pp.	: pages
RG	: Resmî Gazete
s.	: sayfa
S.	: Sayı
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
ss.	: sayfalar
T.	: Tarih
TBK	: Türk Borçlar Kanunu
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TKHK	: Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UKHL	: United Kingdom House of Lords
UKSC	: United Kingdom Supreme Court
v.	: versus
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume
VUK	: Vergi Usul Kanunu
WLR	: Weekly Law Reports
Y.	: Yargıtay

ÖZET

Sermayenin korunması ilkesi, şirketin kuruluş safhası için öngörülen asgarî sermaye şartını karşılamasını, kuruluşta ve sermaye artırımında pay sahiplerince taahhüt edilen katılma paylarının tam ve gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesini, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımın esas sermayeyle kanunen bağlı yedek akçelerin toplamının özkaynak olarak korunması esasına dayanan kurallara bağlanmasını ve esas sermayenin kısmen veya tamamen kaybı hâlinde alınması gereken tedbirleri ifade eder. Örtülü dağıtımlar sermayenin korunması ilkesi kapsamında yasaklanmıştır. Zira ilke, esas olarak pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımları kurallara bağlar ve örtülü dağıtımlar bu kuralların ihlali anlamına gelir.

Günümüzde, sermayenin korunması ilkesinin menkul kıymetler piyasalarının baskısı altında olduğu kabul edilir. Zira ilke kapsamında öngörülen katı düzenlemeler, özkaynak ile finansmandan elde edilebilecek verimi düşürmektedir. Ayrıca, bu düzenlemeler alacaklılara yeterince güvence sağlamamaktadır. Esas sermaye sisteminin benimsenmediği sistemlerde alacaklıları korumak için daha farklı yöntemler kullanılmaktadır. Özellikle, dağıtımlarda uygulanan ödeme gücü testlerinin sermayenin korunması kurallarından daha etkili koruma sağladığı yönünde güçlü bir doktrin gelişmiştir.

Sermayenin korunması ilkesinin giderek önemini kaybettiği açıktır. İlkenin kaldırılması yönündeki yeni yaklaşımlar kaçınılmaz biçimde Türkiye’yi de etkileyecektir.

Anahtar Kelimeler: Sermayenin korunması, esas sermaye sistemi, taahhüt edilen sermaye, ödeme gücü testi, alacaklıları koruma.

SUMMARY

CAPITAL MAINTENANCE PRINCIPLE IN JOINT STOCK COMPANIES LAW

The principle of capital maintenance states that the company meets the minimum capital requirement for the establishment phase, to bring the share of capital promised by the shareholders at the establishment and capital increase to the company with full and fair value, distribution which can be made to the shareholders bind the rules based on the principle of keeping the sum of subscribed capital and legal reserves as equity, measures to be taken in case of partial or total loss of capital. Disguised distributions are prohibited under the principle of capital maintenance. Because, the principle mainly binds the distributions that may be made to the shareholders to the rules and disguised distributions are violation of these rules.

Today, the principle of capital maintenance is considered to be under the pressure of securities markets. Because strict regulations foreseen within the scope of the principle reduce the efficiency that can be obtained from equity financing. Moreover, these regulations do not provide sufficient security to the creditors. In systems where legal capital regime is not adopted, different methods are used to protect creditors. In particular, a strong doctrine has emerged that the solvency tests applied in distributions provide more effective protection than the rules of capital maintenance.

It is clear that the principle of capital maintenance is gradually losing importance. New approaches which are on the abolition of the principle will inevitably also affect to Turkey.

Keywords: Capital maintenance, legal capital regime, subscribed capital, solvency test, protection of creditors.

TEŞEKKÜR

Tüm doktora eğitimim süresince her türlü katkıyı sağlayan, değerli vaktini bana ayırma nezaketi gösteren, akademik olarak ufkumu açan, radikal düşüncelerimi kaleme almada beni cesaretlendiren danışman hocam Prof. Dr. N. Ayşe ODMAN BOZTOSUN'a, telkin ve yönlendirmeleriyle bilgilerini ve tecrübelerini şahsımdan esirgemeyen hocalarım Dr. Öğr. Üyesi İlknur ULUĞ CİCİM'e, Dr. Öğr. Üyesi Bilge BİNGÖL SCHRİJER'e, tez savunma jürimde yer alarak beni onurlandıran ve bilgi ve tecrübelerini paylaşarak teze çok değerli katkılarda bulunan hocalarım Prof. Dr. Sevilay UZUNALLI'ya ve Doç. Dr. Ali PASLI'ya teşekkür ederim. Ayrıca, Akdeniz Üniversitesi'ndeki eğitim hayatım boyunca gerek kendisinden ders alarak doğrudan, gerekse dolaylı yollardan tanıdığım ve kendilerinden kıymetli bilgiler edindiğim başta hukuk fakültesi dekanı Prof. Dr. Mehmet ALTUNKAYA olmak üzere tüm değerli akademisyenlere teşekkürlerimi sunarım.

Doktora yeterlik sınavıma katılarak beni gururlandıran, görüş ve bilgileriyle bakış açımı zenginleştiren, tez konusu belirleme sürecinde destek olan, nezaketini bir an olsun esirgemeyen kıymetli hocalarım Prof. Dr. Serap HELVACI'ya ve Prof. Dr. Mehmet HELVACI'ya teşekkür ederim.

Tez kaynaklarının temini hususundaki yardımından dolayı Arş. Gör. Dr. Feride DEMİRBAŞ'a teşekkür ederim.

Tez savunması aşamasında yedek jüri üyesi olmayı kabul ederek katkıda bulunan Doç. Dr. Burçak YILDIZ'a ve Doç. Dr. Esra CENKÇİ'ye teşekkür ederim.

Tez çalışması süresince, ardı arkası kesilmez sorularıma bıkmadan ve tatmin edici olarak cevap veren, kıymetli vaktini bana ayıran Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Bankacılık ve Finans Bölümü akademisyenlerinden arkadaşım Dr. Öğr. Üyesi Murat KAYA'ya teşekkür ederim.

Birlikte geçirdiğimiz vakit dilimleri içerisinde desteklerini esirgemeyen Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Bankacılık ve Finans Bölümü akademisyenlerinden arkadaşlarım Doç. Dr. İsmail ÇELİK'e ve Dr. Öğr. Üyesi Hakan TUNÇ'a teşekkür ederim.

Çalışmalarım esnasında bana maddi ve manevi olarak en büyük desteği sağlayan aileme teşekkür ederim. Gerçekten hayatımın her döneminde olduğu gibi, teze başladığım andan bugüne tüm bencilce isteklerime olağanüstü anlayışla yaklaştıkları için anneme, babama ve kardeşlerime ne kadar teşekkür etsem azdır. Onlara sahip olmak benim için büyük bir şans ve mutluluktur. Ayrıca, hayatım boyunca, ne zaman ihtiyacım olsa yardımdan

kaçınmayan ve beni her zaman destekleyen anneanneme, teyzelerime, dayıma ve halama teşekkür ederim.

Tez çalışmaları aşamasında desteğini bir an olsun eksik etmeyen, yalnız kaldığım ve zorlandığım anlarda sürekli olarak arayarak motive eden, tezin tamamlanma anına kadar kendi sosyal hayatından fedakârlık ederek mümkün olduğunca yanımda olan, çalışma alanı dışında olmasına rağmen tezi okuyarak tashih aşamasında yardım eden, kendisiyle tanışmamı Yaratıcı'nın büyük bir armağanı olarak gördüğüm ebedi dostum, kardeşim Caner YÜKSEKOL'a şükranlarımı sunarım.

Kendi sorunlarını bir kenara bırakarak benimle ilgilenen, desteğini sürekli biçimde hissettiren, manevi annem olarak nitelendirmekte beis görmediğim Aysun YÜKSEKOL'a teşekkürü borç bilirim.

Tez çalışmalarım esnasında İstanbul'a gitmek durumunda kaldığım anlarda otellerini ve evlerini bana açarak, olumlu söylem ve eylemleriyle sürekli destekte bulunan dostlarım İlyas UĞURLU ve Doğuş MUHTAROĞLU'na teşekkür ederim.

ÖNSÖZ

Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerde alacaklıların hangi araçlarla korunacağı ve pay sahipliği haklarının nasıl tahsis edileceği sorunlarına gelişmiş ülkelerin çözümü farklı olmuştur. ABD’de, XIX. yüzyılın başlarında günümüz Avrupa’sında geçerli olan taahhüt edilen sermaye anlayışına benzer bir yaklaşım ortaya çıkmış olsa da, geçtiğimiz elli yılı aşkın bir süredir bu anlayış aşamalı biçimde terk edilmiş ve bunun yerine yönetim kurulu üyelerinin geniş görev alanlarına ve sorumluluklarına ve zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine dayanan, aciz hâli testlerinin ön planda olduğu bir sistem benimsenmiştir. Buna karşın, Avrupa’da sermaye kuralları pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerin merkezinde yer almaya devam etmektedir.

Sermayenin korunması ilkesi birden çok unsur ihtiva eder. İlk olarak, ilke pay sahiplerinin taahhüdü ve ödemesi suretiyle şirket bünyesinde asgarî miktarda sermaye oluşturulması ve bunun tam ve gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesini ifade eder. İkincisi, şirketin kendi paylarını taahhüdünü yasaklar. Üçüncüsü, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımları kurallara bağlar. Böylece, pay sahiplerinin keyfiyete dayalı şirket malvarlığı unsurlarını elde etmesini engeller. Sonuncusu, sermayenin kısmen veya tamamen kaybı hâlinde alınması gereken tedbirler anlamına gelir.

İtibarî değerli payların payın tam bedelini elde etmede önemli bir figür olduğu ifade edilir. Ayrıca, itibarî değerli payların pay sahiplerinin katılma payları yönünden bir eşitlik oluşturduğu belirtilir. Ancak, itibarî değer belirlenmesinde herhangi bir analitik yöntem kullanılmaz ve bu değer gerçeğe uygun değer altında olması hâlinde, ihraç edilecek pay sebebiyle pay sahipliği haklarının sulandırılması riski bulunur.

Esas sermayenin sağladığı alacaklıları koruma mekanizması günümüzde ciddi eleştirilere muhataptır. Şirketin vadesi gelen borçlarını ödeme gücünü göstermeyen bu miktarın korunmasına ilişkin katı düzenlemeler özkaynak piyasalarındaki verimi azaltabilmektedir.

Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu unsurunu haiz şirketler, potansiyel pay sahipleri açısından önemli bir yatırım aracı olmayı sürdürmektedir. Bu şirketlerin, daha cazip yatırımlara dönüşebilmesi için sistemin esnek kurallara dayandırılması bir ihtiyaçtır. Bu sebeple, tezde öncelikle Avrupa ve Türkiye’de uygulanmakta olan esas sermaye sistemi ve bunun bir unsuru olarak sermayenin korunması ilkesi incelenmiş, ardından ilkeye yöneltilen eleştirilere geniş yer ayrılmış, daha sonra alternatif sistemler incelenerek bir yaklaşım değişikliği gerektirecek çapta kapsamlı bir öneride bulunulmuştur.

GİRİŞ

Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerin ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olması ve pay sahiplerinin kişisel sorumluluklarının bulunmaması sebebiyle şirket bünyesinde bir miktar sermayenin oluşturulmasına ve bunun pay sahiplerine dağıtımının yasaklanmasına ilişkin doktrin ve uygulama XIX. yüzyılda ABD’deyle Avrupa’da aynı zamanlarda ortaya çıkmıştır. Pay sahiplerinin şirkete sermaye koyma borcu, ortakların sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerin sunduğu elverişli şartlardan yararlanmanın bir bedeli olarak görülmüştür. Bu yükümlülük şirketin olası ticari başarısızlıklarının tümünün alacaklılara fatura edilmesini engellemekte ve bunun sonucunda da şirket tüzel kişiliğinin kötüye kullanılabilmesine ilişkin riskleri azaltmaktadır. Ancak, zamanla ABD, ortakların sınırlı sorumlu olduğu şirketlerde ödenmesi gereken başka bir bedel üzerine yoğunlaşmıştır. Bu bedelin adı kamuyu aydınlatma yükümlülüğüdür. ABD’de gelişen yeni doktrine göre, menfaat sahiplerinin yeterince aydınlatıldığı bir piyasada, alacaklıları korumak için taahhüt edilen sermayeye ve bunun pay sahiplerine dağıtımını yasaklayan kurallara ihtiyaç yoktur. Ayrıca, sermayeye ilişkin kurallar katı yapısı sebebiyle yeni finansman yöntemleriyle örtüşmemektedir. Doktrinin özüne göre, alacaklılar açısından önemli olan şirketin vadesi gelen borçlarını ödeyebilme gücüdür ve likit olup olmadığı belirli olmayan taahhüt edilen sermaye etkisiz bir koruma sunmaktadır. Bu yaklaşımın hâkim görüş olarak kabul görmesi sonucunda, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımlarda aciz hâli testleri benimsenmiştir. Böylece, iflas hukukuyla şirketler hukuku oldukça yakınlaşmış ve bilgi verme amacının ön planda olduğu yeni bir şirketler hukuku iklimi oluşmuştur. Günümüz ABD’sinde, piyasaların bilgi verme işlevinin alacaklıların sözleşme yoluyla kendilerini koruyabilmelerinde önemli bir fonksiyon gördüğü kabul edilir. Kendilerini sözleşme yoluyla koruması mümkün olmayan alacaklılar içinse, tüzel kişilik perdesinin aralanması, zorunlu sigorta ve yöneticilerin genişletilmiş hukuki sorumlulukları gibi yollar sunulmaktadır. Buna karşın, AB’de ise, bu yeni yaklaşım kabul görmemiştir. Birleşik Krallık hariç Avrupa doktrini hâlen güçlü bir şekilde sermaye kurallarının yanında olmaya devam etmektedir. İkinci Yönerge’yle tüm Avrupa Ekonomi Topluluğu üyesi ülkelerde standart hâle gelen esas sermaye sistemi ve bunun unsurlarından biri olarak sermayenin korunması ilkesi İkinci Yönerge’den sonra yürürlüğe giren yönergelerde de korunmuştur. Sonraki yönergelerde sistem biraz esnetilmiş olsa da, sermayenin korunması anlayışında bir değişim olmamıştır. Bunda, ABD’deki kadar gelişmiş özkaynak piyasalarının bulunmayışı da etkilidir.

Avrupa doktrini esas sermayenin alacaklıları koruyucu rolü kadar, bu sistemin adillığın tesis edilmesi bağlamında kurumsal yönetime katkılarına da dikkat çeker. Zira sermayenin korunması ilkesi itibarı değerli paylar aracılığıyla pay sahiplerinin sermayeye katılma payları arasında eşitlik oluşturarak eşit işlem ilkesini pekiştirme ve kâr dağıtımını kurallara bağlamak suretiyle kontrol sahibi pay sahiplerinin azlık aleyhine özel kâr dağıtım kararları alabilmelerini engelleme amaçlarını taşımaktadır. Özellikle şirketle pay sahipleri ve ilişkili taraflar arasındaki örtülü dağıtımları yasaklaması sebebiyle, sermayenin korunması ilkesinin hâlen hayati bir işleve sahip olduğu belirtilir. Ayrıca, esas sermayenin sinyal işlevinin kurumsal yönetime katkısı olduğundan bahsedilir. Ancak, dağıtımın sınırlandırılması, pay sahipleri açısından adil bir düzenin tesis edilmesi ve kurumsal yönetimin oluşumu ilkedен bağımsız olarak başkaca düzenlemelerle de pekâlâ sağlanabilir. Sermayenin korunması ilkesinin pay sahipliği haklarının sulandırılması bağlamında değerli bir çözüm sunup sunmadığı ayrıca tartışmalıdır.

AB modelini benimseyen Türkiye’de de, ortakların sınırlı sorumlu olduğu şirketlerde sermayenin korunması ilkesi 2012’de yürürlüğe giren TTK’da benimsenen şirketler hukuku ilkelerinden biri olmaya devam etmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ESAS SERMAYE SİSTEMİ VE ALACAKLILARIN KORUNMASI

1.1. Sermaye Kavramı

Sermaye kavramının tüm bilim dallarınca kabul görmüş ortak bir tanımı bulunmamaktadır. Bu durumun gerekçesini, disiplinler arası çalışmaların sayıca az olmasına bağlarsak, yanılığa düşmüş oluruz. Zira sosyal bilimler olarak anılan dalların kendi içerisinde bile, sermaye kavramının çeşitli başlıklara ayrılarak incelendiği görülmektedir.

Sermaye, iktisadi açıdan bir üretim faktörü olarak ele alındığında, insanlar tarafından üretilmiş olan üretim mallarını ifade eder¹. Bu tanım fiziki sermaye kavramını açıklamada kullanılmakta; fiziki sermaye satın alabilmek için gerekli olan ve çeşitli kaynaklardan elde edilen paraya da finansal sermaye denilmektedir².

Muhasebe bakımından sermaye, ödenmiş ve ödenmemiş olarak ikiye ayrılmakta ve bilançoda özkaynaklar içerisinde gösterilmektedir³. Sermaye, finansal tablo kullanıcılarının ihtiyaçları doğrultusunda, sermayenin nominal tutarı yani finansal anlamı ile ya da işletmenin faaliyette bulunabilme kapasitesi bir diğer ifadeyle fiziki anlamı ile kullanılmaktadır⁴.

Hukuk dalında sermaye ise, genel olarak, ticaret ve borçlar hukuku ortaklıklarında⁵, bu ortaklıkların amacını gerçekleştirmelerini sağlayacak değerleri ifade etmede kullanılır⁶.

¹ Alkin, Erdoğan, **İktisat**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1984, s. 144; Yıldırım, Kamil/Şıklar, İlyas/Bakırtaş, İbrahim/Koyuncu, Cüneyt/Yılmaz, Rasim/Erdoğan, Zeynep, **İktisada Giriş**, Editör: Kemal Yıldırım, Pelikan Yayıncılık, Ankara, 2012, 244; Dinler, Zeynel, **Mikro Ekonomi**, 20. Basım, Ekin Yayınevi, Bursa, 2009, s. 502.

² **Dinler**, s. 503; Bocutoğlu, Ersan/Berber, Metin, **Genel İktisada Giriş**, 5. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa, 2015, s. 196.

³ Sevilengül, Orhan, **Genel Muhasebe**, 18. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2016, s. 585; Koç Yalkın, Yüksel, **Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulamalar**, 19. Basım, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara, 2013, s. 39.

⁴ Yalçın, Erhan, **Yorum, Açıklama ve Örneklerle Uluslararası Finansal Raporlama (TMS-TFRS)**, 1. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2015, s. 172.

⁵ Türkiye’de “şirket” ve “ortaklık” kavramları eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. İngiltere’de genellikle, bir grup şirketi veya büyük bir şirketi ifade etmede kullanılan “corporate” teriminin bir şirketi tanımlamada kullanılan “company” sözcüğüyle birlikte ve birbirlerinin yerine kullanıldığı görülür. Bununla birlikte, İngiltere’de tüzel kişiliği olmayan ortaklıklar için “partnership” terimi kullanılır. Kavram kargaşasını gidermek için, birden fazla kişinin gelir elde amacıyla emeklerini veya mallarını birleştirdiği tüzel kişiliği olmayan model için “ortaklık” (adi ortaklık); tüzel kişiliğe sahip olanlar için ise “şirket” kavramının kullanılması yerinde olacaktır. Bu yaklaşım kanun koyucunun TTK’daki tercihi de uygundur. Öyle ki; 6102 Sayılı TTK’da “şirketler topluluğu”, “şirket menfaati”, “anonim şirket”, “limited şirket”, “kollektif şirket” gibi terimlerin tercih edilmiş olması, bu çalışmada “ortaklık” sözcüğü yerine “şirket” sözcüğünün tercih edilmesinde etkili olmuştur. Diğer taraftan, kanun koyucu SerPK’da “anonim ortaklık” terimini kullanmıştır. İki kanun arasında terim olarak farklı seçimlerde bulunulmuş olması, bu yönde bilinçli bir iradenin tezahürü müdür bilinmez; ancak, bu iradenin bilinçli olduğu varsayımında, kanun koyucunun, sermaye piyasasında işlem gören çaptaki anonim şirketleri, anonim ortaklık olarak tanımlamak istediği düşünülebilir. Buna karşın, doktrindeki terminolojik tartışma TTK m. 1531’in gerekçesine de yansımış ve gerekçede “ortaklık” ve “şirket” kelimelerinin eş değerde kanuni terimler olarak kabul edildiği belirtilerek, iki terim arasına çizgi çekilmekten kaçınılmıştır.

⁶ Göle, Celâl, **Anonim Ortaklıklarda Nakdi Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976, s. 8.

TTK madde 15'te esnaf-tacir ayrımı ortaya konulurken, sermaye kavramına başvurulmuştur. Bu düzenlemede kullanılan “ekonomik faaliyeti sermayesinden fazla bedeni çalışmasına dayanan” ifadesiyle, meslek mensubu olarak esnafı tespit etmede “sermaye” bir ölçüt olarak kullanılmıştır⁷.

Şirketler hukukunda, sermayenin hangi unsurlardan oluşabileceği hususu şirket türüne göre değişiklik göstermektedir. Adi, kollektif ve komandit şirkette emeğin ve ticari itibarın sermaye olarak getirilmesi mümkün iken, anonim ve limited şirkette bu unsurlar sermaye olarak getirilemez⁸. Ayrıca diğer şirket türlerinden farklı olarak, anonim şirketler hukukunda sermaye kavramı esas sermaye, kayıtlı sermaye ve değişken sermaye ayrımlarına tabi tutulmaktadır. Görüldüğü üzere, sadece şirketler hukuku alanında bile, tek bir sermaye tanımı yapmak ve bunun genelgeçer unsurlarını ortaya koymak mümkün değildir.

1.2. IAS/IFRS Kapsamında Sermaye ve Sermayenin Korunması Kavramları

IAS/IFRS'nin kâr dağıtımına esas alınabilip alınamayacağı tartışmalıdır. Zira bu muhasebe standartlarının sermayeleştirilebilir malvarlığı unsurlarını geleneksel sermayenin korunması anlayışından daha geniş ele aldığı ve özellikle gerçeğe uygun değerlendirme yöntemini esas alan ölçüm teknikleri sebebiyle dağıtılabılır malvarlığı unsurlarının kapsamını artırabildiği ileri sürülmektedir. Eleştirilerin kaynağı özellikle IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve olduğu için, tezin ilk bölümünde bu çerçevedeki sermaye kavramına yer verilmesi uygun görülmüştür. Zira bu çalışmada sermayenin korunması ilkesine yöneltilen eleştiriler ve alternatif sistemlerin ele alındığı bölümlerde IAS/IFRS ön plana çıkmaktadır.

1.2.1. Genel Açıklamalar

International Accounting Standards Committee (IASC) (*Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi*) uluslararası muhasebe standartlarını belirlemek ve bu standartlarla ilgili çalışma belgeleri düzenlemek için 1973 yılında kurulmuştur⁹. Komitenin hedefleri; var olan standartları uyumlaştırmak, formülleştirmek ve finansal tabloların sunumunda uyulması

⁷ Madde gerekçesine göre, “AET/AT çevrelerinde esnafın tanımı gelir düzeyi unsuru ile değil yeni bir açılım olan “meslek” yaklaşımı ile tanımlanmaktadır. Bu anlayış bazı meslekleri ‘esnaf’ mesleği olarak kabul etmekte, bu meslek mensupları esnaf olarak tanımlanmaktadır. Meslek mensubu olmak esnaf sayılmak için yeterli görülmemekte, esnaf ile tacir arasındaki sınır “meslek” ile çizilmekte, yoksa gelirinin düzeyi dikkate alınmamaktadır. Mesela, gelirleri ne olursa olsun, sıvacı, muslukçu, ayakkabıcı boyacısı, tamirci gibi el işleri, yani zeneatla uğraşanlar esnaftır”. Ancak, gerekçede “sermaye” kavramının rolüne değinilmemiştir. Bir “meslek” olarak esnafı tespit etmede kullanılacak ölçüt sermayedir. Ekonomik faaliyeti sermayesinden fazla bedeni çalışmasına dayanan kişilerin kanunda ifade edilen diğer koşulları sağlamaları hâlinde esnaf olarak değerlendirilmesi gerekir.

⁸ Bir komanditer kişisel emeğini ve ticari itibarını sermaye olarak koyamaz (TTK m. 307/2).

⁹ Ferran, Eilís/Ho, Look Chan, **Principles of Corporate Finance Law**, Second Edition, Oxford University Press, London, 2014, s. 423.

gereken kamu yararına olan muhasebe standartlarını yayınlanmaktadır¹⁰. Komite, 1973'ten 2001 yılına kadar, muhasebe standartlarını IAS (*International Accounting Standards/ Uluslararası Muhasebe Standartları*) kısaltması ile yayınlamıştır¹¹. IASC standart koymak yetkisi de dâhil olmak üzere tüm yetkilerini 2001 yılında International Accounting Standards Board'a (IASB) bırakmıştır¹². IASB, bağımsız ve kâr amacı gütmeyen bir özel hukuk tüzel kişisi olan "International Financial Reporting Standards (IFRS/UFRS¹³) Foundation"un (*Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Vakfı*) standart belirleme organıdır¹⁴. IASB üyeleri The Trustees of the IFRS Foundation (*Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Vakfı Mütevelli Heyeti*) tarafından boş pozisyonlar hakkında ilan vermek ve ilgili kuruluşlara danışmak suretiyle açık ve titiz bir süreçle atanır¹⁵. IASB, standartlarını IFRS (*International Financial Reporting Standards*) kısaltması altında yayınlamaktadır¹⁶.

IFRS Foundation'ın amaçları şunlardır¹⁷:

- (1) "Kamu yararına yüksek kalitede, anlaşılabilir, uygulanabilir ve açıkça belirtilmiş ilkelere dayalı küresel olarak kabul edilen bir dizi muhasebe standardı geliştirmek. Bu standartlar, yatırımcılara ve dünya piyasalarındaki diğer katılımcılara ve ekonomik kararlar veren diğer kullanıcılara yardım etmek için yüksek kalite, şeffaflık ve finansal tablolar içinde karşılaştırılabilir bilgi gerektirmeli;
- (2) Standartların titiz uygulamasını ve kullanımını desteklemek;
- (3) Çeşitli ekonomik düzenlemelerdeki tüzel kişiliklerin türü ve boyut aralığına ilişkin ihtiyaçları hesaba katarak, (1) ve (2)'de ifade edilen amaçları yerine getirmek;
- (4) Ulusal muhasebe standartlarıyla IFRS'nin uyumlaştırılması yoluyla, IASB tarafından hazırlanan ve yorumlanan IFRS'nin benimsenmesini desteklemek ve kolaylaştırmak".

IFRS Foundation kendi amacını "misyonumuz, dünya genelinde finansal piyasalara şeffaflık, hesap verebilirlik ve verimlilik getiren IFRS standartlarını geliştirmektir.

¹⁰ Ferran/Ho, s. 423.

¹¹ Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin, **Ortaklıklar Hukuku II**, Güncelleştirilmiş 13. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2017, (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II), s. 280.

¹² Tekinalp, Ünal, "Türk Ticaret Hukukunda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS", **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. XXIV, S. 2, 2007, ss. 33-66, (Tekinalp, IFRS), s. 37.

¹³ IFRS, Türkiye'de UFRS (*Uluslararası Finansal Raporlama Standartları*) olarak ifade ediliyor olsa da; konuya ilişkin uluslararası çalışmalarda kavram kargaşasına yol açmamak için IFRS terimi tercih edilmektedir. Benzer düşünceden hareketle bu çalışmada UFRS terimi yerine IFRS terimine yer verilecektir.

¹⁴ Ferran/Ho, s. 423.

¹⁵ <https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/> (Erişim Tarihi: 18.02.2019).

¹⁶ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 280.

¹⁷ Ferran/Ho, s. 423.

Çalışmalarımız küresel ekonomide güven, büyüme ve uzun vadeli finansal istikrarı destekleyerek kamu yararına hizmet eder” şeklinde ifade etmiştir¹⁸.

IFRS Foundation içerisinde önem taşıyan bir diğer komite “IFRIC” kısaltmasıyla anılan “International Financial Reporting Interpretations Committee of IASB”dir¹⁹. The IFRS Interpretations Committee olarak da ifade edilen bu komite IASB’nin yorumlayıcı organı mahiyetindedir²⁰. IFRIC finansal tablo denetçilerinin, hazırlayıcılarının ve kullanıcılarının yararlanması amacıyla standartları yorumlayan komitedir²¹. Komite, standartların uygulanmasının desteklenmesinde IASB ile birlikte çalışır ve The Trustees of the IFRS Foundation tarafından atanan 14 oylama üyesinden oluşur²².

IASB ve IFRS Foundation tasarruf yetkileri bakımından kanuni yetkilere sahip olan düzenleyici makamlar değildirler²³. Bu yapıların uluslararası standartları uygulama veya uyum gerektirme bağlamında güç kullanma yetkileri olmadığı gibi; IFRS kanuni uygulama gücünü, standartların iç hukuka aktarılması ya da IFRS ile ulusal standartların uyum arz etmesi yoluyla kazanır²⁴. FERRAN/HO²⁵, IFRS’nin iç hukuka aktarılması yoluyla bunların bağlayıcılık kazandığını belirterek, IFRS’yi “yumuşak hukuk/soft law” olarak değerlendirmekteyken; TEKİNALP ise²⁶, bu standartların hukuk yönlerinin hiç olmadığı gerekçesiyle bunların “soft law” olarak sınıflandırılmayacağını ifade etmektedir. İç hukuka aktararak, uluslararası alanda yeknesak finansal raporlama standartlarının sağlanması yönünde tavsiye çalışma niteliği taşıyan IFRS’nin, bir hukuk kuralının usulüne uygun biçimde yürürlüğe konulmamış ve/veya aykırılığına devlet müeyyidesi bağlanmamış olmaları sebebiyle hukuk yönleri yoktur. Kanun koyucular, muhasebe standartlarını belirlerken IFRS’den yararlanma hususunda özgürdürler.

IFRS’de finansal raporlamanın amacı bilgi vermek iken; Kara Avrupası ailesinin bulunduğu bilanço hukuku alacaklıyı koruma esasına dayanır²⁷. Nitekim Avrupa Birliği’nde raporlama standartlarının yeteri kadar şeffaf olmadığı ve bilgi verme amacına hizmet etmediği gerçeğinden hareketle, 1606/2002 sayılı AB Yönergesi ile, AB’ye üye bir ülkede borsaya kote

¹⁸ <https://www.ifrs.org/> (Erişim Tarihi: 15.02.2019). Burada “IFRS standartları” ifadesi anlatım bozukluğu oluşturmaktadır. Sayfadan naklen alarak çeviri yaptığım için bu hataya müdahale etmedim.

¹⁹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 280.

²⁰ <https://www.ifrs.org/groups/ifrs-interpretations-committee/> (Erişim Tarihi: 18.02.2019).

²¹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 280.

²² <https://www.ifrs.org/groups/ifrs-interpretations-committee/> (Erişim Tarihi: 18.02.2019).

²³ Ferran/Ho, s. 423.

²⁴ Ferran/Ho, s. 423, 424.

²⁵ Ferran/Ho, s. 423.

²⁶ Tekinalp, IFRS, s. 39.

²⁷ Tekinalp, Ünal, Ünal Tekinalp’in Banka Hukukunun Esasları, Yeniden Yazılmış 2. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009, (Tekinalp, Banka), s. 196.

hakim teşebbüslerin konsolide finansal tablolarına 2005'ten itibaren Yedinci Yönerge²⁸ yerine IAS uygulanması zorunluluğu getirildi²⁹.

IFRS'ye (*Türkiye Finansal Raporlama Standartları*) kaynak teşkil eden IAS/IFRS, yapı itibarıyla üç unsurdan oluşmaktadır: (1) Kavramsal Çerçeve (*The Conceptual Framework for Financial Reporting*), (2) Standartlar (*Standards*), (3) Yorumlar (*Interpretations*)³⁰. IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve³¹ içerisinde sermaye ve sermayenin korunması kavramlarına³² yer verilmiştir. Fiziki sermaye ve finansal sermaye olmak üzere iki farklı sermaye kavramına yer verilen IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve'de, bu ikili ayrım sermayenin korunması kavramına da yansımıştır.

IFRS Kavramsal Çerçeve 4.60. (Yeni Çerçeve 8.4) uyarınca, “*sermayenin korunması kavramı, şirketin³³ korumaya çalıştığı sermayeyi nasıl tanımladığı ile ilgilidir. Sermayenin korunması kavramı kârın ölçüldüğü referans noktasını sağladığı için sermaye kavramları ile kâr kavramları arasındaki bağı sağlar; bu bir şirketin sermaye getirisi ile sermaye iadesi arasında ayırım yapmak için ön şarttır; sadece sermayeyi korumak için gereken tutarın üzerindeki varlık girişleri kâr olarak kabul edilebilir ve bu nedenle sermayenin getirisi olarak kabul edilebilir. Dolayısıyla, kâr gelirden giderler (uygun olduğu durumlarda sermaye korunması düzenlemeleri dâhil) düşüldükten sonra kalan tutardır. Giderler geliri aşarsa, aradaki fark zarardır*”. “Sermayenin korunması düzenlemeleri”yle kastedilen esas sermaye, yedek akçe ve serbest kullanıma tabi fonlara³⁴ ilişkin düzenlemelerdir. Kanundan, esas

²⁸ 83/349/EEC. 26 Haziran 2013 tarihli 2013/34/EU sayılı Yönerge ile 83/349/EEC yürürlükten kaldırılmıştır.

²⁹ **Tekinalp**, IFRS, s. 34.

³⁰ Bu yapı TTK'ya yansıtılmıştır. TTK m. 88/1 uyarınca, “64 ilâ 88 inci madde hükümlerine tabi gerçek ve tüzel kişiler münferit ve konsolide finansal tablolarını düzenlerken, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayımlanan, Türkiye Muhasebe Standartlarına, kavramsal çerçevede yer alan muhasebe ilkelerine ve bunların ayrılmaz parçası olan yorumlara uymak ve bunları uygulamak zorundadır”.

³¹ Çalışmada esas alınan kavramsal çerçeve IASB tarafından Eylül 2010'da yayınlanan çerçevedir. Ancak, kavramsal çerçeve Ocak 2020'den itibaren uygulanmak üzere Mart 2018'de gözden geçirilerek tekrar yayınlanmıştır. Yeni çerçevede finansal sermaye, finansal sermayenin korunması, fiziksel sermaye ve fiziksel sermayenin korunması bölümlerinde herhangi bir değişiklik yapılmamış; sadece, düzenlendikleri bölüm değiştirilmiştir. Tezde, yeni kavramsal çerçeve “Yeni Çerçeve” şeklinde anılacaktır ve bu çerçeveye atıf yapılan noktalarda, düzenlemelerin yer aldığı yeni madde numaralarına yer verilecektir.

³² Bu bölümde “sermayenin korunması ilkesi” yerine “sermayenin korunması kavramı”nı tercih etmiş olmamın sebebi, “IAS/IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting” 4.59'da (Yeni Çerçeve 8.3) “concepts of capital maintenance” ifadesinin kullanılmış olmasıdır.

³³ “Şirket(=Ortaklık)” olarak Türkçeye çevirdiğim sözcük IFRS Kavramsal Çerçeve'de “entity” olarak geçmektedir. “Entity” sözcüğünü, Türkçe “tüzel kişilik” olarak ifade etmek daha uygun düşecek olsa da; bu çalışmanın sınırlarını bir tüzel kişilik olan anonim şirket oluşturduğu için, tezde “şirket” terimi kullanılmıştır. Ayrıca, tüzel kişilik kavramının dernekler ve vakıfları da içine aldığı dikkate alındığında, “entity” kavramını “şirket” olarak ele almanın yerinde olacağı kanaatine ulaşılmıştır.

³⁴ Serbest kullanıma tabi fonlar kavramıyla, çoğu kez, yeniden değerlendirme fonu (bu fon sermayeye eklenebilir ama dağıtılamaz) ve enflasyon fark hesapları gibi vergi kanunlarına göre belirlenen fonlar kastedilir (Tekinalp, Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2015, (Tekinalp, Yeni), s. 81).

sözleşmeden veya genel kurul kararından kaynaklı yedek akçe ayrılması gereken hâller, kâr hesaplamasında dikkate alınmıştır.

IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve'ye göre, ölçüm esaslarının ve sermayenin korunması kavramının seçimi, finansal tabloların hazırlanmasında kullanılan muhasebe modelini belirleyecektir³⁵. Farklı muhasebe modelleri değişik derecelerde uygunluk ve güvenilirlik gösterir ve diğer alanlarda olduğu gibi yönetim de uygunluk ve güvenilirlik arasında bir denge kurmalıdır³⁶. IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve, çeşitli muhasebe modellerine uygulanabilir niteliktedir ve seçilen model altında oluşturulan finansal tabloların hazırlanması ve sunulması konusunda rehberlik sağlar³⁷. IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve'de, 1989 yılında kaleme alınmış ve hâlen korunan, geleceğe ilişkin şu ifadeler dikkat çekicidir³⁸: *“Şu anda, IASB, yüksek enflasyonlu bir ekonominin para birimiyle rapor veren şirketler gibi istisnai durumlar dışında belirli bir modeli buyurma niyetinde değildir. Bununla birlikte, bu amaç dünyadaki gelişmeler ışığında gözden geçirilecektir”*.

IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve'de, sermaye kavramlarının finansal raporlamaya nasıl katkı sağlayabileceği ne açıklanmış ne de tanımlanmıştır³⁹. Aynı zamanda, IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve'de “uygun sermaye kavramı”nın belirlenmesinde finansal veya fiziki sermaye tercih ve seçimi yapılmamıştır⁴⁰. Uygun sermaye kavramının seçimi, finansal tablo kullanıcılarının⁴¹ ihtiyaçlarına bırakılmıştır⁴². Ancak, farklı finansal tablo kullanıcı gruplarının⁴³ söz konusu olduğu bir şirkette, bazı kullanıcı gruplarının “ihtiyaçlarını” ifade etme ihtimalinin düşük olması ve/veya şirketin finansal tablolarını gerçekten etkileme güçlerinin bulunmaması sebebiyle, “en faydalı bilgileri sağlayan” sermayenin korunması kavramını seçmek raporlamayı yapan şirket yöneticilerinin görevidir⁴⁴. TTK m. 514/1 gereği, anonim şirketin finansal tablolarını hazırlamakla yükümlü olan yönetim kurulu üyeleri, “sermayenin korunması kavramını seçme” görevini tedbirli bir yöneticinin özeni ölçütü

³⁵ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.65; Yeni Çerçeve 8.9.

³⁶ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.65; Yeni Çerçeve 8.9.

³⁷ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.65; Yeni Çerçeve 8.9.

³⁸ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.65; Yeni Çerçeve 8.9.

³⁹ Geffen, Cornelis Johannes Anthonius van, **Company Law and IFRS, The Relation Between Financial Reporting and Capital Maintenance; Ties That Bind?**, Wolters Kluwer, Hoofddorp, 2017, s. 165.

⁴⁰ Geffen, s. 165.

⁴¹ Finansal tablo kullanıcıları; yöneticiler, pay sahipleri, ortaklar, kredi kuruluşları, çalışanlar, yatırımcılar, potansiyel yatırımcılar, alacaklılar, satıcılar, sermaye piyasasının diğer aktörleri gibi geniş bir alanda karşılık bulan, finansal bilgileri kullanan veya kullanabilecek olan kişilerdir.

⁴² IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.58; Yeni Çerçeve 8.2.

⁴³ Finansal tablo kullanıcı gruplarıyla kastedilen; alacaklılar, pay sahipleri, bankalar, yatırımcılar, potansiyel yatırımcılar ve yöneticiler gibi finansal tabloların gerçeğe uygun sunumunda benzer ya da farklı menfaati olan gruplardır.

⁴⁴ Geffen, s. 166.

uyarınca ifa edecektir (TTK m. 369)⁴⁵. Yönetim kurulu, “sermayenin korunması kavramını seçme” görevini dürüst resim ilkesiyle birlikte mütalaa etmelidir⁴⁶.

1.2.2. Finansal Sermaye ve Finansal Sermayenin Korunması Kavramları

Günümüzde, finansal sermaye kavramı, sermayenin korunmasına ilişkin geleneksel ve baskın görüş olarak kabul edilmektedir⁴⁷. Bu kavramın merkez unsuru, bir şirketin faaliyetlerini ve finansal durumunu etkileyen değişim işlemleri⁴⁸ ve filleriştir.

Finansal açıdan yatırılan para ya da yatırım yapılan satın alma gücü gibi bir finansal sermaye kavramı altında, sermaye şirketin net malvarlığı⁴⁹ veya özkaynakları⁵⁰ ile eşanlamlıdır⁵¹. Şirketlerin çoğu, finansal tabloların hazırlanmasında, finansal sermaye kavramını kabul etmektedir⁵². Bir şirket tarafından uygun sermaye kavramının seçimi, finansal tablo kullanıcılarının “ihtiyaçlarına” dayanmalıdır⁵³. Bu sebeple, finansal tablo kullanıcıları, öncelikle nominal yatırım sermayesinin korunmasıyla veya yatırım sermayesinin satın alma gücüyle ilgileniyorlarsa, finansal sermaye kavramı benimsenmelidir⁵⁴.

Finansal sermayenin korunması kavramı ise, pay sahiplerinin katılma paylarını getirdikleri zamandaki nominal parasal değerini korumayı amaçlar⁵⁵. Bu kavrama göre, dönem içerisinde pay sahiplerine yapılan dağıtım ve onların şirkete koydukları tutarlar hariç tutulduktan sonra, yalnızca dönem sonunda net malvarlığının finansal (veya para) tutarı,

⁴⁵ TTK m. 375/1-c uyarınca, “*muhasebe, finans denetimi ve şirketin yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulması*” yönetim kurulu üyelerinin devredilemez görevleri arasındadır. Ancak, “düzenin kurulması” sözcüğünden de anlaşıldığı üzere, devredilmez olan “düzenin kurulması görevi”dir; yoksa muhasebenin tutulması devredilebilir ve yönetimin devri hallerinde bu husus açıkça ifade edilir (TTK m. 375/1-(c) Gerekçe). Dolayısıyla, yönetim kurulu finansal işleri bizzat icra etmek zorunda değildir; ancak, uygun finansal organizasyonun kurulmasından sorumludur (Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi Cilt II**, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, (Pulaşlı, Cilt II), s. 1294).

⁴⁶ Muhasebenin belirlenmesi ve programlanmasını, muhasebenin 515 inci maddede öngörülen dürüst resim ilkesine göre belirlenmesini de içerir (TTK m. 375/1-(c) Gerekçe).

⁴⁷ Gamble, George O’Neal, **Concepts Of Capital Maintenance In A Conceptual Framework For Financial Reporting**, The Pennsylvania State University, The Graduate School College of Business Administration, A Thesis in Business Administration, 1980, s. 19.

⁴⁸ **Gamble**, s. 19. Değişim işlemleriyle (*exchange transactions*) kastedilen, varlıkların elden çıkarılarak başka varlıklarla değişim yapılmasıdır.

⁴⁹ IFRS’de “net assets” olarak ifade edilen kavramı net malvarlığı olarak Türkçe’ye çevirmek uygun düşecektir. Nitekim Türk hukukunda net malvarlığı, brüt malvarlığından borçlar düşüldükten sonra kalan malvarlığıdır. Net varlık ise, şirketin tüm borçları ve pay bedelleri ödendikten sonra kalan “mevcudu” bir diğer ifadeyle tasfiye payı olarak “arta kalan” tutarı ifade eder (**Tekinalp**, Yeni, s. 80, 81). Ancak, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yayınlanan Finansal Tabloların Hazırlanma ve Sunulma Esaslarına İlişkin Kavramsal Çerçeve Hakkında Tebliğ Sıra No: 1 m. 102 ve 104’te “net assets” ifadesi “net varlıklar” olarak Türkçe’ye çevrilmiştir.

⁵⁰ Malvarlığı, brüt malvarlığı, net malvarlığı, özkaynaklar, varlıklar gibi kavramlar bu çalışmanın ilerleyen bölümlerinde açıklanacaktır.

⁵¹ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.57; Yeni Çerçeve 8.1.

⁵² IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.57; Yeni Çerçeve 8.1.

⁵³ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.58; Yeni Çerçeve 8.2.

⁵⁴ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.58; Yeni Çerçeve 8.2.

⁵⁵ **Gamble**, s. 22.

dönem başı net malvarlığının finansal (veya para) tutarını aşarsa kâr elde edilmiştir⁵⁶. Finansal sermayenin korunması nominal parasal birimlerle veya sabit alım gücü birimleriyle ölçülebilir⁵⁷.

Finansal sermayenin korunması kavramı, belirli bir ölçüm esasının kullanılmasını gerektirmez⁵⁸. Bu kavrama dayanan ölçüm esasının seçimi, şirketin korumak istediği finansal sermayenin türüne bağlıdır⁵⁹.

Sermayenin nominal para birimleri cinsinden tanımlandığı finansal sermayenin korunması kavramı altında kâr, nominal para sermayesinde dönem içerisinde meydana gelen artışı ifade eder⁶⁰. Böylece dönem içerisinde elde tutulan varlıkların fiyatlarındaki artışlar, geleneksel olarak adlandırıldığı şekliyle elde tutma kazançları, kavramsal olarak kâr sayılır⁶¹. Ancak, bu artışlar, ilgili varlıklar bir başka varlıkla değişim yapılmak suretiyle elden çıkarılınca kadar kâr olarak tahakkuk ettirilemez⁶². Kârın tahakkukuna ilişkin IFRS'deki bu standarta karşın, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından hazırlanan Finansal Tabloların Hazırlanma ve Sunulma Esaslarına İlişkin Kavramsal Çerçeve Hakkında Tebliğ Sıra No: 1 m. 108/c. 3 uyarınca, *“ancak bu tutarlar, ilgili varlıklar bir başka varlıkla değişim yapılmak suretiyle elden çıkarılınca kadar kâr olarak tahakkuk ettirilmeyebilir”*. Gerçekten IFRS'nin ilgili bölümü şu cümleyle ifade edilmiştir: *“They may not be recognised as such, however, until the assets are disposed of in an exchange transaction”*. Kanaatimce, bu cümlede yer alan *“may not”* sözcük grubunun yanlış çevirisi sonucu tebliğde *“...tahakkuk ettirilmeyebilir”* şeklinde bir düzenleme yapılmıştır. Bu durumda, ilgili varlıklar elden çıkarılmadan da kârın tahakkuk ettirilmesi mümkün hâle gelmektedir. Adı geçen tebliğ, IFRS'nin amacıyla bağdaşmayan bir düzenleme tesis etmiştir. Ayrıca, anılan tebliğin söz konusu bölümü *“gerçekleşmiş hasılat ilkesi”*ne⁶³ (*realization principle*) aykırı olduğu gibi *“ihtiyatlılık kavramı”*na⁶⁴ (*prudence concept*) da aykırıdır; zira kârın tahakkuk ettirilmesinde bu iki ilke ve kavramın sıkı ilişkisi bulunur⁶⁵. IFRS'nin ilgili bölümünde henüz

⁵⁶ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.59/(a); Yeni Çerçeve 8.3/(a).

⁵⁷ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.59/(a); Yeni Çerçeve 8.3/(a).

⁵⁸ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.61; Yeni Çerçeve 8.5.

⁵⁹ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.61; Yeni Çerçeve 8.5.

⁶⁰ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.63; Yeni Çerçeve 8.7.

⁶¹ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.63; Yeni Çerçeve 8.7.

⁶² IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.63; Yeni Çerçeve 8.7.

⁶³ Bu ilke gereği, gerçekleşmemiş satışlar, gelir ve kârlar; gerçekleşmiş gibi gelir tablosunda yer almamalıdır (**Sevilengül**, s. 25).

⁶⁴ İhtiyatlılık kavramı, muhasebeye konu olaylarda temkinli davranılması, tarafsız bir muhakeme ile şirketin karşılayabileceği risklerin ve belirsizliklerin göz önünde tutulması gereğini ifade eder (**Sevilengül**, s. 23). Bu kavram gereği, muhtemel kârlar için hiçbir işlem yapılamaz (**Koç Yalın**, s. 30).

⁶⁵ Alacaklıların korunması ilkesi muhasebenin biri ilke (gerçekleşmiş hasılat) diğeri kavram (ihtiyatlılık) olan iki unsuruyla yakından ilişkilidir. Gerçekten alacaklıların korunması aslında, ihtiyatlılık kavramı ve gerçekleşmiş hasılat ilkesine dayanan, geleneksel olarak Avrupa muhasebe kurallarını etkileyen sermayenin korunması

gerçekleşmemiş kârın tanınmasının önüne geçilmişken⁶⁶; Türk hukukunda bunun aksini mümkün kılan, tebliğin anılan hükmü sebebiyle sermayenin korunması anlayışına aykırı uygulamaların önü açılmıştır. Dördüncü Yönerge'ye⁶⁷ göre de, sadece gerçekleşmiş kârlar dikkate alınabilirler⁶⁸. Dolayısıyla, Dördüncü Yönerge'de gerçekleşmiş hasılat ilkesi benimsenmiştir.

Finansal sermayenin korunması kavramı, sabit satın alma gücü birimleri olarak tanımlandığında, kâr, yatırım yapılan satın alma gücünde dönem sonunda meydana gelen artışı ifade eder⁶⁹. Sadece varlık fiyatlarındaki artışın, genel fiyat seviyesindeki artışı aşan kısmı kâr olarak kabul edilir⁷⁰. Artışın geri kalan kısmı, sermayenin korunması düzeltmesi ve dolayısıyla özkaynakların bir parçası olarak değerlendirilir⁷¹. Sermayenin korunması kavramının gereği olarak, varlıkların genel fiyat seviyesindeki artış, pay sahiplerine dağıtılamaz.

1.2.3. Fiziki Sermaye ve Fiziki Sermayenin Korunması Kavramları

Çalışma kapasitesi gibi bir fiziki sermaye kavramı altında, sermaye, örneğin günlük üretim miktarına dayanarak, şirketin temel aldığı üretim kapasitesi olarak kabul edilir⁷². Finansal tablo kullanıcılarının temel kaygısı şirketin çalışma kapasitesiyse, fiziki sermaye kavramı kullanılmalıdır⁷³.

Fiziki sermayenin korunması kavramı ise, bir işletmenin üretim kapasitesinin korunmasına odaklanmaktadır⁷⁴. Bu kavrama göre, dönem içerisinde pay sahiplerine yapılan dağıtım ve onların şirkete koydukları tutarlar hariç tutulduktan sonra, yalnızca dönem sonunda işletmenin fiziki üretim kapasitesinin (veya çalışma kapasitesinin) (veya bu kapasiteye ulaşmak için gereken kaynakların veya fonların) dönem başındaki fiziki üretim kapasitesini aşması hâlinde kâr elde edilmiştir⁷⁵.

Sermayenin fiziki üretim kapasitesi olarak tanımlanması durumunda, fiziki sermayenin korunması kavramı altında, kâr, o sermayenin dönem içindeki artışını ifade

kavramının bir unsurudur (FEE, **FEE Discussion Paper on Alternatives to Capital Maintenance Regimes**, September 2007, s. 10). Ancak, alacaklıların korunmasının yolu sadece sermayenin korunmasından geçmez. Adı geçen raporda anlatılmak istenen, sermayenin korunması kavramının hedeflerinden birinin alacaklıların korunması olduğudur.

⁶⁶ IFRS'nin anılan düzenlemesinde gerçekleşmiş hasılat ilkesi esas alınmıştır.

⁶⁷ 25 Temmuz 1978 Tarihli 78/660/EEC.

⁶⁸ **Geffen**, s. 95.

⁶⁹ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.63; Yeni Çerçeve 8.7.

⁷⁰ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.63; Yeni Çerçeve 8.7.

⁷¹ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.63; Yeni Çerçeve 8.7.

⁷² IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.57; Yeni Çerçeve 8.1.

⁷³ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.58; Yeni Çerçeve 8.2.

⁷⁴ **Gamble**, s. 28.

⁷⁵ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.59/(b); Yeni Çerçeve 8.3/(b).

eder⁷⁶. Şirketin varlık ve yükümlülüklerini etkileyen tüm fiyat değişiklikleri, şirketin fiziki üretim kapasitesinin ölçülmesinde değişiklik olarak görülür; dolayısıyla, özkaynakların bir parçası olan ve kâr niteliği taşımayan, sermaye korunması düzeltmeleri olarak değerlendirilirler⁷⁷. Sermayenin korunması kavramının gereği olarak, varlıkların fiyatının artması sebebiyle fiziki üretim kapasitesinde meydana gelen değer artışı pay sahiplerine dağıtılamaz.

1.2.4. Finansal Sermayenin Korunması Kavramıyla Fiziki Sermayenin Korunması Kavramının Temel Farkları

IAS/IFRS Kavramsal Çerçeve'ye göre, iki farklı sermayenin korunması kavramı arasındaki temel fark, işletmenin varlıklarının ve borçlarının fiyatlarındaki değişikliklerin etkilerinin nasıl muamele göreceğiyle ilgilidir⁷⁸. Genel olarak, şirket dönem sonunda dönem başındaki kadar sermayeye sahipse sermayesini korumuş demektir⁷⁹. Dönem başındaki sermayeyi korunmak için gereken tutarın üzerindeki her miktar kâr olarak tanımlanır⁸⁰. Ancak, iki kavramın sermayeye yükledikleri anlamların farklı olduğu dikkatten kaçmamalıdır.

Belli bir ölçüm esasını gerektirmeyen finansal sermayenin korunması kavramından farklı olarak, fiziki sermayenin korunması kavramı, cari maliyet⁸¹ (*current cost*) esasına göre ölçüm yapılmasını gerektirir⁸².

1.3. Sınırlı Sorumluluk - Sermaye İlişkisi

Sınırlı sorumluluğun (*limited liability*)⁸³ esas alındığı şirketlerde, pay sahipleri, kural olarak, şirkete katılma payı olarak taahhüt ettiği değer dışında sorumluluk altında değildir⁸⁴. Türk anonim şirketler hukukunda, pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur (TTK m. 329/2). Kanunda öngörülen istisnalar dışında,

⁷⁶ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.64; Yeni Çerçeve 8.8.

⁷⁷ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.64; Yeni Çerçeve 8.8.

⁷⁸ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.62; Yeni Çerçeve 8.6.

⁷⁹ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.62; Yeni Çerçeve 8.6.

⁸⁰ IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.62; Yeni Çerçeve 8.6.

⁸¹ Cari maliyet ölçüm esası şu hususları içerir: “Varlıklar aynı varlığın veya bu varlıkla eşdeğer olan bir varlığın alınması için halihazırda gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı ile gösterilirler. Borçlar, yükümlülüğün kapatılması için gereken nakit ve nakit benzerlerinin iskonto edilmemiş tutarları ile gösterilir” (Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu’nun Finansal Tabloların Hazırlanma ve Sunulma Esaslarına İlişkin Kavramsal Çerçeve Hakkında Tebliği Sıra No: 1 Finansal Tabloların Unsurlarının Ölçüm Esasları Ek 100).

⁸² IFRS The Conceptual Framework for Financial Reporting 4.61; Yeni Çerçeve 8.5.

⁸³ Türk hukukunda sınırlı sorumluluğun esas alındığı şirketler, anonim ve limited şirketlerdir. Ancak, sınırlı sorumlu olan anonim şirket değil, pay sahipleridir. TTK m. 329/1’de ifade edildiği üzere, anonim şirketler şirket alacaklılarına karşı tüm malvarlığı ile sorumludur.

⁸⁴ Türk hukukunda anonim şirketlerden farklı olarak, limited şirketlerde amme alacakları için pay sahipleri ikinci dereceden payları oranında sorumludur. Ayrıca, anonim şirketlerde TTK m. 480/3 kapsamında pay sahiplerine ikincil yükümlülükler; limited şirketlerde ise, TTK m. 603 uyarınca ek ödeme yükümlülüğü ve TTK m. 606 uyarınca yan edim yükümlülüğü öngörülebilir.

esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibarî değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemez (TTK m. 480/1)⁸⁵. Bu düzenlemelerle Türk hukukunda vücut bulan pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu kavramı, pay sahiplerinin bir şirketin başarısız olma riskini kişisel olarak taşımadan yatırım yapmalarını sağlayan bir ayrıcalıktır⁸⁶. Eğer ticaret başarısızlıkla sonuçlanırsa, pay sahipleri yalnızca şirkete başlangıçta taahhüt ettikleri katılma payını kaybedeceklerdir⁸⁷.

Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu kavramı beraberinde bazı riskler getirmektedir. Bu risklerden bazıları şunlardır: 1- İtibarî değerli pay sisteminde payın itibarî değerinin altında bir aynın sermaye olarak getirilmesi, 2- sermayenin pay sahiplerine iade edilmesi, 3- şirketin malvarlığı unsurlarının değerinin altında veya bedelsiz olarak pay sahiplerine devredilmesi, 4- şirketin keyfiyete dayalı kâr payı ve benzeri dağıtımlar yapması, 5- şirketin riskli projeler üstlenmek suretiyle alacaklıların menfaatlerini gözetmeyerek aktiflerini kaybetme veya zarara uğrama olasılığını güçlendirmesi. Şirket tüzel kişiliğinin kötüye kullanılması veya şirketin başarısız yönetimi sebebiyle alacaklıların teminatı olan malvarlığı unsurları azalabilir veya tamamen tükenebilir. Şu durumda, özellikle alacaklıların, azlığın ve diğer menfaat sahiplerinin (*stakeholders*) şirket malvarlığının kötü yönetimine karşı korunması ihtiyacı yadsınamaz. Bu ihtiyaca gelişmiş ülkelerin yaklaşımları farklı olmuştur.

Modern şirketler hukuku düzenlemelerinde, pay sahiplerinin ve kontrol sahiplerinin (*controllers*) sınırlı sorumluluktan elde ettiği faydalar, alacaklıların menfaatlerini korumaya çalışan hükümlerle dengelenmektedir⁸⁸. Alacaklıların menfaatlerinin korunmasına yönelik temel stratejiler şunlardır⁸⁹: Özellikle kamuyu aydınlatma amacıyla emredici kuralların tesis edilmesi; bir şirketin faaliyette olduğu süre boyunca sermayesinin ve diğer özkaynaklarının korunmasını içeren ayrıntılı “kanuni sermaye kuralları”nın (*legal capital rules*)⁹⁰ düzenlenmesi; yöneticilere veya kontrol sahiplerine getirilmiş kişisel sorumluluklarla desteklenen geniş ödeme gücü temelli (*solvency-based*) standartların öngörülmesi. Fakat bu stratejilerin tüm gelişmiş ülkelerde aynı şekilde uygulandığını söylemek güçtür. Özellikle,

⁸⁵ Anılan düzenleme tek borç ilkesini ortaya koyar.

⁸⁶ Micheler, Eva, “Disguised Returns of Capital - An Arm's Length Approach”, *Cambridge Law Journal*, 69(1), March 2010, pp. 151-185, s. 151.

⁸⁷ Micheler, s. 151.

⁸⁸ Ferran/Ho, s. 155.

⁸⁹ Ferran/Ho, s. 155.

⁹⁰ Türkiye’de “esas sermaye sistemi” olarak benimsenen “legal capital rules” (*kanuni sermaye kuralları*) kavramı bazı kaynaklarda sadece “legal capital” (*kanuni sermaye*) olarak anılırken bazı kaynaklarda ise “legal capital regime” (*kanuni sermaye sistemi*) olarak ifade edilmektedir.

ABD ve Avrupa, alacaklılar ve pay sahipleri arasında bir şirketin kanuni sermayesinin tahsisine ilişkin yaşanabilecek olası ihtilaflara karşı farklı çözümler benimsemiştir⁹¹.

AB ve üye ülkelerin⁹² sınırlı sorumluluğun risklerine karşı çözümü, Alman hukukundan esinlenerek hazırlanan İkinci Yönerge⁹³ olmuştur. Şirketin sermayesinin ve diğer bazı özkaynaklarının korunması esasına dayalı alacaklıların korunması mekanizması getiren bu yönergenin öngördüğü sermaye sistemi doktrinde “legal capital” (*kanuni sermaye*) olarak anılmaktadır. “Legal capital” (*kanuni sermaye*) kavramı, kanuni sermaye sisteminin dogmatik olarak benimsendiği Kara Avrupası Hukuk Sistemi’nde yerleşik bir kavramdır. Nitekim İkinci Yönerge’nin kapsamlı şekilde tesis ettiği kanuni sermaye sistemi, büyük oranda Alman örneğini esas alır⁹⁴. Ancak, Türk ve Alman hukukunda “kanuni sermaye” anlamına gelen *legal capital* terimi yerine “esas sermaye” (Almanca “Grundkapital”) terimi⁹⁵ kullanılmaktadır⁹⁶. Kara Avrupası Hukuk Sistemi’nde, hukukun normatif oluşu⁹⁷ ve bu bağlamda sınırlandırma ve belirginleştirme ihtiyacı gereği, sermaye sisteminin kanunlara dayanıyor olması olağan bir mesele olarak görülebilir. Öyle ki, Kara Avrupası Hukuk Sistemi doktrininde, “kanun boşluğu” kavramı ele alınır. Bilinçli boşluklar dışında, kanun koyucunun düzenleme getirmesinin, bir ihtiyaca cevap vermek olduğu kabul edilir⁹⁸. Buna rağmen, Kara Avrupası Hukuk Sistemi’nde, kanuni düzenlemeler dışında, sözleşmenin de düzenleyici işlem fonksiyonuna sahip olduğu reddedilmiş değildir. Fransız Medeni Kanunu m. 1103 gereği, hukuka uygun biçimde kurulan sözleşmeler taraflar açısından kanun niteliğinde bağlayıcılığa sahiptir. TBK m. 26 uyarınca, taraflar, bir sözleşmenin içeriğini kanunda öngörülen sınırlar

⁹¹ Gullifer, Louise/Payne, Jennifer, **Corporate Finance Law Principles and Policy**, Second Edition, Bloomsbury, Oxford and Portland, Oregon, 2015, s. 148.

⁹² Üye ülkelerden İngiltere esas sermaye sistemine ilişkin önemli reformlardan yanadır. Nitekim bu hedef doğrultusunda, *Company Act 2006*’da (Şirketler Kanunu 2006) esas sermaye sisteminin bazı unsurları çıkarıldı ve daha fazla ödeme gücü (*solvency*) standartlarına dayalı bir sistem benimsendi (**Ferran/Ho**, s. 156).

⁹³ 77/91/EEC. Şirketler hukukuna ilişkin 13 Aralık 1976 tarihli bu yönerge, tezde İkinci Yönerge olarak anılacaktır. Bu yönerge yürürlükten kaldırılmıştır. Bugün yürürlükte bulunan 14 Haziran 2017 Tarihli 2017/1132 sayılı AB Yönergesi İkinci Yönerge’nin güncellenmiş hâlini içermektedir. Bu yönergede İkinci Yönerge hükümleri büyük oranda korunmaktadır.

⁹⁴ Kübler, Friedrich, “A Shifthing Paradigm Of European Company Law?”, **Columbia Journal Of European Law**, Vol. 11, 2005, pp. 219-240, (**Kübler**, Paradigm), s. 222.

⁹⁵ Bu bölümde kanuni sermaye (*legal capital*) kavramıyla kastedilen Türk hukukundaki esas sermaye sistemi olduğu için, “kanuni sermaye”ye ilişkin tezin bu bölümünde yapılan açıklamalar esas sermaye sisteminin açıklandığı bölümde tekrar edilmemiştir. Ayrıca, kanuni sermayeye ilişkin yapılan açıklamalar kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş şirketlerde çıkarılmış sermaye için de geçerlidir.

⁹⁶ İsviçre’de esas sermaye kavramı terk edilerek, “pay sermayesi” anlamına gelen *Aktienkapital* kavramı benimsenmiştir.

⁹⁷ Hukukun normatif oluşunun sebep ve sonuçları hakkında bkz. Işıқтаç, Yasemin, **Hukukun Kaynağı Olarak Sözleşme**, 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2014, s. 299.

⁹⁸ Örneğin, açık boşluk kavramı, hukuken çözüme varılması gerekli olan ve bu yüzden kanun tarafından düzenlenmesi icap eden bir konuda, kanunda ne açık lâfzı itibarıyla ne de yorumuyla uygulanabilir bir hükmün bulunmamasıdır (Oğuzman, M. Kemal/Barlas, Nami, **Medeni Hukuk Giriş Kaynaklar Temel Kavramlar**, 23. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2017, s. 104). Görüldüğü üzere, Kara Avrupası Hukuk Sistemi’nde, hukuken çözüme varılması gerekli konularda kanuni düzenleme yapılması beklenir.

içinde özgürce belirleyebilirler. Ancak, kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız olan sözleşmeler kesin olarak hükümsüzdür (TBK m. 27/1). Görülmektedir ki, emredici hükümlere aykırı olmamak kaydıyla sözleşme yapmak ve bu yolla alacaklıları korumak bir seçenektir. Yedek hukuk kuralları, sözleşme yoluyla getirilen düzenlemelerin icra kabiliyetini etkilemez. Kanuni sermayeye ilişkin kuralların emredici mi yoksa yedek hukuk kuralı mı niteliğinde olduğu sorusu önemlidir. İkinci Yönerge'deki yaklaşımı önemli ölçüde koruyan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'ni ulusal hukuklarıyla uyumlaştırmak zorunda olan AB'ye üye ülkelerde yönergenin öngördüğü kanuni sermaye sistemi emredici niteliktedir. AB'ye üye olmayan Türkiye'de de, yönergede öngörülen kanuni sermaye sistemi⁹⁹ (Türkiye'deki karşılığıyla esas sermaye sistemi) benimsenmiştir¹⁰⁰. TTK m. 340'da getirilen emredici hükümler ilkesiyle esas sermaye sistemine ilişkin kuralların lafzı birlikte mütalaa edildiğinde, Türkiye'de bu sistemin aksini öngören bir anonim şirket modeli düşünülemez. Ancak, tekrar belirtmek gerekirse, bu kuralların benimsenmiş olması, alacaklıların sözleşme yoluyla da kendilerini korumalarına engel değildir.

ABD'de, pay sahipleri, genel olarak kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle korunmaktadır¹⁰¹. Bu ülkede, şirketler hukukunun temel amacı, pay sahiplerinin kazancını (*shareholder value*)¹⁰² en üst düzeye çıkarmaya çalışan bir yapı içerisinde, azami esneklik¹⁰³ sağlamaktır¹⁰⁴. Bu yapının tabii bir gereği olarak, sermaye kuralları, pay sahiplerine azami esneklik sağlayan bir yapı içerisinde gelişmekte ve alacaklıları koruma araçları¹⁰⁵, bazı eyaletlerin şirketler kanununda bulunmamaktadır¹⁰⁶. Alacaklıları korumak için getirilen düzenlemelerin bir kısmı, federal “hileli temlik kanunları” (*fraudulent transfer laws*) içerisinde yer alır; ancak kendilerini pay sahiplerinden korumak isteyen alacaklılara sunulan birincil araç sözleşmedir¹⁰⁷. Anglo-Amerikan öğretilde, tüm halka açık şirketlerde pay

⁹⁹ Bu noktadan itibaren “kanuni sermaye sistemi” kavramı genellikle “esas sermaye sistemi” olarak anılacaktır.

¹⁰⁰ Türkiye'de anonim şirketlere ilişkin kuralların başta İsviçre ve Almanya model alınarak hazırlandığı dikkate alınır, İkinci Yönerge'nin esin kaynağı olan sermayeye ilişkin Alman sisteminin Türkiye'de benimsenmiş olması bu yönergenin öncesinde ve yönergeden bağımsız gelişmiş bir sürecin tezahürüdür.

¹⁰¹ Mäntysaari, Petri, **The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume III: Funding, Exit, Takeovers**, Springer, 2010, (Mäntysaari, Vol. III), s. 143.

¹⁰² “Shareholder value” (bazen “shareholder value maximization” olarak anılır) kavramının getirdiği anlayışa göre; bir şirketin başarısının nihai ölçüsü, pay sahiplerini ne ölçüde zenginleştirdiğidir.

¹⁰³ Finansal anlamda esneklik, şirketin istediği anda uygun vade ve koşullarda fon sağlama yeteneği olarak ifade edilir (Aydın, Nurhan/Başar, Mehmet/Coşkun, Metin, **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2017, s. 218).

¹⁰⁴ Enriques, Luca/Macey, Jonathan R., “Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules”, **Cornell Law Review**, Vol. 86, Issue 6, September 2001, pp. 1165-1204, s. 1173.

¹⁰⁵ “Alacaklıları koruma araçları” olarak ifade ettiğim kavram, alacaklıları korumayı hedefleyen hukuki düzenlemeler ve borç ilişkisinin taraflarının bu amaçla kullanabileceği sözleşme gibi diğer imkânlardır.

¹⁰⁶ Enriques/Macey, s. 1173; Gullifer/Payne, s. 148.

¹⁰⁷ Gullifer/Payne, s. 148.

sahiplerini ve alacaklıları korumak için esas sermaye sisteminin tesis edilmesine ilişkin birtakım kuralların uygulanmasını zorunlu hâle getiren Alman yaklaşımından esinlenen İkinci Yönerge'nin, alacaklılar bakımından az fayda sağlayan ya da hiç faydası olmayan, katı ve maliyetli kurallardan oluştuğu ifade edilmekte ve eleştirilmektedir¹⁰⁸. Burada dikkat çekici olan bir nokta, İkinci Yönerge'nin halka açık şirketleri kapsama almasına karşın, birçok AB üyesi ülkenin (ve Türkiye'nin) halka açık olmayan şirketleri de yönergenin kapsamındaki düzenlemelere tabi tutmuş olmasıdır¹⁰⁹. Ancak, ABD'de esas sermayenin önemini tamamen yitirdiğini söyleyemeyiz. Çok sayıda eyalette ve özellikle Delaware'de kâr ve kazanç payı dağıtımı veya payların geri alınması (*redemptions of shares*)¹¹⁰ gibi konulara ilişkin düzenlemelerde, şirketin taahhüt edilen sermayesi¹¹¹ kanuni ölçü olarak esas alınır¹¹². Örneğin, Delaware'deki bir şirket, cari ya da bir önceki yıla ait fazlalık (*surplus*)¹¹³ veya net kâr kadar kâr payı dağıtabilir¹¹⁴. Buna karşın, örneğin, Kaliforniya'da taahhüt edilen sermaye kavramı bulunmaz.

Avrupa modeli, pay sahiplerinin alacaklılara yönelik tehdidinin gerçek ve inanılır olduğunu kabul etmiştir¹¹⁵. Gerçekten Avrupa'da şirketler hukukunun temel amacının alacaklıları korumak olduğu kabul edilir¹¹⁶. Pay sahiplerinin, bir şekilde şirketin işleyişinde söz sahibi olabilmesine karşın; alacaklıların, genellikle şirkette herhangi bir etkilerinin olmaması sebebiyle, alacaklıların menfaatlerinin korunması pay sahiplerine göre öncelikli

¹⁰⁸ Barneveld, J., "Legal capital and creditor protection: some comparative remarks", **The European private company (SPE): a critical analysis of the EU draft statute**, Ius commune Europaeum; No. 78, pp. 81-102, s. 82. Benzer düşünceler ve çalışmalar tezin ilerleyen bölümlerinde ele alınmıştır.

¹⁰⁹ Barneveld, s. 82.

¹¹⁰ İhraç edildikten belli bir süre sonra şirketin belli bir bedelle geri satın alma yükümlülüğü altında olduğu paya "redeemable share" denilir. "Redeemable share" TTK Genel Gerekçe Paragraf 79'ta "geri alınabilir pay" olarak Türkçe'ye çevrilmiştir.

¹¹¹ "Stated capital" olarak ifade edilen kavramın Türkçe karşılığı "belirlenen sermaye" ve "beyan edilen sermaye"dir. Ancak, bu kavramın AB hukukundaki taahhüt edilen sermaye (*subscribed capital*) kavramıyla benzer özellikler taşıması sebebi ve yeknesak bir terimin uygun olacağı düşüncesiyle "stated capital" bu çalışmada "taahhüt edilen sermaye" olarak çevrilmiştir. Çeviride, esas sermaye terimi bilinçli olarak tercih edilmemiştir. Esas sermaye kavramı geniş anlamı itibarıyla bir sistemi ifade etmektedir (bkz. "Esas Sermaye Sistemi"). Bununla birlikte örneğin, New York'ta "stated capital"i yönetim kurulu belirleyebildiği için bu kavram AB hukukundaki "taahhüt edilen sermaye" ile tam olarak örtüşmez. Bkz. "Dağıtım Sistemleri/New York".

¹¹² Manning, Bayless/Hanks, James J. Jr., **Legal Capital**, Fourth Edition, Foundation Press, United States of America, 2013, s. 9.

¹¹³ Eğer varsa, herhangi bir zamanda, şirketin net malvarlığının sermaye olarak belirlenen tutarı aşan kısmı "fazlalık"tır (*surplus*) (Delaware General Corporation Law § 154).

¹¹⁴ Booth, Richard A., "Capital Requirements in United States Corporation Law", **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 620-645, s. 635.

¹¹⁵ Gullifer/Payne, s. 148.

¹¹⁶ Enriques/Macey, s. 1173. MANKOWSKI, esas sermaye sistemi yerine sözleşme modeline geçilmesinin şirketlere hukukuna veda olabileceği imasında bulunmuştur (Mankowski, Peter, "Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?", **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 394-410, s. 395).

görülür¹¹⁷. Bu modele göre, alacaklıların sözleşme yerine hukuki düzenlemelerle korunması gerekir¹¹⁸. Esas sermaye sistemi bu modelin önemli bir enstrümanıdır. Alacaklıları korumaya yönelik Avrupa tarzı esas sermaye kurallarına uymak, pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunun yararlarını elde etmeleri için¹¹⁹, şirketlerin ödemesi gereken bedeldir¹²⁰. İkinci Yönerge’de düzenlenen sermaye sistemine karşıtlığın güçlü olduğu İngiltere’de de, esas sermayeye ilişkin kuralların çoğu yasallaşmış biçimde ve temel olarak Company Act 2006’da (*Şirketler Kanunu 2006*)¹²¹ düzenlenmiş bulunur¹²².

1.4. Anonim Şirketler Hukukunda Sermaye Kavramı

Anonim şirket, sermayesi¹²³ belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir (TTK m. 329/1). Tanımdan anlaşıldığı üzere, sermaye anonim şirketin bir unsurudur. Bu şirkette sermaye, “*pay sahiplerinin ortaklığa getirmeyi taahhüt ettikleri malvarlığının toplamı ve bunun nakit olarak ifadesidir*”¹²⁴. Bir “sermaye şirketi” (TTK m. 124/2) olan anonim şirkete getirilecek sermayenin miktarı, bu miktarın artırılması, azaltılması ve iadesi gibi konular şirket esas sözleşmesini ilgilendirir nitelikte önemlidir.

Anonim şirketin sermayesi belirli ve paylara bölünmüştür. Paylar sabit itibari (nominal) değer içerir ve bu değerler malvarlığı olarak şirketin içinde yer alır¹²⁵. Sermayenin tamamı ortaklarca üstlenilmiştir¹²⁶.

¹¹⁷ Şehirali Çelik, Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008, s. 23.

¹¹⁸ Gullifer/Payne, s. 148.

¹¹⁹ Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu ilkesi hem pay sahiplerine hem şirkete yarar sağlar. Bu ilke sayesinde, pay sahipleri, yatırım riskinin sınırlarını belirlemiş olduğu gibi; sınırlı sorumluluk vadeden şirketin yatırımcı çekmesi kolaylaşır. Şirkete yatırımı teşvik etmenin tek yolu pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunun temin edilmiş olması değildir. Bu tür yatırımcıları öne çıkmaya ikna etmek için iki teşvik gerektiği kabul edilir (Hannigan, Brenda, **Company Law**, Fourth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2016, s. 585). Bunlardan biri ifade edildiği üzere pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğudur. Diğer ise, yatırımcıların yatırımlarını gerçekleştirebilecekleri bir araç olarak aktif bir borsanın sağlanmasıdır (Hannigan, s. 585). Böyle bir borsa olmadan, yatırımcıların, likidite eksikliğinden kaynaklı maliyetleri telafi edebilmeleri için yatırımlarından daha yüksek getiri elde etmeleri gerekecektir (Hannigan, s. 585). Gerçekten aktif bir borsanın varlığı, payların hızlı bir şekilde dolaşımını sağlamaktadır. Böylece, yatırımcılar payları kolaylıkla nakde dönüştürebilmektedir. Borsanın varlığı, şirketlerin sadece dış finansman sağlamalarını mümkün kılmakla kalmaz, aynı zamanda bunu yapmalarını daha ucuz hâle getirir (Hannigan, s. 585).

¹²⁰ Enriques/Macey, s. 1173.

¹²¹ *Company Act 2006* bu noktadan itibaren CA olarak anılacaktır.

¹²² Gullifer/Payne, s. 150.

¹²³ Maddedeki “sermaye” teriminin başında “esas” kelimesinin kullanılmamış ve böylece kayıtlı sermayeli anonim şirketleri de kapsayacak şekilde esneklik sağlanmış olması yerindedir (Kendigelen, Abuzer, **Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, Güncellenmiş 2. Basıdan 3. (Tıpkı) Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 218).

¹²⁴ Moroğlu, Erdoğan, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, (Moroğlu, Sermaye Artırımı), s. 1.

¹²⁵ Hannigan, s. 563.

Anonim şirketlerdeki bu belirli sermayeye, “sermaye” kavramına yüklenen çok sayıdaki anlamdan ve diğer şirketlerin sermayesinden¹²⁷ ayırt edebilmek için “esas sermaye” denir¹²⁸. TTK m. 329’da “esas sermaye” kavramı yerine daha kapsayıcı olacak biçimde “sermaye” kavramı tercih edilmiştir. Nitekim halka açık olsun veya olmasın tüm anonim şirketlerde esas veya kayıtlı sermaye sistemlerinden biri seçilebilir¹²⁹. Bunun tek istisnası, SerPK m. 50-52’de düzenlenen, bir anonim şirket olduğu dolaylı biçimde anlaşılabilen, değişken sermayeli yatırım şirketleridir¹³⁰. Zira bu şirketlere SerPK m. 51 uyarınca, TTK’nın “*esas sermayeye, asgari sermaye miktarına, esas sözleşmenin asgari içeriğine, aynı sermaye taahhütlerine, nominal değere, ortaklığın kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesine, sermaye artırımı ve azaltımı usulüne, pay taahhüdü ve ödenmesine, pay devrine ilişkin kısıtlamalarına, kâr-zarar hesabı ve kârın dağıtımına, yedek akçelere ve tasfiyeye ilişkin hükümleri uygulanmaz.*”. Öyleyse, değişken sermayeli yatırım şirketleri esas sermaye sistemi dışında tutulmuştur. 14 Haziran 2017 tarihli 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 44/2’de, üye ülkelerin, Chapter 4’te düzenlenen “capital maintenance and alteration” (*sermayenin korunması ve değiştirilmesi*) hükümlerini değişken sermayeli yatırım şirketlerine uygulamayabileceği düzenlenmiştir.

1.4.1. Sermaye Sistemleri

Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye ellibin Türk Lirasından ve sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi yüzbin Türk Lirasından aşağı olamaz (TTK m. 332/1-c. 1). Kanunda “esas sermaye” ve “kayıtlı sermaye” olarak ifade edilen iki farklı sermaye türünün gerekçesinde bunların birer sistem olduğu vurgulanmıştır. Gerekçeye göre¹³¹, “*SerPK’deki kayıtlı sermaye düzenlemesinin (İsviçre ve Almanya’da olduğu gibi) yönetim kuruluna yetki verilen, özellikli bir sermaye artırımı yöntemi şeklinde düşünülmeyp, bir sermaye sistemi (rejimi) olarak kabul edilmesidir. Böylece Türk anonim şirketler hukuku, esas ve kayıtlı*

¹²⁶ İmregün, Oğuz, **Kara Ticareti Hukuku Dersleri (Genel Hükümler-Ortaklıklar-Kıymetli Evrak)**, On Üçüncü Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2005, s. 261.

¹²⁷ Limited şirkette de sermaye, “esas sermaye” olarak anılır.

¹²⁸ Bahtiyar, Mehmet, **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, Doktora Tezi, Diyarbakır, 1993, s. 7; Ansay, Tuğrul, **Anonim Şirketler Hukuku**, Altıncı Baskı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1982, s. 32; Biçer, Levent, **Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye**, 1. Bası, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2010, s. 6.

¹²⁹ **Tekinalp**, Yeni, s. 77. Kayıtlı sermaye sisteminin halka açık olmayan anonim şirketler için de uygulanabilmesi imkânının düzenlenmiş olması isabetlidir (Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I**, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, (Pulaşlı, Cilt I), s. 667).

¹³⁰ **Tekinalp**, Yeni, s. 77.

¹³¹ TTK m. 332/1 Gerekçesi.

sermaye sistemi diye iki tür (sistem) sermaye tanımaktadır. Aynı sistem kapalı anonim şirketler için de benimsenmiştir”. Bu çalışmada, çalışmanın temasını oluşturan esas sermaye sistemi ayrıntılı olarak incelenecek olup, kayıtlı sermaye sisteminin ilgili bölümlerine ana hatları itibarıyla yer verilecektir¹³².

1.4.1.1. Esas Sermaye Sistemi

Geleneksel anlamıyla esas sermaye sistemi, pay sahipleri tarafından katılma payı olarak getirilmesi ve şirket tarafından korunması zorunlu olan şirketin sermayesidir¹³³. Esas sermaye sisteminin merkez unsuru, sermayenin ve bazı yedek akçelerin kısıtlı koşullar (tasfiye ve esas sermayenin azaltılması) dışında pay sahiplerine iade edilmemesidir¹³⁴. Aslında, esas sermaye sistemi payın çıkarılmasına (halka açık anonim şirketlerde ihracına¹³⁵), sermayenin artırılmasına, sermayenin korunmasına, sermayenin korunması gerekliliklerini ihlal etmeyen koşullarda şirket değerlerinin pay sahiplerine iadesine ilişkin düzenlemeleri içine alan geniş bir kavramdır¹³⁶. Başka bir tanımla¹³⁷, esas sermaye sistemi, şirketin faaliyetlerini kısıtlamada pay sahiplerinin sermaye yatırımlarını ölçüt alan bir dizi hükümdür. Bir görüşe göre¹³⁸, esas sermaye sistemine ilişkin kurallar, genel olarak, iki kategoriye ayrılır: Sermayenin pay sahiplerinden nasıl artırılabilceğini ve özellikle bir şirkete ne kadar sermayenin getirilmesi gerektiğini düzenleyenler; ve sermayenin pay sahiplerine nasıl iade edilip edilmeyeceğini düzenleyenler. Bunlar asgarî esas sermaye, esas sermayenin (kayıtlı sermaye sisteminde başlangıç sermayesi ve çıkarılmış sermayenin) artırımı ve sermayenin iadesi kuralları olarak ifade edilebilir. Sabit asgarî sermaye (*fixed minimum capital*) bu sistemin önemli bir unsurudur. Esas sermaye sistemin temel hedeflerinden biri, alacaklılar ile pay sahipleri arasında bir şirketin esas sermayesinin nasıl tahsis edileceğine ilişkin çıkar çatışmasını düzenlemektir¹³⁹.

Esas sermaye kavramı geniş anlamda sistemi açıklamada kullanılırken; dar anlamda, şirketin kuruluşunda ve sermaye artırımında ortaklar tarafından taahhüt edilmiş olan tüm

¹³² Değişken sermayeli yatırım şirketleri, esas sermaye sistemi içerisinde yer almadığından ve TTK’da bir sistem olarak tanınmadığından bu çalışmada yer almayacaktır.

¹³³ Mäntysaari, Vol. III, s. 140.

¹³⁴ Ferran/Ho, s. 156.

¹³⁵ “İhraç” sözcük anlamına göre “çıkarma” demektir. SerPK’da “ihraç” kavramı “çıkarma”yı da kapsamaktadır. Esasen satış çıkarmadan sonraki aşamayı ifade etmesine karşın, satış da ihraç tanımına alınmıştır (Manavgat, Çağlar, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016, s. 547). Bu çalışmada ihraç ve çıkarma kavramları genellikle sözcük anlamıyla kullanılmış olup, SerPK için özellik arz eden durumlarda “ihraç” sözcüğü satışı da içine alacak anlamda kullanılmıştır.

¹³⁶ Hannigan, s. 71.

¹³⁷ Gullifer/Payne, s. 146.

¹³⁸ Gullifer/Payne, s. 146.

¹³⁹ Gullifer/Payne, s. 146.

katılma paylarının toplamının nakdi karşılığını belirtmede kullanılır. Geniş anlamda esas sermaye (esas sermaye sistemi) ise, ortaklardan sermayenin gerçek değerine uygun biçimde sağlanmasına, sermayenin pay sahiplerine iadesinin engellenmesine, öngörülen kurallara aykırı şekilde sermayenin azaltılmasının yasaklanmasına ilişkin bir dizi kurallar zinciridir. Esas sermaye sisteminin merkezinde şu düşünce yatar: Esas sermaye pay sahiplerine dağıtılmamalı, alacaklıların menfaatleri için korunmalı, sadece ticaret yoluyla azalmalı ya da tükenmelidir ve bu şekilde azaldığında veya tükendiğinde, pay sahiplerine herhangi bir dağıtım yapılabilmesi için bu tür dağıtımları da kapsayacak şekilde restore edilmelidir¹⁴⁰.

Esas sermaye¹⁴¹, aynı veya nakdi olarak pay sahiplerinin şirkete getirmeyi taahhüt ettikleri, ancak genel kurulun iradesine dayanarak şirket esas sözleşmesinde yapılacak değişikliklerle artırılıp, azaltılabilen, sabit bir rakam olarak şirket malvarlığı içerisinde yer alan tutardır¹⁴².

Esas sermayenin, bilançonun pasifinde, alacaklılara güvence teşkil etmek üzere önceden belirlenmiş sabit bir rakam olarak yer alma ve pay sahiplerinin katılma paylarının toplamını ifade etme olmak üzere iki önemli fonksiyonu bulunur¹⁴³. Gerçekten esas sermaye sistemi, anonim şirket esas sözleşmesinde sabit bir rakam olarak gösterilen nakdi bir tutarın sadece genel kurul tarafından ve ancak esas sözleşme değişikliğine ilişkin prosedüre uyarak değiştirilebileceği bir sistemdir ve bu sistemde, tüm payların itibarî değerlerinin toplamı sermaye tutarına eşittir¹⁴⁴. Anılan fonksiyonların işleyebilmesi için pay sahipleri, şirkete yatırmayı taahhüt ettikleri katılma payını gerçek değeriyle şirkete getirmeli ve payların itibarî değerlerinin toplamı olan esas sermaye, şirketin varlığını sürdürebilmesi ve alacaklılara güvence teşkil etmesi amacıyla korunmalıdır. Esas sermayenin bilançonun pasifinde yer alması sebebiyle, bu tutarın karşılığını teşkil edecek miktarda varlığın korunması gerekir. Nitekim esas sermaye şirketin kasasında duran ve hiçbir surette kullanılmayan değer anlamına gelmez; bilakis şirketin en önemli finansman kaynaklarından biri esas sermayedir. Şirket bu sermayeyi kullanarak borçlandırıcı işlemlerin tarafı olur ve varlıklar edinir. Pay sahiplerinin şirkete katılma payı olarak taahhüt ettikleri tutar dışında sorumluluklarının bulunmaması

¹⁴⁰ Rickford, Jonathan, “Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests”, **European Business Organization Law Review**, 7, (2006), pp. 135-179, (Rickford, Restricting Distributions), s. 137.

¹⁴¹ Esas sermayenin sisteminin alt türleri bulunmadığı için bu sistemde esas sermaye kavramı genellikle geniş anlamda sistemi ifade etme amacıyla kullanılır. Buna karşın, sermaye kavramının alt türlerinin bulunduğu kayıtlı sermaye sisteminde, kayıtlı sermaye kavramı bu sistemin bir alt türüdür.

¹⁴² **Tekinalp**, Yeni, s. 77; Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi Cilt III**, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, (Pulaşlı, Cilt III), s. 2221.

¹⁴³ Tekil, Fahman, **Anonim Şirketler Hukuku**, İkinci Bası, Alkım Yayınları, İstanbul, 1998, s. 100.

¹⁴⁴ Karaman Coşgun, Özlem, **Şirketler Hukuku**, Editör: Sami Karahan, 2. Baskı, Mimoza Yayınları, Konya, 2015, (Karaman Coşgun, Şirketler), s. 342, 343.

nedeniyle, alacaklılar lehine şirketin esas sermayesini korumak bu sistemin gereğidir. Esas sermaye sistemi ile pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu arasında sıkı bir ilişki bulunur.

Esas sermayenin her zaman, pay sahiplerinin katılma paylarından oluştuğunu söyleyemeyiz. Bu sermayenin artırılmasının bir yolu da, iç kaynaklardan sermaye artırımını bir diğer ifadeyle kanunun izin verdiği bir kısım yedek akçenin ve/veya safi kârın veya fonların esas sermayeye dâhil edilmesidir¹⁴⁵. Dolayısıyla, esas sermayenin ana kaynağı olan katılma paylarının dışında başka kaynaklar da söz konusu olabilir.

Esas sermayenin (kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılmış sermayenin) güvenilir bir kurumsal yönetimin oluşmasına yardımcı olduğu ileri sürülür¹⁴⁶. Şirketin kuruluşu aşamasında, finansmanı garantiye alması sebebiyle ticari faaliyetlerin başlamasını kolaylaştırır ve şirketin hızlı bir şekilde ödemeden aciz duruma gelmesini önler¹⁴⁷. Şirketin faal olduğu süre boyunca, esas sermaye, sadece gerçekleşen kârların dağıtılmasını sağlayıcı işlev ve ayrıca yönetim kurulunun ve pay sahiplerinin şirketin finansal yapısının bozulmasına karşılık gelen görevleri için bir uyarı ışığı fonksiyonu görür¹⁴⁸. Gerçekten esas sermayenin, bilançonun pasifinde yer alması, aktiflerin, şirketin yükümlülüklerini ve bu kapsamda esas sermayeyi aşmadığı sürece, kâr payı dağıtımını engellemektedir¹⁴⁹.

İsvBK’da 1991 yılında yapılan değişiklikle “esas sermaye” (*Grundkapital*) kavramı terk edilmiş ve yerine “pay sermayesi” olarak ifade edebileceğimiz *Aktienkapital* kavramı benimsenmiştir¹⁵⁰. Ancak, “pay sermayesi” kavramı bir sistemi ifade etmez¹⁵¹. Örneğin, İngiliz şirketler hukukunda, CA’da “pay sermayesi” anlamına gelen *share capital* kavramı düzenlenmiştir¹⁵². Buradaki “share capital” (*pay sermayesi*) kavramı bir sistemden ziyade sadece payların itibarî değerlerinin toplamının nakit karşılığıdır. Bu ülkede AB’nin öngördüğü sermaye sistemini açıklamada *legal capital* (veya *legal capital regime/rules*) kavramı kullanılır¹⁵³. Almanya’da ise, “esas sermaye” kavramı hâlen korunmaktadır (bkz.

¹⁴⁵ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 195; Tekil, s. 102.

¹⁴⁶ Lutter, Marcus, “Executive summary of considerations by the expert group on “Legal Capital in Europe””, *Legal Capital in Europe*, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 1-14, s. 3.

¹⁴⁷ Lutter, s. 3.

¹⁴⁸ Lutter, s. 3. Daha kapsamlı açıklamalar “Sermayenin İşlevleri” başlığı altında yapılmıştır.

¹⁴⁹ Pulaşlı, Cilt I, s. 664.

¹⁵⁰ Pulaşlı, Cilt III, s. 2221.

¹⁵¹ Aksi yönde bkz. Lutter, s. 1 vd.. Yazar “share capital” ve “legal capital” kavramlarını eş anlamlı olacak biçimde kullanmıştır.

¹⁵² CA’nın çok sayıda bölümünde “share capital” kavramına yer verilmiştir. Örneğin, şirket türlerinin düzenlendiği *Chapter 46* (Bölüm 46) *Part 1* (Kısım 1) 5. maddede “companies limited by guarantee and having share capital” (*pay sermayesi ve teminatla sınırlı şirketler*), *Part 17*’de (Kısım 17) “a company’s share capital” (*bir şirketin pay sermayesi*) düzenlenmiştir.

¹⁵³ İngiliz doktrininde “legal capital” terimi genellikle esas sermaye sistemini açıklamada kullanılır. Ancak, doktrinde esas sermaye sistemini, esas sermaye kavramından ayırt edecek biçimde “legal capital rules” veya “legal capital regime” terimlerinin kullanıldığı da görülür. İngiltere’de “pay sermayesi” anlamına gelen “share capital” teriminin ve AB hukukunda “taahhüt edilen sermaye” anlamına gelecek biçimde “subscribed capital”

AktG § 6 Grundkapital)¹⁵⁴. Türk hukuku açısından da “esas sermaye” kavramı yerine “pay sermayesi” kavramının kabul edilmesinin uygun düşeceğini ileri süren görüşler mevcuttur¹⁵⁵. Kanaatimce, esas sermaye, esas sermaye sistemi, *legal capital*, *legal capital regime* (veya *legal capital rules*), *subscribed capital* ve *stated capital* kavramlarının anlamlarını irdeleyerek bir değişikliğe gitmek uygun olacaktır. Avrupa doktrininde¹⁵⁶ yer alan *legal capital* (veya *legal capital regime* veya *legal capital rules*) kavramı Türk hukukunda “esas sermaye sistemi” olarak kabul görür. Esas sermaye kavramını dar ve geniş anlamda olacak biçimde iki yönüyle ele almak gerekir. Geniş anlamda esas sermaye kavramı (= esas sermaye sistemi) (= *legal capital* veya *legal capital regime/rules*), sınırlı sorumluluğun öngörüldüğü şirketlerin sermaye temelli (= esaslı) olduğu ve bu temeli teşkil eden sermayenin pay sahiplerinden sağlanması ve korunmasına ilişkin bir dizi kuralların düzenlendiği kanuni sistem anlamına gelir. Öte taraftan, AB kaynaklarında¹⁵⁷ yer alan *subscribed capital* (taahhüt edilen sermaye)¹⁵⁸ kavramıysa sadece dar anlamda esas sermayeyi ifade eder. *Subscribed capital*, ABD’de daha ziyade “belirlenen sermaye” ve “beyan edilen sermaye” anlamlarına gelen *stated capital* olarak ifade edilir. Ancak, *subscribed capital* kavramıyla benzer özellikler taşıması sebebi ve yeknesak bir terimin uygun olacağı düşüncesiyle “stated capital” bu çalışmada “taahhüt edilen sermaye” olarak çevrilmiştir¹⁵⁹. *Stated capital* yönetim kurulu tarafından belirlenebildiği için AB ve Türk hukukunda bu kavramın tam olarak karşılığı yoktur¹⁶⁰. Dar anlamda esas sermaye kavramı (= *subscribed capital* veya *share capital*) bir sistemi değil, yukarıda açıklandığı üzere, şirket esas sözleşmesinde kanuna uygun olarak öngörülmüş bulunan payların itibarî değerlerinin toplam nakit karşılığını ifade eder. Dar

teriminin kullanılması; tek başına “legal capital” teriminin esas sermaye sistemini ifade edecek biçimde ayırt edicilik kazanmasını sağlamaktadır. Ancak, buna rağmen doktrinde “legal capital” teriminin sadece “esas sermaye”yi ifade etmede kullanıldığı da görülür (Kuhner, Christoph, “The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law - An Economic Perspective”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 341-364, s. 353).

¹⁵⁴ Her ne kadar AktG’de *Grundkapital* kavramı mevcudiyetini sürdürüyor olsa da; Federal Adalet Bakanlığı’na bağlı Bundesamt für Justiz (*Federal Adalet Ofisi*) tarafından İngilizce’ye çevrilen AktG’de “share capital” kavramı kullanılmıştır.

¹⁵⁵ **Pulaşlı**, Cilt I, s. 663.

¹⁵⁶ Avrupa’da yayınlanan hukuk çalışmalarının büyük bir kısmında *legal capital* kavramına geniş bir bölüm ayrıldığı görülmektedir.

¹⁵⁷ Örneğin, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi’nde *subscribed capital* kavramına yer verilmiştir.

¹⁵⁸ “Subscribed capital” terimi Türkçe’ye “taahhüt edilen sermaye” olarak çevrilebilir. Nitekim sermayenin bir kısmının “subscription” (taahhüt edilen tutarın tescili) anında ödenmesi gerektiği belirtilir (Urbain-Parléani, Isabelle, “Working Group on the Share Capital in Europe - French Answers to the Questionnaire”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 480-514, s. 485). Ayrıca, yeni payların “subscription” (taahhüt) amacıyla; mevcut payların ise “sale” (*satış*) amacıyla teklif edilebileceği kabul edilir (**Mäntysaari**, Vol. III, s. 222). Yeni paylar için ortakların şirkete taahhütte bulunduklarını ve sermayenin bu tutar üzerinden esas sözleşmede belirtildiğini dikkate alırsak, “subscribed capital” terimini “taahhüt edilen sermaye” olarak Türkçe’ye çevirmek uygun düşecektir.

¹⁵⁹ Bkz. dn. 111.

¹⁶⁰ Bkz. “Dağıtım Sistemleri/Delaware ve New York”. Belirlenen sermaye de esas sermaye gibi pay sahiplerine dağıtılamaz.

anlamda esas sermaye kavramı aslında “pay sermayesi” veya “taahhüt edilen sermaye” olarak Türkiye’de benimsenebilir. Nitekim Türk hukukunda esas sermaye kavramı karışıklığa yol açacak biçimde bazen sistemi bazense sermayenin nakdi değerini ifade etmede kullanılmaktadır. Karşılaştırmalı hukukta da, esas sermaye anlamına gelecek biçimde “legal capital”, “legal capital rules” ve “legal capital regime”in birbirlerinin yerine kullanıldığı görülür¹⁶¹. “Pay sermayesi” veya “taahhüt edilen sermaye” kavramlarından birinin kabulüyle birlikte esas sermaye sistemiyle sermayenin nominal değeri arasına bir çizgi çekilmiş olur. O hâlde, esas sermaye kavramı, dar anlamda esas sermayeden ziyade; sermayeye ilişkin sistemi ve kuralları ifade etme amacıyla geniş anlamıyla kullanılabildiği için bu kavramın bir sistem olarak üst başlık gibi ele alınması yerinde olacaktır. Dar anlamda esas sermaye kavramını ise Türk hukukunda, kanaatimce “taahhüt edilen sermaye” olarak düzenlemek, kavram kargaşasını azaltmak ve uluslararası hukukla uyum sağlamak bakımından uygun düşecektir.

1.4.1.2. Kayıtlı Sermaye Sistemi

Kayıtlı sermaye sistemi TTK m. 332’de “...sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi...” sözcükleriyle ifade edilmeye çalışılmış; ancak bir tanım getirilmemiştir. İlgili düzenlemede, kayıtlı sermaye sistemine ilişkin bazı önemli unsurların ortaya konulduğunu görüyoruz. Bunları şöyle sıralayabiliriz: 1- Sermaye artırımı için yönetim kuruluna yetki tanınmalı, 2- tanınan yetkide tavan önceden belirlenmiş olmalı, 3- şirketin başlangıç sermayesi bulunmalıdır. Öte yandan, kayıtlı sermaye sistemi SerPK m.3/1-l’de “anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun esas sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın pay çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret sicilinde tescil ve ilan edilmiş sermayelerini ifade eder” şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımda dikkat çeken noktalardan biri; Türk anonim şirketler hukukunda önemli unsurlardan biri olan, “asgarî sermaye miktarı”ndan söz açılmamış olmasıdır.

¹⁶¹ Esas sermaye sisteminin AB hukukundaki dayanağı olan 14 Haziran 2017 tarihli 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 44/2’de üye ülkelerin sermayenin korunması ve değiştirilmesine ilişkin yönerge hükümlerini “değişken sermayeli yatırım şirketleri” ile “kooperatiflere” uygulamayabileceği ifade edilmiştir. Kayıtlı sermaye sisteminin İngiltere’de kaldırıldığı dikkate alındığında, bu ülkede “legal capital regime” ile kastedilen esas sermaye sisteminden başka bir şey değildir. Nitekim 2017/1132 sayılı AB Yönergesi kayıtlı sermaye sisteminin benimsenmesini zorunluluk olarak öngörmemiştir. Yönergede şirket tarafından sağlanması zorunlu bilgilerin düzenlendiği m. 3/1-(c)’de, kayıtlı sermaye sistemini benimsemeyen şirketlerin esas sermaye miktarını mutlaka paylaşması gerektiği ifade edilmiştir.

Bu sistem doktrinde, çeşitli şekillerde tanımlanmıştır. Bir tanıma göre¹⁶², kayıtlı sermaye sistemi, esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kuruluna sermaye artırımı kararı verebilmesi olanağının tanındığı sistemdir. Başka bir tanıma göre¹⁶³, kayıtlı sermaye sistemi, esas sözleşme ile belirlenmiş ve ticaret siciline tescil edilmiş azami bir miktara kadar, bazı formalitelere gerek kalmaksızın, yönetim kurulu kararıyla sermayenin artırılabilmesine olanak tanıyan bir sistemdir. Biraz daha ayrıntılı bir tanımla, kayıtlı sermaye sistemi, esas sözleşmede bulunan veya genel kurul kararıyla değiştirilen hüküm uyarınca, bir anonim şirket kurulurken veya daha sonra bu sistemin benimsenmesi durumunda sisteme giriş yapılırken kanunen sahip olunması gereken asgarî sermaye tutarının arandığı ve yönetim kurulu kararıyla esas sözleşmede öngörülen tavana kadar sermaye artırımı imkânının tanındığı sistemdir. Bu sistemde dikkat çeken öncelikli husus, kayıtlı sermaye sisteminin benimsenebilmesi için esas sözleşmede bu yönde bir düzenleme bulunması gerektiğidir.

Kayıtlı sermaye kavramı, İsviçre ve Alman hukukunda, “*das genehmigte Kapital*” veya “*das autorisierte Kapital*” şeklinde adlandırılmaktadır¹⁶⁴. İngilizce “*authorised share capital*” (veya *authorised capital*) olarak ifade edilen kayıtlı sermaye kavramı 01.10.2009’da tümüyle yürürlüğe giren CA ile kaldırılmıştır. Kanunda, “çıkartılmış pay sermayesi” anlamına gelen “*issued share capital*” ve “tahsis edilmiş pay sermayesi” anlamına gelen “*allotted share capital*” kavramları¹⁶⁵ düzenlenmiştir. Bu kanun gereği, şirket yöneticileri, yönetim kurulu kararıyla pay çıkarabilir. Şirket yöneticilerinin pay çıkarma (*issue*) yetkisinin sınırlandırılabilmesi, şirket esas sözleşmesinde buna ilişkin uygun hükmün bulunmasına bağlıdır. Bedelli pay çıkarılması (veya ihracı), nakit için çıkarılan yeni payların, mevcut pay sahiplerine payları oranında teklif edilmesini gerektirir¹⁶⁶. Ancak, yöneticilerin payları tahsis edebilmesi (*allotment*)¹⁶⁷ için genel kuruldan basit çoğunluk kararıyla alınmış bir yetki veya şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunması gerekir¹⁶⁸. “Sadece bir sınıf pay sermayesini haiz özel şirketler”de (*private companies with only one class of share capital*) payların tahsisi için

¹⁶² Kırca, İ./Şehirali Çelik, F. H./Manavgat Ç., **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1, Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2013, s. 311.

¹⁶³ Bahtiyar, s. 49.

¹⁶⁴ Bahtiyar, s. 49.

¹⁶⁵ Paylara ilişkin olarak “issued” (çıkartılmış/ihraç edilmiş) ve “allotted” (tahsis edilmiş) kavramları sık sık birbirinin yerine kullanılmasına karşın, ayrı işlemlere atıfta bulunurlar (Hannigan, s. 564). CA’nın amacı doğrultusunda, bir kişi tahsise konu paylara ilişkin olarak şirketin üye kaydına dâhil edilmek için kayıtsız şartsız bir hak edindiğinde pay tahsis edilir (Hannigan, s. 564). Şirkete yapılan bir başvuru tahsis etme (*allotment*), alıcıya bildirim ve şirketin üye siciline girişiyle tamamlandığında, tahsis etme (*allotment*) payların çıkarılması (*issue*) için uygulanabilir bir sözleşme meydana getirir ve pay çıkarılır (Hannigan, s. 564).

¹⁶⁶ Hannigan, s. 571.

¹⁶⁷ “Allotment”ın, şirket yönetimi tarafından, payların belirli kişilere tahsis edilmesi anlamına geldiğine ilişkin bkz. Cencki, Esra, **Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2015, s. 126.

¹⁶⁸ Hannigan, s. 570.

genel kurul kararının aranmadığı bir istisna getirilmiştir. Bu şirketlerin yöneticileri, genel kurul kararı olmadan aynı sınıfın yeni paylarını tahsis edebilecektir; meğerki, esas sözleşmede bu konuda bir yasak getirilmiş olsun¹⁶⁹.

Kayıtlı sermaye sisteminde; başlangıç sermayesi, çıkarılmış sermaye ve kayıtlı sermaye olmak üzere üç alt sermaye türü bulunur¹⁷⁰. Kayıtlı sermaye, esas sözleşmede (veya esas taahhütnamede) sermayenin yönetim kurulu tarafından artırılabilceği tavanı gösteren tutardır¹⁷¹. Burada “tavan” sözcüğünün kullanılmış olmasının sebebi, kayıtlı sermayenin yönetim kurulunun sermayeyi artırabileceği üst sınırı oluşturmastır¹⁷². Başlangıç sermayesi, bir anonim şirket kurulurken veya daha sonra bu sistemin benimsenmesi durumunda sisteme giriş esnasında sahip olunması gereken asgarî tutarı ifade eder¹⁷³. Çıkarılmış sermaye ise, sermayenin yönetim kurulu kararıyla ulaştığı güncel düzey anlamına gelir¹⁷⁴.

Kayıtlı sermaye sistemini seçen anonim şirketlerde “çıkarılmış sermaye” kavramı esas sermaye sistemindeki “esas sermaye” kavramının karşılığıdır¹⁷⁵. TTK m. 332’nin gerekçesinde bu husus, “*genel olarak belirtilmesi gereken nokta, bu Tasarıda ”sermaye” sözcüğünün esas sermaye sisteminde sermayeyi ve kayıtlı sermaye rejiminde çıkarılmış sermayeyi ifade eden bir terim olduğudur*” şeklinde ifade edilmiştir. Başlangıç sermayesi yönetim kurulu kararıyla artırılmadıysa, güncel olan bu sermaye de esas sermaye sistemindeki “esas sermaye” kavramını karşılar.

Çıkarılmış sermaye çıkarılmış payların tümünün itibarî değerlerinin toplamıdır (TTK m. 332/2). Yönetim kurulu, genel kurul kararına ihtiyacı olmaksızın, esas sözleşmede gösterilen kayıtlı sermaye tutarına kadar, çıkarılmış sermayeyi artırabilir.

Halka açık şirketler bakımından SerPK m.3/1-d uyarınca, çıkarılmış sermaye “*kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış paylarını temsil eden sermayelerini*” ifade eder. Düzenleme uyarınca, halka açık anonim şirketlerde çıkarılmış sermaye, sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararıyla yükselen, satışı yapılarak bedelleri tamamen ödenmiş sermayedir. SerPK m. 18/2-c. 2 uyarınca, sermaye artırımına ilişkin yetki genel kurul tarafından en çok beş yıl süre ile verilebilir. Bu yetkinin süresi azami beş yıllık dönemler itibarıyla genel kurul kararıyla uzatılabilir (SerPK m. 18/2-c. 3).

¹⁶⁹ Hannigan, s. 571.

¹⁷⁰ Cenkci, s. 5; Tekinalp, Yeni, s. 78; Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 10.

¹⁷¹ Tekinalp, Yeni, s. 78.

¹⁷² Cenkci, s. 6. Yazar, kayıtlı sermayenin zaten yönetim kurulunun sermayeyi artırabileceği üst sınır anlamına geldiği için, ayrıca “kayıtlı sermaye tavanı” teriminin kullanılmış olmasını haklı biçimde eleştirmektedir.

¹⁷³ Karaman Coşgun, Şirketler, s. 343.

¹⁷⁴ Tekinalp, Yeni, s. 78.

¹⁷⁵ Bahtiyar, s. 92; Cenkci, s. 40; Kırca/Şehirli/Manavgat, s. 306.

1.4.2. Esas Sermayenin Nitelikleri

TTK m. 329 gereği, sermaye belirli ve paylara bölünmüştür. Bu nitelikler hem esas sermaye hem de kayıtlı sermaye sisteminde başlangıç sermayesi ve çıkarılmış sermaye açısından geçerlidir¹⁷⁶.

1.4.2.1. Belirli Olmak

Belirlilik, sermaye miktarının esas sözleşmede Türk Lirası cinsinden rakamsal olarak gösterilmesi zorunluluğudur¹⁷⁷. Belirli olmak, “önceden tespit edilmiş” ve kendiliğinden değişme özelliğine sahip olmayan anlamına gelir¹⁷⁸. Aynı zamanda “sabit” anlamında kullanılabilir. Anonim şirketler hukukunda, bu kavram sınırlı sorumluluk kavramıyla yakından ilgilidir. Anonim şirkette alacaklılar, sadece şirketin malvarlığına başvurabileceklerinden, bilançonun pasifinde sabit (değişmeyen) itibarî bir rakam olarak bulunan sermaye ve bunun karşılığını teşkil eden aktiflerin korunmasına ilişkin hükümler, şirketin, azlığın ve alacaklıların teminatıdır¹⁷⁹. Şirket sermayesinde belirliliği etki edecek, bir diğer ifadeyle onu artıracak veya azaltacak işlemler ağır koşullara tabi tutulmuştur. Örneğin, sermaye artırımı için özel nitelikte bir esas sözleşme değişikliği öngörülmüştür¹⁸⁰.

Esas sözleşmede belirtilen sabit sermaye, sürekli değişiklik gösterebilen bir unsur olan malvarlığıyla aynı anlama gelmez¹⁸¹.

1.4.2.2. Paylara Bölünmüş Olmak

Pay kavramı, sermayenin, belirli bir itibarî (nominal) değere sahip bir parçasını ifade eder¹⁸². Pay şirketin kuruluşunda veya sermaye artırımında tescille doğar¹⁸³. Payın anlamları şunlardır¹⁸⁴: Birincisi, pay, esas sermayenin bir parçasını ifade eder. İkincisi, pay, ortakların

¹⁷⁶ Bu bölümden itibaren “sermaye” kavramı hem esas sermaye hem de kayıtlı sermaye sistemindeki başlangıç sermayesi ve çıkarılmış sermaye kavramlarını birlikte ifade etme amacıyla kullanılmıştır.

¹⁷⁷ Steiger, F. Von, **İsviçrede Anonim Şirketler Hukuku**, Çeviren: Tahir Çağa, Üçüncü Baskıdan Çeviri, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1968, s. 50; **Kırca/Şehirali/Manavgat**, s. 307.

¹⁷⁸ Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin, **Ortaklıklar Hukuku I**, Güncelleştirilmiş 13. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014, (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I), s. 277.

¹⁷⁹ **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 278. Yazarlar, ilgili düzenlemeleri sadece alacaklıların teminatı olarak ifade etmiş olsa da; alacaklılarla birlikte şirket ve azlık için bu düzenlemeler önemlidir.

¹⁸⁰ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 33.

¹⁸¹ Çağlar, Hayrettin, **Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2010, (Çağlar, Sermaye Azaltımı), s. 6.

¹⁸² Türk, Ahmet, **Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, Birinci Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2016, (Türk, Kendi Paylarını Edinme), s. 12.

¹⁸³ Bilgili, Fatih/Demirkapı, Ertan, **Şirketler Hukuku**, 9. Basım, Dora Yayın, Bursa, 2013, s. 472

¹⁸⁴ Hirş, E., **Ticaret Hukuku Dersleri**, Üçüncü Bası, Hak Kitabevi, İstanbul, 1948, s. 274, 275; Teoman, Ömer, “Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari = Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi ve Türk Sistemi”, **Tüm Makalelerim Cilt I-II (1971-2001)**, 2. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2012, ss. 79-92, (Teoman, İtibarî), s. 79; Sevi, Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 3. Baskı, Seçkin

sifatını yani pay sahipliği konumunu açıklar. Ortak sıfatından kaynaklı, hak ve borçlar paya bağlıdır. Kişi paya sahip olduğunda, ortak sıfatını kazanır. Pay, pay sahipliğine bağlı hak ve borçların birliğidir. Üçüncüsü, pay terimi, kendisine doğan hak ve borçların kaynağı anlamına gelir. Dördüncüsü, pay terimi, pay senedi ile aynı anlama gelerek onun yerine de kullanılır. Ortakların payları, kıymetli evrak niteliğini haiz pay senetleri tarafından temsil edilir¹⁸⁵. Payın senede bağlanması şart değildir. Senede bağlanmamış paylara Yargıtay'ın yerleşik içtihatları uyarınca “çıplak pay” denir¹⁸⁶. Çıplak pay da senede bağlanmış pay ile aynı hakları verir ve alacağın temliki hükümlerine göre devredilir¹⁸⁷. Nama yazılı paylara ilişkin azlık istemde bulunmadıkça pay senedi bastırılması şart değilken (TTK m. 486/3); hamiline yazılı pay bedelinin tamamının ödenmesi tarihinden itibaren üç ay içinde pay senetlerinin bastırılıp hak sahiplerine dağıtılması zorunludur (TTK m. 486/2-c. 1). Pay senedi bastırılincaya kadar ilmühaber çıkarılabilir (TTK m. 486/2-c. 3). Ayrıca, anonim şirketlerin borsada işlem gören payları bakımından, SerPK m. 13/1-c. 1 uyarınca, “*sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır*”. Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri gerçekleştirme görevi özel hukuk tüzel kişiliğini haiz Merkezî Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi'ne verilmiştir.

Türk hukukunda anonim şirketlerde sermaye, itibarî değer içeren paylara bölünmüştür. Pay sayısı ve her payın itibari değeri esas sözleşmede gösterilir¹⁸⁸. Sermayenin korunması ilkesinin bir gereği olarak, itibarî değer altında pay veya pay senedi çıkarılması yasaktır¹⁸⁹. Aşağıda itibarî değerli payların yanı sıra, bu sistemin alternatifi olan gerçek olmayan itibarî değersiz paylar ile esas sermaye sistemine tamamen yabancı olan gerçek itibarî değersiz paylar da incelenmiştir.

1.4.2.2.1. İtibarî Değerli Pay

Tarihsel olarak itibarî değer kavramı, pay sahiplerinin aynı sayıda pay için diğer pay sahiplerinin ödediği miktarın aynısını ödemede bulunmalarını sağlayarak, katılma payları arasında eşitliği güvenceye almak amacıyla ortaya çıkmıştır¹⁹⁰. 1807 tarihli *Gray v. Portland Bank* davasında Massachusetts Eyaleti Yüksek Mahkemesi hâkimlerinden Samuel Sewall

Yayınılık, Ankara, 2014, (Sevi, Payın Devri), s. 29 vd.; Bilgili/Demirkapı, s. 470, 471; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 545, 546.

¹⁸⁵ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 278.

¹⁸⁶ Türk, Kendi Paylarını Edinme, s. 14.

¹⁸⁷ Tekinalp, Yeni, s. 82.

¹⁸⁸ Bilgili/Demirkapı, s. 471; Bozgeyik, Hayri, *Şirketler Hukuku*, Editör: Sami Karahan, 2. Baskı, Mimoza Yayınları, Konya, 2015, s. 630.

¹⁸⁹ Tekinalp, Ünal, “Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan Cilt II, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2010, ss. 1681-1699, (Tekinalp, Sermayenin Korunması), s. 1685; Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 2; Karaman Coşgun, Şirketler, s. 356.

¹⁹⁰ Manning/Hanks, s. 27-31.

sermaye için taahhüt edilen miktardan bahsederken payların itibarî değeri (*par value*) ifadesini kullanan ilk hâkimlerden biridir¹⁹¹.

AB ve Türk hukukunda itibarî değerli pay anlayışı hâlen geçerlidir. Günümüz AB'sinde ve Türkiye'de, anonim şirketlerde, pay çıkarılması sırasında tam değer elde edilmesini sağlamak için tasarlanmış iki kural vardır: Paylar para veya ayın olarak ödenmelidir; ve itibarî (nominal) değerinden aşağı bedelle pay çıkarılmamalıdır¹⁹².

İtibarî değer kavramı İkinci Yönerge'de ayrı bir öneme sahiptir¹⁹³. Kavramın önemi, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde pay çıkarma bedelinin düzenlendiği madde 47/1'de de korunmuştur. İlgili madde uyarınca, “*paylar, nominal değerlerinden düşük bir fiyata veya nominal bir değer bulunmadığı durumlarda, “accountable par”ının altında bir fiyata çıkarılamaz*”. Yönerge'de itibarî değeri bulunmayan pay kavramı kabul edilmiş olmasına karşın, bu payların “accountable par”ından aşağı bir bedelle ihraç edilemeyeceği düzenlenmiştir. “Accountable par” yaklaşımı¹⁹⁴, her bir sabit pay değerinin, temsil ettikleri esas sermayenin yüzdesine veya parçasına göre belirlendiği anlamına gelir¹⁹⁵. Dolayısıyla, bu tür payın çıkarılma bedelini belirlemede kullanılacak ölçüt esas sermayedir. İkinci Yönerge'deki yaklaşımı dayanak gösteren bazı Avrupa ülkelerinin, “accountable par” alternatifinden yararlanarak “itibarî değersiz pay” (*no par value share*) kavramını takdim etmiş olmalarına rağmen, bunlar ABD ve bazı İngiliz Milletler Topluluğu üyelerinde anlaşıldığı şekilde “gerçek” itibarî değersiz pay değillerdir¹⁹⁶. Bu paylar hâlen, sürekli biçimde sabit olan sermaye esas alınarak, o sermayedeki orana dayandırılarak gösterilmektedir¹⁹⁷. Gerçek itibarî değersiz payların AB yönergelerinde kabul görmemiş olması bazı tartışmalara yol açmıştır. Özellikle İngiltere'de yayınlanan *Company Law Review*'de halka açık (*public company*) olmayan şirket olarak ifade edilen özel şirketler (*private company*) için payın itibarî değeri kavramı yerine, bir payın basitçe şirketin değerinin bir kısmını temsil etmesi önerilmiştir¹⁹⁸. Bu öneri, *private company* ile *public company* arasında gerçekleşebilecek olası sınıf geçişlerini zorlaştıracığı için olumlu

¹⁹¹ Manning/Hanks, s. 28.

¹⁹² The Company Law Review Steering Group, **Modern Company Law For a Competitive Economy Company Formation and Capital Maintenance**, October 1999, (The Company Law Review Steering Group, 1999) Executive Summary/18., s. VII.

¹⁹³ The Company Law Review Steering Group, 1999, Executive Summary/18., s. VII.

¹⁹⁴ İkinci Yönerge'nin kabul edilmesi sırasında, Belçika, “accountable par” değerli pay sistemine sahipti (Rickford, Jonathan, “Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, **European Business Law Review**, Vol. 15 (2004), Jonathan Rickford (ed.), Issue 4, pp. 919–1027, (Rickford, Reforming Capital), s. 929).

¹⁹⁵ Ferran/Ho, s. 73.

¹⁹⁶ Rickford, Reforming Capital, s. 929; Ferran/Ho, s. 73. Gullifer/Payne, s. 154.

¹⁹⁷ Rickford, Reforming Capital, s. 929.

¹⁹⁸ The Company Law Review Steering Group, 1999, Executive Summary/18., s. VII.

karşılanmamıştır¹⁹⁹. İkinci Yönerge'nin halka açık şirketlerde "gerçek" itibarî değersiz pay kavramını öngörmemesi sebebiyle, halka açık şirketler için aynı öneriyi ileri süremeyen *The Company Law Review Steering Group*, final raporunda, istemsiz bir şekilde tüm şirketlerde (hem *private company* hem de *public company*) payların itibarî değeri haiz olmasını önermiştir²⁰⁰. Ancak, itibarî değersiz paylar için İkinci Yönerge'de değişikliğin gereklilik olduğuna işaret edilmiştir²⁰¹. Bu gelişmelerin sonucu olarak, CA'da, payların itibarî (nominal) değere sahip olması gerektiği düzenlenmiştir²⁰².

Tüm payların itibarî değerlerinin toplamı anlamına gelen esas sermaye, payın itibarî değerinin olmadığı bir sistemde geleneksel anlamıyla var olamaz; bu sebeple, onu koruyucu hükümler de öngörülemez. Ancak, Delaware ve New York'ta taahhüt edilen sermayeye yüklenen anlam geleneksel anlamından biraz daha farklıdır²⁰³. Bu eyaletlerde, itibarî değersiz paylardan elde edilen gelirlerin de taahhüt edilen sermayeye eklenmesi mümkündür. Ayrıca, yönetim kuruluna taahhüt edilen sermayeyi belirleme yetkisi verilmiştir. Geleneksel anlamda sermayenin korunması ilkesi ise, öncelikle payların itibarî değerlerinin toplamının ve bu toplama karşılık teşkil eden aktiflerin korunmasıdır. Bilançoda pasiflerin içerisinde yer alan sermayenin, gerçeğe uygun şekilde gösterilmesi gerekir. Payın itibarî değeriyle sermayenin korunması ilkesinin yakın ilişkisi gereği, itibarî değerinden aşağı bedelle pay çıkarılamaz (TTK m. 347)²⁰⁴. Yasağın ihlal edilmesi; payın çıkarılması sırasında taahhüt edenlerin payın

¹⁹⁹ Hannigan, s. 563.

²⁰⁰ The Company Law Review Steering Group, **Completing The Structure**, 2000, (**The Company Law Review Steering Group**, 2000), Chapter 7.2, s. 149.

²⁰¹ **The Company Law Review Steering Group**, 2000, Chapter 7.2, s. 149.

²⁰² Hannigan, s. 563.

²⁰³ Bkz. "Dağıtım Sistemleri/Delaware, New York".

²⁰⁴ Madde gerekçesine göre, "6762 sayılı Kanunun 286 ncı maddesinin tekrarı olan bu hüküm, geniş uygulamadan doğan zengin bir deneyim birikimine sahiptir. Hüküm, payın itibarî değeri ile çıkarma (ihraç, emisyon) primini (agioyu) ayırmaktadır. Asgarî çıkarma bedeli itibarî değere eşittir. Bedel itibarî değerinin altına indiği takdirde, hükmün birinci cümlesi, yani yasak ihlâl edilmiş olur. Bu hal, payların itibarî değerinin 476 ncı maddeye aykırı olması ile karıştırmamalıdır. Fark 476 ncı maddenin üçüncü fıkrası hükmünden anlaşılır. Paylar esas sözleşmede öngörülen itibarî bedelden aşağı bir bedelle ihraç edilmişlerse bazı yaptırımlar uygulanır, bazı sonuçlar doğar. (a) Yasağa aykırılığın ilk sonucu, sicil memurunun şirketin kuruluşunun veya sermaye artırımının tescilini reddetmesidir. 336 ncı maddedeki kuruluş belgelerinden bu aykırılık kolayca tespit edilebilir. Bu aykırılık tespit edilmemiş ve şirket tescil olunmuşsa, bunun sonuçları 353 üncü maddede düzenlenmiştir. Sorun, 353 üncü maddedeki fesih davası 445 inci madde ve 447 ncı maddenin (c) bendi ile çözülür. Ancak fesih davalarının süreye bağlı olmaları ve 447 ncı maddenin (c) bendi hükmünün herhangi bir sebeple uygulanamaması halinde, öğreti ve içtihat yolu açık olmak üzere, taahhütte bulunana ve onun haleflerine, farkı ödetmek 551 inci madde hükmüne uygundur. Çünkü, 347 ncı madde aynı sermayeye de uygulanacağına göre, 551 inci maddedeki sorumluluğun nakit taahhütte de uygulanmasına engel bulunmamaktadır. Diğer yandan gereğinde 352 ncı madde uygulanacaktır. Aynı aileye dahil bulunduğumuz yabancı hukuklarda da öğreti ve yüksek mahkemeler aynı sonuca varmaktadır. Aksi sonuç, özellikle sermaye artırımlarında sermaye azaltılması gibi ratio legise uymayan sonuçlara yol açabilir. Konulmuş aynı sermayeye yüksek değer biçilmiş olması dolayısıyla, ihraç bedelinin itibarî değerinin altına düşmüş olması halinde de hüküm bütün sonuçları ile uygulanır. 551 inci maddedeki zararın tazmini en az gerçek değer ile itibarî değer arasındaki farkı karşılar. Bu halde sorumluluk, kurucuları da kapsar. Sermaye artırımlarında 347 ncı maddeye aykırı genel kurul kararı 447 ncı maddenin (c) bendi uyarınca geçersizdir. Aynı tarzda taahhütlerin de geçersiz sayılması

itibarî değerinin altında bedel ödemeleri suretiyle payı iktisap etmeleri ve böylece sermaye açığının payın çıkarılması esnasında meydana gelmesi demektir²⁰⁵. İtibarî değerinin altında pay çıkarılması (halka açık şirketlerde ihraç edilmesi) hâlinde, alacaklılar, yatırımcılar, potansiyel yatırımcılar ve diğer menfaat sahipleri aldatılmış olacaktır²⁰⁶. Sermaye finansman kaynağıdır; itibarî değerinin altında pay çıkarılması yoluyla sermayenin görünürdeki değerinin altına indirilmesi şirketin menfaatine aykırıdır. Yasağın ihlali, alacaklıların teminatının azaltılması anlamına gelir. Aynı zamanda, potansiyel yatırımcıların finansal tabloları anlamasını güçleştirir; yatırımcılar ise, paylarına sahip oldukları şirketin yeni paylarının, satış fiyatı düşürülmek suretiyle itibarî değerinin altında çıkarılarak tedavüle sokulması sebebiyle haklarının sulandırılması riskiyle karşı karşıya kalırlar.

Payların itibarî değeri, pay sahiplerinin sermayeye katılım oranlarını hesaplamada dikkate alınır. Oransallık ilkesi gereği, istisnalar hariç²⁰⁷, pay sahipleri sermayeye katılımları oranında haklarından yararlanacağı için, payların itibarî değeri bu sistemi benimseyen hukuk sistemlerinde hayati fonksiyon görür. İtibarî değer sermaye (katılma) borcunun miktarının, hakların kapsamlarının ve içeriklerinin ve agio (prim) hesabının tespitini sağlar²⁰⁸. Kâra ve tasfiye artığına katılma itibarî değere göre saptanır (TTK m. 507/1). Pay sahibini idari haklarından olan oy hakkının²⁰⁹ etkisinin tespitinde itibarî değer dikkate alınır²¹⁰. Pay sahipleri, oy haklarını genel kurulda, paylarının toplam itibarî değeriyle orantılı olarak kullanır (TTK m. 434/1-c. 1). Farklı itibarî değere sahip payların, sağladığı oy hakları farklılık gösterecektir²¹¹. TTK'da, oy hakkında "pay sahibinin paylarının toplam itibarî değeri" sistemi benimsenmiştir (TTK m. 434 Gerekçe). TTK m. 434/1 iki ilke içerir: Bunlardan birincisi (1527 nci madde düzenlemesi dışında) pay sahiplerinin oy haklarını sadece genel kurulda kullanabilecekleri, ikincisi ise pay sahibinin paylarının toplam itibarî değerine göre oy hakkını haiz olabileceğidir, yani oyun pay sahibi temelinde "toplam itibarî değer"e bağlanmasıdır (TTK m. 434/1 Gerekçe). Ayrıca, şirketin finansal durumunun düzeltilmesi sırasında payların itibarî değerleri indirilmişse payların indiriminden önceki itibarî değeri üzerinden tanınan oy hakkı korunabilir (TTK m. 434/3).

gerekir. Böylece kuruluş ile sermaye artırımı arasında bir fark doğmakta ve bu fark 447 nci maddenin (b) bendi hükmünden kaynaklanmaktadır".

²⁰⁵ **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 560.

²⁰⁶ **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 560.

²⁰⁷ Bkz. dn. 500.

²⁰⁸ **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 561; **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1715.

²⁰⁹ Oy hakkı, payın, kanunen veya esas sözleşmeyle belirlenmiş bulunan en az miktarının ödenmesiyle doğar. (TTK m. 435).

²¹⁰ Teoman, Ömer, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, İstanbul, 1983, (**Teoman**, Yoksunluk), s. 9.

²¹¹ **Bilgili/Demirkapı**, s. 496.

İtibarî değeri eşit olan paylar eşit pay sahipliği hakları bahşeder²¹². Bu kuralın istisnasının düzenlendiği TTK m. 479/1 uyarınca, “*oyda imtiyaz, eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabilir*”. Farklı itibarî değerdeki paylara eşit oy hakkı tanınarak imtiyazlı pay yaratılamaz (TTK m. 479/1 Gerekeçe). Ancak, farklı itibarî değerdeki paylara farklı oy hakkı verilerek imtiyaz tanınması mümkündür (TTK m. 479/1 Gerekeçe). Şu durumda, oy hakkında imtiyazın tanınmasında payın itibarî değeri ölçüttür.

İtibarî değerli pay esasının benimsendiği Türkiye gibi ülkelerde, ikincil piyasalarda paylar, itibarî değerlerinden farklı bedellerde satışa konu edinilmektedir. Birincil piyasalarda ise, kural olarak, paylar itibarî değerlerinin altında çıkarılamaz. Burada amaç, tüm menfaat sahiplerini ve özellikle alacaklıları ve yatırımcıları korumaktır. İtibarî değer kavramının bu işlevlerinin yanı sıra eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin²¹³ tesisine katkıda bulunma, iç kaynaklar aracılığıyla finanse edilecek kanunen belirlenmiş miktarı ifade etme, şirket hak ve borçlarına katılmada ölçü olma (özellikle oy haklarının niteliğinin tespitini sağlama, kâr payı ve tasfiye artığına katılmada ölçü olma) gibi fonksiyonları vardır²¹⁴. Bu fonksiyonlar aynı zamanda, adilliğin tesis edilmesine katkı bağlamında şirketin kurumsal yönetimine destek olur.

Sermayenin korunması ilkesinin merkez kavramı olan “sermayeyi” meydana getiren payın itibarî değeri kavramı, bu ilkeyle birlikte madalyonun iki yüzü gibidir. Nitekim sermayenin oluşumunda payların itibarî değerlerinin toplamı esas alınır. Tekrar belirtmek gerekirse, bu sistemin esas alındığı şirketlerde, pay sahiplerinin hak ve borçlarında ölçüt, şirketin piyasa değeri veya net malvarlığı değil, payların itibarî değeridir. İkinci Yönerge, sermayenin korunması ilkesini gerçekleştirmek amacıyla, ortaklar tarafından aynı sermayenin taahhüt edildiği durumlarda (şirket kuruluşunda veya sermaye artışında) katılma payı olan aynın gerçek değeriyle şirkete getirilerek payın itibarî değerini karşılaması için bağımsız bilirkişi aracılığıyla değer biçilmesini şart koşturmaktadır²¹⁵.

Bunların yanı sıra, kanun koyucu halka açık anonim şirketler açısından, sermayenin korunması ilkesiyle çelişir bazı düzenlemeler yürürlüğe koymuştur. Sermaye Piyasası Kurulu, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine izin verebilir (SerPK m. 12/2-c. 2). Madde gerekçesine göre, “*paylarının piyasa fiyatı veya defter değeri, nominal değerinin*

²¹² **Bozgeyik**, s. 631.

²¹³ Örneğin, TTK m. 479/3'te düzenlenen, oy hakkında imtiyazı etkisiz kılan esas sözleşme değişikliklerine ilişkin genel kurul toplantılarında, pay sahiplerinin oy gücünde ölçüt olarak, payların itibarî değerleri esas alınır.

²¹⁴ Ekkenga, Jens/Bayer, Walter, “Fixed Capital under German Stock Corporation Law and its Significance for the Protection of Investors and Minority Shareholders”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 280-307, s. 283, 284.

²¹⁵ **Rickford**, Reforming Capital, s. 934, 935.

altında olan şirketlerin nominal değerinin altında bir fiyatla pay ihraç edebilmesine Kurulca izin verilmesi imkanı getirilerek, payları nominal değerinin altında işlem gören borsa şirketlerinin finansal sorunlarının derinleşmesinin önlenmesi amaçlanmıştır...Bu hükümler ile özellikle TTK kapsamında sermaye artırımını yapması mümkün olmayan payları nominal değerinin altında işlem gören borsa şirketlerinin yaşadığı finansal sorunların daha da derinleşmesinin önlenmesi amaçlanmaktadır". Benzer düşünceyle, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık anonim şirketler bakımından, SerPK m. 18/5 uyarınca, "yönetim kurulunun; imtiyazlı veya nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi için esas sözleşme ile yetkili kılınması şarttır". Bu düzenleme gereği, yönetim kurulu, esas sözleşmeyle yetkili kılınması kaydıyla, itibarî değerinin altında pay çıkarabilecektir.

Kanaatimce, bu düzenlemeler ikincil piyasada itibarî değerinin altında işlem gören payların piyasada tedavülünün korunmasına ve yeni payların itibarî değerinin altından ihracına izin vererek şirketin finansman sorunlarını aşmasına yardımcı olmayı hedeflemektedir. Zira borsa fiyatı itibarî değerinin altına düşen bir anonim şirkette, itibarî değer üzerinden yapılacak bir sermaye artırımında, yeni pay alma hakkının kullanılması borsada oluşan düzeyin üzerinde bir fiyattan pay satın alınması sonucunu doğurur ki; bu tercih edilebilir bir ekonomik yaklaşım olmayacağı için, şirket dış kaynaklardan sermaye artırım olanağını kaybederek, finansal sorunlar yaşayacaktır²¹⁶.

Anılan SerPK düzenlemelerinden, kanun koyucunun, itibarî değerli pay sistemine getirilmiş olan eleştirileri önemseydiği anlaşılmaktadır. 1954 yılında "The Gedge Committee"nin hazırladığı "Report of The Committee on Shares of No Par Value" adlı belgede, finansal zorluklar yaşayan bir şirketin bu zorlukları aşmak için sermaye artırımını yapmak istediğinde, itibarî değerli pay kuralları gereği payların itibarî değeriyle çıkarılması gerekeceği; buna karşılık, bu değer yatırımcıların ödemek isteyeceği tutardan daha fazla olacağı için bu kuralların finansal sorunu aşmayı engelleyebileceği gerekçesiyle bu zorlukları önlemek amacıyla itibarî değersiz paylara izin verilmesi önerilmiştir²¹⁷. Ancak, şirketin finansal yapısının bozulması ihtimaline karşılık tek çözüm itibarî değersiz pay değildir. İtibarî değerli pay kavramının kabul edildiği sistemlerde de, finansal yapısı bozulan şirketler için daha farklı ve etkili bir çözüme işaret edilmiştir. Paylarının piyasa fiyatı veya defter değeri, itibarî değerinin altında olan şirketlerin, itibarî değerinin altında pay çıkarma yasağı sebebiyle, tek çözümünün, önce sermaye indirimi yapmak ve ardından sermaye artışına başvurmak

²¹⁶ **Manavgat**, s. 678.

²¹⁷ **Ferran/Ho**, s. 72, 73.

olduğu kabul edilir²¹⁸. Böylece, önce bilanço açığı niteliğindeki zararları kapatan şirket, ardından sermaye temin ederek finansman ihtiyacını karşılar.

Türk hukukunda itibarî değersiz pay öngörülmemiştir. Ancak, zora giren şirketin finansal durumunun iyileştirilmesi amacıyla payın itibarî değeri bir kuruştan fazla olduğu takdirde bir kuruşa kadar indirilebileceği düzenlenmiştir (TTK m. 476/3). Kanunun amacını nazara aldığımızda bu düzenleme, şirketin, finansal durumunu iyileştirmek amacıyla, usulüne göre payların itibarî değeri düşürülerek sermayenin azaltılması ve eş zamanlı olarak yeniden artırılması veya sadece bilanço açığını kapatmak için paylarının itibarî değeri azaltılarak sermayesinin azaltılması seçeneklerine yönelmesine hizmet etmektedir. Nitekim TTK m. 473/1-c. 1 uyarınca, *“bir anonim şirket sermayesini azaltarak, azaltılan kısmın yerine geçmek üzere bedelleri tamamen ödenecek yeni paylar çıkarmıyorsa, genel kurul, esas sözleşmenin gerektiği şekilde değiştirilmesini karara bağlar”*. Bu hükümden açıkça anlaşıldığı üzere, sermaye azaltılıyor ve azaltılan meblağ kadar, bedelleri tamamen ödenmiş yeni paylar ile eş zamanlı olarak sermaye artırılıyorsa, esas sözleşme değişikliğine gerek yoktur²¹⁹. Ayrıca, sıkı şekil şartlarından arındırılmış olan sermayenin basitleştirilmiş azaltılması²²⁰ yöntemiyle, önce sermaye azaltılarak bilanço açığının kapatılması, ardından sermaye artışı yapılarak yeni sermaye girişi sağlanması mümkündür²²¹. Dolayısıyla, çözümü yasağın ihlal edilmesine izin

²¹⁸ Pentz, Andreas/Priester, Hans-Joachim/Schwanna, André, “Raising Cash and Contributions in Kind when forming a Company and for Capital Increases”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 42-74, s. 57.

²¹⁹ **Pulaşlı**, Cilt III, s. 2353. Ancak, yazarın haklı olarak belirttiği üzere, bu yolla yapılan sermaye artış sonrası mevcut sermaye ile şirket esas sözleşmesindeki sermaye tutarı arasında fark oluşuyorsa, esas sözleşmenin değiştirilmesi ve sermayenin azaltılmasına ilişkin TTK m. 473 vd. hükümlerinin uygulanması gerekir (**Pulaşlı**, Cilt III, s. 2353).

²²⁰ Şirket ihtiyacının üzerinde malvarlığına ve özellikle sermayeye sahipse, sermayenin azaltılması yoluna başvurulabilir (**Hannigan**, s. 165). Bunun dışında, mevcut bilanço açıklarının (zararlarının) kapatılması ya da şirketin kendi paylarını iktisabı sonucu elden çıkarılamayan payların sermayenin azaltılması yoluyla yok edilmesinin düzenlendiği TTK m. 386 gibi kanuni zorunluluklar sebebiyle sermayenin azaltılması seçeneği gündeme gelebilir. Bilançoda yer alan ve başka şekilde giderilemeyen açığın kapatılması amacıyla, payların eşit işlem ilkesi gözetilerek itfası veya payın itibarî değerinin indirilmesi suretiyle yapılan sermayenin azaltılması basitleştirilmiş sermaye azaltımı olarak tanımlanır (**Çağlar**, Sermaye Azaltımı, s. 103; **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II, s. 265) Basitleştirilmiş azaltma TTK m. 474/2 de “sermaye, zararlar sonucunda bilançoda oluşan bir açığı kapatmak amacıyla ve bu açıklar oranında azaltılacak olursa, yönetim kurulunca alacaklıları çağdırmaktan ve bunların haklarının ödenmesinden veya teminat altına alınmasından vazgeçilebilir” şeklinde düzenlenmiştir. Şirket alacaklılarının zarar görmemesi için olağan esas sermayenin azaltılmasına ilişkin katı şekil kurallarına yer verilmemesinin sebebi, sermayenin azaltılacak kısmının şirket ortaklarına dağıtılmayacak olması ve azaltmanın neticesinde şirket malvarlığında bir değişiklik meydana gelmeyecek olmasıdır (**Çağlar**, Sermaye Azaltımı, s. 103). Ancak, ÇAĞLAR haklı olarak, sermayenin basitleştirilmiş yoldan azaltılmasında, bilanço açığı kapanacağı için kâr payı ve kazanç dağıtımının önünün açılmış olacağına ve bilanço açığı kapatılmamış olsaydı bu kalemlerin bilanço açığı için kullanılarak, alacaklıların teminatı olan sermayenin tutar olarak daha yüksek seviyeden korunmuş olacağına işaret etmiştir (**Çağlar**, Sermaye Azaltımı, s. 103, 104).

²²¹ Sermayenin basitleştirilmiş azaltılması, tek başına sermayenin yeniden artırılmasına sebebiyet vermez. Nitekim bu kurumun düzenlendiği TTK m. 474/2’de sermaye artırımından bahsedilmemiştir. Bu yolla sermayenin azaltılması bilanço açığını kapatmaya yöneliktir. Bilanço açığını kapatan şirket, kâr payı dağıtımı yapabileceği için bilanço açığı olan şirkete göre daha kolay yatırımcı bulabilir. Uygulamada basitleştirilmiş sermaye azaltma işlemi çoğu kez sermaye artırma işlemiyle birlikte yapılmaktadır (**Çağlar**, Sermaye Azaltımı, s.

veren istisna kurallarıyla aramak, sistem içerisinde tutarsızlığa yol açabileceği için uygun değildir. Ayrıca bu düzenlemeler halka açık şirketlerde itibarî değerinin altında pay çıkarılmasını yasaklayan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'ne aykırı olduğu için AB hukukuyla uyumlu da değildir.

Sermaye Piyasası Kurulu Pay Tebliği (VII-128.1) ile nominal değerinin altında pay ihracı yoluyla sermaye artırımına ilişkin bazı tedbirler getirmiştir. İlgili tebliğ m. 18/8 uyarınca, *“ihraç edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark, öz kaynaklarda indirim kalemi olarak izlenir. Bu tutar, genel kurul kararı ile izleyen dönemlerde sermayeye eklenebilecek öz kaynak kalemlerinden mahsup edilebilir. Mahsup işlemi tamamlanmadan kar dağıtımı yapılamaz”*. Böylece, sermayenin iadesi anlamına gelebilecek dağıtım yapılması engellenmeye çalışılmıştır. Bu düzenleme, sermayenin korunması ilkesinin bir tezahürüdür. Doktrinde, bu tedbirin her zaman etkili olamayabileceği vurgulanmıştır²²².

Ayrıca, adı geçen tebliğ 18/1 uyarınca, *“payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar, sermaye artırım kararının kamuya açıklanma tarihinden önceki otuz gün içinde paylarının borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasının nominal değerinin altında olması durumunda, yapacakları sermaye artırımında paylarını nominal değerinin altında bir fiyattan ihraç edebilir. Bu durumda ortaklığın tescil edilen sermayesi²²³, nominal değer üzerinden tespit olunur”*.

Anglo-Amerikan bir anlayışla kaleme alınan bu düzenlemeler, alacaklıları koruma esasına dayanan Kara Avrupası Hukuk Sistemi'nin egemen olduğu Türkiye'ye yabancı unsurlar içermektedir. Diğer taraftan, finansal tabloların bilgi sağlama amacına yönelik de bazı eksiklikler olduğu gözlenmektedir. Finansal tablo kullanıcıları, şirketin sermaye açığını okumakta zorlanacaklardır. Zira adı geçen tebliğde, şirketin esas sermayesinin (kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılmış sermayesinin) itibarî değer üzerinden belirleneceği vurgulanmıştır. Birincil ve ikincil piyasalarda, bu konudaki bilgilendirmenin etkin şekilde sağlanması gerekir. Bununla birlikte, şirket paylarının itibarî değerinin altında işlem görmesi, şirketin sermayesini kaybettiğini gösterir. Menfaat sahipleri ve özellikle alacaklılar, yatırımcılar ve potansiyel yatırımcılar için şirketin sermayesini kaybetmesinin anlamı ve sonuçları hakkında olası riskler bakımından kamunun aydınlatılması gerekir. Şirketin kaybettiği sermaye miktarı, bunun özkaynaklar içerisindeki anlamı ve TTK m. 376 ölçüt

104). Böylece, katı kurallardan arınmış bir yolla payların itibarî değerini düşürerek sermayesini azaltan şirket, belirlenen yeni bedeller üzerinden pay çıkararak, piyasanın üstünde olan itibarî değerinin altında çıkarmış olduğu yeni paylar aracılığıyla daha kolay yatırımcı bulabilecek ve bu yolla sermaye girişi sağlayacaktır.

²²² Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 560.

²²³ Tebliğde geçen “tescil edilen sermaye” kavramı Türk hukukuna yabancı olduğu gibi karşılaştırmalı hukuka uygun da değildir. Ayrıca bkz. “Esas Sermaye Sistemi”.

alınarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun değerlendirme yapması ve buna göre izin verme yetkisini kullanması yerinde olur.

1.4.2.2.2. Gerçek İtibarî Değersiz Pay (*True no par value share*)

İtibarî değersiz pay²²⁴ sisteminde payların değeri, yalnızca pay sahibinin, şirket net malvarlığı ve peştemaliyesinin²²⁵ değerine karşılık teşkil edecek olan şirket değerindeki oransal payına göre tayin edilir²²⁶. Biraz daha sade bir anlatımla, itibarî değersiz payların değeri, payın şirket değerindeki oransal karşılığına göre belirlenir. Şirketin değeri sürekli olarak artacağından veya düşeceğiinden, taahhüt edilmiş pay değeri gibi alacaklılar için bir garanti veya teminat sağlayan, tanımlanabilir sabit bir miktar yoktur²²⁷. Ekonomik gerçeklere karşılık teşkil etmek için daha basit bir sisteme izin veren ve şirket değerlerinin (hem aktiflerin hem de pasiflerin) paylarla bütünleşmesini mümkün kılan itibarî değersiz paylar, bu özelliğinden ötürü, sermayenin korunması ilkesiyle bağdaşmaz ve bu sebeple Avrupa hukuku kapsamında dolaylı olarak yasaklanmıştır²²⁸.

İtibarî değersiz pay senetlerinin üzerinde yazılı bir değer bulunması gerekmez²²⁹. Bu sistemde, bir şirket, farklı zamanlarda aynı sınıfa ait payları farklı fiyatlarda ihraç edebilmektedir²³⁰. Başka bir ifadeyle, itibarî değersiz pay sisteminde şirketler, aynı sınıfa ait payları primli ya da indirimli ihraç edebilirler²³¹.

ABD, Meksika, Liechtenstein, Kanada ve Yeni Zelanda gibi bazı ülkelerde, itibari değersiz pay kavramına rastlanır²³². Kaliforniya, 1977 yılında kanuni sermaye kavramını terk ederek, bu konuda ilk adım atan ABD eyaleti olmuştur²³³. Bu eyalette esas sermaye veya itibarî değere ilişkin kanuni zorunluluk yoktur²³⁴. Bununla birlikte, California Corporations

²²⁴ İtibarî değersiz pay kavramıyla kastedilen gerçek itibarî değersiz paylardır (*true no par value share*).

²²⁵ TTK m. 74/2 uyarınca, bir işletmenin bedelsiz elde etmiş olduğu peştemaliyesi (*good will*) aktifleştirilemez. Bu değer bedel ödenerek başkalarından devralınmışsa, yasak söz konusu değildir (TTK m. 74/2 Gerekçesi).

²²⁶ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 929; **Santella**, *Paolo/Turrini, Riccardo*, “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?”, **European Business Organization Law Review**, 9, 2008, pp. 427-461, s. 444. Rickford Grubu, “net malvarlığı” olarak ifade ettiğim bölümü “net assets” olarak kaleme almıştır. Rickford Grubu’nun “net assets” kavramıyla ifade etmeye çalıştığı malvarlığı unsurlarını, Türk hukukundaki “net varlıklar” kavramıyla karşılayamayız. “Net assets” kavramını “net malvarlığı” olarak dikkate almak uygun düşecektir.

²²⁷ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 929; **Santella/Turrini**, s. 444.

²²⁸ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 929.

²²⁹ **Santella/Turrini**, s. 444.

²³⁰ **Santella/Turrini**, s. 444.

²³¹ **Santella/Turrini**, s. 444.

²³² **FEE**, s. 23, 24; **Teoman**, *İtibarî*, s. 80.

²³³ **KPMG**, *Contract ETD/2006/IM/F2/71 Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime Main Report*, 2008, s. 183.

²³⁴ **KPMG**, s. 183.

Code (Kaliforniya Şirketler Kanunu)²³⁵ § 13227’de şirketin arzu etmesi hâlinde esas sözleşmesinde itibarî değere yer verilebilmesine izin verilmiştir. CCC § 13227 gereği, şirketin payları itibarî değere sahipse, her bir payın itibarî değeri ve payların itibarî değerlerinin toplamı esas sözleşmede belirtilmelidir. Bununla birlikte, anılan hüküm gereği, şirketin payları itibarî değere sahip değilse, bu durum da esas sözleşmede beyan edilmelidir. Benzer şekilde, itibarî değer kavramını terk eden anlayışla kaleme alınan MBCA’da da, şirket esas sözleşmesinde payların itibarî değerinin düzenlenebilmesi seçeneği tanınmıştır (MBCA § 2.02/(b)-2-IV). Ancak, ABD tarihinde itibarî değersiz pay anlayışı çok daha öncesine dayanır. Bu ülkede itibarî değersiz pay kavramı 1912’den bu yana vardır²³⁶. ABD doktrinine göre²³⁷, itibarî değer kavramının ortaya çıkışının iki sebebi vardır: 1- On dokuzuncu yüzyılın başlarında alacaklılar, pay sahipleri tarafından ödenen paranın şirkette kalması konusunda ısrar etmiştir. 2- İtibarî değer kavramı, tüm pay sahiplerinin, her bir paya karşılık aynı miktarda sermayeye katılımda bulunmasını sağlamanın uygun bir yolu olarak değerlendirilmiştir. MANNING/HANKS, günümüzde şu iki sebepten dolayı itibarî değer kavramının buharlaştığını ileri sürmektedir²³⁸: 1- Alacaklılar kendilerini korumak için (örneğin, malvarlığı unsurları içerisinde teminat alma, sözleşmede ayrıntılı temerrüt hükümlerine yer verilmesini talep etme gibi) daha etkili yollar bulmuştur. 2- Pay sahipleri, pay başına sadece X Amerikan Doları yatırım yaptıkları için daha sonraki günlerde başka birinin de pay başına X Amerikan Doları yatırım yapmak istemeyebileceğini ya da şirketin payları X Amerikan dolarından daha aşağı bir bedele satmak isteyebileceğini fark etmiştir. Gerçekten payları borsada işlem gören bir şirketin paylarının gerçek ekonomik değeri, genellikle nominal veya kesirli (*fractional*) değerinden daha düşük olmaktadır²³⁹. Bu durum, itibarî değerinin altında pay çıkarılması yasağının tartışmaya açılmasına yol açmaktadır. Kural, bir şirketin mevcut bir sınıf paylarının gerçek değerinin itibarî değerinin altında olduğu durumlarda, yeni pay ihracını zorlaştırır²⁴⁰. Zira şirket gerçek değerinde pay ihraç edebilmek için, maliyetli ve karmaşık bir sürece girmek zorundadır²⁴¹. Nitekim yeni pay ihracı, finansal açıdan sıkıntılı bir şirketi kurtarmanın tek yolu olabilir²⁴².

²³⁵ California Corporations Code bu noktadan itibaren kısaca CCC olarak anılacaktır.

²³⁶ **Pentz/Priester/Schwanna**, s. 58.

²³⁷ **Manning/Hanks**, s. 7.

²³⁸ **Manning/Hanks**, s. 7, 8.

²³⁹ **Santella/Turrini**, s. 445.

²⁴⁰ **Santella/Turrini**, s. 445.

²⁴¹ **Santella/Turrini**, s. 445.

²⁴² **Santella/Turrini**, s. 445.

ABD’de itibarî değerli pay sisteminin uygulaması Kara Avrupası Hukuk Sistemi’nden farklı şekilde gelişmiştir. Süreci anlatan bir yazara göre²⁴³, “*itibarî değerli pay sisteminin bilinen önemli sorunlarından biri, daha sonra ihraç edilen paylarla ilgili zorluklardı. Örneğin, bir şirket pay başına 100 Amerikan Doları itibarî değer belirler ve ilk ihracın tamamı o fiyattan gerçekleşir. Beş yıl sonra, piyasa fiyatları genel olarak yüzde 30 düşer ve şirketin payları piyasada 70 Amerikan Doları’na satılır. Çoğu şirketin piyasayı aşağı-yukarı takip etme eğiliminde olduğu göz önüne alındığında, şirketin ticareti beklendiği gibi gerçekleşse bile payların 70 Amerikan Doları’ndan işlem görmesi beklenir. Şirket ilave pay satmak istediğinde, şirket sözleşmesi, paylar için hiçbir yatırımcının ödemeyeceği tutar olan 100 Amerikan Doları üzerinden teklifi şart koşturmaktadır. Sadece sınırlı ve tartışmalı bazı şartlar altında şirketin itibarî değerinin altında pay satmasına izin veren otoriteler vardı. Bu sorunun çözümü, payın itibarî değerini 70 Amerikan Doları veya daha düşük bir bedele indirmek için şirket sözleşmesini değiştirmektir. Ancak sermayenin azaltılmasına karşı katı bir kural bulunmaktaydı. Bu problemin bir sonucu olarak, New York, 1912’de itibarî değersiz payın kullanımına izin vermek için şirketler kanununu değiştirmiştir. İsmine rağmen, itibarî değersiz pay hala itibarî değer sisteminin bir parçasıdır. İtibarî değersiz payın genel kuralı, pay, yönetim kurulu tarafından belirlenen herhangi bir değerde satılabilir; ancak pay için alınan miktarın tümü taahhüt edilen sermaye olarak işlem görmelidir... 1933’ten sonra şirketler, gelecekte daha fazla pay satışı imkânına sahip olmak düşük itibarî değerli pay (low par value share) çıkarmaya başladılar”.* Görüldüğü üzere, ABD, payların itibarî değeri konusunda farklı bir serüvenden geçmiştir. Belki de, 1912’li yıllarda New York’ta sermayenin azaltılması kuralları daha esnek olsaydı, itibarî değersiz pay kavramı, en azından o coğrafyada, ortaya çıkmayacaktı.

PENTZ/PRIESTER/SCHWANNA, itibarî değer kavramının buharlaştığını ileri süren MANNING/HANKS’in iddiasının aksine, ABD şirketlerinin çoğunluğunun, (düşük değer içeriyor bile olsa) itibarî değerli pay çıkarılması yönünde karar vermeye devam ettiğini savunmaktadır²⁴⁴. Ancak, ABD’de eyaletler arasında farklı uygulamalar göze çarpar. Günümüz New York kanunları gereği, itibarî değersiz pay alternatifinin dışında, payların itibarî değerinin belirtilmesi zorunludur²⁴⁵. Delaware’de de itibarî değerli pay anlayışı geçerlidir²⁴⁶; ancak, itibarî değersiz paylar da seçenek olarak sunulmaktadır²⁴⁷. Bu eyalette,

²⁴³ Booth, s. 626.

²⁴⁴ Pentz/Priester/Schwanna, s. 58.

²⁴⁵ Booth, s. 636.

²⁴⁶ Manning/Hanks, s. 9.

²⁴⁷ FEE, s. 22.

yöneticiler iş adamı kararı kuralı (*business judgment rule*)²⁴⁸ uyarınca, pay bedellerini belirleyebilirler; ancak, itibarî değerli paylara, öngörülen değer altında bedel biçilemez²⁴⁹.

PENTZ/PRIESTER/SCHWANNA'ya göre²⁵⁰, düşük itibarî değerli pay (*low par value share*) ile gerçek itibarî değersiz pay (*true no par value shares*) arasındaki fark pratik açıdan önemsizdir. Yazarlar, sermayeye ihtiyaç duyulduğunda, sermayenin basitleştirilmiş azaltılmasının düzenlendiği AktG § 229 vd. hükümlerinde yer alan sermayenin azaltılması (hatta tamamen sıfıra indirilmesi²⁵¹) ve bu azaltmaya müteakip yeniden artırılması seçeneğinin, bilançodaki zararları kapatmak için etkili bir araç olduğu görüşündedir²⁵². Bu sebeplerle, “sözde uluslararası standart” olarak nitelendirdikleri, gerçek itibarî değersiz payları benimsemenin gerekli olup olmadığının sorgulanabilir olduğunu düşünen yazarlar, payın itibarî değerinin bir Euro'ya kadar indirilebileceğini²⁵³ ve gerçek olmayan itibarî değersiz payın (*Stückaktie*) kabulünü gerekçe göstererek, gerçek itibarî değersiz payın Alman şirketler hukuku bakımından avantajının kalmadığını ileri sürmüşlerdir²⁵⁴. Ancak, payların itibarî değerinin düşürülmesi yoluyla sermayenin azaltılması seçeneğine başvurulması hâlinde, payların yeni itibarî değeri piyasa değerinin altında belirlenebilir ve böylece mevcut pay sahiplerinin hakları sulandırılabilir²⁵⁵. Ayrıca, itibarî değerli payın ölçüt alındığı sistemin

²⁴⁸ “Business judgment rule” gereği, aksi ispatlanana kadar, yöneticilerin görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirdikleri ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözettikleri kabul edilir. Bu kural, şirketin faaliyetleri konusunda yöneticilerin verdikleri kararlarla ilgili mesnetsiz iddialara karşı onları korur. Doktrinde “business judgment rule” hakkında önemli bir dava olarak gösterilen *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Supreme Court of Delaware 1988) davasında kabul edilen standartlar gereği, yöneticiler iyiniyetli olma, şirketin menfaatlerini dürüstlük kuralına uyarak gözetme, bilgiye dayalı hareket etme, savurgan olmama ve kişisel çıkarlarını karıştırmama yükümlülüğü altındalardır.

²⁴⁹ FEE, s. 22.

²⁵⁰ Pentz/Priester/Schwanna, s. 58.

²⁵¹ İsviçre hukukunda sermayenin sıfıra indirilebilmesine izin verilmiştir. İsvBK m. 732a/1 gereği, esas sermayenin yeniden yapılandırılması önlemleri için esas sermaye sıfıra indirilip daha sonra tekrar artırılırsa pay sahiplerinin mevcut hakları indirim anında sükût eder ve ihraç edilen paylar yok edilir. Esas sermaye yeniden artırıldığında, önceki pay sahiplerinin feragat edemeyecekleri rüçhan hakları bulunur (İsvBK m. 732a/2). Türk hukukundaysa, kanunen belirlenmiş asgarî sermayenin altına inilmesine müsaade eden bir kanun yoktur. Her ne kadar TTK m. 434/3'ün gerekçesinde “üçüncü fıkra da yer alan bu kuralın payın itibarî değerinin sıfır Yeni Türk Lirası olması halinde de uygulanıp uygulanmayacağı çözümü öğretiyeye ve mahkeme kararlarına bırakılmış bir sorundur” ifadesi kullanılmış olsa da, TTK m. 473/5 gereği, sermaye hiçbir surette TTK m. 332'de düzenlenen asgarî sermaye tutarının altına indirilemeyeceği için, payın itibarî değerini sıfır (0) TL'ye indirmek mümkün değildir (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 266, 267). Ancak, kanunla çatışır biçimde Ticaret Sicili Yönetmeliği m. 82/2'de “yeniden yapılandırma amacıyla esas sermaye sıfıra indirilmiş ve tekrar artırılmışsa, eski payların tamamının iptal edildiği sicile tescil edilir” şeklinde bir düzenleme getirilmiştir. POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU'nun ifade ettiği üzere, TTK m. 434/3'ün gerekçesini, anılan yönetmelik hükmünü ve TTK 473/1'i bağdaştırmak için, payların itibarî değerlerinin sıfır (0) TL'ye indirilerek sermayenin azaltılması hâlinde, eş zamanlı olarak en azından TTK m. 332'de belirtilen asgarî tutara yükseltilmesi gerekir (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 267).

²⁵² Pentz/Priester/Schwanna, s. 58. Ayrıca bkz. dn. 219, 220, 221.

²⁵³ AktG § 6'da payın itibarî değerinin en az bir Euro olabileceği düzenlenmiştir.

²⁵⁴ Pentz/Priester/Schwanna, s. 58, 73.

²⁵⁵ Böyle bir senaryoda, ekonomik sebeplerle rüçhan hakkını kullanamayacak durumda olan pay sahipleri zarar görebilir.

birçok açıdan karmaşık olduğu iddia edilir²⁵⁶. Düşük itibarî değerli pay sisteminde de, kâra ve tasfiye artığına katılmada payın itibarî değeri dikkate alınır; ve payların itibarî değerlerinin toplamı olan esas sermayenin korunması gerekir. Esas sermaye bu sistemin önemli unsurudur. Oysaki gerçek itibarî değersiz pay sisteminde, esas sermayeye yer verilmesi ve bu miktarın korunması zorunlu olmadığı gibi²⁵⁷; kâr payı dağıtımında sermayenin ölçüt alınması da şart değildir. İtibarî değerli pay sisteminde alacaklıların korunması merkeze alınmışken²⁵⁸; diğerinde, ticareti hayatın esnekliği dikkate alınarak, girişimcilik teşvik edilmiş ve daha basit bir model öngörülmüştür. Bununla birlikte itibarî değersiz pay sisteminde de tüzel kişilik perdesinin aralanması, emredici kamuyu aydınlatma hükümleri, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu, hileli temlik hukuku, dağıtım kuralları, ultra vires kuralı, zorunlu sigorta ve sözleşme yoluyla alacaklıların korunması sağlanmaktadır²⁵⁹. İtibarî değersiz pay sisteminde, şirket finansal bir krize girdiğinde payların itibarî değerinin düşürülmesi ve eş zamanlı artırılması gibi külfet getirebilecek işlemlere katlanmaksızın yönetim kurulu piyasa değerine uygun fiyat üzerinden yeni pay çıkarabilmektedir.

TTK m. 476/1-c. 1 uyarınca, payın itibarî değerinin en az bir kuruş olarak belirlenebileceği dikkate alındığında, Türk hukukunda düşük itibarî değerli pay (*low par value share*) sisteminin kabul gördüğü anlaşılr²⁶⁰. Bu sistemin varlığına rağmen, itibarî değersiz payların öngörüldüğü yeni bir şirket türü veya bu temel üzerine kurulmuş alternatif bir anonim şirket modeli Türk hukukunda da benimsenmelidir. İtibarî değer konusunda, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nin halka açık şirketler için zorunluluk getirdiği dikkate alınırsa, halka açık olmayan anonim şirketler bakımından, itibarî değersiz pay öngörülmesi AB hukukuyla çatışır bir durum doğurmayacaktır. Ancak, payların tedavülünün hızlı olduğu

²⁵⁶ 1954 yılında The Gedge Committee'nin hazırladığı "Report of The Committee on Shares of No Par Value" adlı belgede, itibarî değersiz payların avantajları rapor edilmiştir. Bu raporda, itibarî değersiz pay sisteminin, kâr payı dağıtımını taahhüt edilen sermayeyle ilişkilendirmeyeceği için yanlış anlamaları önleyebileceği ve sermayenin yeniden yapılandırılması gibi konularda basitleştirilmiş bir yapıya sahip olduğu vurgulanmıştır (Ferran/Ho, s. 72, 73). İtibarî değerli pay sistemine getirilen eleştiriler TTK Genel Gereke Paragraf 61'de şöyle özetlenmiştir: "(a) Piyasa, özellikle borsa değeri olduğu andan itibaren itibarî değer, payın/pay senedinin değerini belirtme işlevini yitirmekte, karmaşaya yol açmaktadır. (b) Payın kaydıleştirilmesinin yaygınlaşmasıyla bu kavram anlamsız hâle gelmiştir. (c) İtibarî değer, sermayenin korunmasındaki, oy hakkının hesaplanıp belirlenmesindeki, sermayenin azaltılması ve borca batıklığa karşı alınacak önlemlerin uygulanmasındaki işlevleri abartılmamalıdır. Amerika Birleşik Devletleri'nde itibarî değer bulunmadığı halde tüm bu sorunlar kolayca çözülmüştür. İtibarî değerli sistemden itibarî değersiz rejime geçişin de zor olmayacağı ayrıca ileri sürülür". Gerekecede ifade edilen ABD'de itibarî değer kavramının bulunmadığı tespiti tam olarak gerçeği yansıtmamaktadır. ABD'de çeşitli eyaletlerde hâlen daha itibarî değerli pay sistemi devam etmektedir.

²⁵⁷ Model Business Corporation Act'ın benimsendiği ABD eyaletlerinde esas sermaye ve itibarî değerli pay kavramları terk edilmiştir. Buna karşın, itibarî değersiz payların kabul gördüğü Delaware ve New York'ta miktarı yönetim kurulu tarafından belirlenebiliyor olsa da, taahhüt edilen sermaye anlayışı hâlen korunmaktadır. Bkz. "Dağıtım Sistemleri/ABD".

²⁵⁸ Kanaatimce, alacaklılar açısından ödeme gücüne dayalı kâr dağıtımı tekniği esas sermaye sisteminin öngördüğü kâr dağıtımı tekniğinden daha koruyucudur.

²⁵⁹ Burada ifade edilen alternatif yollar çalışmanın ilerleyen bölümlerinde incelenmiştir.

²⁶⁰ Bununla birlikte, ortaklar isterse, payın itibarî değerini yüksek de belirleyebilir.

piyasalarda özkaynak ile finansman etkili bir finansman yöntemi olduğu için halka açık şirketlerde itibarî değersiz pay sistemi daha önemlidir. Payların, sermayeyi teşkil edecek şekilde değil de, şirket değerine tekabül edecek biçimde oransal gücüne göre pay sahipliği haklarının tespit edilmesi mümkündür. Oransallık ilkesinin uygulanmasında, pay sahiplerinin sermayeye katılım oranları değil, payların şirketin sürekli değişen değerinde temsil ettikleri oran esas alınabilir. Ancak, belirttiğimiz üzere itibarî değersiz paylar, İkinci Yönerge'nin ve bu yönergedeki anlayışı büyük oranda koruyan yürürlükteki 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nin öngördüğü sermayenin korunması kurallarıyla bağdaşmaz²⁶¹. İtibarî değersiz payların kabul edilmesi hâlinde, üç temel sorun karşımıza çıkacaktır: 1- Pay sahipliği hakları bakımından itibarî değeri esas alan sistemimiz, yeni sistemde bu hakları nasıl tespit edecek? Aslında bu sorunun cevabı bu bölümde verilmiştir. 2- Yeni kurulan bir şirket finansman ihtiyacını nasıl karşılayacak? 3- Mevcut sistemde alacaklıların korunması için öngörülen asgarî teminat olarak sermayenin var olmaması hâlinde alacaklılar için güvence nasıl oluşturulacak? Çalışmanın ilgili bölümlerinde bu sorulara cevap aranmaya çalışılmıştır.

Bunların yanı sıra, gerçek itibarî değersiz pay kavramının tüm dünyada ortak kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır. İtibarî değersiz pay sistemi için ileri sürülen modeller, özellikle pay ihracından elde edilen gelir miktarının, pay sahiplerine dağıtılması olasılığına karşı korunması gerekip gerekmediği yönünden farklı yaklaşımlar ortaya koyarlar²⁶². Payların itibarî değerinin altında çıkarılması yasağının kaldırılmasını öneren bu modellere kısaca değinilecektir²⁶³.

1.4.2.2.2.1. Model 1: Sermaye ihracından elde edilen tüm gelirlerin korunması (Protection of all proceeds from share issues)

Bu model, öncelikle esas sermaye kavramının yerini “özkaynak” kavramına bırakmasını gerektirir. Model, İkinci Yönerge'deki hükümleri olabildiğince korur ve esas sermaye kavramının çıkarılarak, bilançoda “özkaynak” (*equity capital*) şeklinde gösterilecek kalem içerisinde, pay ihracından elde edilen tüm gelirlerin, yönergedeki esas sermaye için geçerli olana benzer bir koruma altına alınmasını düzenler²⁶⁴. Özkaynak kavramının esas sermaye ve primlere ayrılmadan tek bir kalemlle bilançoda kalmasını öneren modele göre,

²⁶¹ İtibarî değersiz paylardan elde edilen gelirin korunmasını merkeze alan yeni bir sermayenin korunması modeli düşünülebilir. Örneğin, bkz. “Model 1: Sermaye ihracından elde edilen tüm gelirlerin korunması (Protection of all proceeds from share issues)”.

²⁶² KPMG, s. 411.

²⁶³ Çalışmanın modellere ilişkin bu bölümü, büyük oranda KPMG'nin dn. 233'te ifade edilen çalışmasına dayandırılarak kaleme alınmıştır.

²⁶⁴ KPMG, s. 11, 411.

özkaynaklar içerisinde elde edilen bazı gelirlerin belirtilmesi gerekir²⁶⁵. Böylece tek tip kalem olan “özkaynak”, aslında mevcut sistemdeki ortakların katılma paylarının toplamını ifade eden esas sermaye ile primlerden oluşan “ortaklarca oluşturulan sermaye”yi (*contributed capital*) ifade eder²⁶⁶.

İkinci Yönerge’deki itibarî değerinin altında pay çıkarılması yasağının kaldırılması dışında, özellikle pay ihracından elde edilen tüm gelirlerin kanunen bağlı malvarlığı olarak ele alınması nedeniyle, yönergede başkaca düzenlemeler yapılması gerekecektir²⁶⁷. Bu modelin sunduğu çözümün, bazı AB üyesi ülkeler tarafından, karmaşık ve maliyetli olduğu için eleştirilen itibarî değerli pay sisteminden daha külfetli olarak değerlendirileceği ifade edilir²⁶⁸. Gerçekten primlerin de pay ihracından elde edilen gelir olarak “özkaynak” içerisinde kanunen bağlı malvarlığı olarak kabul ediliyor olması, bazı AB üyesi ülkelerde pay primleri, zararları karşılamak için kullanıldığından, modelin maliyetli bulunmasına yol açacaktır²⁶⁹. Örneğin, Almanya ve Polonya’da sermaye yedekleri (*capital reserves*)²⁷⁰ olarak gösterilmesi gereken primler, belirli şartlar altında, yıllık zararları veya zarar sonrası sermayede oluşan açığı kapatmak için kullanılmaktadır²⁷¹.

Bu model gereği gerçek itibarî değersiz payların her biri, şirketin özkaynağını temsil eder²⁷². Pay ihraç bedeli, mümkün olduğunca payın borsadaki rayiç fiyatı dikkate alınarak, gerçeğe uygun değerine (*fair value*)²⁷³ göre yönetim kurulu tarafından belirlenmelidir²⁷⁴.

²⁶⁵ KPMG, s. 411.

²⁶⁶ KPMG, s. 411.

²⁶⁷ KPMG, s. 11.

²⁶⁸ KPMG, s. 11.

²⁶⁹ KPMG, s. 11.

²⁷⁰ Günümüz Türkiye muhasebe sisteminde, Pay ihraç primleri sermaye yedeği olarak özkaynaklar içerisinde gösterilmektedir (Koç Yalın, s. 406).

²⁷¹ KPMG, s. 411, 412.

²⁷² KPMG, s. 412.

²⁷³ “Fair Value Measurement” başlıklı IFRS 13’te ve “Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü” başlıklı Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) 13’te *fair value* ölçüm tekniği olarak benimsenmiştir. Gerçeğe uygun değer ölçümünün amacının düzenlendiği TFRS 13 uyarınca: “2- Gerçeğe uygun değer işletmeye özgü bir ölçüm olmayıp, piyasa bazlı bir ölçümdür. Bazı varlıklar ve borçlar için gözlemlenebilir piyasa işlemleri veya bilgileri mevcut olabilir. Bununla birlikte diğer varlıklar ve borçlar için bu tür işlemler veya bilgiler mevcut olmayabilir. Ancak gerçeğe uygun değer ölçümünün amacı her iki durumda da aynı olup, bu amaç mevcut piyasa koşullarında, piyasa katılımcıları arasında bir varlığın satışına veya bir borcun devrine yönelik olarak ölçüm tarihinde olağan bir işlemdeki fiyatın tahmin edilmesidir (diğer bir ifadeyle, varlığı elinde bulunduran veya borçlu konumda olan piyasa katılımcısının bakış açısıyla ölçüm tarihindeki çıkış fiyatıdır). 3- Özdeş bir varlığın veya borcun fiyatı gözlemlenebilir olmadığında, işletme gerçeğe uygun değeri, ilgili gözlemlenebilir girdilerin kullanımını azami seviyeye çıkaran ve gözlemlenebilir olmayan girdilerin kullanımını asgari seviyeye indiren başka bir değerlendirme yöntemi kullanarak ölçer. Gerçeğe uygun değer, piyasa bazlı bir ölçüm olduğu için riske ilişkin varsayımları da dahil olmak üzere piyasa katılımcılarının varlıkları ve borçları fiyatlandırırken kullanacakları varsayımlar kullanılarak ölçülür. Sonuç olarak, işletmenin varlığı elinde tutma ya da borcu ödeme veya başka bir şekilde yerine getirme niyetinin bulunması, gerçeğe uygun değer ölçümünde dikkate alınmaz. 4- Muhasebe ölçümünün temel konusu varlıklar ve borçlar olduğundan gerçeğe uygun değer tanımını varlıklara ve borçlara odaklanır. Ayrıca, bu TFRS gerçeğe uygun değeri üzerinden ölçülen işletmenin kendi özkaynağına dayalı finansal araçlarına da uygulanır”.

²⁷⁴ KPMG, s. 412.

The Gedge Committee tarafından hazırlanan “Report of The Committee on Shares of No Par Value” adlı belgede itibarî değersiz payların yol açabileceği kötüye kullanıma karşı pozisyon olarak, itibarî değerli paylardan daha fazla veya daha az suistimal etmeye açık olmayacak biçimde, çıkarılan tüm paylardan elde edilen gelirlerin dağıtılabılır yedek akçe gibi değil sermaye parası olarak değerlendirilmesi önerilmiştir²⁷⁵. Raporun öngördüğü model bu modelle uyumludur.

1.4.2.2.2.2. Model 2: Değişken sermaye (*Variable capital*)

Bu modele göre, pay gelirleri, esas sermaye sisteminde olduğu gibi, tamamıyla korunan özkaynaklar (*equity capital*) kalemine eklenmez; yalnızca kısmen korunan yedek akçelere (*reserves*) eklenir²⁷⁶. Bu modelde “esas sermaye” (taahhüt edilen sermaye) kalemi yoktur; bunun yerine, kuruluştaki ve sermaye artırımında çıkarılan payların gelirleri, zararları telafi etme amacı gibi dikkate alınabilecek belirli şartlar altında kullanılabilir nitelikteki yedek akçeler olarak işlem görür²⁷⁷. Yeni itibarî değersiz pay ihracı, yedek akçeleri artıracaktır. Böylece, sermayenin artırımı kavramı “yedek akçelerin artırımı” (*increase in reserves*) kavramı anlamına gelecek biçimde korunmuş olacaktır²⁷⁸. Belirli şartlar altında yedek akçelerin (*reserves*) sıfıra (0) indirilebilmesi olanaklıdır²⁷⁹.

1.4.2.2.2.3. Model 3: Karma model (*Mixed model*)

“Saarbrücken Proposal” olarak anılan karma model Jahr ve Stützel tarafından 1963’te Alman şirketler hukuku için önerilmiştir²⁸⁰. Model uyarınca, kanuni asgarî sermaye miktarına ya da şirket esas sözleşmesinde daha yüksek sermaye öngörülmüşse o tutara ulaşıncaya kadar, pay ihracından elde edilen gelirler kendiliğinden, şirketin kuruluşunda oluşturulan esas sermayeye dâhil edilir²⁸¹. Söz konusu tutarı aşan pay ihraç gelirleri, esas sermaye olarak muamele görmez ve yedek akçe olarak ayrılır²⁸². Pay ihraç gelirleri ister esas sermayeye isterse yedek akçelere dâhil edilsin, itibarî değersiz pay öngören bu sistemde, her bir pay aynı hakları ihtiva eder²⁸³.

²⁷⁵ Ferran/Ho, s. 73.

²⁷⁶ KPMG, s. 11, 417.

²⁷⁷ KPMG, s. 417.

²⁷⁸ KPMG, s. 417.

²⁷⁹ KPMG, s. 11.

²⁸⁰ KPMG, s. 419.

²⁸¹ KPMG, s. 12.

²⁸² KPMG, s. 419.

²⁸³ KPMG, s. 419.

Yedek akçelerin bir dereceye kadar korumaları vardır; zira öneriye göre yedek akçeler, yalnızca kayıpları (*losses*) veya sonraki yıla aktarılan zararları (*losses carried forward*) telafi etmek ya da esas sermayeyi artırmak için kullanılabilirler²⁸⁴.

Model, sermaye artırımından elde edilen gelirlerin sermayeye veya yedek akçelere ayrılması ihtimallerine göre iki farklı prosedür öngörmüştür. İki durumda da nitelikli genel kurul kararına ihtiyaç vardır²⁸⁵. Pay ihracından elde edilen gelirler esas sermayeye eklenmek suretiyle ayrılmışsa, esas sermayedeki azamî artışın, yeni payların toplam ihraç tutarı kadar olması sağlanmıştır²⁸⁶. Bu gelirler yedek akçelere eklenmek suretiyle ayrılmışsa, sermaye artırımının olmadığı yeni pay ihracı söz konusudur. Sermaye artırımının yapılmadığı pay ihracında pay sahipliği haklarının sulandırılmaya karşı korunması, ihraç miktarının belirtilmesi zorunluluğunun öngörülmesiyle sağlanmaya çalışılmıştır; böylece, pay oranındaki azalma net malvarlığındaki artışla dengelenir²⁸⁷.

1.4.2.2.4. Model 4: Ödeme gücü testi (*Solvency test*)

Bu model, esas sermaye sisteminin tamamen kaldırılmasını gerektirir²⁸⁸. Şirketin kuruluşundaki ve sermaye artırımındaki pay ihracı gelirlerinin pay sahiplerine dağıtımının yasaklanmamasını öngörür²⁸⁹. Pay ihracından elde edilen gelirler, -bilanço testi (*balance sheet test*) ve ödeme gücü testi (*solvency test*) gibi- yapılacak ek testlerle engellenmediği sürece dağıtımı mümkün olan bir özkaynak bileşeni (örneğin, kâr yedekleri) olarak yer alır²⁹⁰.

Modelin öngördüğü itibarî değersiz payların değeri, sadece pay sahiplerinin şirketin değerindeki oransal payına göre belirlenir²⁹¹. Pay sahipleri, itibarî değersiz paylar için pay başına eşit olacak biçimde belirlenmiş olan ihraç fiyatını ödemek zorundadır²⁹².

Bu modelde, pay ihracından elde edilen gelirler, tıpkı şirketin kuruluşunda alınan katılma payları gibi özkaynak olarak ele alınır²⁹³. Kurulştan sonraki sermaye teminine ilişkin süreç, bazen pay sayısının artışı olarak tanımlanırken²⁹⁴; bazense, sermaye artırımını terimiyle ifade edilmeye devam edilir²⁹⁵.

²⁸⁴ KPMG, s. 419.

²⁸⁵ KPMG, s. 419.

²⁸⁶ KPMG, s. 419.

²⁸⁷ KPMG, s. 419.

²⁸⁸ KPMG, s. 12, 420.

²⁸⁹ KPMG, s. 420. Bkz. Delaware ve Yeni Zelanda. Buna karşın, gerçek itibarî değersiz pay sisteminin benimsendiği Kanada ve Avustralya'da pay ihracından elde edilen gelirler pay sahiplerine dağıtılamaz (KPMG, s. 420 dn. 150).

²⁹⁰ KPMG, s. 420, 421.

²⁹¹ KPMG, s. 421.

²⁹² KPMG, s. 421.

²⁹³ KPMG, s. 421.

²⁹⁴ Yeni Zelanda'daki durum böyledir. Ayrıca Rickford Grubu'nun önerisi de benzer şekildedir.

²⁹⁵ Delaware'deki durum böyledir.

1.4.2.2.5. Model 5: Yükümlülük karşılama yeterliliği (*Solvency margin*)

Kaliforniya örneğini dikkate alan bu model, dördüncü modeli esas alır²⁹⁶. Dolayısıyla, İkinci Yönerge'nin öngördüğü esas sermaye sisteminin ve pay ihracından elde edilen gelir üzerindeki koruma kalkanının kaldırılmasını gerektirir²⁹⁷. Örneğin, Kaliforniya modeline göre kâr payı dağıtımı öncelikle kârın mevcut olup olmadığına bağlıdır. Kâr mevcut değilse, şirketin dağıtım için iki aşamalı testten geçmesi gerekir²⁹⁸. İlk olarak, dağıtımdan sonra şirketin varlıkları yükümlülüklerinin en az % 125'ine karşılık gelmeli ve ikincisi, dönen varlıklar kısa vadeli yükümlülükleri karşılamalıdır. Görüldüğü üzere, bu model dağıtımlardan sonra şirketin net malvarlığı olarak belirli bir fazlalık (*margin*) bulundurmasını şart koşar.

1.4.2.2.3. Gerçek Olmayan İtibarî Değersiz Pay (*Pseudo no par value share /Accountable par*)

İkinci Yönerge, iki pay türü olarak “itibarî değerli pay” ve Belçika uygulamasına dayanan “accountable par” sistemlerini kabul etmiştir. *Accountable par* ile ifade edilmek istenen “kesirli değer” (*fractional value*) ihtiva eden paydır; bu sebeple kavramı “kesirli pay” olarak Türk hukukuna aktarmak yerinde olacaktır. Bu pay türü gerçek olmayan itibarî değersiz pay (*pseudo no par value share*) olarak nitelendirilir. Yukarıda belirtildiği üzere, bazı Avrupa ülkelerinin “accountable par” alternatifinden yararlanarak itibarî değersiz pay (*no par value shares*) kavramını takdim etmelerine rağmen, bunlar ABD ve bazı İngiliz Milletler Topluluğu devletlerinde anlaşıldığı şekilde “gerçek” itibarî değersiz pay değillerdir²⁹⁹.

İkinci Yönerge itibarî değersiz pay olarak “accountable par”ı tanımıştır. Bu paylar, esas sermayenin bir yüzdesini temsil eder; payların değeri, esas sermayenin çıkarılmış payların sayısına bölünmesiyle tespit edilir³⁰⁰. Payların üzerinde yazan nominal bir değer bulunmaz³⁰¹.

TTK Genel Gerekçe Paragraf 63'e göre, “itibarî değerli paylardan tam olarak vazgeçemeyen ülkeler, bu paylar yanında, öğretide bir çeşit “rötuş” veya “kozmetik” düzenleme olarak nitelenen yeni ve (tabir caizse) “arada kurum”a yer vermişlerdir: Bu “yarı itibarî değersiz” veya “gerçek olmayan itibarî değersiz pay” şeklinde adlandırılan paydır”. Şunu belirtmek gerekir; AB’de itibarî değerli paylardan vazgeçmek isteyen başta İngiltere

²⁹⁶ KPMG, s. 422.

²⁹⁷ KPMG, s. 422.

²⁹⁸ KPMG, s. 422. Ayrıntılı bilgi için bkz. “Dağıtım Sistemleri”.

²⁹⁹ Konuya ilişkin bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

³⁰⁰ Santella/Turrini, s. 445. Daha basit bir anlatımla, “accountable par”ın (*kesirli payın*) değerinin tespitinde formül şudur: Esas sermaye ÷ Çıkarılmış pay sayısı.

³⁰¹ Santella/Turrini, s. 445.

gibi ülkeler, İkinci Yönerge'nin getirdiği esas sermaye sistemi³⁰² sebebiyle itibarî değersiz pay için gelişim kaydedememektelerdir. Örneğin, Fransa'da genel eğilim, noksanlıklarına rağmen uygun bir enstrüman olduğu düşünülen esas sermaye sisteminin, borsaya kote olmayan şirketlerde korunması yönündedir; buna karşın, borsaya kote şirketlerde esas sermaye sistemi terk edilerek, bir ödeme gücü veya likidite testinin (*solvency or liquidity test*) benimsenebileceği kabul edilir³⁰³. Fransız doktrinde, bu sistemin kabulü hâlinde, mali ve idari hakların tahsisinde, sahip olunan pay sayısının referans alınabileceği savunulur³⁰⁴.

Gerçek olmayan itibarî değersiz pay sisteminde, esas sözleşmede sermayenin kaç adet paya bölündüğünün yazılmasıyla yetinilmekte, fakat payın itibarî değeri belirtilmemektedir (TTK Genel Gerekçe Paragraf 63). Bu tür paylarda, esas sermayenin matematiksel miktarı, ilişkilendirildiği paylara bölünür³⁰⁵. Esas sermaye dağıtımlara karşı korunduğu için, itibarî değer kavramı (başka görünümde de olsa) önemini kaybetmez³⁰⁶. Nitekim doktrinde bazı yazarlar, bu payları “potansiyel nominal (itibarî) değerli” paylar olarak ifade etmektedir³⁰⁷.

Gerçek olmayan itibarî değersiz pay kavramı Alman hukukunda AktG § 8/3'de düzenlenen *Stückaktie* (parça pay)³⁰⁸ kavramıyla karşılık bulmuştur. AktG § 8/3 uyarınca, “parça payların itibarî değeri bulunmaz. Şirketin parça payları, esas sermayenin eşit kısmını temsil ederler. Münferit parça paylara tahsis edilen esas sermayeye katılma değeri bir (1) Euro'dan az olamaz. (2) numaralı fıkra, ikinci ve üçüncü cümle, *mutatis mutandis* uygulanır”. Parça payda, bir paya karşılık gelen tutar belirtilmeksizin esas sermaye paylara bölünmektedir³⁰⁹. Bu payların itibarî değeri yoktur; sadece sermayeye katılım tutarları (her bir paya isabet eden katılım miktarı) vardır³¹⁰.

AktG § 8/1 gereği, “paylar itibarî değerli pay ya da parça pay olarak oluşturulabilir”. Bir anonim şirket hem itibarî değerli pay hem de parça pay çıkaramaz; bu iki sistemden biri tercih edilmelidir³¹¹. AktG § 8/1 iki sistemin birlikte uygulanmasına izin vermemektedir.

POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, parça payın yararlarını şöyle sıralamaktadır³¹²: Her bir payın sermayeden kendisine isabet eden katılma tutarı farklı olabilir. Mesela örnekteki

³⁰² Bugün yürürlükte bulunan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde, İkinci Yönerge'nin öngördüğü sermaye sistemi önemli ölçüde korunmaktadır.

³⁰³ Urbain-Parléani, s. 483.

³⁰⁴ Urbain-Parléani, s. 483.

³⁰⁵ KPMG, s. 410.

³⁰⁶ KPMG, s. 410.

³⁰⁷ Santella/Turrini, s. 445.

³⁰⁸ “Stückaktie” kavramı Türk doktrinde “parça pay” olarak Türkçe'ye çevrilmektedir. Bkz. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 561, 562; Pulaşlı, Cilt II, s. 1717. Ancak, Federal Adalet Bakanlığı'na bağlı Bundesamt für Justiz (*Federal Adalet Ofisi*) tarafından yapılan AktG'nin İngilizce çevirisinde “Stückaktie” terimi “no-par-value shares” olarak çevrilmiştir.

³⁰⁹ Pulaşlı, Cilt II, s. 1717.

³¹⁰ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 562.

³¹¹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 562.

katılım tutarının 1 Euro 20 Cent olması hâlinde 20 Cent de kâr payı hesabına katılır; paylar tabana kolayca yayılabilir. Oy hakları parça paylara göre belirlendiğinden pay sahipleri demokrasisi daha etkin sağlanır. İtibarî değer ve piyasa değeri karışıklığı ortaya çıkmaz.

AktG § 8/4 uyarınca, *“itibarî değerli payların temsil ettikleri esas sermayeye katılma payı, nominal tutarları ile esas sermaye arasındaki orana göre belirlenirken, parça paylarda esas sermayeye katılım oranı pay sayısı esas alınarak belirlenir”*. Şu durumda, parça pay sisteminde, ortakların hak ve borçlara katılımlarında ölçüt pay sayısıdır. AktG § 134/1 gereği, *“oy hakkı, payların nominal değerine dayalı olarak kullanılır; parça paylarda ise, bunların sayısı esas alınır”*. Oy hakkının tespitinde, parça payların sayısının esas alınması, bu sistemin esas sermaye sistemine aykırılık teşkil ettiği izlenimi uyandırır da; AktG § 8/3 ve 8/4’te, parça payların değerinin, esas sermayeye atıfta bulunularak tespit edildiği görülür. Ayrıca, AktG § 9’da, esas sermayede parça paya tahsis edilen değerden daha düşük bir bedelle payın çıkarılamayacağı düzenlenmiştir. Parça payların karşılığını oluşturan tutarların toplamı sermayeyi ifade eder ve bu sermaye kanunen öngörülen asgarî sermayeden az olamaz. Parça pay sistemi esas sermaye sistemine aykırılık teşkil etmez. Nitekim parça paya ilişkin getirilen düzenlemelerle gerçek itibarî değersiz pay (*true no par value share*) sistemi benimsenmemiştir.

“Accountable par” (*kesirli pay*) sisteminde, daha önce çıkarılmış payların kesirli değerinin altında “kesirli” yeni paylar çıkarmak mümkündür³¹³. SANTELLA/TURRINI, payların daha düşük kesirli pay olarak ihraç edilmesi mümkün olduğu için, finansal zorlukları aşmada kullanılan “sermaye azaltma artı sermaye artırımı” tekniğine başvurmaya gerek olmadığını ifade etmişlerdir³¹⁴.

Gerçek ve gerçek olmayan itibarî değersiz pay sistemleri arasındaki tek fark, gerçek itibarî değersiz paylar şirketin değeriyle ilişkiliyken; kesirli paylar şirketin esas sermayesiyle ilişkilidir³¹⁵. SANTELLA/TURRINI, İkinci Yönerge’de, payların temsil ettiği esas sermaye ile oy ve kâr payı haklarının ilintili olması şart koşulmadığı için, bu farkın önemli sonuçları bulunmadığı görüşündedir³¹⁶. Ancak, yazarlar, oy ve kâr payı haklarının tespitinde payların ilk çıkarıldıkları tarihteki kesirli değerinin esas alınacak olmasının düzenlediği durumlarda, sorun çıkabileceğini belirtmişlerdir³¹⁷. SANTELLA/TURRINI, bu gibi durumlarda, müteakip paylara ilişkin oy ve kâr payı haklarının tarihsel kesirli değere göre ayarlanabileceği veya

³¹² Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 562.

³¹³ Santella/Turrini, s. 445.

³¹⁴ Santella/Turrini, s. 446. İlgili tekniğe ilişkin bkz. dn. 221.

³¹⁵ Santella/Turrini, s. 446.

³¹⁶ Santella/Turrini, s. 446.

³¹⁷ Santella/Turrini, s. 446.

İkinci Yönerge'den hareketle çıkarılmış toplam pay sayısı ya da kullanılacak toplam oy sayısı referans alınarak, oy ve kâr payı haklarının belirlenebileceği düşüncesindedir³¹⁸.

Diğer taraftan, kesirli payların piyasa fiyatının altında ihraç edilebildiği yönündeki gözleme dayanarak, bu payların pay sahipliği haklarının sulandırılmasına yol açabildiği ileri sürülmektedir³¹⁹. Örneğin, sadece tek sınıf paya sahip dolaşımda 100 payı bulunan bir şirketin her bir payı esas sermayenin 1/100'ünü temsil edecektir. Bu şirket piyasa değerinin altında bir bedel karşılığında 50 pay daha ihraç ederse, her bir pay esas sermayenin 1/150'sini temsil edecektir. Bu durum önceki pay sahiplerinin haklarının sulandırılmasına yol açacaktır. Bu ihtimale karşı, sulandırma hakkında karar verme yetkisinin, genel kurul rehberliğinde, yönetim kurulunun görevleri arasında yer alması gerektiği savunulmaktadır³²⁰.

Türk hukukunda gerçek itibarî değersiz pay sistemi henüz kabul görmediği gibi, gerçek olmayan itibarî değersiz pay sistemi de öngörülmemiştir.

1.4.2.2.4. Primli Pay

Paylar, primli pay olarak bilinen itibarî değerinin üzerinde bedelle çıkarılabilirler³²¹. İtibarî değer üzerinde bedel esas sözleşmede veya genel kurulun sermaye artırımı kararında öngörülebilir³²². Payın itibarî değerinin üzerindeki farka “agio” veya “prim”, böyle paylara da “agiolu paylar” veya “primli paylar” denilir³²³. Primden söz açabilmek için, payın anonim şirket tarafından çıkarılması sırasında farkın öngörülmesi gerekir; ikincil piyasalarda pay için itibarî değer üzerinde bir bedelin ödenmesi hâlinde, bu fark “prim” değildir³²⁴.

İhraç primlerinin sermaye hesabına değil, yedek akçe hesabına kaydedilmesi gerekir³²⁵. Yeni payların çıkarılması dolayısıyla sağlanan primin, çıkarılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler için kullanılmamış bulunan kısmı genel kanuni yedek akçeye eklenir (TTK m. 519/2-a). Primlerin nasıl kullanılacağını gösteren bu düzenleme 6762 Sayılı TTK m. 466'dan alınmıştır.

Pay primlerinin dağıtımına izin verilmesi bakımından farklı uygulamalar göze çarpar. Fransa ve İsveç'te primlerin pay sahiplerine dağıtımına izin verilmekte iken; primleri esas sermayenin bir parçası olarak kabul eden İngiltere, Almanya ve Polonya'da dağıtımına izin

³¹⁸ Santella/Turrini, s. 446.

³¹⁹ Santella/Turrini, s. 446.

³²⁰ Wymeersch, Eddy, **Reforming the Second Company Law Directive**, Working Paper Series No. WP 2006-15 (2006) Financial Law Institutes, s. 7; Santella/Turrini, s. 446.

³²¹ Ferran/Ho, s. 97.

³²² Yıldız, Şükrü, “Anonim Ortaklıkta İhraç Primleri (Agio)”, **Makalelerim 1988-2007**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2008, ss. 137-154, (Yıldız, Agio), s. 137.

³²³ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 561.

³²⁴ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 561; Yıldız, Agio, s. 137, 138.

³²⁵ Yıldız, Agio, s. 137.

verilmemektedir³²⁶. Türk hukukunda ise, primlerin ortaklara dağıtımı yasaktır³²⁷. Almanya ve Polonya’da primlerin dağıtımına izin verilmeyerek, bu primlerin zararları kapatma amacıyla kullanılabilmesi için korunması sağlanmaktadır³²⁸. Almanya’da, İkinci Yönerge m. 15’in³²⁹ amacı ve getirdiği anlayış dikkate alınarak, primlerin de esas sermayeyle aynı şekilde kanunen bağlı malvarlığı olarak korunması gerektiği görüşü hâkimdir³³⁰. Rickford Grubu ise, İkinci Yönerge’de primlerin esas sermayenin bir parçası olduğunu düzenleyen açık bir hüküm bulunmadığından ve bunların korunması gereken kalemler içerisinde yer almadığından hareketle, primlerin dağıtımının mümkün olduğu görüşündedir³³¹. Benzer şekilde FERRAN/HO da, İkinci Yönerge’de primlerin esas sermayenin bir parçası olarak ele alınmasını gerektiren bir düzenlemenin yer almadığını ileri sürerek, Birleşik Krallık hükümetinin bu yönde bir değişiklik yapması gerektiğini ifade etmiştir³³². Bu tartışma, sermayenin korunması ilkesinin kapsamını tespit etme bakımından önemlidir. Şayet, primler kanunen bağlı malvarlığı olarak değerlendirilmezse, sermayenin korunması ilkesi primlerin pay sahiplerine dağıtılamaz kalemler arasında yer almasını gerektirmeyecektir. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi de primlerin dağıtımı konusunda açık bir düzenleme getirmemiştir. Primlere ilişkin getirilen yeni düzenleme olarak, “conditions for redemption of share”³³³ (*payların geri alım koşulları*) başlıklı madde 82/1-(g)’de, payların geri alınması sonucu pay sahiplerine prim ödenmesinin düzenlendiği hallerde³³⁴, primin sadece (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/1-4 gereği) dağıtımı mümkün olan meblağdan ya da 82/1-(e)’de ifade edilen kalemler³³⁵ dışındaki yedek akçelerden ödenebileceği hükme bağlanmıştır. Bu hükmün kaleme alınış biçimini dikkate alarak, amacına göre yorumladığımızda, primlerin dağıtılabılır kalemler içerisinde yer almadığı sonucuna ulaşılır.

Almanya’da primlerin ve esas sermayenin yanı sıra, şirketin tüm malvarlığı unsurlarının, kanuni dağıtım yolları dışında, pay sahiplerine dağıtımına konu yapılması

³²⁶ KPMG, s. 146.

³²⁷ Pulaşlı, Cilt II, s. 1716; Yıldız, Agio, s. 149. Türk hukukunda prim anonim şirketin kazancı niteliğinde değerlendirilmez (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 561).

³²⁸ KPMG, s. 146.

³²⁹ Düzenleme 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56’da aynen korunmaktadır.

³³⁰ Lutter, s. 5 dn. 11.

³³¹ Rickford, Reforming Capital, s. 939.

³³² Ferran/Ho, s. 98.

³³³ İngiltere’de *public company* sadece şirket esas sözleşmesinde yetki tanınmışsa “redeemable share” (*geri alınabilir pay*) çıkarabiliyorken, *private limited company* esas sözleşmesinde herhangi bir sınırlama veya istisna öngörülmemesi kaydıyla geri alınabilir pay çıkarabilir (Hannigan, s. 602).

³³⁴ Bu içerikte bir düzenlemeye üye ülke kanunlarında veya şirket esas sözleşmesinde yer verilmiş olabilir.

³³⁵ İlgili yönerge 82/1-(g) uyarınca, 82/1-(e)’de ifade edilen kalemler, esas sermayenin azaltılması dışında pay sahiplerine dağıtılamayan değerlerdir.

yasaklanmıştır; böylece şirketin tüm net malvarlığının korunması sağlanmaktadır³³⁶. Bu, aynı zamanda pay sahipleriyle yapılan, “arm’s length”³³⁷ gerçekleştirilmeyen işlemleri de içerir³³⁸.

1.5. Esas Sermaye Sisteminin İşlevleri

Teoride, esas sermaye sisteminin³³⁹ (kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılmış sermayenin) geleneksel olarak üç işlevinden bahsedilir³⁴⁰: 1- Şirketin alacaklıları için teminat teşkil eder. 2- Şirketteki gücün paylaşılmasında anahtar rolü görür³⁴¹. 3- Şirketin önemli bir finansman kaynağıdır. Bunların yanına esas sermayenin alarm sinyali³⁴², pay sahiplerini koruma ve potansiyel alacaklılar için sinyal aygıtı işlevlerini de eklemek gerekir.

İkinci Yönerge’de değişiklik yapılması hakkındaki 2006/68 sayılı AB Yönergesi’nde yeni bir esas sermaye tanımı ve bu kapsamda esas sermayeye tanımlanmış yeni bir işlev öngörülmemiştir³⁴³. Bu yönergeleri yürürlükten kaldıran gerek 2012/30 sayılı AB Yönergesi’nde gerekse 2017/1132 sayılı AB Yönergesi’nde de esas sermayeye yeni bir işlev getirilmemiştir.

1.5.1. Alacaklıları Koruma (Teminat) İşlevi

Alacaklıların, şirketin kontrol sahipleri olarak adlandırılabilir bir gruba karşı korunmaları gerekir³⁴⁴. Kontrol sahipleri, şirketin faaliyetleri hakkında karar alma yetkisine sahip olan kişilerdir³⁴⁵. Şirketin yöneticileri, en belirgin kontrol sahipleridir³⁴⁶. Yöneticiler şirket adına karar alma (yönetim) ve ayrıca hukuki anlamda şirketin temsilcisi olarak üçüncü kişilerle şirketi bağlayıcı işlem yapma yetkisine sahiptirler (temsil)³⁴⁷. Ancak bir şirketin kontrol sahipleri, yöneticilerle sınırlı değildir³⁴⁸. Çoğu kez, özellikle halka açık olmayan şirketlerde, pay sahipleri de kontrol sahibi olarak hareket eder³⁴⁹. Payları borsada işlem gören

³³⁶ KPMG, s. 146.

³³⁷ *Arm’s length transaction* “Örtülü Dağıtım Yasağı” konusunda işlenmiştir.

³³⁸ KPMG, s. 146.

³³⁹ “Sermayenin nitelikleri” başlığından itibaren “sermaye” kelimesi, esas sermaye ve çıkarılmış sermaye kavramını birlikte ifade etme amacıyla kullanılmıştır. Ancak, çalışmanın özellik arz eden bazı bölümlerinde ve özellikle karşılaştırmalı hukukun ele alındığı bölümlerde, karışıklığa yol açmamak için, yer yer “esas sermaye” kavramının kullanılması uygun görülmüştür.

³⁴⁰ Urbain-Parléani, s. 482.

³⁴¹ Bu fonksiyona “pay sahipliği hakları bakımından ölçü olma işlevi” denilebilir.

³⁴² Kuhner, s. 350 dn. 25; KPMG, s. 415.

³⁴³ Urbain-Parléani, s. 482.

³⁴⁴ Bachner, Thomas, **Creditor Protection in Private Companies, Anglo-German Perspectives for a European Legal Discourse**, First Published, Cambridge University Press, New York, 2009, (Bachner, Creditor Protection), s. 21.

³⁴⁵ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁴⁶ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁴⁷ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁴⁸ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁴⁹ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

şirketlerde de iyi örgütlenmiş küçük bir pay sahibi kitlenin şirketin kontrol sahibi konumuna gelmesi mümkündür. Pay senetleri geniş halk yığınlarına yayılmış, teknik terimle atomize olmuş, pay senetleri borsada işlem gören anonim şirketlerde bazen yüzde yirmi beş/otuz, hatta daha küçük orandaki pay sahiplikleriyle (iştiraklerle) de hâkimiyet³⁵⁰ kurulabilir (TTK m. 195/2 Gerekçesi).

Az pay sahipli şirketlerde, pay sahipleri genellikle kendilerini yönetici (pay sahibi yönetici) olarak atarlar; böyle bir tercihte bulunulmasa bile, pay sahipleri, en azından, önemli nitelikteki işlemlerde veya şirketin finansal zorluk içinde bulunduğu durumlarda sıklıkla karar alma sürecinde yer alacaklardır³⁵¹. Genelde yöneticiler pay sahiplerinden oluşmasa bile, bu kişiler özellikle aile bağları gibi gayri resmî bağlarla birbirlerine bağlı olmaktadır ve bu bağ dışarıdakilerin ulaşamayacağı şekilde bilgi paylaşımına ve pay sahiplerinin yöneticilerin performansını izlemelerine olanak tanımaktadır³⁵². Sonuç olarak, şirketin ayrı bir tüzel kişiliği haiz olmasına rağmen, kontrol sahipleri, şirketin kendi ekonomik veya finansal amaçlarına hizmet etmesini sağlayabilirler³⁵³.

Şirket kârlı kaldığı sürece kontrol sahipleri (özellikle pay sahipleri) şirketin başarısının devamı yönünde iradeye sahip olacaklardır³⁵⁴. Ancak, şirketin iflase yaklaştığı durumlarda, pay sahiplerinin ve yöneticilerin fırsatçı davranışlarında artış riski vardır³⁵⁵. Pay sahipleri için iflas, alacaklıların taleplerini karşılamak amacıyla kullanılacak olan yatırımlarının kaybı anlamına gelir³⁵⁶. Şirket riskli bir finansal durumdayken, pay sahipleri şirket varlıklarını kendilerine temlik ederek konumlarını güvene almaya çalışabilirler³⁵⁷. Bu gerçek, alacaklıların korunması yönünden iflas hukuku ve özellikle bu kapsamda aciz hâli hukukuyla şirketler hukuku arasındaki bağı ortaya koyar³⁵⁸. BACHNER, İngiliz doktrininde alacaklıların korunması bağlamında aciz hâli hukukuyla (*insolvency law*) şirketler hukuku arasında

³⁵⁰ “...bir şirket diğeri üzerinde herhangi bir şekilde bir etki icra edebilmek gücüne sahipse o şirket “hakimiyet” kurmuş demektir. Kontrol, matematiksel ve dolayısıyla kesin bir ölçüttür. Hakimiyet ise, karinelere de sonuç bağlar. “Kontrol” anlayışı, ana şirketin yavru şirketler üzerinde kurduğu veya kurduğu varsayılan hakimiyet olgusu üzerine yapılandırılmıştır. Kontrol araçları “kontrol” sistemini benimseyen düzenlemelerde çoğu kez sıra numarası altında sayılır: Sermaye çoğunluğu, oy çoğunluğu, yönetim organındaki üyelerin çoğunluğu gibi. Kontrol sisteminde hakimiyetin uygulanıp uygulanmadığına bakılmaz; hatta hakimiyetin uygulanmadığının ispatına bir sonuç bağlanmaz... Tasarı, 195 inci maddenin birinci fıkrasından açıkça anlaşıldığı üzere “kontrol” sistemini temel almış, sadece ikinci fıkrasında bir karine kabul etmiştir. Karineye dayanılması halinde karşı taraf bunun aksini ispat etmek zorundadır” (TTK Madde Gerekçeleri Şirketler Topluluğu -195 ilâ 209 ncü Maddelerle İlgili Genel Açıklamalar-).

³⁵¹ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁵² Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁵³ Bachner, Creditor Protection, s. 21.

³⁵⁴ Bachner, Creditor Protection, s. 22.

³⁵⁵ Lennarts, Loes, “Directors’ and Shareholders’ Liability as a Means of Protecting Creditors of the BV”, **European Business Organization Law Review**, 8, 2007, pp. 131-141, s. 132, 133.

³⁵⁶ Lennarts, s. 133.

³⁵⁷ Lennarts, s. 133.

³⁵⁸ Bachner, Thomas, “Creditor protection through insolvency law in England”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 427-479, (Bachner, Insolvency), s. 428.

derinlemesine bağ kurulmasına karşın, konunun Almanya ve Avusturya doktrininde yeterince dikkat çekmemesinden yakınmaktadır³⁵⁹. Diğer taraftan, konunun şirket menfaati kavramıyla ilişkisini ortaya koyan MICHELER'e göre³⁶⁰, “*şirketin menfaatleri normal şartlarda pay sahiplerinin menfaatlerine eşittir. Şirket aciz hâline yaklaştığında, şirketin menfaatleri pay sahiplerinin menfaatlerinden ziyade alacaklılarının ortak menfaatleri haline gelir*”. Yazar, ödemededen aciz³⁶¹ durumdaki şirkette alacaklıların menfaatini gözetmeyen yöneticilerin şirketin menfaatini gözetme yükümlülüğünü ihlal etmiş olacağını belirtmiştir³⁶².

Pay sahipleriyle alacaklılar arasında çıkar çatışması sadece iflasa yakın şirketlere özgü değildir. Ödeme gücü içinde olmayan şirketlerin faaliyetleri de alacaklılar için risk oluşturabilir. Bu riskler çeşitli şekillerde ortaya çıkabilir. Bazı riskler, şirketin ürünleri için piyasayı daraltan ekonomik gerileme veya hükümet politikasında ani bir değişiklik olması gibi dış kaynaklardan meydana gelebilir³⁶³. Bazı risklerse, şirket yöneticilerinin dolandırıcı veya sadece kendi menfaatlerine çalışan veya yetersiz kişiler olması gibi iç kaynaklardan doğabilir³⁶⁴. Şirket, pay sahiplerinin talepleri doğrultusunda yüksek riskli yatırımlara yönelmek isterken; alacaklılarsa daha az riskli yatırımların tercih edilmesini isteyebilirler³⁶⁵. Bu tip riskler, ticari risk olduğu için, esas sermaye sisteminin düzenleme alanına girmezler.

Avrupa anlayışı, borçlu şirketin, pay sahipleri lehine fırsatçı davranışlarının alacaklılar için tehdit oluşturabileceği düşüncesini temel alır. Sermayenin korunması ilkesi bu tür davranışların oluşturabileceği risklere karşı tasarlanmıştır. Sermayenin korunması yoluyla alacaklıların korunması meselesi Avrupa şirketler hukuku uyumlaştırılması sürecinin kilit role sahip faktördür³⁶⁶. Alacaklıların korunması, tarihsel olarak ihtiyatlılık kavramı ve gerçekleştirilmiş hasılat ilkelerine dayalı Avrupa muhasebe kurallarını etkileyen, sermayenin korunması ilkesinin bir unsurudur³⁶⁷. Bu esastan hareketle, sadece gerçekleşmiş kârlar bilançoda gösterilebilir ve pay sahiplerine dağıtılabilir³⁶⁸. İkinci Yönergede sermayenin korunması kurallarının bir parçası olarak öngörülen dağıtım düzenlemeleri, şirketin pay

³⁵⁹ **Bachner**, Insolvency, s. 428. High Level Grubu da, AB'ye üye ülkelerin, ulusal hukuklarında şirketler hukukuyla aciz hâli hukukunun birlikte ele alınması gerektiği önerisinde bulunmaktadır (The High Level Group of Company Law Experts, **Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe**, Brussels, 4 November 2002, s. 68).

³⁶⁰ **Micheler**, s. 163 dn. 48.

³⁶¹ Çalışmada ödemededen aciz hâli, “*borçlunun ödeme araçlarındaki yetersizlikten dolayı, hemen ifası gereken para borçlarını ödeme gücünden yoksun bulunması ve bu durumun sürekli nitelik taşıması*” anlamında kullanılmıştır (Deynekli, Adnan, “Aciz Hali ve İflasın İşçi Alacaklarının Tahsiline Etkisi”, Ankara Barosu Dergisi, Yıl:67, Sayı: 2, Bahar 2009, ss. 43-47, s. 44).

³⁶² **Micheler**, s. 163 dn. 48.

³⁶³ **Gullifer/Payne**, s. 82.

³⁶⁴ **Gullifer/Payne**, s. 82.

³⁶⁵ **Gullifer/Payne**, s. 82.

³⁶⁶ **Kuhner**, s. 342.

³⁶⁷ **FEE**, s. 6.

³⁶⁸ **FEE**, s. 6.

sahiplerine keyfiyete dayalı olarak değerlerini devretmesini engellemeyi amaçlar. Böylece şirketin, pay sahipleri lehine, ancak alacaklılar aleyhine fırsatçı davranışlarının önüne geçilir. Benzer düşünceden hareketle, TTK m. 511’de kazanç payı dağıtımına ilişkin sınırlar öngörülerek, yöneticilerin, pay sahipleri ve alacaklılar aleyhine fırsatçı davranışları engellenmeye çalışılmıştır. Yatırımcı ve pay sahiplerini merkeze alan IFRS’nin aksine; esas sermaye sistemi, sermayenin korunması kurallarıyla alacaklıları merkeze alır³⁶⁹.

Esas sermaye, alacaklılar için teminat teşkil edecek asgarî miktar olarak bilançonun pasif tarafında itibarî bir rakam olarak yer alır. Pay sahiplerinin katılma payları gerçek değerleri itibarıyla esas sermayeyi eksiksiz karşılamalıdır. Esas sermaye alacaklıların lehine bir “garanti miktarı”nı temsil etmek üzere, şirketin safî malvarlığı olarak aşınmadan muhafaza edilmelidir³⁷⁰.

Esas sermaye, pay sahiplerince şirkete getirilen “çelik kasada saklanan altın külçe” değildir³⁷¹. Esas sermayenin korunması, şirketin bu malvarlığı unsuru üzerinde herhangi bir tasarrufta bulunmayacağı anlamına gelmez. Zira esas sermaye şirketin en önemli finansman kaynaklarından. Şirket bu kaynağı kullanarak işletme konusuna giren iş ve işlemleri yapacaktır. Esas sermaye sistemi, pay sahipleri tarafından katılma payı olarak öngörülen payların itibarî değerlerinin toplamını ve varsa iç kaynaklardan bu unsura eklenen nakdi değer ile bazı yedek akçeleri pay sahiplerine karşı korumayı amaçlar. Şirketin esas sermayesini kullanarak üçüncü kişilerle yapmış olduğu hukuki işlemler sonucu esas sermayenin azalması ya da kaybedilmesi, esas sermaye sisteminin düzenleme alanına girmez ve özellikle bu sistemin bir unsuru olan sermayenin korunması ilkesinin ihlali anlamına gelmez. Sermayenin korunması ilkesi, malvarlığı unsurlarının pay sahiplerine temlikini kısıtlasa da, ticari zararlar sebebiyle şirketin aktiflerinin tükenmeyeceğini garanti etmez³⁷². Nitekim sermayenin korunması ilkesine yönelik kurallar, şirket ile pay sahipleri arasındaki varlıkların³⁷³ devrini konu alan işlemleri -başka bir ifadeyle dağıtımları- düzenlemekte ve denetim altında tutmaktadır³⁷⁴. Bu ilke, şirketin ticari başarısı veya başarısızlığı ile ilgilenmez ve iflas

³⁶⁹ FEE, s. 10.

³⁷⁰ Pulaşlı, Cilt I, s. 664; Tekil, s. 100.

³⁷¹ Kırca/Şehirli/Manavgat, s. 309 (ve yazarların dn. 43’te belirttikleri eser).

³⁷² Armour, John, “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”, *The Modern Law Review*, Vol. 63, No. 3, May 2000, pp. 355-378, (Armour, Share Capital), s. 371; Davies, Paul, “Directors’ Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency”, *European Business Organization Law Review*, 7, 2006, pp. 301-337, (Davies, Vicinity of Insolvency), s. 309.

³⁷³ Bilançoda pasifler, aktiflere (= varlıklar) karşılık teşkil eden yükümlülüklerdir. Yükümlülüklerin (*liabilities*) karşılığını oluşturan varlıklar (*assets*) ivazsız veya değerinin altında elden çıkarılırsa, yükümlülüklerin teminatları zayıflatılmış olacağı için ifa edilebilme olanakları güçleşebilir veya tamamen ortadan kalkabilir.

³⁷⁴ Schön, Wolfgang, “The Future of Legal Capital”, *European Business Organization Law Review*, 5, 2004, pp. 429-448, (Schön, Legal Capital), s. 437; Davies, Vicinity of Insolvency, s. 309.

işlemlerinin zamanında başlatılıp başlatılmayacağının tespiti ile de ilgili değildir³⁷⁵. Hiçbir düzenleme ticaret yoluyla sermaye kaybını engellemez³⁷⁶.

Şirketin kâr elde etmesiyle veya varlıkların değer kazanmasıyla şirketin net malvarlığı (= özkaynakları) artarken; şirketin zarar etmesiyle veya varlıkların değer kaybetmesiyle özkaynaklar azalır³⁷⁷. Esas sermaye şirketin özkaynaklarının artışından etkilenmez; sabit bir rakam olarak özkaynaklar içerisindeki yerini korur. Özkaynaklardaki azalma ise miktarına bağlı olarak esas sermayeyi etkileyebilir.

1.5.1.1. Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?

Pay sahipleri, genellikle, genel kurulda doğrudan, yöneticiler aracılığıyla dolaylı biçimde şirkette kontrol sahibidir³⁷⁸. Şirkette kontrol sahibi olan pay sahipleri, alacaklıların menfaatleri pahasına da olsa, çeşitli yollardan kendileri için yarar elde edebilecek pozisyonlardır. Kontrol sahibi olan pay sahipleri, şirketin malvarlığı değerlerinin kendilerine devri veya haksız ticaret (*wrongful trading*) konusunda yöneticiler³⁷⁹ üzerinde nüfuzlarını kullanabilirler³⁸⁰. Borç ilişkisi kurulduktan sonra, pay sahiplerinin sermaye yatırımlarını şirketten geri çekme ihtimaline karşı alacaklıların korunması gerekir³⁸¹. Buna karşın, olağan ticari faaliyetlerde şirketin sermayesini kaybetmiş olması alacaklıların göze alması gereken bir risktir³⁸². Bu nedenle, sermayenin korunması ilkesini sözleşme sonrası fırsatçılık maliyetlerini azaltan bir yaklaşım olarak değerlendirmek mümkündür³⁸³. Gerçekten sermayenin pay sahiplerine iadesini kısıtlayan kurallar, alacaklının, pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarının teşkil ettiği risklere karşı korunması olarak değerlendirilebilir³⁸⁴. Şu durumda sözleşme sonrası pay sahiplerinin olası fırsatçı davranışlarını tespit etmek ve bu davranışlara karşı sermayenin korunması ilkesi ve esas sermaye sistemin koruyucu etkisini test etmek yerinde olur.

³⁷⁵ Schön, Legal Capital, s. 437.

³⁷⁶ Rickford, Reforming Capital, s. 930.

³⁷⁷ Kırca/Şehirli/Manavgat, s. 309.

³⁷⁸ Gullifer/Payne, s. 147.

³⁷⁹ Yöneticilerin haksız ticaret yapması, özen ve bağlılık yükümlüğünün ihlalidir. İflasa yaklaşan şirkette, şirketin menfaati alacaklıları koruma yükümlülüğünde saklıdır; yöneticilerin bu koruma yükümlülüğüne aykırı işlem ve eylemleri onların hukuki sorumluluğuna yol açacaktır.

³⁸⁰ Lennarts, s. 133.

³⁸¹ Armour, Share Capital, s. 367.

³⁸² Armour, Share Capital, s. 367.

³⁸³ Armour, Share Capital, s. 367.

³⁸⁴ Armour, John, "Legal Capital: An Outdated Concept?", *European Business Organization Law Review*, 2006, 7, pp. 5-27, (Armour, Legal Capital), s. 11.

Doktrinde, sözleşme sonrası alacaklı borçlu ilişkisinde, borçlunun ahlaki tehlike barındıran davranışlarının belirli tipik kalıpları belirlenmiştir³⁸⁵: 1- Fayda sağlayıp kaçmak, 2- iflas işlemlerinde aşırı erteleme 3- yeniden canlanma için kumar, 4- sözleşme sonrası borçlanmayı artırarak alacaklıların üzerindeki riski artırmak.

Bununla birlikte, Michael C. Jensen ve William H. Meckling³⁸⁶ tarafından tanımlanan, Clifford Smith ve Jerold Warner³⁸⁷ ve Stewart Myers³⁸⁸ tarafından kabul görerek kapsamı ortaya konulmaya çalışılan *agency costs*³⁸⁹ kavramı (“vekâlet maliyetleri” olarak Türkçe’ye çevirebileceğimiz bu kavram bazı kaynaklarda “temsil maliyeti/maliyetleri”³⁹⁰

³⁸⁵ Kuhner, s. 348; Lennarts, s. 133 vd.; Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin, **Principles of Corporate Finance**, Twelfth Edition, Mc Graw Hill Education, New York, 2017, s. 304, 473 vd..

³⁸⁶ Jensen, Michael J./Meckling William H., “Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, (1976), pp. 305-360.

³⁸⁷ Smith, Clifford W./Warner Jerold B., “On Financial Contracting, An Analysis of Bond Covenants”, **Journal of Financial Economics**, 7, (1979), pp. 117- 161.

³⁸⁸ Myers, Stewart C., “Determinants of Corporate Borrowing”, **Journal of Financial Economics**, 5, (1977), pp. 147-175.

³⁸⁹ Temsil yetkisi şirket faaliyetlerinin merkezinde yer alır (Cahn, Andreas/Donald, David C., **Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA**, First Published, Cambridge University Press, New York, 2010, s. 299). Temsil yetkisinin üçüncü kişilere verilmesi, büyük şirketlerin özelliklerinden biridir (Cahn/Donald, s. 299). Ancak, temsil yetkisi tek başına yönetim yetkisi vermez. Temsil dış ilişkide, yönetim ise iç ilişkide hukuki sonuç doğurur. Yönetim yetkisiyle birlikte temsil yetkisinin verilmesi büyük şirketlerde sıklıkla rastlanan bir durumdur. Yönetim ve temsil yetkisinin üçüncü kişilere verilmesinin sebepleri şöyle sıralanabilir: 1- Etkili karar verme ihtiyacı, göreceli olarak becerikli bir kişi grubunda yetkilerin yoğunlaşmasını gerektirebilir, 2- pay sahipleri şirketi yönetmek istemeyebilirler, 3- pay sahipleri gerekli yeterliliğe sahip olmayabilirler (Cahn/Donald, s. 299). Bu sebeplerden hareketle, yönetim ve temsil yetkisi belirli görevleri ifa etmek üzere üçüncü kişilere verilir. Yönetim ve temsil yetkisinin pay sahibi olmayan üçüncü kişiye geçmesi, bu kişinin sadakat yükümlülüğüne aykırı davranması veya yetersiz olması gibi bazı riskler barındırmaktadır (Cahn/Donald, s. 299). Bu riskleri azaltmak için görevlendirmeyi yapan kişi, vekilin (yönetim kurulunun veya yöneticilerin veya temsile yetkili tacir yardımcılarının) haklarını ve görevlerini yapılandırmak ve onun performansını denetlemek için belirli masraflara maruz kalmaktadır (Cahn/Donald, s. 308 vd.). Ekonomistler bu masrafları *agency costs* (vekâlet maliyetleri) olarak adlandırlar (Jensen/Meckling, s. 308 vd.). Kurumsal yönetimin (*corporate governance*) merkez sorunlardan biri, vekâlet maliyetlerini mümkün olduğunca asgârî seviyede tutarken, yönetim ve temsil yetkisi veren otoritelerin menfaatlerini azami seviyeye çıkarmaktır (Cahn/Donald, s. 300).

³⁹⁰ Yücel, Emel, “Sermaye yapısı, temsil maliyeti ve firma çeşitlendirmesi: Dinamik panel veri analizi (Capital structure, agency cost and corporate diversification: A dynamic panel data analysis)”, ODTÜ Gelişme Dergisi, Vol. 41, No 2, (2014), ss. 223-253; Söylemez, Caner, **İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007; Oruç Erdoğan, Eda, “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerinde Etkisi: BİST Uygulaması”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl: 2016/2, S. 24, ss. 159-181. Temsil maliyetleri kavramı, bu maliyetlerin temelinde yer alan “agency relationship” (vekâlet ilişkisi) kavramını açıklamada teknik olarak isabetsizdir. Zira “vekâlet ilişkisi” bir iş görme edimini de içerir. Temsil, ancak hukuki işlemlerde söz konusu olur; maddi fiiller temsilin konusunda yer almaz (Eren, Fikret, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 20. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2016, (Eren, Genel), s. 442). Vekâlet sözleşmesinin konusu ise maddi bir fiil olabileceği gibi, hukuki bir fiil de olabilir (Eren, Fikret, **Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, 2. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2015, (Eren, Özel), s. 709; Tandoğan, Haluk, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, İstisna (Eser) ve Vekâlet Sözleşmeleri, Vekâletsiz İş Görme, Kefalet ve Garanti Sözleşmeleri Cilt II**, 1989 Yılı Dördüncü Tıpkı Basım’dan Beşinci Tıpkı Basım, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010, s. 365). Vekâlet, genellikle temsil yetkisini içeren bir sözleşmedir (Eren, Özel, s. 709). Temsil ise, tek taraflı hukuki işlemdir (Eren, Özel, s. 710). “Agency costs” (vekâlet maliyetleri) kavramıyla tek taraflı hukuki işlemlerden kaynaklı masraflar değil, hukuki işlem yapma ve/veya iş görme borcu yükleyen bir sözleşmeden kaynaklı masraflar kastedilmektedir. Dolayısıyla “agency costs” kavramını “temsil maliyetleri” olarak değil, “vekâlet maliyetleri” olarak ele almak, bu maliyetlerin kaynağını teşkil eden hukuki ilişki olan “agency relationship”i (vekalet ilişkisi) açıklarken, tutarlılık oluşmasını sağlayacaktır. JENSEN/MECKLING,

olarak geçmektedir) çıkar çatışmalarından kaynaklı risklerin maliyetlerini ifade eder³⁹¹. Başka bir anlatımla, vekâlet maliyetleri (*agency costs*) kavramı, pay sahipleriyle yöneticiler³⁹² veya pay sahipleriyle tahvil sahipleri³⁹³ ve diğer alacaklılar arasındaki çıkar çatışmalarını ve bu çatışmalardan kaynaklanan zararı azaltmanın gerektirdiği maliyetleri açıklamaktadır³⁹⁴. Gerçekten alacaklılar, borçlu şirketin yükümlülüklerini yerine getirmeme riskinin arttığı durumlarda, belirli vekâlet maliyetlerine (*agency costs*) maruz kalabilirler³⁹⁵. Nitekim şirket yönetiminde etkili pay sahipleri, şirket alacaklılarının hakları pahasına, şirketin kendi menfaatlerine yönelik davranışta bulunmasını sağlamada güçlü dürtülere sahiplerdir³⁹⁶. “Agency costs” doktrininden hareketle pay sahiplerinin sergileyebileceği tespit edilen fırsatçı davranışlar şunlardır³⁹⁷: 1- Alacaklıların haklarının sulandırılması (*claim dilution*), 2- varlık saptırma (*asset diversion/asset withdrawal*), 3- risk değiştirme (*risk shifting/asset substitution*), 4- yetersiz yatırım (*underinvestment*).

Ayrıca doktrinde, imtiyazlar (*preferences*) ve varlık sıyırma (*asset stripping*) risklerinden de bahsedilir³⁹⁸. Bunlara ek olarak aşırı ücret (*excessive salary/remuneration*) riskini ele almak gerekir. Tüm bu risklere ve Türkiye pratiğinde sıklıkla karşılaşılan örtülü varlık temlikine karşı sermayenin korunması ilkesi bağlamında, esas sermaye sisteminde uygulanabilir bir kuralın bulunup bulunmadığı incelenecektir.

vekâlet ilişkisini (*agency relationship*), bir ya da daha fazla kişinin (temsil olunan) bazı karar verme yetkilerinin devrini içerecek biçimde kendi adına/adlarına bazı hizmetleri yürütmek üzere başka bir kişiyi (vekil) görevlendirdiği bir sözleşme olarak tanımlamıştır (**Jensen/Meckling**, s. 308). Vekâlet ilişkisinde iş görme kavramının hizmeti de kapsadığı dikkate alındığında, bu ilişkinin tanımında, yazarların tercih ettiği hizmet anlamına gelen “serve” sözcüğü yerine iş anlamına gelen “work” sözcüğünün kullanılması daha uygun düşecektir. Gerçekten vekâlet sözleşmesiyle vekil, vekâlet verenin bir işini görmeyi ya da işlemini yapmayı üstlenir (TBK m. 502/1). Vekâlet sözleşmesi, bir şemsiye ya da torba iş görme sözleşmesi olarak anılır (**Eren, Özel**, s. 706). Vekâlete ilişkin hükümler, niteliklerine uygun düştükleri ölçüde, TBK’da düzenlenmemiş olan iş görme sözleşmelerine de uygulanır (TBK m. 502/2). Bu düzenlemeye dayanarak, vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümlerin, iş görme sözleşmeleri yönünden genel hükümler niteliğinde olduğu ifade edilir (Sarı, Suat, **Vekâlet Sözleşmesinin Tek Taraflı Olarak Sona Erdirilmesi**, 1. Baskı, Beşir Kitabevi, İstanbul, 2004, s. 313).

³⁹¹ **Jensen/Meckling**, s. 308 vd..

³⁹² Pay sahipleriyle yöneticiler arasındaki ilişkinin vekâlet ilişkisi tanımına uygun düşmesi, “mülkiyet ve kontrol ayrılığı” (*separation of ownership and control*) ile ilgili sorunları beraberinde getirmektedir (**Jensen/Meckling**, s. 309).

³⁹³ Bir alacaklı grubu olan tahvil sahipleriyle pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları hakkında bkz. **Smith/Warner**, s. 118 vd..

³⁹⁴ **Enriques/Macey**, s. 1168.

³⁹⁵ Mäntysaari, Petri, **The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume II: Contracts in General**, Springer, 2010, (Mäntysaari, Vol. II), s. 277.

³⁹⁶ **Gullifer/Payne**, s. 147; **Enriques/Macey**, s. 1168.

³⁹⁷ **Smith/Warner**, s. 118, 119; **Gullifer/Payne**, s. 147; **Enriques/Macey**, s. 1168-1170; Bratton, William W., “Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”, **European Business Organization Law Review**, 2006, 7(1), pp. 39-87, s. 45; Mäntysaari, Vol. II, s. 277.

³⁹⁸ İmtiyaz riski için bkz. **Bachner**, Creditor Protection, s. 22. Varlık sıyırma riski için bkz. **Brealey/Myers/Allen**, s. 11.

1.5.1.1.1. Fayda Sağlayıp Kaçmak (*Cash in and run*)

Pay sahipleri, finansal krizde olan bir şirketin örneğin, sermaye artırımı yoluyla açığını kapatmak yoluyla sorunlarını çözmek yerine, mesela, kâr payı şeklinde şirketten para almak isteyebilirler³⁹⁹. Fayda sağlayıp kaçmayı, basitçe, borçlandırıcı işlemle şirketin nakit varlıklarının artırılıp, pay sahiplerinin bu nakitleri alıp kaçması olarak açıklayabiliriz⁴⁰⁰. Aslında, pay sahiplerinin, şirketin ticaretine (işletme konusuna ve amacına) ve alacaklıların menfaatlerine aykırı biçimde, şirket tüzel kişiliğinden nakitleri çekme dürtüsüne göre hareket edebilecek olması, ortakların sınırlı sorumlu olduğu şirketlerde iyi bilinen bir davranış şeklidir⁴⁰¹.

Sadece pay sahiplerinin menfaatini gözeten fayda sağlayıp kaçma davranışı, işletmenin sürekliliği unsurundan sapan bir başka fırsatçı davranış olan yetersiz yatırım (*underinvestment*) riskini çağırıştır⁴⁰². Nitekim finansal zorluk yaşayan şirketin pay sahipleri pozitif net bugünkü değerli projelerden⁴⁰³ elde edilen nakit fazlasını tekrar yatırıma dönüştürme konusunda istekli olmayacaklardır⁴⁰⁴. Alacaklıların pozisyonu bu nakit paraların çekilmesiyle birlikte gerileyecek olsa bile, pay sahipleri, nakit akışlarına sahiplenme eğiliminde olacaktır⁴⁰⁵.

Bu ahlaki tehlikeye karşı, Avrupa’da gerçekleşmiş hasılat ilkesi ve ihtiyatlılık kavramıyla perçinlenmiş sermayenin korunması esasına dayalı kâr payı dağıtım sistemi uygulanmaktadır. Sermayenin korunması kurallarının sağladığı önemli güvencelerden biri, kâr payı dağıtımının, nakit akışı (*cash flow*) yerine bilanço tekniğine göre, esas sermaye ve ayrılması zorunlu yedek akçeleri aşan tutar üzerinden yapılmasıdır⁴⁰⁶. Cari dönemin toplam muhasebe kârı ve geçmiş dönemlerden birikmiş olan dağıtılmamış kârlar pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımın sınırıdır⁴⁰⁷. Dağıtım kuralları (*distribution rules*) dışına çıkılarak, pay sahiplerinin şirketten karşılıksız veya yetersiz ivaz karşılığında varlık elde etmelerini sağlayan

³⁹⁹ Brealey/Myers/Allen, s. 474.

⁴⁰⁰ Kuhner, s. 349.

⁴⁰¹ Kuhner, s. 349.

⁴⁰² Kuhner, s. 349.

⁴⁰³ “Bir yatırımın net bugünkü değeri, yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı para girişinin önceden saptanmış belirli bir iskonto haddi (yatırımdan beklenen asgarî iç karlılık oranı) üzerinden bugüne indirgenmiş değerleri toplamı ile yatırımın gerektirdiği para çıkışının bu belirli iskonto haddi üzerinden bugünkü değeri toplamı arasındaki farktır...Bir yatırım projesinin kabulü için net bugünkü değerinin pozitif olması gerekir. Bir yatırımın net bugünkü değerinin pozitif olması, yatırımın iç kârlılık oranının yatırımdan beklenen asgarî iç kârlılık oranından daha yüksek olduğunu ortaya koyar” (Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, Avcıol Yayınevi, İstanbul, 2013, s. 354, 355).

⁴⁰⁴ Kuhner, s. 349.

⁴⁰⁵ Kuhner, s. 349.

⁴⁰⁶ Kuhner, s. 349.

⁴⁰⁷ Kuhner, s. 349.

işlemler “ultra vires”tir⁴⁰⁸; ve aynı zamanda “örtülü dağıtım” (*disguised distribution*) anlamına geldiği için sermayenin korunması ilkesinin ihlalidir. Ayrıca, sınırlı sorumluluğa dayalı şirketlerin taraf olduğu kredi sözleşmelerinde bu tür davranışlarla karşılaşma ihtimali yüksek olabileceği için, alacaklı taraf, kişisel veya aynı teminat gibi sözleşme yoluyla kendisini korumak isteyecektir. Kredi sözleşmelerinde, kredi veren konumunda olan borçlu, genellikle sözleşmenin güçlü ve deneyimli tarafını teşkil edeceği için sözleşme öncesi kendisini güvenceye alma imkânına sahiptir.

1.5.1.1.2. İflas İşlemlerinde Aşırı Erteleme

Şirket finansal kriz içinde olduğunda, alacaklılar şirketi ifaya zorlamak için ellerinden geleni yaparken; pay sahipleri iflas işlemlerini geciktirmek isterler⁴⁰⁹. Yönetimle sorumlu olan kimseler de, yönetici sıfatlarının devam etmesinde menfaat sahibi oldukları için şirketin iflas işlemlerinin dışında kalmasını isteyeceklerdir⁴¹⁰. Bu noktada yöneticiler ve pay sahipleri arasında menfaate dayalı bir iş birliği gözlemlemek mümkündür.

Bu davranışa örnek olarak, Kanada’nın batısındaki iki bankanın 1985 yılındaki başarısızlığı gösterilir⁴¹¹. Bu bankaların, ekonomik olarak ödemedi aciz durumda olmaları sebebiyle büyük risk alarak kaybedecek hiçbir şeyi bulunmamasına rağmen ticarete devam etmelerine izin verilmiştir⁴¹². Mevcut ve sonraki başarısızlıklar nedeniyle, The Canada Deposit Insurance Corporation 1993 yılının sonlarında milyarlarca Kanada Doları mali açık verdiğini beyan etmiştir⁴¹³.

Özellikle kontrol sahibi olan pay sahipleri, şirketin iflas sürecine girmemesi için yöneticilerin yükümlülüklerine aykırı hareket etmesi noktasında nüfuzlarını kullanabilirler. Örneğin, pay sahipleri, gerçek finansal sorunların boyutunu gizlemek için değişikliğe uğratılmış muhasebe kayıtları⁴¹⁴ yoluyla cari yıldaki şirket performansının daha iyi görünmesini sağlayabilirler⁴¹⁵. Sermayenin korunması ilkesi gereği, İkinci Yönerge m. 17’de

⁴⁰⁸ **Ferran/Ho**, s. 161. Ancak, günümüzde ultra viresden bahis açabilmemiz için dış ilişkide şirketin işlem yaptığı kişilerin iyiniyetli olmaması gerekir. Bkz. “Ultra Vires”.

⁴⁰⁹ **Brealey/Myers/Allen**, s. 474. Pay sahipleri sınırlı sorumluluğun yararlarından daha fazla menfaat elde etmek ve/veya yerine getirmedikleri katılma payı taahhütleri söz konusuysa bunların ifasını ertelemek için iflas tasfiyesinden kaynaklı işlemleri geciktirmek isteyebilirler.

⁴¹⁰ **Lennarts**, s. 133. İflas işlemlerini geciktirme yöneticilerin hukuki sorumluluğunu doğuracaktır.

⁴¹¹ Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jaffe, Jeffrey F./Roberts, Gordon S., **Corporate Finance**, Seventh Canadian Edition, McGraw-Hill Ryerson, Canada, 2015, s. 500.

⁴¹² **Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts**, s. 500.

⁴¹³ **Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts**, s. 501.

⁴¹⁴ “Dürüst resim ilkesi”ne uygun olmayan finansal tablolar, finansal tabloları hazırlamakla yükümlü olan yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu doğurur. Finansal tabloların hazırlanmasına ilişkin yetkinin devredilecek olması hâlinde, yönetim kurulu üyeleri bu tabloları hazırlayan kişileri tedbirli bir yöneticinin özeniyle seçmelidir.

⁴¹⁵ **Brealey/Myers/Allen**, s. 474.

(TTK m. 376, AktG § 92/1, İsvBK m. 725/1) şirketin sermayesinin önemli bir bölümünü kaybetmesi hâlinde, tasfiye edilmesi veya gerekli tedbirlerin alınabilmesi için genel kurul çağrısı yapılması gerekliliği düzenlenmiştir⁴¹⁶. Bu düzenlemeyle iflas işlemlerinde aşırı erteleme engellenmeye çalışılmıştır. Ancak, İkinci Yönerge'deki bu düzenleme, tasfiye veya iyileştirici önlemler bağlamında zorunlu şartlar içermediğinden, iflasın aşırı ertelenmesini önlemede fazla etkili değildir⁴¹⁷.

Yönergede, esas sermayenin ciddi kaybı⁴¹⁸ hâlinde genel kurul toplantısı için çağrı yapılması düzenlenmiş; buna karşın, bu çağrının kim tarafından ne şekilde yapılacağı belirtilmemiştir. Buna ilişkin düzenlemeler üye ülkelerin ulusal hukukuna bırakılmıştır. Şirketi yönetmeye ve temsile yetkili organ olarak, şartlar oluşmuşsa, genel kurul çağrısının yönetim kurulu tarafından yapılması gerektiği açıktır. Şirketin finansal tablolarını hazırlamakla yükümlü olan bu organ, şirketin finansal bilgilerine hâkim olmalıdır. Bu bilgiler sermayenin ciddi kayba uğradığını gösteriyorsa, yönetim kurulunun genel kurul toplantısı için çağrıda bulunmaması, üyelerinin hukuki sorumluluğunu doğuracaktır⁴¹⁹.

1.5.1.1.3. Yeniden Canlanma İçin Kumar (*Gambling for resurrection/Overinvestment problem*)

Bu fırsatçı davranış şekli, sınırlı sorumlu borçlunun, şirketin finansal risklerini artırmayı göze alarak, kasten negatif net bugünkü değerli projeler üstlenmesidir⁴²⁰. Finansal sıkıntı⁴²¹ içerisindeki şirketin kontrol sahipleri, daha riskli projelere yatırım yaparak, bir nevi kumar oynamak isteyebilirler⁴²². Şirketin net varlıkları⁴²³ tükendiğinde veya önemli ölçüde azaldığında ve şirketin işletme konusu kapsamında özgülendiği faaliyetlerle yeniden yapılanma olasılığının bulunmadığı durumlarda, kontrol sahiplerini mükâfatlandırmak için özellikle riskli projeler üstlenebileceğinden bahsedilir⁴²⁴.

⁴¹⁶ Anılan düzenleme, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 58'de aynen düzenlenerek korunmuştur.

⁴¹⁷ **Kuhner**, s. 350.

⁴¹⁸ Ciddi kayba ilişkin açıklamalar "Alarm Sinyali İşlevi" konusu içerisinde yapılmıştır.

⁴¹⁹ İflas işlemlerinde aşırı erteleme sorununa farklı bir yaklaşım olarak bkz. "Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)" ve "The West Mercia İlkesi".

⁴²⁰ **Kuhner**, s. 350.

⁴²¹ "Finansal sıkıntı" evresi, KÜBLER'in ifade ettiği, aciz hâline (*insolvency*) veya likidite azlığına (*illiquidity*) yaklaşmak anlamında kullanılmıştır (Kübler, Friedrich, "The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets", **Capital Markets and Company Law**, Edited by Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy, First Published, Oxford University Press, New York, 2003, pp. 95-114, (Kübler, The Rules of Capital), s. 100).

⁴²² **Kübler**, The Rules of Capital, s. 100; Bachner, Thomas, "Wrongful Trading - A New European Model for Creditor Protection?", *European Business Organization Law Review*, 5, 2004, pp. 293-319, (Bachner, *Wrongful*), s. 297.

⁴²³ DAVIES, "equity" (*öz kaynak*) terimini şirketin pay sahiplerine olan yükümlülükleri de dâhil olmak üzere tüm yükümlülükleri karşılandıktan sonra kalan malvarlığı unsurları -diğer bir ifadeyle net varlıkları- olarak ele almaktadır (Davies, *Vicinity of Insolvency*, s. 303, 304 dn. 4).

⁴²⁴ **Davies**, *Vicinity of Insolvency*, s. 306.

Yeniden canlanma için kumar⁴²⁵, neredeyse tüm özkaynaklarını (*equity capital*)⁴²⁶ kaybetmiş bir şirketin kontrol sahibi konumunda olan pay sahiplerinin, küçük bir ihtimali gerçekleştirmek için büyük bir risk alarak, şirketi kurtarma girişimidir⁴²⁷. Küçük bir olasılıkla proje başarılı olursa, kontrol sahibi olan pay sahipleri konumlarını koruyacaklardır; şayet başarısız olursa, bu kişiler riskli proje üstlenilmeden önceki durumlarından daha kötü bir pozisyonda olmayacaklardır⁴²⁸. Zira onlar her koşulda kaybedeceklerdir⁴²⁹. Nitekim pay sahipleri için iflas, alacaklıların haklarının güvencesi olan yatırımlarını kaybetmektir⁴³⁰. Alacaklılar ise, yüksek olasılıkla başarısızlıkla sonuçlanacak olan proje sonrası şirket iflas edeceği için tüm haklarını kaybedeceklerdir. Ancak, proje öncesinde özkaynaklar değerinin önemli bir kısmını kaybetmiş olduğu için pay sahiplerinin kaybı büyük olmayacaktır⁴³¹. “Yeniden canlanma için kumar”da, pay sahipleri bir nevi alacaklıların parasıyla kumar oynamaktadır⁴³².

Doktrinde, bu ahlaki tehlikeye karşı sermayenin korunması ilkesinin olumsuz etkisinden bahsedilir. Bu ilkenin öngördüğü dağıtım kuralları gereği, pay sahiplerine dağıtılamayan likit varlıkların negatif net bugünkü değerli projelere yatırılma riski mevcuttur⁴³³. Ancak, işletmenin sürekliliğinin tehdit altında olmadığı ve dolayısıyla “yeniden canlanma için kumar”ın cazip bir seçenek olmadığı durumlarda böyle bir risk doğmaz⁴³⁴. Ayrıca, KUHNER⁴³⁵, sermayenin korunması ilkesi sebebiyle kanunen bağlı malvarlığı haline gelmiş büyük bir likit kaynağa sahip bir şirketin bu kaynağı yüksek riskli negatif net bugünkü değerli projeler için kullanması ihtimalini gerçekçi bir yaklaşım olarak

⁴²⁵ Buna “aşırı yatırım problemi” (*overinvestment problem*) de denilir.

⁴²⁶ 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu’nda (VUK) özkaynağın (diğer adıyla özsermayenin) hesaplanmasına ilişkin yöntem düzenlenmiştir. VUK m. 192/4 uyarınca, “*aktif toplamı ile borçlar arasındaki fark, müteşebbisin işletmeye mevzu varlığını (Öz sermayeyi) teşkil eder*”.

⁴²⁷ **Bachner**, Creditor Protection, s. 22; **Kuhner**, s. 350. Bazen de yöneticiler, yönetiminde olan bir şubenin büyük kayıplar yaşadığı durumlarda, küçük ama riskli yatırımla zararları kapatmayı hedefleyerek, şirketle aralarındaki iş sözleşmesini korumaya çalışırlar. Bu tür işlemlerde amaç pay sahiplerinin korunmasından ziyade, yöneticinin şirketteki pozisyonunun korunmasıdır. Buna “gambling redemption” (*telafi etmek için kumar*) denilir (**Brealey/Myers/Allen**, s. 304). Bu bir pay sahibinin fırsatçı davranışı değildir; ancak, yöneticilerin tercihi dayanan bu kapsamdaki riskli yatırım davranışı da alacaklıların menfaatini tehlikeye atar. Sermayenin korunması ilkesi ticari kararlar içeren bu tip riskleri düzenlemez. “Telafi etmek için kumar”a karşı alacaklı sözleşme yoluyla kendisini koruyabilir.

⁴²⁸ **Kübler**, The Rules of Capital, s. 100.

⁴²⁹ **Kübler**, The Rules of Capital, s. 100.

⁴³⁰ **Lennarts**, s. 133.

⁴³¹ **Kuhner**, s. 350. Şirketten alacakların tahsiline ilişkin hiyerarşide, pay sahipleri alacaklılardan sonra gelir. Bu açıdan, ikinci derecede alacaklı (*residual claimant*) konumundalardır. Bu sebeple, riskli proje başarısız olursa en büyük kayba uğrayacak olan alacaklılardır.

⁴³² **Lennarts**, s. 133.

⁴³³ Kalay, Avner, “Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints”, **Journal of Financial Economics**, 10, (1982), pp. 211-233, s. 213-214, 226-227.

⁴³⁴ **Kuhner**, s. 351.

⁴³⁵ **Kuhner**, s. 351.

değerlendirmemektedir. Zira “yeniden canlanma için kumar” projeleri büyük likit kaynaklarla değil, nakit dışı alternatif finansman teknikleriyle finanse edilir⁴³⁶.

Yüksek riskli projenin başarılı olması durumunda, sağlanacak olan nakit akışı, sermayenin korunması ilkesi gereği öngörülen dağıtım kurallarının dışında, pay sahiplerine dağıtılamaz. Projenin başarısız olması ise, ticari bir risktir. Sermayenin korunması ilkesi ticari yoldan kayıpları engellemediği için, “yeniden canlanma için kumar” bu ilkeyle doğrudan bağlantılı değildir. Ancak, pay sahiplerinin kumar oynama dürtüsünün, şirketin özkaynaklarının tükenmesi veya yetersiz düzeye gerilemesi durumunda güçlenebileceğini dikkate aldığımızda, şirketin özkaynaklarını koruma işlevi gören sermayenin korunması ilkesinin yeniden canlanma için kumar riskini azalttığından bahsedebiliriz⁴³⁷. Ayrıca, şirket esas sermayesinin ciddi oranda kaybı söz konusuysa, genel kurul çağrısının yapılmamış ve gerekli tedbirlerin sunulmamış olması, bu yükümlülüğü ihlal eden organın (yönetim kurulunun) hukuki sorumluluğunu doğuracaktır. Bununla birlikte, şayet, pay sahipleri şirketin malvarlığı unsurlarını alarak kendileri kumar oynamak isterlerse, dağıtım kuralları buna engel olacaktır⁴³⁸.

Borçlu şirketin “yeniden canlanma için kumar” davranışında bulunması durumunda, alacaklılar, esas sermaye sisteminin alternatifi olarak yöneticilerin özen ve bağlılık yükümlülüğünü (TTK m. 369) ihlal ettikleri gerekçesiyle bu kişilerin sorumluluklarına ve şartlar oluşmuşsa tüzel kişilik perdesinin aralanması yoluna başvurabilirler⁴³⁹.

1.5.1.1.4. Sözleşme Sonrası Borçlanmayı Artırarak Alacaklıların Üzerindeki Riski Artırma

Şirketin, sözleşme sonrası, yeni borç ilişkileri kurarak, borçlanmayı artırmak suretiyle alacaklıların üzerindeki riski artırması, bu konu ticari kararlar ve riskler içerdiği için sermayenin korunması ilkesiyle ilgili değildir⁴⁴⁰. Ancak, dağıtıma⁴⁴¹ ilişkin sınırlamalar, yeni kurulacak sözleşmelerden doğan borçlar için kaynak ihtiyacını azaltarak, daha fazla borçlanmanın önüne geçebilir.

Sonradan kurulan borç ilişkileri “gerçek” değil muvazaalıysa, alacaklı bu işlemlerin muvazaalı olduğuna dayanabilir. Bununla birlikte, şirket, bir malvarlığı unsurunu değerinin altında bir bedel karşılığında pay sahibine devretmişse “arm’s length transaction” olmayan bu

⁴³⁶ Kuhner, s. 351.

⁴³⁷ Engert, Andreas, “Life Without Legal Capital: Lessons from American Law”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 646-694, s. 652.

⁴³⁸ Engert, s. 652.

⁴³⁹ Kuhner, s. 351.

⁴⁴⁰ Kuhner, s. 352.

⁴⁴¹ Dağıtım ile kastedilen, esas sermaye sisteminin dağıtımını mümkün kıldığı şirket değerleridir.

işlem örtülü dağıtım teşkil ettiği için sermayenin korunması ilkesine aykırıdır ve bu sebeple batıldır⁴⁴².

1.5.1.1.5. Varlık Saptırma (*Asset diversion/Asset withdrawal*) ve Riskli Proje (*Risky project*)

Doktrinde, borçlu şirketin, şirket varlıklarını (aktiflerini) elden çıkararak bunlardan elde edilen geliri pay sahiplerine dağıtması riskinden bahsedilir⁴⁴³. Ayrıca, kâr payı dağıtımı dışında, pay sahipleri, şirketin varlıklarını doğrudan kendilerine çekmek yoluyla da alacaklıları güvencesiz bırakabilirler⁴⁴⁴. Bu davranışa “asset diversion” (*varlık saptırma*⁴⁴⁵) denilir⁴⁴⁶. Pay sahiplerinin kendileri için kâr payı ödemesi adı altında dağıtım kararı alması, pay sahibi yöneticilere aşırı ücret tayin edilmesi⁴⁴⁷, payın geri satın alımı (*share buyback/repurchase*) “varlık saptırma”ya örnek olarak verilir⁴⁴⁸. Şirketin pay sahiplerine bağışta bulunması da bir tür varlık saptırmadır⁴⁴⁹. Şirket varlıklarının pay sahiplerine devredilmesi, alacaklıları zarara uğratmıyor olsa bile, sermayenin korunması kuralları buna engel olur. Bu kuralların alacaklılar lehine güvence olarak getirdiği dağıtım hükümleri dışına

⁴⁴² Alman hukukunda halka açık olan ve olmayan anonim şirketlerde, pay sahipleriyle şirket arasında “arm’s length transaction” olmayan işlemlerin geçersiz kabul edildiğine ilişkin bkz. **Micheler**, s. 182; **KPMG**, s. 146.

⁴⁴³ **Bratton**, s. 47.

⁴⁴⁴ **Gullifer/Payne**, s. 147.

⁴⁴⁵ Finans ve muhasebe disiplinlerinde malvarlığı terimi kullanılmamakta; buna karşın aktifler (varlıklar) ve pasifler (kaynaklar) üzerinden şirketin malvarlığı tasnif edilmektedir. Bilançoda varlıklar (aktifler) ve kaynaklar (pasifler) birbirine karşılık teşkil eder. “Varlık saptırma” teorik olarak finans alanında tanımlanmış bir kavramdır.

⁴⁴⁶ **Enriques/Macey**, s. 1168, 1169; **Gullifer/Payne**, s. 147. **ARMOUR/HERTIG/KANDA**, “asset diversion” yerine “varlık sulandırması” anlamına gelen “asset dilution” terimini kullanmayı tercih etmişlerdir (**Armour, John/Hertig, Gerard/Kanda, Hideki, The Anatomy of Corporate Law A Comparative and Functional Approach**, Third Edition, Oxford University Press, United Kingdom, 2017, s. 111, 125). **BRATTON** ise, bu davranışı “asset withdrawal” (*varlık çekme*) olarak kategorize etmiştir (**Bratton**, s. 47). Ayrıca, yazar, “asset substitution” (= *risk shifting*) (Türkçe’ye *varlık ikamesi* olarak çevirebiliriz) kavramının “varlık çekme” davranışını kapsadığı düşüncesindedir (**Bratton**, s. 45). Ancak, varlık ikamesi ve varlık saptırma farklı davranışlardır. Varlık saptırma bazı kaynaklarda “milking the property” (*mülkiyetin sağımı*) şeklinde ifade edilir (**Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts**, s. 502). Ayrıca, varlık saptırma davranışı bazı kaynaklarda varlık sıyırma anlamına gelen “asset stripping” olarak anılıyor olsa da; varlık sıyırma kavramı genellikle farklı bir anlamda kullanılmaktadır (Cheng, Thomas K., “The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines”, **Boston College International and Comparative Law Review**, 5-1-2011, Vol. 34, Issue 2, pp. 329-412, s. 365). Bkz. “Varlık Sıyırma (*Asset stripping*)”.

⁴⁴⁷ Aşırı ücret önemli bir problem olduğu için “Aşırı Ücret (*Excessive Salary/Remuneration*)” başlığında ayrıca incelenmiştir.

⁴⁴⁸ **Enriques/Macey**, s. 1168, 1169; **Gullifer/Payne**, s. 147.

⁴⁴⁹ Şirketin bağış yapabilmesi imkânının düzenlendiği, SerPK m. 19/5 uyarınca, “halka açık ortaklıklar tarafından bağış yapılabilmesi veya pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yapılacak bağışın sınırı halka açık ortaklık genel kurulunca belirlenir. Kurul, bağış tutarına üst sınır getirmeye yetkilidir. Ortaklıkların ilgili mali yıl içinde yapmış olduğu bağışlar, dağıtılabılır kâr matrahına eklenir”. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kâr Payı Tebliği (II-19.1) m. 6/3 gereği, bağışlar örtülü kazanç aktarımı yasağını ve uyulması zorunlu kurumsal yönetim ilkelerini ihlal etmemelidir. Kanaatimce, bu düzenlemelere ek olarak, şirketin sadece birikmiş kârlardan bağış yapabilmesine izin veren bir düzenleme getirilmelidir.

çıkılarak, ortaklara varlık temliki yapılamaz⁴⁵⁰. Esas sermaye sistemi, varlık saptırma davranışını önlemek için kâr payı ve payların şirket tarafından iktisabı yollarıyla pay sahiplerine yapılan dağıtımlara kısıtlama getirir⁴⁵¹. Nitekim *Ridge Securities v I.R.C.*⁴⁵² davasında hâkim Pennycuick'in belirttiği gibi, pay sahiplerinin kâr payı dağıtımı, esas sermayenin azaltılması ve tasfiye kuralları dışına çıkılarak, ivazsız⁴⁵³ dağıtım dayalı şirketten varlık elde edebilmeleri mümkün değildir. Türk hukukunda, TTK m. 358 veya m. 395/2'de öngörülen koşullar oluşmuşsa pay sahiplerinin şirkete borçlanabilmeleri imkânı saklıdır.

Bazı durumlarda, şirketin varlıkları pay sahiplerine aktarılmaya bile, riskli projeleri finanse etmek için kullanılabilirler⁴⁵⁴; şayet bu projeler başarısız olursa, şirketin aktifleri azalmış olur⁴⁵⁵. Bu ticari bir tercih ve risk olduğu için esas sermaye sistemiyle ilintili değildir. Alacaklılar bu tip risklere karşı varlıklar üzerinde şirketin tasarruf yetkisinin kaldırılmasını veya sınırlandırılmasını sağlayan sözleşmeler yoluyla kendilerini koruyabilirler.

1.5.1.1.6. Alacaklıların Haklarının Sulandırılması (*Claim dilution*)

Pay sahipleri, alacaklıların haklarının sulandırılması (*claim dilution*) yoluna da başvurabilir⁴⁵⁶. Bu davranış mevcut borçların dışında, bu borçlarla aynı veya daha yüksek önceliğe sahip ilave yeni borç/borçlar altına girilmesi şeklinde görülür⁴⁵⁷. Yeni borç ilişkileri sonucunda şirket ödemedi aciz duruma gelirse, mevcut alacaklıların şirket malvarlığı üzerindeki talep haklarına ilişkin avantajları ortadan kalkar⁴⁵⁸. Nitekim şirketin varlıklarında borçla eşdeğer bir artış meydana getirmeyen sonradan ilaveten girilen borç ilişkileri, mevcut alacaklıları dezavantajlı hâle getirecektir⁴⁵⁹.

Yöneticiler borçlanılan parayı alacaklıların menfaatleri pahasına pay sahiplerine fayda sağlamak için riskli projelere yatırım yapmada kullanırlarsa, bu durum küçük bir ihtimal de olsa pay sahiplerinin lehine sonuçlanabilir⁴⁶⁰. Projenin başarısız olması hâlinde, özellikle teminatsız alacaklılar zarara uğrar. Alacağını rehinle güvence altına aldırarak sonraki alacaklı,

⁴⁵⁰ Esas sermayenin azaltılması ve tasfiye sebebiyle esas sermayenin (ve diğer malvarlığı unsurlarının) pay sahiplerine iadesi saklıdır.

⁴⁵¹ *Armour/Hertig/Kanda*, s. 125.

⁴⁵² *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

⁴⁵³ Anılan kararda ayrıca, pay sahiplerinin tam bedelini ödemek kaydıyla şirketten malvarlığı unsuru kazanabileceği belirtilmiştir.

⁴⁵⁴ Ayrıca bkz. "Risk Değiştirme (Risk Shifting=Asset Substitution)".

⁴⁵⁵ *Gullifer/Payne*, s. 83.

⁴⁵⁶ *Bratton*, s. 46; *Enriques/Macey*, s. 1169; *Gullifer/Payne*, s. 147.

⁴⁵⁷ *Bratton*, s. 46; *Enriques/Macey*, s. 1169; *Gullifer/Payne*, s. 147.

⁴⁵⁸ *Bratton*, s. 46; *Enriques/Macey*, s. 1169; *Gullifer/Payne*, s. 147.

⁴⁵⁹ *Gullifer/Payne*, s. 147.

⁴⁶⁰ *Gullifer/Payne*, s. 147.

teminatsız önceki alacaklıya göre daha az risk altındadır⁴⁶¹. Örneğin, A Şirketi, teminatsız alacaklı B'ye 100.000 TL borçlanmıştır. Bu borç ilişkisinden kısa bir süre sonra A Şirketi, ciddi bir finansal krize girer ve bunu aşmak için şirketin neredeyse tüm varlıklarını teminat göstererek C'ye 250.000 TL borçlanır. Sağladığı finansmanı, riskli bir yatırımda kullanmanın neticesinde başarısızlığa uğrayan A Şirketi iflas için başvuru yaptığında, teminatlı alacaklı C alacağını tahsil edebilecekken, B muhtemelen tatmin edilmeyecektir.

Sermayenin korunması ilkesi ve bu ilkenin içerisinde yer aldığı esas sermaye sistemi, “alacaklıların haklarının sulandırılması” riski için düzenleme öngörmemiştir. Bu davranış, ticari bir risk ihtiva etmektedir. Böyle bir senaryoda, yöneticilerin hukuki sorumluluğu ve tüzel kişilik perdesinin aralanması yollarına başvurulabilir. Alacaklılar, sözleşme yoluyla borçlanma yasağı öngörerek de kendilerini koruyabilirler. Ayrıca, Türk hukukunda İİK m. 277-280 kapsamında, koşullar oluşmuşsa tasarrufun iptali davası yoluna başvurulabilir⁴⁶².

1.5.1.1.7. Risk Değiştirme (*Risk Shifting=Asset Substitution*)

JENSEN/MECKLING tarafından takdim edilen risk değiştirme problemi, pay sahiplerinin güvenli yatırımlar yerine riskli yatırımlar üstlenmek yoluyla şirketin alacaklıları arasında yer alan tahvil sahiplerinden malvarlığı aktarabilme davranışını konu edinir⁴⁶³. Daha kapsayıcı bir ifadeyle⁴⁶⁴, pay sahipleri⁴⁶⁵, şirketin yatırım görünümünü,

⁴⁶¹ “Alacaklıların haklarının sulandırılması” davranışının oluşturduğu risk, özellikle “imtiyazlı borç” (*senior debt*) ve “ikinci derecede borç” (*subordinated debt*) ayrımında daha belirgin hâle gelir. Nitekim şirketin borçlarını ödeyememesi sebebiyle tasfiyeye girmesi hâlinde imtiyazlı borçlar, ikinci derecede borçlara göre ödeme önceliğine sahip olacaktır. “Senior debts” bir şirketin acze düşmesi hâlinde, öncelikli olarak ödenmesi gereken borçlardır. “Senior debt”, rehinle teminat altına alınan imtiyazlı borcu ifade eden “secured senior debt” ve rehinle teminat altına alınmayan imtiyazlı borcu ifade eden “unsecured senior debt” olmak üzere ikiye ayrılır. “Subordinated debts” ise, acze düşen bir şirketin imtiyazlı borçları (*senior debts*) ödendikten sonra ödenmesi gereken borçlardır. AB, teminatsız borçlanma araçlarının aciz hâli hiyerarşisindeki sıralamasıyla ilgili olarak 12 Aralık 2017 tarihli 2017/2399 Yönerge ile 2014/59/EU Yönerge’de değişiklik yapmıştır. Bu değişiklikte, imtiyazlı borca (*senior debt*) ilişkin düzenlemeler dikkat çekicidir. 2017/2399 sayılı AB Yönergesi (6)’ya göre, bir dizi AB üyesi devlet ödemedi aciz durumunda “teminatsız imtiyazlı borcun” (*unsecured senior debt*) sıralaması konusunda düzenleme yapmıştır veya düzenleme yapma süreci içerisindeydi. Ancak, 2017/2399 sayılı AB Yönergesi (7)’ye göre, şimdiye kadar kabul edilen ulusal kurallar önemli ölçüde birbirinden uzaktır. 2017/2399 sayılı AB Yönergesi’nin gerekçesinin ortaya konulduğu, anılan yönerge (9)’a göre, iç piyasanın işleyişindeki önemli engelleri kaldırmak ve banka alacaklılarının hiyerarşisi konusunda uyumlaştırılmış AB kurallarının bulunmamasından kaynaklanan rekabet eşitsizliklerinden kaçınmak ve gelecekte bu tür engellerin ve eşitsizliklerin ortaya çıkmasını önlemek gerekmektedir. Türk İflas Hukuku’nda imtiyazlı borç-ikinci derecede borç ayrımı yerine, İİK m. 206’nın kenar başlığında “adi ve rehinli alacaklar” ayrımı yapılmıştır. Adi alacaklar başlığı içerisinde imtiyazlı alacaklar incelenmiştir. Rehinli alacaklılar ise, rehin konusu eşyayla alacağını güvenceye almış kimselerdir.

⁴⁶² Bkz. “Haksız Ticaret”.

⁴⁶³ Jensen/Meckling, s. 345; Eisdorfer, Assaf, “Risk-shifting and investment asymmetry”, **Finance Research Letters**, 7, (2010), pp. 232-237, s. 232.

⁴⁶⁴ JENSEN/MECKLING’in çalışmasından hareketle şekillendirilen risk değiştirme davranışı, özel olarak pay sahipleriyle tahvil sahipleri arasındaki çıkar çatışmasını konu edinir. Bu çatışmanın banka gibi finansal alacaklılar ve pay sahipleri arasında yaşanması da olasıdır. O sebeple, tüm alacaklıları kapsama alacak şekilde risk değiştirme kavramına yaklaşmak uygun olacaktır.

alacaklıları dezavantajlı kılacak şekilde -örneğin, alacaklıların borç verirken düşündüklerinden daha fazla riskli proje alarak- değiştirebilirler⁴⁶⁶. Doktrinde bu davranışa “risk shifting” (*risk değiştirme*) denilir⁴⁶⁷. ENRIQUES/MACEY tarafından verilen bir örneğe göre⁴⁶⁸, “tedavüle çıkmış 20 payı olan bir şirketin, bankaya 80 Amerikan Doları anapara ve faiz borcu vardır. Şirketin seçenekleri şunlardır: 1- A Yatırımı’nı seçebilir. Bu yatırım 100 Amerikan Doları tutarında getiriye % 100 garanti etmektedir. 2- B Yatırımı’nı seçebilir. Bu yatırım % 50 olasılıkla 50 Amerikan Doları ve % 50 olasılıkla 150 Amerikan Doları tutarında getiri sağlayacaktır. Her iki yatırımın da beklenen değeri 100 Amerikan Doları’dır. Hesaplamalara göre; A Yatırımı: $\% 100 \times 100$ Amerikan Doları = Beklenen getiri 100 Amerikan Doları. B Yatırımı: $\% 50 \times 50$ Amerikan Doları + $\% 50 \times 150$ Amerikan Doları = Beklenen getiri 100 Amerikan Doları. A Yatırımı’nda banka % 100 ihtimalle 80 Amerikan Doları alır ve pay sahipleri % 100 ihtimalle 20 Amerikan Doları alırlar. B Yatırımı’nda banka % 50 ihtimalle 50 Amerikan Doları ve % 50 ihtimalle 80 Amerikan doları alır. Banka için ortalama getiri beklentisi toplamda 65 Amerikan Doları’dır. Pay sahipleri ise, % 50 ihtimalle hiçbir şey elde edemezler; ancak % 50 ihtimalle ise, 70 Amerikan Doları elde ederler. B Yatırımı’nda pay sahipleri için ortalama getiri beklentisi toplamda 35 Amerikan Doları’dır. Bu sebeple alacaklılar A Yatırımı’nı, pay sahipleriye B Yatırımı’nı tercih edeceklerdir”.

Esas sermaye sistemi “risk değiştirme” davranışına ilişkin düzenleme içermez. Şartlar oluşmuşsa, alacaklı yanılma veya aldatmaya ilişkin TBK hükümlerine (m. 30-39) başvurabilir. Ayrıca, sözleşme yoluyla bu riskin bertaraf edilmesi de mümkündür.

1.5.1.1.8. Yetersiz Yatırım Problemi (*Underinvestment problem*)

Bazen borca batık⁴⁶⁹ ya da borca batmaya yakın bir şirkette, yatırımın artırılmasında menfaati olanlar pay sahipleri değil sadece alacaklılar olabilir⁴⁷⁰. Bu tip durumlarda, yeterince

⁴⁶⁵ Şirket yöneticilerine strateji seçiminde, genellikle aşırı riskten kaçınmaları önerilir (Lambert, Richard A., “Executive effort and selection of risky projects”, *The Rand Journal of Economics*, Vol. 17, No. 1 (Spring, 1986), pp. 77-88, s.77). Nitekim yöneticilerin, kendi iyiliği açısından aşırı riskli buldukları, ancak, pay sahipleri açısından kârlı olabilecek projeleri geri çevirdiği ileri sürülür (Lambert, s.77). Şu durumda, riskli proje seçimi yöneticilerden ziyade genellikle pay sahiplerinin davranış şeklidir. Yönetimde etkili olan pay sahipleri -özellikle pay sahibi yöneticiler (*owner manager/director*)- şirketin riskli projelere yönelmesini teşvik edebilirler.

⁴⁶⁶ Enriques/Macey, s. 1169; Gullifer/Payne, s. 147.

⁴⁶⁷ Gullifer/Payne, s. 147. “Risk shifting” kavramı bazı kaynaklarda “varlık ikamesi” anlamına gelen “asset substitution” olarak geçmektedir (Gavish, Bezalel/Kalay, Avner, “On the Asset Substitution Problem”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 18, No. 1 (Mar., 1983), pp. 21-30; Bigus, Jochen, “Bankruptcy law, asset substitution problem, and creditor conflicts”, *International Review of Law and Economics*, 22, (2002), pp. 109-132, s. 110; Eisdorfer, s. 232; Bratton, s. 45, 48).

⁴⁶⁸ Enriques/Macey, s. 1169, 1170.

⁴⁶⁹ Borca batıklık, şirketin alacaklıları da dâhil olmak üzere aktiflerinin borçlarını karşılayamaması demektir (Türk, Ahmet, *Anonim Ortaklıkta Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Hukuki Sonuçları* (TTK. m. 324), Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999, (Türk, Sermaye Kaybı), s. 34; Atalay, Oğuz, *Borca Batıklık ve İflasın*

teşvike sahip olmayan pay sahipleri yatırımı artırmak istemezler ve sadece alacaklıların menfaatinin bulunduğu projeleri terk ederler⁴⁷¹. Doktrinde “underinvestment problem” (*yetersiz yatırım problemi*) denilen bu davranışta, alacaklılar yatırım avantajından mahrum kalırlar ve pay sahipleri, tüm faydaları kendilerinin elde edecekleri projelerde kullanılmak üzere, mevcut değerleri şirketten kendilerine aktarmaya çalışırlar⁴⁷².

Yukarıda, sermayenin korunması ilkesinin dağıtım kurallarıyla şirketin varlık devirlerini sınırlandırmak suretiyle öngördüğü çözümden bahsedilmiştir. “Yetersiz yatırım problemi”nde de pay sahiplerinin kendilerine varlık aktarma ihtimaline karşı dağıtım kuralları sınırlayıcı olacaktır. Ancak, şirketin daha fazla yatırım yapmasında menfaati olan alacaklıların durumu, esas sermaye sisteminin düzenleme alanı içerisinde yer almaz. Burada da bir ticari risk söz konusudur. Bu sebeple alacaklıların, şirkete yatırım baskısı yapabilmelerine olanak tanıyan bir sözleşme yapmaları düşünülebilir. Ancak, BRATTON böyle bir sözleşmenin problemlere yol açabileceğini ileri sürmüştür⁴⁷³.

1.5.1.1.9. İmtiyazlar (*Preferences*)

BACHNER, diğer alacaklılara göre bazı alacaklılara (özellikle kendilerine) imtiyazlı (*preference*) ödeme yapılması riskinden bahsetmiştir⁴⁷⁴. İmtiyazlı ödeme yapılması, şirketin özkaynaklarında değişikliğe yol açmaz⁴⁷⁵. Nitekim ifa edilen bu borçlar zaten şirketin finansal tablolarına kaynak teşkil eden ticari defterlerde yer almaktadır. Ancak, bazı alacaklı grupları tamamen ya da kısmen tatminsiz bırakılmaktadır. Ayrıca, imtiyaz sadece ödeme şeklinde görülmeyebilir; bazı alacaklıların diğer alacaklıların önüne geçebilmesi için onlara aynı teminat verilmesi de bir imtiyazdır.

İmtiyazlar riski, sermayenin korunması ilkesi kapsamına girmez. Ticari bir risk olan bu ihtimalin gerçekleşmesinde yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğuna başvurulabileceği savunulmuştur⁴⁷⁶. Ayrıca, alacaklıların sözleşme yoluyla, önceden bu riski

Ertelenmesi, 2. Baskı, Güncel Yayınevi, İzmir, 2007, s. 20). Buna karşın, ödemedan aciz durumu ise, bir kimsenin muaccel borçlarını ödeyebilme gücünü sürekli biçimde kaybetmesidir (**Türk**, Sermaye Kaybı, s. 36; **Atalay**, s. 21). Likidite yetersizliği ödemedan aciz hâlinin temel sebebidir (**Türk**, Sermaye Kaybı, s. 36).

⁴⁷⁰ **Bratton**, s. 47.

⁴⁷¹ **Gullifer/Payne**, s. 83.

⁴⁷² **Gullifer/Payne**, s. 83.

⁴⁷³ **Bratton**, s. 48.

⁴⁷⁴ **Bachner**, *Creditor Protection*, s. 22, 248.

⁴⁷⁵ **Bachner**, *Creditor Protection*, s. 22. Sorunun önemi İngiliz kanun koyucunun da dikkatini çekmiştir. *Insolvency Act 1986* b. 239’da imtiyazlar düzenlenmiştir. Bkz. “İmtiyazlar (*Preferences*)”.

⁴⁷⁶ **Bachner**, *Creditor Protection*, s. 22. Bu soruna çözüm olarak çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yer verilen “The West Mercia ilkesi” dikkat çekicidir.

bertaraf etmeleri mümkündür. Türk hukukunda İİK m. 277-280 kapsamında, koşullar oluşmuşsa tasarrufun iptali davası yoluna başvurulabilir⁴⁷⁷.

1.5.1.1.10. Varlık Sıyırma (*Asset stripping*)

Varlık sıyırma, piyasada değerinin altında işlem gören bir hedef şirketin devralınması ve devralınan şirketin geleceği dikkate alınmaksızın varlıklarının her birinin ayrı ayrı kâr amacıyla satılması anlamına gelir. Başka bir ifadeyle, varlık sıyırma, finansal yönden başarısızlığa uğramış bir şirketin devralınması ve pay sahiplerine kâr sağlamak için bu şirketin aktiflerinin bir kısmının veya tamamının satış yoluyla elden çıkarılması şeklinde tezahür eder. Böylece, devralınan hedef şirketin bir nevi yağmalanmasından bahis açılabilir. Bir örnekle açıklamak gerekirse; A büyük bir şirkettir ve bu şirketin yöneticileri piyasada değerinin altında bulunan şirketleri mercek altına almıştır. B şirketi turizm, tekstil ve gıda ürünleri konusunda faaliyet göstermektedir. Bu şirketin piyasa değeri 100 milyon TL'dir. Ancak, A şirketi bu şirketin taşınmazları, markaları ve ticari işletmeleri gibi tüm malvarlığı unsurlarının ayrı ayrı satılması yoluyla toplamda 150 milyon TL getiri elde edebileceğine inanmaktadır. Burada varlık sıyırma fırsatı doğmuştur. Zira A şirketi B şirketini devralıp, bu şirketin malvarlığı unsurlarını hızla satarak 50 milyon TL kazanma yoluna gidebilecektir. Bu tür bir satın almanın ve ilgili malvarlığı unsurlarını elden çıkarmanın sonucu olarak, hedef şirket genellikle kâr dağıtımında bulunacak ve bu işlemler, ilgili şirketi iflas da dâhil olmak üzere kötü bir finansal duruma sokabilecektir.

Kısaca, varlık soyucuları (*asset strippers*)⁴⁷⁸ daha hızlı servet elde edebilmek için uygun bir şirket devralıp bunun değerlerini çıkarıp almakta ve sıklıkla bu şirketleri ağır borç yükleriyle bırakmaktadırlar⁴⁷⁹. Varlık sıyırma amacıyla şirket devralan kişilere “şirket avcıları” (*corporate raiders*) da denir⁴⁸⁰. Varlık sıyırma işlemlerinin sonucu olarak, hedef şirket iflas edebilir ve bu şirketin çalışanları işsiz kalabilir. Dolayısıyla bu davranışın bazı sosyal ve ekonomik sakıncaları söz konusu olabilir⁴⁸¹.

AB de varlık sıyırma tehlikesinin farkındadır. Nitekim “Alternative Investment Fund Managers” (*Alternatif Yatırım Fonu Yöneticileri*) ve bazı yönergelerde değişiklik hakkında 8 Haziran 2011 tarihli 2011/61 sayılı AB Yönergesi'nde varlık sıyırma düzenlenmiştir.

⁴⁷⁷ Bkz. “Haksız Ticaret”.

⁴⁷⁸ BREALEY/MYERS/ALLEN, varlık soyucusunu, “varlıklarının büyük bir kısmını satmak için şirketleri devralan alıcı” olarak tanımlamıştır (Brealey/Myers/Allen, glossary 2).

⁴⁷⁹ Brealey/Myers/Allen, s. 11.

⁴⁸⁰ Brealey/Myers/Allen, s. 11.

⁴⁸¹ BREALEY/MYERS/ALLEN, varlık sıyırma davranışını finans etiği bağlamında tartışmaya açmış ve bir Alman politikacının, bu şekilde şirketi yağmalayanlar için kullandığı “*şirketlerin üzerine düşen, bulabildikleri her şeyi yiyip bitiren ve sonra yoluna devam eden çekirge sürüleri*” ifadesine dikkat çekmiştir (Brealey/Myers/Allen, s. 11).

Münferit veya müşterek bir alternatif yatırım fonu tarafından -adı geçen yönerge m. 26/1 uyarınca- borsaya kote olmayan bir şirketin veya ihraççının kontrolü⁴⁸² devralındığında, devralma işlemlerinden itibaren yirmi dört ay içerisinde fon yöneticisinin herhangi bir dağıtım, sermayenin azaltılmasına, payların geri alınmasına veya şirketin kendi paylarının iktisabına ilişkin işlemi kolaylaştırması, bu yönde yardımda bulunması veya talimat vermesi yasaktır (2011/61 sayılı AB Yönergesi m. 30)⁴⁸³.

Varlık sıyırma ahlaki tehlikesine karşı, esas sermaye sisteminin alacaklılara sağladığı güvenceler sermayenin azaltılması kuralları, dağıtım sistemi ve finansal yardım yasağıdır⁴⁸⁴. Devralınan hedef şirketin varlıklarının elden çıkarılması suretiyle satışlardan elde edilen gelirin, sermayenin korunması kapsamındaki dağıtım kurallarının dışına çıkılarak, pay sahiplerine dağıtılabilmesi yasaktır⁴⁸⁵. Bununla birlikte, örtülü dağıtım anlamına gelebilecek varlık transferleri de sermayenin korunması ilkesinin ihlalidir. Sermayenin korunması kuralları gereği, kâr payı ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir (TTK m. 509/2). Ayrıca, alacaklıları koruyan sermayenin azaltılması kuralları dışında esas sermayenin azaltılması mümkün değildir. Son olarak, devralınacak hedef şirketin kendi paylarının iktisabı konusunda devralana finansal yardımda bulunması kural olarak yasaktır (TTK m. 380).

1.5.1.1.11. Aşırı Ücret (*Excessive remuneration*)

Bir başka risk barındıran davranış olarak “aşırı ücret”, varlık saptırma davranışının bir görünümüdür. Yöneticilerin aşırı ücret almaları suretiyle şirket net malvarlığının alacaklılar aleyhine azaltılması söz konusu olabilir. Pay sahibi yöneticiler, bu yolla şirketin varlıklarını (aktiflerini) kendilerine devredebilirler. Nitekim yönetim kurulu üyelerine, tutarı esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla belirlenmiş olmak şartıyla huzur hakkı, ücret, ikramiye, prim ve yıllık kârdan pay ödenebilir (TTK m 394). Peki, belirlenen tutarlar aşırı yüksekse, bu yolla şirket malvarlığı unsurlarının yöneticilere aktarılmasının önüne geçilebilir mi?

⁴⁸² 2011/61 sayılı AB Yönergesi m. 26/1’in yollamada bulunduğu m. 26/5 uyarınca, “*bu bölümün amacına göre, borsaya kote olmayan şirketler için kontrol, şirketlerin oy haklarının% 50’sinden fazlasını ifade eder*”.

⁴⁸³ Yönergede alternatif yatırım fonu yöneticilerinin sorumlulukları düzenlenmiştir.

⁴⁸⁴ 2006/68 sayılı AB Yönergesi ile şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişilere finansal yardımda bulunması yasak olmaktan çıkarılarak bir takım şartlara bağlanmış olsa da; 2012’de yürürlüğe giren TTK’da bu arkaik yasak düzenlenmiştir. İkinci Yönerge’de öngörülen esas sermaye sisteminin bir enstrümanı olarak kabul edilen finansal yardım yasağının sermayenin korunması ilkesiyle güçlü bir ilişkisi bulunmamasına rağmen, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 64/4’te finansal yardımı konu edinen işlemler, şirketin korumakla yükümlü olduğu malvarlığı unsurlarının (esas sermaye artı kanun ve esas sözleşme gereği ayrılması zorunlu yedek akçeler) azalmasına yol açamama şartına bağlanmıştır (Bkz. “Finansal Yardım”).

⁴⁸⁵ Ancak, yürürlükteki dağıtım kurallarının şirketin vadesi gelen borçlarını dikkate almamaması sebebiyle alacaklıların aleyhine olacak şekilde likit varlıkların pay sahiplerine dağıtılabilmesi riski söz konusudur.

Sermayenin korunması ilkesinin bu riske karşı sağladığı güvence dağıtım kurallarıdır. Dağıtım kuralları şirket tarafından pay sahiplerine yapılacak devirlerin sınırını çizer. Bu kurallar pay sahibi yöneticilerin ücretlerine ilişkin açık bir sınır öngörmez; ancak, örtülü dağıtımı yasaklar. Örtülü dağıtım yapılması hâlinde bu dağıtımın tespiti için bazı araçlara ihtiyaç duyulabilir. Kanaatimce, pay sahibi yöneticilerin esas sözleşmeye veya genel kurul kararına dayanarak aldıkları ücretin aşırı olup olmadığının tespitinde “ultra vires” ve “arm’s length” yaklaşımlarından yararlanılabilir⁴⁸⁶. İlk olarak, sorunun çözümünde İngiliz yargı kararları ışığında ultra vires kavramı kullanılabilir. *Re Lee Behrens & Co Ltd*⁴⁸⁷ davasında hâkim Eve’nin tespit ettiği üç aşamalı test Türk hukukunda benimsenebilir⁴⁸⁸. İlgili teste göre, esas sözleşme veya genel kurul kararının öngördüğü yetkiye dayanarak bir yöneticiye (yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle sorumlu diğer pay sahipleri) yapılacak ödemenin “gerçek”⁴⁸⁹ (= muvazaasız) olması gerekir. Ayrıca, esas sözleşme veya genel kurul kararında ücrete ilişkin açık bir irade açıklaması yoksa bu kez ödemenin “gerçek” olmasının yanı sıra “şirketin ticaretiyle makul derecede ilgili olması” ve “şirketin menfaatine uygun olması” şartları da aranmalıdır⁴⁹⁰. İkinci olarak, ultra vires dışında, “arm’s length” yaklaşımı da pay sahibi yöneticiler için örtülü dağıtım teşkil edecek düzeyde belirlenmiş aşırı ücretin tespitinde kullanılabilir. Bu yaklaşım, örtülü kazanç aktarımı yasağının düzenlendiği SerPK m. 21 ile de uyumludur. Şayet pay sahibi yöneticilerin ücreti “arm’s length” müzakereler neticesinde elde edilebilecek bir tutar ise, bu ücret örtülü dağıtım anlamına gelmezken, elde edilmesi mümkün olmayan bir tutar ise, ücret örtülü dağıtım anlamına gelir. Başka bir anlatımla, esas sözleşmeyle veya genel kurul kararıyla verilen yetkiye dayanarak pay sahibi yöneticilere yapılan fazla miktardaki veya ivazsız kazandırma niteliğindeki ödemeler örtülü dağıtım anlamına gelir ve dağıtım kurallarını ihlal eden bu tür uygulamalar sermayenin korunması kurallarına aykırıdır. Ayrıca, halka açık şirketler bakımından ilişkili taraflar arasında “arm’s length” müzakerelere dayanmayan ücrete ilişkin fazla ödemeler SerPK m. 21 uyarınca, örtülü

⁴⁸⁶ Günümüzde, karşılaştırmalı hukukta ultra vires kavramı önemini büyük oranda yitirdiği için “arm’s length” yaklaşımı daha yaygın bir metod olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla, örtülü dağıtımların tespitinde, hiç ultra vires kavramına başvurmaksızın, doğrudan “arm’s length” yaklaşımından yararlanılabilir.

⁴⁸⁷ *Re Lee, Behrens & Co Ltd* [1932] 2 Ch 46, 51, 52.

⁴⁸⁸ İlgili test için bkz. “Ultra Vires”.

⁴⁸⁹ Gerçeklik testi, Türk hukukunda halka açık olmayan şirketler bakımından TBK m. 19 ile gerçekleştirilebilir. Bir sözleşmenin türünün ve içeriğinin belirlenmesinde ve yorumlanmasında, tarafların yanlışlıkla veya gerçek amaçlarını gizlemek için kullandıkları sözcüklere bakılmaksızın, gerçek ve ortak iradeleri esas alınır (TBK m. 19/1). Yönetim kurulu üyelerinin (ve yönetimle görevli üçüncü kişiler) ücrete ilişkin hakları muvazaasız tespit edilmişse bu ödemeler geçerli kabul edilmelidir. Kanaatimce aşırı ücretin muvazaalı olup olmadığının belirlenmesi tarafların niyetinin araştırılmasını gerektireceği ve bu da çeşitli zorluklar barındıracağı için bunun yerine “arm’s length” yaklaşımı ölçüt alınmalıdır. Nitekim halka açık şirketler bakımından SerPK m. 21 ile getirilen düzenleme de benzer bir çözüm sunmaktadır. Kanaatimce, halka açık olmayan anonim şirketlerde şirketle pay sahipleri arasındaki işlemlerin geçerliliği için genel bir test olarak “arm’s length” yaklaşımı kabul edilmelidir.

⁴⁹⁰ Bkz. “Ultra Vires”.

kazanç aktarımı yasağı kaspamındadır ve yapılan işlem kesin hükümsüzdür⁴⁹¹. Örtülü kazanç aktarımı yapılan taraflar, Sermaye Piyasası Kurulu’nca belirlenecek süre içerisinde örtülü olarak aktarılan tutarı kanunî faizi ile birlikte iade etmek zorundadırlar.

Bu riske karşı, alternatif yol olarak, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğuna⁴⁹² veya şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması yoluna başvurulabilir.

1.5.1.1.12. Örtülü Varlık Temliki

Pay sahiplerinin alacaklılar için ciddi risk barındıran fırsatçı davranışlarından biri de, şirketin aciz hâline yaklaştığı yönünde kuvvetli bulgulara sahip olan, genellikle pay sahibi yöneticilerin (*owner manager/director*), pay sahiplerinin menfaatine olacak şekilde yeni kurulmuş ya da mevcut başka bir şirkete, şirket varlıklarını yetersiz ivaz karşılığında veya bedelsiz olarak temlik etmeleridir.

Örtülü varlık temliki olarak tanımlandırılabilir olan bu tür işlemlerde, genellikle temlik alan şirketle temlik eden şirket arasında pay sahipleri bakımından benzerlik ya da ilişki bulunur. Muhtemelen temlik alan şirketteki kontrol sahibi olan pay sahipleri temlik eden şirkette de pay sahibidir veya temlik alan şirketteki pay sahipleriyle temlik eden şirketteki pay sahipleri arasında ailevi ya da başka bağlar söz konusudur. Burada varlıkları temlik alan şirketin tüzel kişiliği örtü şeklinde kullanılarak, görünürde varlıkların pay sahiplerine aktarılıyor olmasının önüne geçilmektedir. Gerçekten teknik anlamda bir “dağıtım” yoktur; varlıklar pay sahiplerine değil, ayrı bir tüzel kişiliğe devredilmektedir. Böylece, “görünürde” sermayenin korunması ilkesine ve dağıtım kurallarına aykırılık oluşturulmamaktadır.

Esas sermaye sisteminin dağıtım kuralları bu riske karşı etkilidir. Örneğin, pay sahipleri aynı olan iki şirketten birinin yetersiz ivaz karşılığında bir varlığını diğer şirkete devretmesi, pay sahiplerine dağıtım yapılmasıyla aynı hukuki sonuca sahiptir. Bu yolla temlik eden şirketin pay sahipleri, şirketin yükümlülüklerine karşılık teşkil eden varlıkları başka bir şirkete taşıyarak, temlik eden şirkette muhtemelen alacaklıları tatmin etmek amaçlı kullanılacak olan varlıkları kendi ticaretlerinde kullanmaya devam edebilirler. Böylece, temlik eden şirketin pay sahipleri alacaklılar aleyhine olacak biçimde zenginleşir. Bu yolla yapılan dağıtım, örtülü dağıtım teşkil eder. *Australasian Oil Exploration v. Lachberg*⁴⁹³ davasında Avustralya Yüksek Mahkemesi, pay sahipleri aynı kişiler olan iki şirket arasındaki varlık transferini, hukuka aykırı bir kâr dağıtımı olarak ele almış ve işlemi ultra vires olarak

⁴⁹¹ Örtülü kazanç aktarımı yasağı, halka açık şirketlerde sermayenin korunması ilkesinin bir tezahürüdür.

⁴⁹² İflasa yaklaşan şirketlerde yönetim kurulu üyelerinin, alacaklıların menfaatlerini şirketin menfaati olarak gözetme yükümlülükleri doğar. Ayrıca, Türk hukukunda düzenlenmemiş olan haksız ticaret (*wrongful trading*) yöneticilerin hukuki sorumluluğunu etkinleştirmede önemli rol oynar. Bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

⁴⁹³ *Australasian Oil Exploration Ltd v Lachberg* [1958] HCA 51; 101 CLR 119; 32 ALJR 301; (1959) ALR 65.

nitelendirerek hükümsüz kabul etmiştir⁴⁹⁴. Şirketin pay sahibine veya ilişkili tarafa, bedelsiz veya yetersiz ivaz karşılığında değer aktarımında bulunması örtülü dağıtım teşkil eder. Sermayenin korunması kuralları örtülü dağıtım teşkil eden işlemleri de kapsama alır. Bu noktada önemli olan örtülü dağıtımı tespit etmektir. Varlıkların temlikî “arm’s length transaction” ise, bu işlemler geçerli kabul edilmelidir. Türk hukukunda “örtülü varlık temlikî” davranışı iyi bilinen bir davranıştır. Nitekim mesele çeşitli düzenlemeler sevk edilmesine yol açmıştır. Halka açık şirketler bakımından SerPK m. 21’de “örtülü kazanç aktarımı yasağı” içerisinde ilişkili taraf işlemleri kurallara bağlanmıştır. Halka açık olmayan anonim şirketlerde örtülü varlık temlikinin tespiti ve yaptırımında ise; sermayenin korunması ilkesi kapsamında eşit işlem ilkesi, kâr dağıtım kuralları ve batıl yönetim kurulu ve genel kurul kararları hakkındaki düzenlemeler (TTK m. 391/1-b ve TTK m. 447/1-c) etkili olacaktır⁴⁹⁵. Ayrıca, konu 5510 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu⁴⁹⁶ m. 13’te “örtülü kazanç dağıtım” olarak düzenlenmiştir.

Şirketin ilişkili olmadığı kişiye veya pay sahibine şirket varlıklarını değerinin altında aktarımı ise, sermayenin korunması kuralları kapsamında değildir. Böyle bir durumda, yöneticilerin özen yükümlülüğünü ihlalden kaynaklı hukuki sorumlulukları gündeme gelebilir.

Sermayenin korunması hükümlerine alternatif çözüm olarak, şartlar uygun düşüyorsa, şirketler topluluğunda sorumluluk (TTK m. 202-206), tüzel kişilik perdesinin aralanması, yöneticilerin hukuki sorumluluğu⁴⁹⁷ ve haksız fiil⁴⁹⁸ başvuru mekanizmalarından biri tercih edilebilir. Ayrıca, İİK m. 277-280 kapsamında, iptal davası açılabilir⁴⁹⁹.

1.5.2. Pay Sahipliği Hakları Bakımından Ölçü Olma İşlevi

Esas sermayeye katılım oranını belirleyen payların itibarî değeri, pay sahiplerinin şirkette sahip olduğu gücü temsil eder. Oransallık ilkesine göre hakların tespit edildiği esas sermaye sisteminde, pay sahipliği haklarını belirlemede ölçü, kural olarak, sermayeye katılım

⁴⁹⁴ İlgili dava hakkında bkz. “Örtülü Dağıtım Yasağı”.

⁴⁹⁵ Bkz. “Örtülü Dağıtım Yasağı”.

⁴⁹⁶ Bu noktadan itibaren sadece KVK olarak anılacaktır.

⁴⁹⁷ İngiliz hukukunda mesele Türkçe’ye “haksız ticaret” olarak çevirebileceğimiz “wrongful trading” kavramı altında çözüme kavuşturulabilir. Bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

⁴⁹⁸ Varlıkların devri yoluyla alacaklılar zarara uğratılmışsa, hileli ya da taksirli iflas suçları yönünden şikâyetle bulunulabilir. Ayrıca, bu yolla zarara uğrayanlar, haksız fiil hükümlerine başvurabilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. “Esas Sermaye Sisteminin Alternatifleri”.

⁴⁹⁹ Bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

oranıdır. Bir diğer ifadeyle, oransallık ilkesinin uygulanmadığı durumlar hariç, pay sahipleri sermayeye katılımları oranında haklarından yararlanacaktır⁵⁰⁰.

Şirket yönetim kurulunu tayin etme gücünü sağlayacak yeterlilikte, itibarî değer bakımından sermayenin çoğunluğunu temsil eden paya sahip olan pay sahipleri, kontrol sahibi olarak şirkete yön veren sùjelerdir.

Esas sermaye sisteminde, pay sahiplerinin haklarının tespitinde payın itibarî değeri belirleyicidir. Esas sermaye sisteminin tamamen kaldırılması ya da gerçek itibarî değersiz pay sisteminin kabul edilmesi hâlinde, mali ve idari hakların tespitinde sahip olunan pay sayısı ölçüt olarak kullanılabilir⁵⁰¹.

1.5.3. Finansman Kaynağı İşlevi

Esas sermaye sistemi, şirketin finansman maliyetlerini azaltmak için tasarlanmıştır⁵⁰². Esas sermaye, şirketin ticaretine ait faaliyetlerinde finansman ihtiyacını karşılayarak hızlı biçimde ödemededen aciz duruma gelmesini engeller⁵⁰³. Yeni kurulan bir şirketin işletme konusuna giren işlemleri gerçekleştirerek amacını gerçekleştirmesine yardımcı olur.

Sınırlı sorumlu bir şirkete tahsis edilmiş sermayenin bulunmadığı varsayımında, bu şirketin ticaretine başlayabilmesi kolay olmayacaktır. Aynı zamanda, böyle bir şirketin ne kadar süre faaliyetlerine devam edebileceği ve borç ilişkisi içinde bulunduğu veya bulunmayı hedeflediği kişilerce ne derece dikkate alınacağı belirsizdir⁵⁰⁴.

1.5.4. Pay Sahiplerini Koruma İşlevi

Esas sermaye sistemi gereği sabit bir nominal değere sahip payların oluşturulması ve korunması, hem finansman yükünün dağıtılması⁵⁰⁵ hem de kâr payının belirlenmesi için geçerli olan ve herhangi bir ayrımcılığın veya özel avantajların elde edilmesini önleyen, eşit işlem ilkesinin gereksinimine sevk etmektedir⁵⁰⁶. Özellikle sermayenin korunmasına ilişkin esas sermaye sistemiyle getirilen dağıtım yasakları, şirketin karar alma organlarında nüfuzu

⁵⁰⁰ Genel kurula katılma, bilgi alma, görüş bildirme ve öneride bulunma, iptal davası açma gibi haklarda sermayeye katılım oranının herhangi bir rolü yoktur; pay sahibi olan herkes bu haklardan eşit olarak yararlanır (Pulaşlı, Cilt I, s. 717; Bozgeyik, s. 632).

⁵⁰¹ Urbain-Parléani, s. 483.

⁵⁰² Mäntysaari, Vol. III, s. 154.

⁵⁰³ Lutter, s. 3.

⁵⁰⁴ Şirketin büyüklüğü ve hacmi dikkate alınmaksızın, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 45/1’de tüm şirketler için 25.000 Euro tutarında asgarî sermaye miktarının belirlenmiş olmasına (Kuhner, s. 353) ve şirket esas sermayesinin borç veren bakımından dikkate alınmadığına ilişkin eleştiriler dikkat çekicidir (Hannigan, s. 562 dn. 8).

⁵⁰⁵ İtibarî değerli payın, pay sahiplerinin aynı sayıda pay için diğer pay sahiplerinin ödediği aynı miktarı ödemede bulunmalarını sağlayarak, katılma payları arasında eşitliği güvenceye alma amacını taşıdığına ilişkin bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

⁵⁰⁶ Ekkenga/Bayer, s. 284.

olan bir pay sahibinin kendi yararına düzenletebileceği özel kararları yasakladığından, yatırım getirisi elde etme yönünden pay sahiplerinin şansları eşittir⁵⁰⁷. Görüldüğü üzere, sermayenin korunması ilkesi, azlığın korunması ve eşit işlem ilkesi arasında güçlü bir bağ bulunur. Nitekim İkinci Yönerge'nin 42. maddesinde yönergenin uygulanabilmesi için eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlemin uygulanması gerektiği açıkça düzenlenmiştir⁵⁰⁸. Böylece esas sermaye sistemi, kurumsal yönetimin unsurlarından olan adilliğin sağlanmasına katkıda bulunur⁵⁰⁹.

Esas sermaye sisteminin bir diğer önemli yönü; genel kurulu toplantıya çağırma (gerekirse mahkeme yoluyla genel kurul talep etme), genel kurul gündemini belirleme ve gündeme madde ekletme, genel kurula katılma ve oy hakkı gibi idari hakların pay sahiplerine temin edilmesi gerekliliğidir. İkinci Yönerge'de amacın alacaklıların yanı sıra pay sahiplerini korumak olduğu belirtilmiştir⁵¹⁰. Bu korumanın, anılan haklar sağlanmadan tesis edilmesi olanaklı değildir. Zira azlığın, genel kurula katılarak alınacak kararı engelleyebilmesi veya kararın alınmasını sağlaması esas sermaye sisteminin hedeflerine uygundur. Aksinin kabulü hâlinde azlığın; esas sermayenin artırımına veya azaltılmasına ilişkin genel kurul kararlarına etki edebilmeleri mümkün olmaz. Azlığın korunması ve eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin uygulanması için bu hakların tanınmasının gerekli olduğu kabul edilir⁵¹¹.

Anonim şirketlerde, oransallık ilkesinin uygulanmadığı durumlar hariç, pay sahipleri sermayeye katılımları oranında haklarından yararlanacaktır⁵¹². Bu noktada, çoğunluk ilkesine göre yönetim anlayışının hâkim olduğu anonim şirketlerde, müktesep ve vazgeçilmez pay sahipliği hakları ile azlık haklarının oluşturulması ihtiyacı karşımıza çıkmaktadır⁵¹³. Çoğunluk

⁵⁰⁷ Ekkenga/Bayer, s. 285, 286.

⁵⁰⁸ Benzer düzenleme 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde de korunmuştur. İkinci Yönerge'den farklı olarak, eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin düzenlendiği 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 85'te, tüm yönergeye atıfta bulunulmamış, sadece sermayenin korunması ve değiştirilmesinin düzenlendiği kısmın (*chapter IV capital maintenance and alteration*) uygulanabilmesi amacıyla, üye ülkelerin hukuklarında eşit konumdaki tüm pay sahiplerine eşit işlem uygulamasının sağlanması gerektiği belirtilmiştir.

⁵⁰⁹ Memiş, Tekin/Turan, Gökçe, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2017, s. 47.

⁵¹⁰ İkinci Yönerge'nin başlangıç bölümünde açıkça halka açık şirketlerin pay sahipleri ve alacaklıları için asgarî eşdeğer korumanın sağlanabilmesi amacıyla şirketlerin kuruluşu ve sermayelerinin korunması, artırılması veya azaltılması ile ilgili ulusal hükümlerin koordinasyonunun özellikle önemli olduğu ifade edilmiştir. Aynı ifade 2017/1132 sayılı AB Yönergesi (3)'de de yer almaktadır. Ayrıca İkinci Yönerge'nin kısa gerekçesinin yer aldığı başlık bölümünde yönergenin amaçları açıklanırken "...üyelerin menfaatlerinin korunması için... halka açık şirketlerin kurulması ve sermayelerinin korunması ve değiştirilmesi konusunda" anlamına gelen "...for the protection of the interests of members...in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital" ifadesiyle yönergenin amaçlarından birinin üyeleri (pay sahiplerini) korumak olduğu belirtilmiştir. Aynı ifade 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 1/1'de korunmaktadır.

⁵¹¹ Mäntysaari, Vol. III, s. 146. Bir kısım pay sahibine ayrıcalık tanıyan sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararları eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturacaktır (Eminoğlu, Cafer, "Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından "Eşit Şartlarda Eşit İşlem" İlkesi", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, S. 2015/1, ss. 79-88, s. 84).

⁵¹² Pulaşlı, Cilt I, s. 717.

⁵¹³ Bilgili/Demirkapı, s. 216.

ilkesine göre yönetim anlayışının azlık lehine esnetilmesi ve pay sahiplerinin etkin bir şekilde haklarını kullanabilecekleri platformların tesis edilmesi elzemdir. Bu soruna çözümün bir parçası olarak, esas sermaye sisteminin benimsendiği Türk anonim şirketler hukukunda, özellikle payların atomize olduğu şirketler için pay sahiplerinin genel kurula katılabilmelerini sağlamak amacıyla, pay sahiplerinin temsili (TTK m. 427 vd.) ve elektronik genel kurul (TTK m. 1527/1 ve SerPK m. 30/5) kurumları düzenleme altına alınmıştır.

Türk hukukunda genel kurulun devredilemez görev ve yetkilerinin düzenlediği TTK m. 408 ile yönetim kurulunun karar alma yetkileri sınırlandırıldığı gibi; sermayenin artırılması ve azaltılması gibi konularda getirilen ağır nisaplar aracılığıyla, basit çoğunlukla alınabilecek kararlara karşı azlık pay sahipleri korunmaktadır. Nisapların hesaplanmasında ortak sayısı değil, sermaye dikkate alınır. Sermayenin artırılması kararının verilmiş olması hâlinde, öngörülmuş bulunan rüçhan hakkı (TTK m. 461) ve önerilmeye muhatap olma hakkı (TTK m. 466), azlığı koruma açısından tamamlayıcı işleve sahiptir. Rüçhan hakkının tanınmamış olduğu bir sistemde, sermaye taahhüdü yoluyla sermayenin artırıldığı varsayımında, azlığın şirketteki karar alma gücü zayıflayacaktır. Adil bir şirket düzeninin tesis edilerek, kurumsal yönetimin ihdas edilmesi için esas sermaye sisteminin bu yönde de bir işlevi bulunduğu anlaşılmaktadır.

Bunların yanı sıra, esas sermaye sistemi gereği, esas sermayeye ilişkin bir işlem yapılması gerektiğinde, genellikle, genel kurulun bu işleme onay vermesi gerekir⁵¹⁴. Böylece, pay sahipleri yapılacak işleme ilişkin karar merci olarak fonksiyon gösterir.

1.5.5. Alarm Sinyali İşlevi

İkinci Yönerge m. 17/1 (ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 58/1) uyarınca, esas sermayenin ciddi oranda kaybedilmesi durumunda, şirketin tasfiye edilmesi veya başka bir önlem alınması gerekip gerekmediğini değerlendirmek üzere, üye devletlerin kanunlarda belirlenen süre içerisinde genel kurulun toplantıya çağırılması gerekir. Anılan maddenin ikinci fıkrasında, üye devletlerin kanunlarında, ciddi şekilde kayba ilişkin tutarın, esas sermayenin yarısından daha yüksek bir oran üzerinden belirlenemeyeceği hükme bağlanmıştır. Bu hüküm bir şirketin kendisini tasfiye etmesini veya başka önlemler almasını gerektirmez⁵¹⁵. Aksine, tek gereklilik, pay sahiplerinin, herhangi bir işlem yapmama ihtimali de dâhil olmak üzere, olası alternatifleri tartışmalarına izin verilmesidir⁵¹⁶. Anılan hüküm, şirket sermayesinin

⁵¹⁴ Mäntysaari, Vol. III, s. 144.

⁵¹⁵ Mäntysaari, Vol. III, s. 151.

⁵¹⁶ Mäntysaari, Vol. III, s. 151.

uğranılan zararlar sebebiyle kanunen düzenlenmiş asgarî sermaye miktarının altına düşmesi durumunda da uygulanır⁵¹⁷.

Esas sermayenin alarm sinyali fonksiyonunu ortaya koyan İkinci Yönerge m. 17/1 (ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 58/1), esas sermayenin ticari kararlar sebebiyle kaybı ihtimaline binaen kaleme alınmıştır. Alarm için kırmızı çizgiyi esas sermaye oluşturur. Özkaynak miktarı esas sermayeye eşit veya ondan fazla olduğu sürece, şirkette esas sermaye korunuyor demekken; özkaynak miktarı esas sermaye miktarının altında olursa sermaye kaybından söz edilir⁵¹⁸. Yönergede, kanuni asgarî sermaye veya esas sözleşmede düzenlenen esas sermaye miktarının en fazla yarısının kaybedilmesi hâlinde, yönetim kurulunun, pay sahiplerini toplantıya çağırarak suretiyle şirketi alarma geçirmesi istenmiştir. Esas sermayenin bu işlevi, bu kavramın bir risk yönetimi ve kurumsal yönetim aracı olduğunu gösterir⁵¹⁹. Yönetim kurulu, esas sermaye miktarını ölçüt alarak finansal bilgileri yorumlayacaktır. Şirketin net malvarlığının esas sermaye miktarının altına düşmesi, bir taraftan, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğunu gündeme getirebilir; diğer taraftan ise, genel kurul çağrısı ve yönetim kurulunun sunacağı öneriler, yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki fonksiyon ayrılığı ve kurumsal yönetimi ön plana çıkarır.

İkinci Yönerge'yle uyumlu şekilde, İsvBK m. 725/1'den aynen alınan TTK m. 376/1 uyarınca, *“son yıllık bilançodan, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşılırsa, yönetim kurulu, genel kurulu hemen toplantıya çağırır ve bu genel kurula uygun gördüğü iyileştirici önlemleri sunar”*. Benzer şekilde, AktG § 92/1 gereği, *“yıllık bilanço veya ara bilanço hazırlanırken veya şartların makul şekilde değerlendirilmesi sonrası takdiri olarak, esas sermayenin yarısı kadar bir zararın gerçekleştiği anlaşılırsa, yönetim kurulu derhal genel kurulu çağırır ve durumu bildirir”*. Alman hukukunda yıllık bilançonun, ara bilançonun ve hatta şirketin tüm faaliyet sürecinin dikkate alınması karşısında, Türk (ve İsviçre) hukukunda son yıllık bilançonun esas alınması yetersiz görülebilir. Ancak, TTK m. 369 gereği, tedbirli bir yöneticinin özeniyle hareket etmekle görevli olan yönetim kurulu, sadece son yıllık bilançoyla bağlı kalmaksızın, şirket sermayesinin kısmen ya da tamamen kaybına ilişkin tüm emareleri dikkate almalıdır. Nitekim TTK m. 376/1'deki eksiklik TTK m. 376/3-c.1 *“şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartır”*⁵²⁰ hükmü ile

⁵¹⁷ Mäntysaari, Vol. III, s. 151.

⁵¹⁸ Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 309.

⁵¹⁹ Mäntysaari, Vol. III, s. 142.

⁵²⁰ İsvBK m. 725/2-c.1 uyarınca ise, borca batıklıktan şüphelenmek için yeterli emareler varsa, bir ara bilanço hazırlanması ve bunun incelenmek üzere onaylanmış bir denetçiye sunulması gerekir.

giderilmiştir. Anılan düzenleme yönetim kurulunun hesap yılı içerisindeki tüm faaliyetleri dikkate almasını gerektirir.

Ayrıca, TTK ve İsvBK düzenlemelerinde, ihtiyatlılık kavramına daha sıkı şekilde bağlı kalınarak, sermaye kaybının hesaplanmasında, esas sermaye ve kanuni yedek akçeler dikkate alınırken, AktG’de sadece esas sermaye dikkate alınmıştır.

1.5.6. Potansiyel Alacaklılar İçin Sinyal Aygıtı İşlevi

Şirketler esas sermaye miktarını kredi piyasalarındaki pozisyonlarını güçlendirmek için bir sinyal aygıtı olarak kullanabilirler⁵²¹. Gerçekten potansiyel alacaklılar, pay sahiplerinin şirketin kuruluşu sırasında veya daha sonraki bir sermaye artışında yeterli miktarda risk alıp almadığını belirlemek için esas sermaye miktarına bakabilirler⁵²². Böylece pay sahipleri, şirketin kredi verilebilir durumda olduğunu göstermek için önemli miktarda parayı esas sermaye olarak yatırmak zorunda kalabilirler⁵²³.

⁵²¹ Mülbert, Peter O./Birke, Max, “Legal Capital - Is There a Case against the European Legal Capital Rules?”, **European Business Organization Law Review**, 2002 (3), pp. 695-732, s. 727.

⁵²² Engert, s. 650.

⁵²³ Engert, s. 650.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYENİN KORUNMASI İLKESİ

2.1. Sermayenin Korunması İlkesinin Temelleri ve Esas Sermaye Sistemi İçerisindeki İşlevi

Sermayeye ilişkin kuralların ABD'yle Avrupa'da aynı zaman dilimi içerisinde XIX. yüzyılın ikinci yarısında ortaya çıktığı ifade edilir⁵²⁴. Ancak, XIX. yüzyılın ilk yarısında da sermayenin korunmasına ilişkin mahkeme kararlarına rastlamak mümkündür. Sermayeye ilişkin kurallar, pay sahipleriyle şirket tüzel kişiliğinin sorumluluğunun ayrılmasına karşılık olarak doğmuştur⁵²⁵. Nitekim şirkete ait bağımsız bir malvarlığının bulunmadığı bir sistemde, alacaklılar pay sahiplerine karşı alacak hakkını ileri süremeyecekleri için tatminsiz bırakılacaklardır⁵²⁶. Bu sebeple alacaklıların, tek borçlu olan şirketin tüzel kişiliği bünyesinde oluşturulacak kanuni sermaye miktarıyla korunması yönünde bir doktrin gelişmiştir⁵²⁷. Sermayenin oluşturulması ve korunmasına ilişkin kurallar, şirket alacaklılarının pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğundan kaynaklı olası endişeleri dikkate alınarak tesis edilmiştir⁵²⁸. Bununla birlikte, sınırlı sorumluluk unsuru şirkete hasredilemez. Şirket tüm malvarlığı unsurlarıyla alacaklılara karşı sorumludur. Diğer borç ilişkilerinde olduğu gibi, şirket alacaklılarının şirketin malvarlığı unsurları üzerindeki hakları bu unsurların mülkiyet hakkı sahibi olan şirketin kendisine göre önceliklidir ve bunun sonucu olarak, alacaklılar pay sahipleri karşısında önceliğe sahiptir⁵²⁹.

Ortakların sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerde pay sahiplerinin şirkete yatırdıkları katılma paylarının alacaklılar için korunması gerektiğine ilişkin mahkeme kararları İkinci Yönerge'den çok daha öncesine uzanır. ABD tarihinde -Türkiye'deki adıyla- esas sermaye anlayışını yansıtan klasik bir dava olarak gösterilen 1824 tarihli *Wood v. Dummer*⁵³⁰ davası tarihsel bir öneme sahiptir. Davaya konu olayda, zaten ödemedi aciz durumda olan Hallowell and Augusta Bank yöneticileri şirketin çoğu likit varlığını (= kolaylıkla paraya çevrilebilen varlıklar) pay sahiplerine dağıtmıştır⁵³¹. Bunun üzerine alacaklılar bazı pay sahiplerine dava açmıştır. Hâkim Joseph Story kararında, paylardan elde edilen sermayenin (*capital stock*) kanunla tahsis edilen bir güven fonu olduğunu, bu tutarın

⁵²⁴ Kübler, The Rules of Capital, s. 95; Manning/Hanks, s. 25.

⁵²⁵ Kübler, The Rules of Capital, s. 95.

⁵²⁶ Manning/Hanks, s. 25.

⁵²⁷ Kübler, The Rules of Capital, s. 95.

⁵²⁸ Manning/Hanks, s. 17, 18.

⁵²⁹ Manning/Hanks, s. 17.

⁵³⁰ *Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435.

⁵³¹ *Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435 (Manning/Hanks, s. 36).

borçların ödenmesine ilişkin bir sözleşme niteliğini taşıdığını ve sadece borç ödemelerinden sonra artakalan miktarın pay sahiplerine ait olduğunu belirtmiştir⁵³². Benzer şekilde, İngiliz hukukundaki *Trevor v Whitworth*⁵³³ davası meselenin Avrupa'daki tarihsel süreci açısından önemlidir. Davada hâkim Lord Watson'un şu tespitleri çarpıcıdır⁵³⁴: “Ödenmiş sermaye, şirketin ticareti sırasında azaltılabilir veya kaybedilebilir; bu, hiçbir mevzuatın önleyemeyeceği bir sonuçtur; ancak, sınırlı sorumlu bir şirketle iş yapan ve ona kredi veren kişiler, doğal olarak, şirketin önceden ödenmiş belirli bir miktarda sermayeyle ticaret yaptığına ve aynı zamanda kalan sermaye için talepte bulunulduğunda şirketin üyelerinin sorumlu olacağına ilişkin olguya güvenirler; ve şirketin kasasına ödenen sermayenin hiçbir kısmının, işinin meşru akışı dışında, daha sonradan harcanmadığını varsayma hakları vardır”.

Günümüz Avrupa'sı ve Türkiye'sinde ise, sermayenin korunması ilkesi esas sermaye sisteminin bir parçasıdır⁵³⁵. Hatta esas sermaye sisteminin merkezinde sermayenin korunması ilkesi yer alır⁵³⁶. İlkeye ilişkin kurallar, özellikle alacaklıları ve pay sahiplerini koruma işlevi görürler⁵³⁷. Pay sahiplerinin oy birliğiyle bile olsa, bu kuralları uygulamamak veya saptırmak mümkün değildir. Nitekim TTK m. 391/1-b'de sermayenin korunması ilkesini gözetmeyen yönetim kurulu kararlarının ve TTK m. 447/1-c'de sermayenin korunması hükümlerine aykırı genel kurul kararlarının batıl olduğu düzenlenmiştir. Dolayısıyla, yönetim kurulu veya genel kurul kararlarıyla pay sahiplerinin katılma paylarına ilişkin ödeme yükümlülüğü kaldırılamaz ve ödenen paylar pay sahiplerine iade edilemez. Pay sahiplerinin sermaye borcu ibra edilemez bir yükümlülüktür. İkinci Yönerge m. 12'de (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 53) bu olgu, “taahhüt edilen sermayenin⁵³⁸ azaltılmasına ilişkin hükümlere tabi olarak, pay sahiplerinin katılma paylarını ödeme yükümlülükleri ibra edilemez” şeklinde düzenlenmiştir.

2.2. Tanımı

Sermayenin korunması ilkesinin tesis edilebilmesi için asgarî bir sermaye miktarının oluşturulması ve bu miktarın şirketin kullanımına ve tasarrufuna sunulması gerekir. Bundan hareketle, Türk kanun koyucu üzerlerinde sınırlı ayni hak, haciz ve tedbir bulunan malvarlığı unsurlarının sermaye olarak taahhüdünü yasaklamıştır. Zira şirketin bu tür değerleri

⁵³² *Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435 (Manning/Hanks, s. 36, 37).

⁵³³ *Trevor and Another v Whitworth and Another* House of Lords 11 July 1887 (1887) 12 App. Cas. 409.

⁵³⁴ *Trevor and Another v Whitworth and Another* House of Lords 11 July 1887 (1887) 12 App. Cas. 409.

⁵³⁵ Cahn, Andreas, **Capital Maintenance in Germany Company Law**, Institute for Law and Finance Goethe-Universität Frankfurt Am Main, Working Paper Series No. 146/2015, s. 1.

⁵³⁶ Engert, s. 648.

⁵³⁷ Bkz. “Esas Sermaye Sisteminin İşlevleri”.

⁵³⁸ Taahhüt edilen sermayenin dar anlamda esas sermaye anlamına geldiğine ilişkin bkz. “Esas Sermaye”.

kullanamayabileceği veya bu değerler üzerinde tasarrufta bulunamayabileceği düşünülmüştür. Ancak, TTK'daki bu yasak sermayenin korunması ilkesini çok katı biçimde ele almaktadır⁵³⁹. İlkenin en önemli hedefi pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımları sınırlandırmak ve bu kapsamda bazı malvarlığı unsurlarını kanunen bağlı malvarlığı olarak el alarak bunların dağıtımını yasaklamaktır. İlke kapsamında öngörülen dağıtım kuralları gereği, yalnızca şirketin net malvarlığının esas sermaye ile bazı yedek akçelerin⁵⁴⁰ toplamını aşan miktarı dağıtılabılır. Bununla birlikte, pay sahiplerine dağıtılması riski dışında da, esas sermayenin azalması ihtimaline binaen ilke kapsamında bir dizi tedbir öngörülmüştür.

Sermayenin korunması ilkesi birden fazla unsur ihtiva eder. Birincisi, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımı kurallara bağlar. Bunu şöyle açıklayabiliriz: Birincisi, ayrı bir tüzel kişiliği ve bu sebeple ayrı bir malvarlığı bulunan şirketten pay sahiplerine değer aktarımında bulunulması bir yatırımcı olan pay sahibi için doğal bir beklentidir. Sermayenin korunması ilkesi, pay sahiplerinin şirkete yapmış oldukları yatırımın getirisini kurallara bağlar ve bu kurallar dağıtım kuralları olarak anılırlar⁵⁴¹. Pay sahipleri keyfiyete dayalı olarak şirketten kazanç sağlayamaz ve şirket değerleri üzerinde hak iddia edemezler; ancak, dağıtım kurallarına uygun olarak, şirketten değer elde edebilirler. Sermayenin azaltılması ve tasfiye kuralları saklıdır⁵⁴². İkincisi, pay sahipleri tarafından kuruluştaki kanuna uygun olarak asgarî bir miktarda sermayenin taahhüt edilmesi yoluyla şirketin finansman ihtiyacı ve alacaklıların tatmini için asgarî bir miktar sağlar⁵⁴³. Üçüncüsü, kuruluştaki veya sermaye artırımında pay sahipleri tarafından taahhüt edilen katılma paylarının tam ve gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesini güvence altına alır⁵⁴⁴. Dördüncüsü, şirketin kendi paylarını taahhüt etmesini engeller (TTK m. 388). Beşincisi, sermayenin kısmen veya tamamen karşılıksız kalması hâlinde alınması gereken önlemleri kapsama alır⁵⁴⁵.

Sonuç olarak, sermayenin korunması ilkesi, şirketin kuruluş safhası için öngörülen asgarî sermaye şartını karşılamasını, kuruluştaki ve sermaye artırımında pay sahiplerince taahhüt edilen katılma paylarının tam ve gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesini, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımın esas sermayeyle “kanunen bağlı yedek akçelerin”⁵⁴⁶ toplamının özkaynak olarak korunması esasına dayanan kurallara bağlanmasını ve esas

⁵³⁹ Bkz. “Katılma Paylarının Tam ve Gerçeğe Uygun Değeriyle Şirkete Getirilmesi”.

⁵⁴⁰ Dağıtımı yasak olan yedek akçeler aşağıda “Dağıtım Sistemi”nde incelenmiştir.

⁵⁴¹ **Schön**, Legal Capital, s. 437; **Davies**, Vicinity of Insolvency, s. 309; **Engert**, s. 651; **Armour**, Share Capital 365.

⁵⁴² Türk hukukunda (ve karşılaştırmalı hukukta), şirketin kendi paylarını iktisabı yoluyla pay sahiplerine dağıtım yapılabilmesi de -kanunen izin verilen miktarlar dâhilinde- mümkündür.

⁵⁴³ **Geffen**, s. 16.

⁵⁴⁴ **Rickford**, Reforming Capital, s. 928.

⁵⁴⁵ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s. 1683.

⁵⁴⁶ Kanunen dağıtımı yasak olan yedek akçeler, kanunen bağlı yedek akçeler olarak anılmıştır. Bu konudaki açıklamalar için bkz. “Dağıtım Sistemi”.

sermayenin kısmen veya tamamen kaybı hâlinde alınması gereken tedbirleri ifade eder. İlke, alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olmasını esas alır. Bu sebeple, örtülü dağıtımların ilke kapsamında öngörülen dağıtım kurallarının ihlali anlamına geldiğini kabul etmek gerekir. Ancak, ilkenin sert yorumlanması durumunda, pay sahiplerinin şirkete borçlanma imkânına sahip olup olmadıkları tartışmaya açılabilmesi için kanun koyucular TTK m. 358, m. 395/2 ve AktG § 57/1-c. 3 gibi hükümler sevk etmişlerdir. Bu düzenlemelerin ilkeyi yumuşattığı söylenebilir.

2.3. Unsurları

Sermayenin korunması ilkesinin unsurları şunlardır: 1- Asgarî sermaye, 2- şirketin kendi paylarını taahhüt etme yasağı, 3- pay sahiplerince taahhüt edilen katılma paylarının tam ve gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesi, 4- dağıtım sistemi, 5- örtülü dağıtım yasağı, 6- sermayenin kısmen veya tamamen kaybı hâlinde alınacak tedbirler.

2.3.1. Asgarî Sermaye

Sermayenin korunması ilkesi kapsamında öncelikle kuruluşta asgarî sermayenin sağlanması öngörülmüştür. Pay sahipleri kanunen öngörülenden az olmayan miktarda esas sözleşmede belirlenen sermayeyi katılma payları tutarında üstlenirler. Pay sahiplerinin kural olarak tek borcu şirkete ödemeyi taahhüt ettikleri katılma paylarıdır. Katılma paylarının toplamı esas sermaye miktarını oluşturur. Bu miktar alacaklılar için bir nevi güvence fonu teşkil edecektir.

Kanunen belirlenen asgarî sermaye miktarıyla pay sahipleri şirketin ticari girişiminden doğacak risklerin bir kısmını üstlenmeye zorlanmaktadır⁵⁴⁷. Pay sahiplerinin riskin çoğunu alacaklılara yükleyememelerinin bazı kötü tasarlanmış ticari projeleri engelleyeceği ve bunun da şirketin ortalama kredisini yükselteceği belirtilir⁵⁴⁸. Gerçekten asgarî sermayeye katılımda bulunmak zorunda olan pay sahiplerinin, öncelikle kendi menfaatleri için iyi projelerle yola çıkmaları gerekir; zira projenin başarısız olması hâlinde sermayeye katılma paylarını kaybedeceklerdir. Sonuç olarak, asgarî sermaye miktarı başarıya ulaşma konusunda sorgulanabilir bir model benimseyen şirketlerin kurulmasında seçiciliğin sağlanması bakımından düzenleyici işlev görür⁵⁴⁹.

⁵⁴⁷ Engert, s. 649.

⁵⁴⁸ Engert, s. 649, 650.

⁵⁴⁹ Haaker, Andreas, "The Future of European Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective", *German Law Journal*, Vol. 13, No. 06, (2012), pp. 637-658, s. 643.

Asgarî sermaye miktarının “ciddiyet testi” işlevine sahip olduğu kabul edilir⁵⁵⁰. Ancak, bu işlevin etkin şekilde sağlanabilmesi tutarın yüksek belirlenmesiyle mümkündür. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 45/1’de 25.000 Euro olarak öngörülen asgarî sermaye miktarı düşük bir tutar olarak değerlendirilse bile, üye ülkelerin bu miktarı ele alış biçimi farklı olmuştur. Örneğin, İtalya’da öngörülen asgarî sermaye miktarı 120.000 Euro iken⁵⁵¹; Fransa’da iki farklı anonim şirket (*joint stock company*) türü olan S.A. (*société anonyme*) ve S.A.S. (*société par actions simplifiée*) için aynı tutar olmak üzere 37.000 Euro⁵⁵²; Almanya’da 50.000 Euro (AktG § 7); halka açık şirketler (*public company*) bakımından İngiltere’de 50.000 İngiliz Sterlini veya bu miktarın Euro olarak karşılığı (CA b. 763/1); AB üyesi olmayan İsviçre’de ise, 100.000 İsviçre Frangı’dır (İsvBK m. 621). İtalya’da asgarî sermaye miktarının bu denli yüksek belirlenmiş olması sebebiyle, bu ülkede asgarî sermayenin, ticaretinde başarılı olma potansiyeli taşımayan bir şirketin kurulmasını engelleyeceği düşüncesine dayanarak, “ciddiyet testi” işlevine sahip olduğu kabul edilir⁵⁵³.

Asgarî sermayenin erken ödemeden acze düşmeyi önleme ve finansman kaynağı işlevleri de bulunur⁵⁵⁴. Yeni kurulan bir şirketin finansman ihtiyacını karşılamada esas sermaye önemli bir fonksiyon gösterir. Şirketin ticarete başlar başlamaz ödemeden aciz duruma gelmesini önler. Ayrıca, kuruluştaki aynı miktardaki pay için kurucuların aynı miktarda ödemede bulunmalarını sağlayarak katılma payları yönünden eşitliği temin eder.

2.3.2. Şirketin Kendi Paylarını Taahhüt Etme Yasağı

TTK m. 388 uyarınca, “(1) Şirket kendi paylarını taahhüt edemez. (2) Üçüncü kişinin veya bir yavru şirketin kendi adına fakat şirket hesabına şirketin payını taahhüt etmesi, şirketin kendi payını taahhüt etmesi sayılır. (3) Birinci ve ikinci fıkralara aykırı hareket hâlinde, söz konusu payları, kuruluştaki kurucular, sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri taahhüt etmiş sayılır ve bunlar pay bedellerinden sorumlu olurlar. Kanuna aykırı taahhütte herhangi bir kusurları bulunmadığını ispat eden kurucular ve sermaye artırımlarında yönetim kurulu üyeleri sorumluluktan kurtulurlar. (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.

⁵⁵⁰ Mülbert/Birke, s. 721; Haaker, s. 642, 643.

⁵⁵¹ Miola, Massimo, “Legal Capital Rules in Italian Company Law and the EU Perspective”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 515-557, s. 517.

⁵⁵² Fransız hukuku gereği, sermayenin yarısı tescil anında kalan yarısı ise beş yıl içerisinde ödenmelidir. Ayrıca, borsaya kote şirketlerde asgarî sermaye 225.000 Euro’dur. Bkz. Urbain-Parléani, s. 485.

⁵⁵³ Miola, 517, 518.

⁵⁵⁴ Lutter, s. 3.

Üyeler pay bedellerinden sorumludur”⁵⁵⁵. Düzenlemenin esin kaynaklarından olan ve şirketin kendi paylarını taahhüt etmesini yasaklayan İkinci Yönerge m. 18, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 59’da aynen korunmuştur⁵⁵⁶. Yasağın amacı, şirketin sermayesiz kurulmasını engellemek, kuruluşa veya sermaye artırımında taahhüt edilen miktara ilişkin yükümlülüğün pay sahiplerinden alınıp anonim şirkete yüklenmesinin önüne geçmektir⁵⁵⁷. Ayrıca, bazı pay

⁵⁵⁵ Madde gerekçesine göre, “Tasarının 388 inci maddesinin kaynağı AET’nin 2 sayılı Yönergesi ile Alm. POK 56 ncı paragrafıdır. Ancak anılan madde birçok noktada Alman düzenlemesinden ayrılmıştır. Hüküm, içerdiği kuralın açıkça ifade edilmiş bulunması sebebiyle yenidir. 6762 sayılı Kanunda şirketin kendi paylarını taahhüt edemeyeceği kuralı açıkça ve doğrudan doğruya öngörülmemiştir. Ancak 6762 sayılı Kanunun 285 inci maddesinin birinci fıkrasında ifadesini bulan “muvazaadan âri” ibaresinin bu kuralı da içerdiği söylenebilir. Birinci fıkra: Birinci fıkra, sermayenin gerçekten konulması ilkesinin (Genel Gerekçe 57 ve 66 numaralı paragraf) gereği olarak bir anonim şirketin kendi paylarını taahhüdünü kesin olarak yasaklamaktadır. Hükümün, payın her türlü aslen iktisabı halini kapsamı özellikle amaçlanmıştır. Kuruluşa ve sermaye artırımında ihraç edilecek payları taahhüt, esas ve kayıtlı sermaye sisteminde rüçhan hakkının devralınması yoluyla taahhüt, şartlı sermaye artırımında değiştirme ve alım hakkının kullanılması gibi. Bir anonim şirketin Tasarının 379-381 inci maddeler hükümleri uyarınca kendi paylarını iktisap etmesi halinde bu paylardan kaynaklanan rüçhan haklarını kullanıp kullanamayacağı, yani kendi paylarını taahhüt edip edemeyeceği sorununun çözümü öğretiyeye açıktır. Kuruluşa, anonim şirketin henüz varolmadığı için kendi paylarını taahhüt edemeyeceği düşünülebilir. Ancak çeşitli danışıklılık yollarının bulunduğu, bunun bir örneğinin de maddenin ikinci fıkrasında yer aldığı gözden kaçırılmamalıdır. Devren iktisaplara 379 ve devamı hükümleri uygulanacağı için bu tür iktisaplar 388 inci maddenin kapsamı dışındadır. Hükme aykırılığın sonucu kanuna aykırılık sebebiyle geçersizdir. Üçüncü fıkra gereğince bu payların kurucular ve yönetim kurulu üyeleri tarafından taahhüt edilmiş sayılması şirket yönünden geçersizliği etkilemez. İkinci fıkra: Hükümün öngörülme amacı birinci fıkradaki yasağın danışıklı işlemlerle etkisiz bırakılmasına engel olmaktır. Tasarıda bu hüküm bulunmasaydı, belki kanuna karşı dolan hükümleri aracılığı ile (ve kısmen de) üçüncü fıkraya dayanılarak aynı sonuca varılabilirdi. Ancak zihinlerde uyanabilecek tereddütler, farklı yaklaşımlar ve yorumlar birinci fıkrada öngörülen yasaktan beklenen yararı ortadan kaldırılabildi. Yavru şirketin açıkça zikredilmesinin sebebi, onun bazı varsayımlarda üçüncü kişi sayılmayabileceği endişesidir. Kuruluşa ve sermaye artırımında, bir üçüncü kişinin veya bir yavru şirketin, bir anonim şirketin paylarını kendi adına fakat kurulmakta bulunan ya da mevcut olan anonim şirket hesabına taahhüt etmesi halinde, mezkûr 125 paylar anılan anonim şirket adına taahhüt edilmiş sayılır ve birinci fıkradaki yasağın kapsamına girer. Üçüncü kişi, gerçek veya tüzel bir kişi veya bir tek kişi işletmesi olabilir. Yavru şirket, 195 inci maddeye göre tanımlanır. Hüküm, yavru şirketin tek kişi işletmesi olması halinde de hüküm uygulanır. Hesaba taahhüt, komisyon, vekâlet veya işgörmeye sözleşmesinin herhangi bir türü olabilir veya karma sözleşme niteliği taşıyabilir. İkinci fıkranın uygulanması için şirketin rizikoyu taşıması yeterlidir. Esas sermaye ve kayıtlı sermaye sistemleriyle şarta bağlı sermaye artırımları hüküm kapsamındadır. Hükme aykırılığın hukukî sonucu geçersizliktir (bakınız. birinci ve üçüncü fıkra ile ilgili açıklamalar). Üçüncü fıkra: Birinci ve ikinci fıkralara aykırılık halinde, taahhüt şirket yönünden, kanuna aykırılık sebebiyle geçersizdir; yani taahhüt hukukî bir sonuç doğurmaz. Tasarı kusurlu olmaları halinde söz konusu taahhüdün, kuruluşa kurucular ve sermaye artırımlarında yönetim kurulu tarafından yapılmış olduğu varsayımı üzerine kuruludur. Varsayımın dogmatik düzeni şöyledir: Kurucular veya yönetim kurulu üyeleri kusurlu değilse taahhüt (geçersiz olduğundan) hem sonuç doğurmaz, hem de geçersiz taahhüdün yerine bir varsayımla başka taahhüt geçmez. Kurucular veya yönetim kurulu üyeleri kusurlu ise, geçersiz taahhüt yerine bunların taahhüdü bir kanunî varsayımla geçer. Tereddütleri ortadan kaldırmak amacıyla kusura vurgu yapılmıştır. Tasarı, kusursuzluğun ispatı yolu ile sorumluluktan kurtulma olanağını tanımıştır. Kusursuzluğunu ispatlayanların dışındaki kurucular ve yönetim kurulu üyeleri sorumlu olmakta devam ederler. “Bedellerinden sorumlu olurlar” ibaresi ödenmeyen bedellerden müteselsil sorumluluğu ifade etmektedir. Sorumluların, pay bedellerini aşan zarardan sorumlu olup olmadıkları mahkeme kararlarına ve doktrine bırakılmıştır. Dördüncü fıkra: Dördüncü fıkra ana şirketin paylarının yavru şirket tarafından taahhüdünün geçersizliğini hükme bağlamakta, “yukarıdaki hükümler” ibaresiyle bir taraftan birinci fıkradan kaynaklanan geçersizliğe diğer taraftan da üçüncü fıkradaki kusur sorumluluğuna, sorumluluktan kurtulma şartına ve müteselsil sorumluluğa gönderme yapmaktadır. İkinci cümlede sorumlu olanın yavru şirketin yönetim kurulu üyeleri olduğuna vurgu yapılmak gereği duyulmuştur. Çok istisnai bir durum olduğu için hükümde yavru şirketin kurucularının sorumluluğu açıkça düzenlenmemiştir. Ancak gereğinde anılanların da sorumluluğuna gidilebileceği şüphesizdir”.

⁵⁵⁶ Şirketin kendi paylarını taahhüt etmesi yasağı AktG § 56/1’de düzenlenmiştir.

⁵⁵⁷ Pulaşlı, Cilt II, s. 1791.

sahiplerinin yerine şirketin sermaye taahhüdünde bulunmasına izin vermek eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturmaktadır⁵⁵⁸.

2.3.3. Katılma Paylarının Tam ve Gerçeğe Uygun Değeriyle Şirkete Getirilmesi

Her ortak, usulüne göre düzenlenmiş ve imza edilmiş şirket sözleşmesiyle koymayı taahhüt ettiği sermayeden dolayı şirkete karşı borçludur (TTK m. 128/1). Sermayenin korunması ilkesi gereği, şirkete taahhüt edilen nakdi veya ayni sermayenin kuruluşta ve sermaye artırımında tam ve gerçeğe uygun değerinde getirilmesi gerekir. Bu noktada belirtmek gerekir ki, halka açık şirketlerde ayni sermaye kural olarak getirilemez (SerPK m. 12/1). Ancak, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, Sermaye Piyasası Kurulu'nca portföye alınması uygun görülen varlıklar ayni sermaye olarak konulabilir (SerPK m. 49/5).

TTK Genel Gerekçe Paragraf 57'ye göre, *“güvenli kuruluş ile sermayenin korunması, anonim şirketin sınırlı sorumlu bir ticaret şirketi olmasından kaynaklanan ve birbirini tamamlayan iki taşıyıcı ilke veya bir taşıyıcı ilkenin iki yüzüdür. Bu ilkeler, veya ilke, sermayenin, şirketin hem işletme konusunun hizmetinde bulunmasını hem de tam tasarruf yetkisinin kapsamında olmasını ifade eder. “Hizmetinde olmak” sermayenin, kural olarak, şirketin mülkiyetinde olması, sermayenin gerçek değeri ile şirkete fiilen getirilmesi, korunması ve geri iade edilmemesi şeklinde tanımlanır. AET'nin 13/12/1976 tarihli ve 77/91 sayılı şirketlere ilişkin ikinci yönergesi de bu anlayışı vurgular. Anılan ilkeler, denetlemenin amaca uygun yapılabilmesi için, basit, şeffaflığı sağlayıcı ve açık kuruluş ve sermaye artırmı hükümlerini gerekli kılar”*.

Daha önce açıklandığı üzere⁵⁵⁹, pay çıkarılması sırasında tam değer elde edilmesini sağlamak için tasarlanmış iki kural vardır: Paylar para veya ayın olarak ödenmelidir ve itibarî değerinden aşağı bedelle pay çıkarılmamalıdır. Gerçekten 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 46 uyarınca, *“taahhüt edilen sermaye, yalnızca ekonomik olarak değerlendirmesi yapılabilen malvarlığı unsurlarından oluşabilir. Ancak, bir iş görme veya hizmet sağlama taahhüdü bu malvarlığı unsurlarının bir parçasını oluşturamaz”*. TTK'da da benzer anlayış geçerlidir. TTK m. 342/1-c. 2 gereği, *“hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olamaz”*. TTK m. 342/1'in mefhumu muhalifinden yorumla, muaccel alacakların sermaye olarak getirilebileceği çıkarımına ulaşılır. Kanunun kenar başlığını dikkate aldığımızda, şirkete sermaye olarak getirilmesi taahhüt edilen alacak haklarını ayni

⁵⁵⁸ **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1791.

⁵⁵⁹ Bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

sermaye olarak değerlendirmek gerekir⁵⁶⁰. Ayrıca, TTK'da sermaye olarak getirilebilecek malvarlığı unsurlarına ilişkin başkaca düzenlemeler de bulunur. Üzerlerinde sınırlı aynı bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen, fikrî mülkiyet hakları ile sanal ortamlar da dâhil, malvarlığı unsurları aynı sermaye olarak konulabilir (TTK m. 342/1-c. 1). Madde gerekçesine göre, *“üzerinde sınırlı aynı bir hak, haciz veya tedbir bulunan, nakden takdir ve devrolunamayan ayınların anonim şirkete sermaye olarak konulması, sermayenin korunması ilkesi ile bağdaşmaz bulunmuştur, 6762 sayılı Kanunda düzenlenmeyen bu nokta açıklığa kavuşturulmuştur. Tapuya bağlanmamış, zilyedliğin devri yolu ile devredilen taşınmazlar sorununun içtihatla bırakılması uygun görülmüştür”*⁵⁶¹. Üzerlerinde sınırlı bir aynı hak bulunan malvarlığı değerlerinin ve vadesi gelmemiş alacakların sermaye olarak getirilmesi yasağı, muhasebede hâkim olan ihtiyatlılık kavramının bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Ancak, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen tüm malvarlığı unsurlarının sermaye olarak kabul edilebilmesi karşısında, bu özellikleri taşıyan vadesi gelmemiş alacakların ve üzerlerinde sınırlı bir aynı hak bulunan malvarlığı değerlerinin sermaye olarak taahhüdünün yasaklanması makul gerekçelerle açıklanamaz⁵⁶². Zira bu yasak vadeli para alacağı içeren kıymetli evrakın sermaye olarak getirilmesini önlemekte ve portföyünde tahvil gibi alacak hakkı veren kıymetler barındıran şirketlerin birleşmeleri ve bölünmelerinde sorun çıkarabilme potansiyeli taşımaktadır⁵⁶³. Getirilecek aynı sermayeye TTK m. 343/1 uyarınca, şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçileceği dikkate alındığında, yasak tamamen anlamsızlaşmaktadır⁵⁶⁴.

Ayrıca, bedeli tamamen ödenmemiş payların hamiline yazılı pay senedine bağlanamaması (TTK m. 484/2), aynı sermayenin veya devralınacak işletme ile ayınların değerlemesinde usulsüzlük yapanlar hakkında öngörülen hukuki ve cezai sorumluluk (TTK

⁵⁶⁰ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar II, s. 78.

⁵⁶¹ Gerekçenin devamına göre, *“fikrî mülkiyet hakları”* ibaresi, fikir ve sanat eserlerini, bağlantılı hakları, markaları, tasarımları, patentleri, coğrafi işaretleri, tescil edilmemiş haklar ile bilgileri, bitki geliştirilmesini, yani ıslahçı haklarını, yarı iletkenlerin topografyalarını kapsayacak şekilde geniş anlaşılmalıdır. Elektronik ortamlar, kazandıkları değer dolayısıyla hükme dahil edilmiştir. Ancak, devredilebilme ve nakden takdir olunabilme şartının gerek fikrî mülkiyet hakları gerek elektronik ortamlar için de aranacağı şüphesizdir. Ayrıca, fikrî mülkiyet hakları ile elektronik ortamlar çok çeşitli türleri içerdikleri için bu türlerden bazıları, özellikle bağlantılı haklar, meselâ bir kısım fonogram yapımcısı hakları sermaye olarak konulmaya müsait olmayabilir, ya da bu hakların değerlendirilmeleri sorun oluşturabilir. Tasarının 343 üncü maddesine göre yapılacak değerlendirmede, bilirkişiler bu noktayı belirtmek, mahkemenin dikkatini çeken, ifadesi açık olan ve kesin nitelik taşıyan görüş beyan etmekle yükümlüdürler. 351 inci madde uyarınca, kuruluş denetçisinin sözü edilen konularda görüş ve ikazlarını sicil memuruna açık olarak bildirmesi gerekir”.

⁵⁶² Kendigelen, s. 230; Moroğlu, Erdoğan, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (Başlangıç Hükümleri, Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri, Kıymetli Evrak ve Son Hükümler) Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, İstanbul, 2016, (Moroğlu, Öneriler), s. 153.

⁵⁶³ Moroğlu, Öneriler, s. 153.

⁵⁶⁴ Moroğlu, Öneriler, s. 153; Kendigelen, s. 230.

m. 551, 562), sermayeyle ilgili yanlış beyanda bulunanların sorumluluğuna ilişkin TTK m. 560, sermaye taahhüdünün yerine getirilmemesi hâlinde öngörülen hukuki yaptırımlar ve ıskat prosedürü (TTK m. 481-483) sermayenin şirkete eksiksiz biçimde özgülenmesi amacıyla tesis edilmiştir.

TTK'da kuruluşta ve sermaye artırımında⁵⁶⁵ sermayenin korunması ilkesinin tesis edilebilmesi için nakdi ve aynı sermaye için ayrı hükümler düzenlenmiştir⁵⁶⁶.

2.3.3.1. Nakdi Sermaye

Nakdi sermaye taahhüdü durumunda, bu pay bedelinin şirkete getirilme şekli ve zamanı TTK m. 344-347'de düzenlenmiştir. TTK m. 344 gereği, *“(1) nakden taahhüt edilen payların itibarî değerlerinin en az yüzde yirmibeşi tescilden önce, gerisi de şirketin tescilini izleyen yirmidört ay içinde ödenir. Payların çıkarma primlerinin tamamı tescilden önce ödenir. (2) Sermaye Piyasası Kanununun pay bedellerinin ödenmelerine ilişkin hükümleri saklıdır”*⁵⁶⁷. Ödenme yerinin düzenlendiği TTK m. 345 uyarınca, *“(1) Nakdî ödemeler, 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununa bağlı bir bankada, kurulmakta olan şirket adına açılacak özel bir hesaba, sadece şirketin kullanabileceği şekilde yatırılır. Taahhüt edilen payların, kanunda veya esas sözleşmede öngörülmüş bulunan ve kanunda yazılı olandan daha yüksek olan tutarlarının ödendiği, ticaret siciline yöneltilecek bir banka mektubu ile ispatlanır. Banka, bu tutarı, şirketin tüzel kişilik kazandığını bildiren bir sicil müdürlüğü yazısının sunulması üzerine, sadece şirkete öder. (2) Şirket, 335 inci maddenin birinci fıkrasında öngörülen noter onayı veya şirket sözleşmesinin ticaret sicili müdürü yahut yardımcısı huzurunda imzalanma tarihinden itibaren, üç ay içinde tüzel kişilik kazanamadığı takdirde, bu hususu doğrulayan bir sicil müdürlüğü yazısının sunulması üzerine, bedeller*

⁵⁶⁵ Esas sermaye sisteminde sermayenin taahhüdü yoluyla artırımda nakdî sermaye taahhüdüne 341 inci (Mülga: 26/6/2012-6335/43 md.), aynı sermaye konulmasına 342 ve 343 üncü, bedellerin ödenmesine 344 ve 345 inci, halka arz edilecek paylara 346 ncı, ihraç edilecek paylara 347 nci madde kıyas yoluyla uygulanır (TTK m. 459/3).

⁵⁶⁶ Bu çalışmanın amacı ve kapsamı gereği, sermaye olarak getirilebilecek unsurlara ve bunların ödeme şekli ve zamanı gibi konulara ana hatlarıyla itibarıyla değinilmiştir.

⁵⁶⁷ Madde gerekçesine göre, *“birinci fıkra: Kapalı anonim şirketlerde, sermayenin tümünün tescilden önce ödenmesi zorunluluğunun bu tür şirketler için gerekli olmadığı ilkesinden hareket eden İsviçre (m. 632) ve Almanya (m. 36a) gibi ülkelerde de hala aynı sistemin varlığı gözönüne alınarak, madde ile, dengeli bir düzenleme getirilmiştir. Hukukumuzda 559 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile gelen, pay bedelinin ne oranda ne zaman ödenmesinin şart olduğu konusundaki belirsizlik, 344 üncü maddenin birinci fıkrasında, nakit karşılığı pay taahhüt edilmiş olması halinde, pay bedelinin en az yüzde yirmibeşinin, tescilden önce ödenmesi zorunluğu açıkça öngörülerek, ortadan kaldırılmıştır. Kalan sermaye borcunun, tescili izleyen yirmidört ay içinde ödenmesi şartı ile sermayenin ödenmemiş kısmının "unutulmaya bırakılması" sağlanmış, bu yolla sermayenin korunması ilkesine (Genel Gerekçe 57 ve 60 numaralı paragraf) uygun hareket edilmiştir. Bakiyenin ödetilmesini sağlamak ve gerekliyse 210 uncu maddenin dördüncü fıkrası hükmü uyarınca fesih davası açmak Sanayi ve Ticaret Bakanlığının görevidir. İhraç priminin tamamının ödenmesi de açıkça hüküm altına alınmıştır. Primin tamamının ödenmesi zorunluğu ile bir yandan taksidin mümkün olup olmadığı tereddüdünün ortadan kaldırılması, diğer taraftan da özvarlığın güçlendirilmesi amaçlanmıştır. İkinci fıkra: SerPK taksitli ödemeyi uygun görmediğinden, anılan Kanunun ilgili hükümleri tereddütlere yol açılmaması için saklı tutulmuştur”*.

banka tarafından sahiplerine geri verilir”. Ancak, halka açık şirketlerde ise, ihraç olunan payların bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi şarttır (SerPK m. 12/1).

Halka arz edilecek paylar için özel hüküm niteliğindeki TTK m. 346 uyarınca ise, “(1) *Esas sözleşmede taahhüt edilmiş olup da taahhüt sahiplerince, şirketin tescilinden itibaren en geç iki ay içinde halka arz edileceği esas sözleşmede belirtilmiş ve ayrıca garanti edilmiş bulunan nakdî payların karşılıkları satıştan elde edilen gelirden ödenir. Pay senetlerinin halka arz edilmesi sermaye piyasası mevzuatına göre yapılır. Satış süresinin sonunda, payların itibarî değerlerinin, varsa çıkarma priminin karşılığı şirkete, giderler düştükten sonra kalan tutar ise, pay senetlerini halka arzedenden pay sahiplerine ödenir.* (2) *Halka arzedilip de süresinde satılmayan payların bedellerinin tamamı, süresinde halka arzedilmeyen payların bedellerinin ise, yüzde yirmibeşi iki aylık süreyi izleyen üç gün içinde ödenir”.* Ancak, 6102 sayılı Kanunun 346 ncı maddesi ile 462 nci maddesinin üçüncü fıkrası halka açık ve halka açılmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu’na başvuran ortaklıklara uygulanmaz (SerPK m. 12/6). Bu düzenleme, TTK m. 346’nın uygulama alanını daraltmakla birlikte tamamen ortadan kaldırmamıştır; zira TTK m. 346 kapsamında gerçekleştirilecek olan yüklenim, Sermaye Piyasası Kurulu’na izahnamenin onayı başvurusundan önce yapılacağı için SerPK m. 12/6’nın uygulama alanına girmez⁵⁶⁸.

TTK m. 347 gereği, payların itibarî değerinin altında çıkarılamaz ve primli pay çıkarılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunmalı veya bu yönde bir genel kurul kararı alınmalıdır.

Ortakların şirketten alacakları söz konusuysa ve takasın koşulları gerçekleşmişse, bu alacaklar sermaye borcuyla takas edilebilir⁵⁶⁹. Nakit alacağın, sermaye borcuyla takas edilmesi pay bedelinin nakden ödenmesi anlamına gelir⁵⁷⁰. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Pay Tebliği (VII-128.1) ile sermaye borcunun takasına yönelik bazı sınırlamalar getirilmiştir. Anılan tebliğ m. 12/4 uyarınca, “*halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan sermaye koyma borcunun nakit olarak yerine getirilmesi esastır. Ancak gerçek ya da tüzel kişilerce ortaklığa sadece nakden konulan ve nakden konulduğu mali müşavir raporu ile tespit edilen fonlar sebebiyle oluşan borçlar, muaccel olması kaydıyla, sermaye koyma borcuna mahsup edilebilir. Halka açık ortaklıkların yapacakları sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcu, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlarına mahsubu suretiyle yerine getirilmemesi esastır”.* Kurul, sermaye borcuna karşılık gerçek olmayan bir alacak oluşturularak, şirket

⁵⁶⁸ Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 348, 349.

⁵⁶⁹ Göle, s. 51, 52; Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 345.

⁵⁷⁰ Göle, s. 52; Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 345.

sermayesinin karşılıksız kalmasını önlemeyi amaçlamaktadır⁵⁷¹. Ayrıca aynı maddenin 5. fıkrası gereği, “*ancak, halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesinin planlanması durumunda, bu işlem Kanunun 23 üncü maddesi çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda, Kanunun 29 uncu maddesi kapsamında yapılacak olan genel kurulda bu işlemin onaylanması gerekir. Sermaye koyma borcunu mahsup yoluyla yerine getirecek olan gerçek ya da tüzel kişinin işlem öncesinde diğer ortakların sahip olduğu paylar için pay alım teklifinde bulunması zorunlu olup, bu işlem ayrılma hakkının doğmadığı hal olarak kabul edilir*”.

Son olarak, pay bedelini ifada temerrüde düşen pay sahibinin ihtarla gerek olmaksızın temerrüde düşeceği, yönetim kurulunun ilgili payı satıp yerine başkasını alabileceği ve kendisine verilmiş pay senedi varsa, bunları iptal edebileceği, esas sözleşmede düzenlenmişse sözleşme cezası ödemekle sorumlu tutulabileceği ve şirketin tazminat talebinde bulunabileceği düzenlenmiştir (TTK m. 482). Bu bağlamda, şirketin munzam zararını talep etmesi mümkündür⁵⁷².

2.3.3.2. Ayni Sermaye

Ayni sermaye kavramındaki “ayın” kelimesi eşya hukukunda “eşya” anlamına gelse de; anonim ve limited şirketler hukukunda ayni sermaye, nakdi sermaye dışında kalan ve sermaye olarak getirilebilmesi mümkün olan tüm ekonomik değerleri ifade eder⁵⁷³. Buna karşın, bazı yazarlar “ayın” kelimesinin daha çok eşya hukuku anlamında taşınır ve taşınmaz malları çağrıştırdığından hareketle “ayni sermaye” kavramı yerine “paradan başka sermaye” kavramını önermektedir⁵⁷⁴. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi’nde de örneğin, m. 48/2, m. 49 ve m. 50/1 gibi çeşitli hükümlerde “paradan başka bedel” anlamına gelen “consideration other than in cash” kavramı kullanılmıştır. Ancak, paradan başka bedel terimi içerisinde hizmet ediminin bulunduğu yönünde yanlış bir algı oluşturmaktadır. Ayrıca, ayni sermaye kavramı doktrinde yerleşik bir kavramdır. Bu sebeple, çalışmada, paradan başka sermaye unsurlarını ifade etmede ayni sermaye kavramı kullanılmıştır⁵⁷⁵.

⁵⁷¹ Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 346.

⁵⁷² Göle, s. 49.

⁵⁷³ Ansay, s. 32; Göle, s. 27; Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 350; Domaniç, Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, 1988 Yılı Birinci Basıdan Tıpkı Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2011, s. 185; Çonkar, Halil, **Anonim Ortaklıkta Ayni Sermaye**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 35, 36.

⁵⁷⁴ Moroğlu, Öneriler, s. 152; Arıcı, M. Fatih, **Alacak Hakkının Anonim Ortaklığa Sermaye Olarak Taahhüdü**, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 2003, s. 24-26.

⁵⁷⁵ Kavramsal tartışmaya ilişkin bkz. Çonkar, s. 33-40.

TTK m. 342'den hareketle bir unsurun aynı sermaye olarak nitelendirilebilmesi için:

1- Nakden değer biçilebilir olmalı, 2- devredilebilirlik özelliği taşınmalı, 3- üzerinde sınırlı aynı bir hak, haciz ve tedbir bulumamalı, 4- fikrî mülkiyet hakları ile sanal ortamlar da dâhil, bir malvarlığı unsuru teşkil etmeli, 5- bir hizmet edimi, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacak olmamalıdır. Nakden değer biçilebilir olma şartıyla hizmet edimini yasaklayan şart 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 46 ile uyumludur.

Aynı sermayeye ilişkin koşullar, genel olarak TTK m. 128'de düzenlenmiştir. Şirket sözleşmesinde veya esas sözleşmede bilirkişi tarafından belirlenen değerleriyle yer alan taşınmazlar tapuya şerh verildiği, fikrî mülkiyet hakları ile diğer değerler, varsa özel sicillerine, bu hüküm uyarınca kaydedildikleri ve taşınurlar güvenilir bir kişiye tevdi edildikleri takdirde aynı sermaye kabul olunur (TTK m. 128/2-c. 1). Özel sicile yapılan kayıt iyiniyeti kaldırır (TTK m. 128/2-c. 2)⁵⁷⁶. Bu fıkra düzenlenene şerhin TMK m. 1009'da düzenlenen kişisel hakların şerhine paralel olduğu görüşüne⁵⁷⁷ katılıyorum. Ancak, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayınlanan Şirketlerde Yapı Değişikliği ve Aynı Sermaye Konulmasında Siciller Arası İşbirliğine İlişkin Tebliğ⁵⁷⁸ m. 4/6 uyarınca, *“kanuna uygun olarak yapılmış bir ticaret şirketi sözleşmesinde; aynı sermaye olarak konulan mal ve hakların ilgili sicillere şirkete aynı sermaye olarak konulduklarını belirten bir şerh verilerek belirgin duruma getirilmesine rağmen, ilgili müdürlükçe tescil edilinceye kadar söz konusu mal ve hakların başkasına devredilmesi veya üzerinde aynı bir sınırlama getirilmesi halinde ilgili sicilleri tutan kurumlar durumu derhal ilgili müdürlüğe bildirir. Bildirim üzerine, müdürlük bu hususu gerekçe olarak belirterek tescil talebini reddeder”*. Şerhin munzam etkisi dikkate alındığında, şirketin kişisel hakkını üçüncü kişilere karşı ileri sürmesi mümkün olduğu için tescil talebinin reddinin düzenlenmesi yersiz olmuştur.

Sermaye olarak taşınmaz mülkiyeti veya taşınmaz üzerinde var olan veya kurulacak olan aynı bir hakkın konulması borcunu içeren şirket sözleşmesi hükümleri, resmî şekil aranmaksızın geçerlidir (TTK m. 128/3). Paradan başka ekonomik bir değer veya bir taşınırın sermaye olarak konulmasının borçlanılması hâlinde şirket, tüzel kişilik kazandığı andan

⁵⁷⁶ TTK m. 128/2'nin gerekçesine göre, *“ikinci fıkra yenidir. Hüküm sermaye olarak konulan para dışındaki değerleri korumak, şirketin kuruluş aşamasında sorunlarla karşılaşmamasını sağlamak amacıyla öngörülmüştür. Bu hüküm uyarınca, taşınmazların aynı sermaye olarak kabul edilmeleri için, taahhütte bulunan kişinin taahhüdünü tapuya şerh olarak kaydettirmesi gerekir. Fikrî mülkiyet hakları, maden hakları, gemiler, hava taşıt araçları özel sicillere sahiptir. Bu sicillerde, ilgili değerın aynı sermaye olarak konulduğu hususunda şerh verdirilmesi gerekir. Şerhin üçüncü kişinin iyi niyetini kaldırabileceği düşünülmüş, bunun da sermayenin korunması açısından önemli bir etkiyi haiz olduğu sonucuna varılmıştır. Taşınurlar ise, güvenilir bir kişiye tevdi edilir; aksi halde Tasarının 128 inci maddesi uyarınca aynı sermaye olarak kabul edilmezler. Söz konusu gereklilik sicil müdürünün inceleme yetkisinin kapsamında olduğundan, yerine getirilmediği takdirde sicil müdürü şirketi tescil etmez”*.

⁵⁷⁷ Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 354.

⁵⁷⁸ RG Tarihi: 31.10.2012, RG Sayısı: 28453.

itibaren bunlar üzerinde malik sıfatıyla doğrudan tasarruf edebilir (TTK m. 128/4). Taşınmaz mülkiyetinin veya diğer aynı bir hakkın sermaye olarak konulması hâlinde, şirketin bunlar üzerinde tasarruf edebilmesi için tapu siciline tescil gereklidir (TTK m. 128/5). Mülkiyet ve diğer aynı hakların tapu siciline tescili istemi ile diğer sicillere yapılacak tescillerle ilgili bildirimler, ticaret sicili müdürü tarafından, ilgili sicile resen ve hemen yapılır (TTK m. 128/6-c. 1)⁵⁷⁹. Şirketin tek taraflı istemde bulunabilme hakkı saklıdır (TTK m. 128/6-c. 2). Ortaklarca, sermaye olarak konulması taahhüt edilen hakların korunması için, kurucular tarafından ortaklar aleyhine ihtiyati tedbir istenebilir (TTK m. 128/8-c. 1).

Aynı sermayeye değer biçme konusunda bilirkişi raporu zorunluluğunun düzenlendiği TTK m. 343 gereği, *“konulan aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletmelere ve ayınlara, şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilir. Değerleme raporunda, uygulanan değerleme yönteminin somut olayın özellikleri bakımından herkes için en adil ve uygun seçim olduğu; sermaye olarak konulan alacakların gerçekliğinin, geçerliğinin ve 342 nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri; aynı olarak konulan her varlık karşılığında tahsis edilmesi gereken pay miktarı ile Türk Lirası karşılığı, tatmin edici gerekçelerle ve hesap verme ilkesinin icaplarına göre açıklanır. Bu rapora kurucular ve menfaat sahipleri itiraz edebilir. Mahkemenin onayladığı bilirkişi kararı kesindir”*⁵⁸⁰. Yetki

⁵⁷⁹ Madde gerekçesine göre, *“taşınmaz mülkiyeti veya sair bir aynı hak sermaye olarak konulmuşsa, şirketin bunlar üzerinde tasarruf edebilmesi için tapu siciline tescil gerekir. Aynı sermaye olarak konulmuş bulunan taşınmazlar ve diğer haklar maddenin ikinci fıkrası gereğince zaten tapu sicili ile diğer sicillere şerh verilmiş veya kayıt edilmiş olduklarından sicil müdürünün bunların şirket adına tescili talebi üzerine tapu sicili memuru ile diğer sicillerin yetkilileri tescil işlemini hemen yapar. Bu hüküm ile, özellikle Anadolu'da sermaye olarak konulmuş taşınmazların şirket adına yıllarca tescillerinin yapılmasından doğan ihtilaf ve sorunların önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Ancak şirketin tescil talebi de saklı tutularak amaca ulaşabilme araçları pekiştirilmiştir”*.

⁵⁸⁰ Madde gerekçesine göre, *“6762 sayılı Kanunun 283 üncü maddesi ve 303 üncü maddesinin ikinci fıkrasıyla benzerlikler taşıyan bu hüküm, aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletme ve ayınlara, mahkeme tarafından atanan bilirkişilerce değer biçilmesi uygulamasını, sağladığı güvenlik sebebiyle devam ettirmekte, böylece sermayenin korunması ilkesinin gereğini yerine getirmektedir (Genel Gerekçe, 57 ve 60 numaralı paragraf). Bilirkişi sayısı mahkeme tarafından belirlenir. Ancak, Tasarının 128 inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, bilirkişi tarafından belirlenen değerlerin aynen esas sözleşmeye yazılmaları gerektiğinden ve taşınmazların tapuya şerh verilmeleri ve taşınırınların da tevdi edilmeleri şart olduğundan, ticaret sicili müdürü mahkeme bilirkişilerince yapılmış değerlendirmeyi de arayacak, aksi halde aynı sermayeyi kabul etmeyecektir. Mevcut düzenleme ile Tasarı arasında bazı farklılıklar vardır: (1) Bilirkişiler raporlarında, seçtikleri değerleme yönteminin somut olay için hem en adil hem de en uygun yöntem olduğunu açıklamalıdır. Bu şart, bilirkişilerin somut olay gerçeğinin icap ettirdiği uzmanlığa sahip olmaları, ayrıntılı ve karşılaştırmaları içeren açıklamalar yapmaları zorunluluğuna da işaret eder. (2) Rapor resmî nitelik taşıdığından, mevzuatımızdaki "resmî" evraka ilişkin hükümlere tabidir. (3) Tasarıda rapora açıkça itiraz hakkı tanınmıştır. (4) Alacakların sermaye olarak konulması halinde bunların varlığı ve değeri, yeminli malî müşavir veya serbest muhasebeci malî müşavir raporuyla belirlenir. Bu rapor da "resmî" nitelik taşır. Diğer bazı kanunlarda yer alan ve "mahkemece atanmış bilirkişi" ilkesine istisna getiren, düzenlemelerin geçerliliğini tanıyan, yani bunları saklı tutan bir hükme, maddede bilinçli bir şekilde yer verilmemiştir. Temel bir Kanun olan Türk Ticaret Kanununun söz konusu değerlemenin mahkeme tarafından atanmış bilirkişilerce yapılmasına ilişkin ilkesinin başka kanunlarla aşılması uygun görülmemiş, hatta uygulama dikkate alındığında mezkûr istisna sakıncalı bulunmuştur. Çünkü, mahkemece atanmış bilirkişinin bertaraf edilmesi "bürokratik" bir engelin kaldırılması*

bakımından şirketin merkezinin bulunduğu yer mahkemesinin gösterilmiş olması, sermaye olarak konulacak taşınmaz ya da taşınır malların şirketin bulunacağı yerden başka bir yerde bulunması olasılığında değerlemeyi güçleştireceği için eleştirilir⁵⁸¹. Ayrıca “onay” görevinin usul hukukuna yabancı bir kavram olduğuna dikkat çekilerek, bu işleme nasıl bir anlam yükleneceğinin tartışmaya açık olduğu ifade edilir⁵⁸². Başlangıçta İkinci Yönerge m. 10’da düzenlenen bilirkişi raporu zorunluluğu SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*) grubunun önerisine uygun biçimde 2006/68 sayılı AB Yönergesi ile esnetilmiştir. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 50’de üye ülkelerin devredilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçları için bilirkişi raporu zorunluluğunu uygulamayabileceği düzenlenmiştir⁵⁸³.

2.3.3.3. Örtülü Ayni Sermaye (*Disguised contribution in kind*)

Örtülü ayni sermaye (*disguised contribution in kind*) kavramı, ayni sermaye kurallarını dolanmak amacıyla, şirketin kurulduktan kısa bir süre sonra devraldığı ayınları veya işletmeleri ifade etmede kullanılır. Rickford Grubu ayni sermaye için bilirkişi raporu zorunluluğundan kolaylıkla kaçınılabileceğini belirtmiş ve buna örnek olarak da, şirketin paylarını nakit karşılığı ihraç edip, ilgili ayni malvarlığı unsurunu ihraçtan önce veya sonra aynı fiyata satın alabilmesini göstermiştir⁵⁸⁴. Gerçekten şirket nakit karşılığı ihraç ettiği paydan elde ettiği bedelin tamamını bir ayın satın alarak kullanabilir. Bu durumda örtülü bir ayni sermayeden bahis açmak isabetsiz olmayacaktır.

Avrupa hukukunda, örtülü ayni sermayenin akıbeti hâlâ belirsizdir⁵⁸⁵. AB yönergeleriyle sorun çözülmeye çalışılmaktadır. Ayni sermaye kurallarının dolanılmasını engellemek amacıyla öngörülen İkinci Yönerge m. 11 (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 52/1) uyarınca, şirket kurulduktan veya ticarete başlamak için yetkilendirildikten sonra en az iki yıl boyunca şirketin esas sermayesinin en az onda biri karşılığında kurucularından ayın elde etmesini konu edinen işlemler genel kurul tarafından onaylanmalı ve İkinci Yönerge m.

olmayıp bir güvencenin yok edilmesidir. Genel Gerekçenin 093. numarasında yer alan raporda, bazı hallerde aynı sermaye konulmasında bilirkişi değerlemesinden vazgeçilebileceğine ilişkin görüşler henüz güvenilir bir sistemi işaret edememiştir. Ayrıca, özel bir kanunla değerlendirme yetkisinin bir kişi veya kuruma verilmesi halinde 550, 551, 562 ve 563 üncü maddeler başta olmak üzere, çeşitli sorumluluk hükümleri uygulanmaz duruma gelmektedir. Sisteme bu çapta istisna getirilmesine izin vermemek işlem güvenliğinin gereğidir. Rapora yapılan itirazın mahkemece en hızlı şekilde sonuçlandırılması ratio legis gereğidir. Hükümdeki ticaret mahkemesinin yetkisi kesindir”.

⁵⁸¹ **Kendigelen**, s. 231.

⁵⁸² **Kendigelen**, s. 231.

⁵⁸³ Yönergenin anılan maddesinde, devredilebilir menkul kıymetler 2014/65 sayılı AB Yönergesi m. 4/44’te tanımlanan değerleri; para piyasası araçları ise, 2014/65 sayılı AB Yönergesi m. 4/17’de tanımlanan değerleri ifade etmek amacıyla kullanılmıştır.

⁵⁸⁴ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 935.

⁵⁸⁵ Fleischer, Holger, “Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 94-11, (**Fleischer**, *Disguised Distribution*), s. 108 dn. 86.

10'da (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 49/1, 2 ve 3'te) belirtildiği şekilde bağımsız bir bilirkişi tarafından incelenmelidir. İkinci Yönerge m. 10/3 (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 16) gereği, hazırlanan bilirkişi raporu kamuyu aydınlatmak üzere yayınlanmalıdır.

KÜBLER'in ifadesiyle⁵⁸⁶, Alman hukukunda, aynı sermaye için öngörülen merasim yerine getirilmediyse ve şirket daha sonra iflas ederse, katılma payı taahhüdünde bulunan pay sahipleri için sonuçlar ciddidir: Zira iflas idaresi alacaklılar adına, ödemenin tamamının nakit olarak yapılmasını isteyebilir; katılma payı olarak ayın getiren ilgili pay sahibi ise, iflas eden şirkete karşı -neredeyse hiç uygulanamayan- bir iade talebiyle bırakılmıştır.

Türk hukukunda mesele, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 52/1 ile benzer olmak üzere “kanuna karşı hile” başlıklı TTK m. 356'da düzenlenmiştir. İlgili madde uyarınca, “(1) Şirketin tescilinden itibaren iki yıl içinde bir işletme veya ayının, sermayenin onda birini aşan bir bedel karşılığında devralınmasına veya kiralanmasına ilişkin sözleşmeler, genel kurulca onaylanıp ticaret siciline tescil edilmedikçe geçerli olmaz. Bu sözleşmelerin onaylanmasından ve tescilinden önce, bunların ifası amacıyla yapılmış olan ödemeler dâhil, her türlü tasarruf geçersizdir. (2) Genel kurul kararını vermeden önce, yönetim kurulunun istemi üzerine şirketin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesince atanacak bilirkişi, şirket tarafından devralınacak ya da kiralanacak işletme ve ayınlara değer biçer. Rapor resmî nitelik taşır. (3) Toplantı ve karar nisabına 421 inci maddenin üçüncü ve dördüncü fıkraları uygulanır. (4) Sözleşme genel kurulun onay kararıyla birlikte tescil ve ilan olunur. (5) Şirketin işletme konusunu oluşturan veya cebrî icra yoluyla iktisap edilen ayın ve işletmeler hakkında bu madde hükmü uygulanmaz”. Düzenleme ile şirketin kurucularla veya üçüncü kişilerle yaptığı satış, kira veya başka sözleşmeler için edim olarak değerinin üzerinde bir bedel ödenmesi yoluyla şirketin, pay sahiplerinin, alacaklıların ve diğer menfaat sahiplerinin zarar görmesi engellenmeye çalışılmıştır.

2.3.4. Dağıtım Sistemi

Şirket malvarlığı unsurlarının pay sahiplerine devrini konu alan herhangi bir işlem “dağıtım” (*distribution*) anlamına gelir⁵⁸⁷. Nitekim CA b. 829/1'deki tanıma göre, kanundaki ayrık hükümler saklı kalmak kaydıyla, nakit veya başka türlü, şirket malvarlığı unsurlarının pay sahiplerine dağıtımına ilişkin her türlü tanımlama “dağıtım”dır. Böylece, kanundaki istisnalar hariç⁵⁸⁸, hangi isim altında yapılmış olursa olsun, pay sahiplerine şirketten aktarılan

⁵⁸⁶ Kübler, *The Rules of Capital*, s. 98, 99.

⁵⁸⁷ Rickford, *Reforming Capital*, s. 922; Aydın, s. 22.

⁵⁸⁸ CA b. 829/2 uyarınca, kısmen ya da tamamen ödenmiş bedelsiz pay çıkarılması, esas sermayenin azaltılması hâlinde sermayenin pay sahiplerine iadesi, ilgili düzenlemelere (CA Part 18 Chapter 3, 4 veya 5) uymak kaydıyla şirketin sermayesinden veya gerçekleşmemiş kârlarından kendi paylarını iktisabı ve tasfiye durumunda şirket

değerlerin dağıtım kurallarına tabi olması sağlanmıştır. Benzer yaklaşımı benimseyen İkinci Yönerge m. 15/1-(d)'de (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/4), “dağıtım” (*distribution*) terimi, özellikle kâr payı ve paylarla ilgili faiz ödemesi anlamında kullanılmıştır. Burada kullanılan “özellikle” anlamına gelen “in particular” sözcükleri gereği “dağıtım”, yönergede sayılan dağıtım tipleri dışında pay sahiplerine yapılabilecek değer aktarımlarını da kapsar. Bir diğer ifadeyle yönergede, dağıtım tipleri sınırlandırılmamıştır. Böylece, pay sahiplerine yapılabilecek olan tüm dağıtımların yönergede öngörülen dağıtım kurallarına tabi olması sağlanmıştır.

Sermayenin korunması ilkesi pay sahiplerine yapılabilecek tüm dağıtımların sınırını çizer ve dağıtım kurallarına uymayan değer aktarımlarını yasaklar. İlkenin tesis edilebilmesi için herşeyden önce, dağıtılabılır miktarın var olup olmadığına bakmak gerekir. Bu da, şirketin yıllık ya da ara dönem hesaplarının düzenlenmesini gerektirir. Şayet, hesaplarda dağıtılabılır kâr görünüyorsa, bu miktar eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine uygun bir şekilde pay sahiplerine dağıtılabılır. Buna karşın, hesaplarda dağıtılabılır bir miktar görünmüyorsa şirket pay sahiplerine değer aktarımında bulunamaz.

Sermayenin korunması ilkesinin amacı, ihtiyatlılık gereği, şirketin aktiflerinin yükümlülüklerini aşan kısmının içerisinde alacaklılar için bir tampon oluşturmaktır. Bu tampon da, kural olarak, esas sermaye ve kanun ve esas sözleşme gereği ayrılması zorunlu yedek akçelerden oluşmaktadır. Gerçekten dağıtım kurallarının düzenlendiği 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/1 uyarınca, “*taahhüt edilen sermayenin azaltılması hariç olmak üzere; son mali yılın kapanış tarihinde yapılacak olan dağıtım veya böyle bir dağıtımın ardından yapılabilecek olan dağıtım şirketin yıllık hesaplarında belirtilen net malvarlığını taahhüt edilen sermaye ile kanuni veya esas sözleşme gereği dağıtımı yasak olan yedek akçelerin toplamının altında bir miktara düşürücü etkiye sahip olamaz*”. Bu düzenleme dağıtımlara ilişkin açık bir sınır çizmiştir. SANTELLA/TURRINI'nin isabetle ifade ettiği üzere, yönergede, istisnalar dışında⁵⁸⁹, kanun veya esas sözleşme gereği dağıtımı mümkün olmayan yedek akçe ayrılması zorunluluğu bulunmamaktadır⁵⁹⁰. Bundan hareketle yazarlar, ulusal hukukları uyarınca kanuni veya esas sözleşmesel yedek akçe ayrılması zorunluluğunun

malvarlığı unsurlarının pay sahiplerine devri işlemleri dağıtıma ilişkin kuralların amaçları doğrultusunda “dağıtım” kavramının kapsamı dışında tutulmuştur.

⁵⁸⁹ Örneğin, İkinci Yönerge m. 22/1-b (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 63/1-b) gereği, şirket, iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda dağıtımı mümkün olmayan yedek akçe ayırır ve bu miktar şirketin yükümlülükleri arasına dâhil edilir. Benzer düzenlemenin öngörüldüğü TTK m. 520/1 uyarınca, “*şirket, iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırır. Bu yedek akçeler, amılan paylar devredildikleri veya yok edildikleri takdirde iktisap değerlerini karşılayan tutarda çözülebilirler*”. İsvBK m. 659a/2'de de, şirketin kendi paylarını edinim değerine karşılık gelen miktarda ayrı bir yedek akçe ayrılması zorunluluğu öngörülmüştür.

⁵⁹⁰ Santella/Turrini, s. 453.

bulunmadığı AB üyesi ülkelerde, kâr dağıtımında sadece taahhüt edilen sermayenin dikkate alınması gerektiğini belirtmişlerdir⁵⁹¹. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde dağıtımlara ilişkin başkaca düzenlemeler de bulunur. Pay sahiplerine yapılabilecek olan dağıtımın miktarı son mali yıldaki kârlarla geçen yıllardan kalan dağıtılmamış kârların ve bu amaçla ayrılan yedek akçelerin toplamını aşamaz (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/3). Ayrıca, ara dönem kâr payı dağıtımının düzenlendiği 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/5 uyarınca, *“üye ülkelerin ara dönem kâr payı ödemesine izin verdiği durumlarda en azından şu koşullar karşılanmalıdır: a) Dağıtım için kaynakların yeterli olduğunu gösteren ara dönem hesapları düzenlenmeli; b) dağıtılacak miktar, yıllık hesapların düzenlendiği son mali yılın sonundan bu yana elde edilen toplam kârlarla geçen yıllardan kalan dağıtılmamış kârların ve bu amaç için ayrılan yedek akçelerin toplamını aşmamalıdır”*. Son olarak, dağıtımlara ilişkin 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/1 ila 56/5 hükümlerinin yedek akçelerin taahhüt edilen sermayeye eklenmesi suretiyle esas sermayenin artırılması imkânına etki etmeyeceği düzenlenmiştir (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/6).

Türk hukukunda, dağıtım sisteminin önemli bir unsuru sermayenin iadesi yasağıdır. Pay sahiplerinin sermaye olarak şirkete verdikleri doğrudan veya dolaylı olarak iade edilemez (TTK m. 480/3/İsvBK m. 680/2). Bu düzenlemenin bir uzantısı olarak, sermayenin azalmasına yol açacağından dolayı sermaye için faiz ödenemez (TTK m. 509/1)⁵⁹². Ayrıca, ilişkili taraf işlemlerinden kaynaklı ayrık durumlar saklı kalmak kaydıyla, pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyelerine kazanç payı ödemesinde bulunulması bir dağıtım teşkil etmez. Buna rağmen, Türk hukukunda yönetim kurulu üyelerine yapılabilecek kazanç payı ödemesi bir tür kâr dağıtımı gibi ele alınmış ve bazı şartlara bağlanmıştır. Yönetim kurulu üyelerine kazanç payları, sadece net kârdan ve ancak kanuni yedek akçe için belirli ayırım yapıldıktan ve pay sahiplerine ödenmiş sermayenin yüzde beşi oranında veya esas sözleşmede öngörülen daha yüksek bir oranda kâr payı dağıtıldıktan sonra verilebilir (TTK m. 511).

⁵⁹¹ **Santella/Turrini**, s. 453.

⁵⁹² Ayrıca, pay sahiplerinin taahhüt ettikleri katılma paylarını ödemekle şirkete olan asli edim yükümlülüklerini yerine getirecek olmalarından dolayı, ödenen borcun karşılığında şirketten, kural olarak, faiz talep edememeleri doğal bir sonuçtur (**Pulaşlı**, Cilt II, s. 1866). Nitekim şirkete ödenen sermayeye katılma paylarının mülkiyet hakkı şirkete geçmektedir. Ancak, şirketin kuruluş aşamasında veya nadir de olsa sermaye artırımında, bazen faaliyete geçmesi uzun zaman alabileceği düşüncesiyle hazırlık dönemi süresince pay sahiplerine belirli bir süre ve belirli bir oranda faiz ödenmesine izin veren bir hüküm sevk edilmiştir. Hazırlık dönemi faizinin düzenlendiği TTK m. 510 uyarınca, *“(1) işletmenin tam bir şekilde faaliyete başlamasına kadar geçecek hazırlık dönemi için pay sahiplerine, Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun olmak koşuluyla, özellikli varlık niteliğindeki yatırımların maliyetine yüklenmek üzere, belirli bir faiz ödenmesi esas sözleşmede öngörülebilir ve bu dönemle sınırlı olmak üzere, faiz ödemelerinin en geç ne zamana kadar süreceği belirtilir. (2) İşletme yeni paylar çıkarılarak genişletilecek olursa, sermayenin artırılmasına dair olan kararda, yeni pay sahiplerine, özellikli varlık niteliğindeki yatırımların maliyetine yüklenmek üzere, belirli bir süreyle en geç yeni yatırımın işletmeye alındığı güne kadar faiz ödenmesi kabul olunabilir”*.

Kâr payı ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden⁵⁹³ dağıtılabilir (TTK m. 509/2). 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/1'e paralel şekilde, kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemez (TTK m. 523/1). Genel kanuni yedek akçelerin düzenlendiği TTK m. 519/1 uyarınca, *“yıllık kârın yüzde beşi, ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine ulaşınca kadar genel kanuni yedek akçeye ayrılır”*⁵⁹⁴. Ancak, kanun veya esas sözleşme gereği ayrılması gereken yedek akçelerin tamamının korunması öngörülmemiştir. TTK m. 519/3 gereği, *“genel kanuni yedek akçe sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde, sadece zararların kapatılmasına, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilir”*⁵⁹⁵. Şu durumda kanunen bağlı malvarlığını, bilançoda yükümlülükler arasında yer alan dış kaynaklar kaleminin karşılığını teşkil eden aktiflerle yükümlülükler arasındaki diğer kalem olan özkaynaklar içersindeki esas sermaye ile esas sermayenin yarısını aşmayan kanuni yedek akçeler olarak tanımlamak mümkündür⁵⁹⁶. Esas sözleşme gereği yedek akçe ayrılmasına ilişkin hükmün esas sözleşme değişikliği ile kaldırılarak, bu unsurların dağıtımı mümkün hâle gelebileceği için bu unsurlar kanunen bağlı malvarlığı teşkil etmez⁵⁹⁷. Başka bir deyişle, *““sermayenin korunması ilkesi” kapsamında alacaklılar bakımından güvence oluşturması öngörülen malvarlığı unsurları, bilançoda sabit bir rakam olarak görünmek zorunda bulunan esas/çıkarılmış sermaye ile ortaklığın üzerinde serbestçe tasarruf etme imkânından yoksun olduğu kanuni yedek akçenin, esas sermayenin yarısına kadarki kısmıdır. Buna bir de, yine ortaklığın pay sahiplerine dağıtma imkânından yoksun olduğu yabancı (dış) sermaye eklendiğinde kanunen bağlı malvarlığına ulaşılır. Ortaklık, bu kapsamdaki malvarlığını pay sahiplerine dağıtma imkânını haiz değildir”*⁵⁹⁸. Görüldüğü üzere,

⁵⁹³ Serbest yedek akçeler dağıtımı mümkün olan yani kanunen bağlı olmayan yedek akçelerdir.

⁵⁹⁴ Kurucu menfaatleri açısından bu hükümle bağlantılı bir düzenleme olan TTK m. 348/1 gereği, *“şirketi kurdukları sırada harcadıkları emeğe karşılık olarak kuruculara, para ve bedelsiz pay senedi vermek gibi şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınmaz. Bu hükmü aykırı esas sözleşme hükümleri geçersizdir. Ancak, dağıtılabilir kârdan 519 uncu maddenin birinci fıkrasında yazılı yedek akçe ile pay sahipleri için yüzde beş kâr payı ayrıldıktan sonra kalanın en çok onda biri intifa senetleri bağlamında kuruculara ödenir”*.

⁵⁹⁵ Bu düzenleme aynı zamanda şirketin ticaret yoluyla esas sermayesini ve yedek akçelerini kaybedebileceğini göstermektedir. Dolayısıyla sermayenin korunması ilkesi, şirketin esas sermaye üzerindeki tasarruf yetkisini ortadan kaldırmaz; sadece pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımları sınırlandırır. Şirket zarara uğraması neticesinde tüm özkaynaklarını kaybetmiş olabilir ve sermayenin korunması ilkesi buna yasak getirmez/getiremez.

⁵⁹⁶ Aydın, Alihan, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, Arıkan Basım Yayım, İstanbul, 2008, s. 15-17.

⁵⁹⁷ Aydın, s. 17.

⁵⁹⁸ Aydın, s. 23.

sermayenin korunması ilkesiyle esas sermayeyle kanunen bağlı yedek akçelerin⁵⁹⁹ toplamının dağıtımını yasaklanarak, dağıtımlardan sonra belirli bir net malvarlığının korunması amaçlanır. Barındırdığı dağıtım sistemi sebebiyle, sermayenin korunması ilkesini pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarından doğabilecek riskleri azaltan bir mekanizma olarak görebiliriz⁶⁰⁰.

2.3.4.1. Kâr Payı Dağıtımında Hukuka Aykırılık

Şirketin malvarlığı unsurları pay sahiplerine açık ya da -hukuka aykırı bir yöntem olarak- örtülü biçimde dağıtılabılır. Örtülü dağıtımlarda tip olarak hukuka uygun bir dağıtım yöntemi kullanılmamasına rağmen, pay sahipleriyle yapılan çeşitli hukuki işlemlerle aktarılan değer gizlenmektedir. Hukuken izin verilen dağıtım yöntemlerinin dışına çıkılması, kâr payı dağıtımının hukuka aykırılığından ziyade, örtülü dağıtım yasağıyla ilgilidir. Nitekim örtülü dağıtımlar kanunen öngörülen dağıtım tipleriyle bağdaşmayan dağıtımlardır. Açık dağıtımlar ise, kanunen öngörülen tipe uygun dağıtımlardır. Başka bir deyişle, hukuka aykırı açık dağıtımlar tip açısından hukuka uygunken; örtülü dağıtımlar tip açısından hukuka aykırıdır. Öte taraftan, özel hükümler saklı kalmak kaydıyla, hukukun izin verdiği sınırlar dâhilinde şirketin kendi paylarını birikmiş kârlarından iktisap edebileceği göz önünde bulundurulursa, bu yöntemin kullanılması da bir tür açık dağıtım teşkil edecektir. Ancak, şirket şeklen hukuka aykırı biçimde paylarını iktisap ederse, işlemin hükümsüzlüğünden söz açılacaktır. MBCA'dan farklı olarak, TTK'da şirketin kendi paylarını iktisabı meselesi kâr payı dağıtımından ayrı bir bölümde özel hükümlerle düzenlenmiştir. Tezin bu başlığında, kâr payı dağıtımına ilişkin kurallar (TTK m. 507 vd.) haricinde özel hükümlerle düzenlenen (şirketin kendi paylarını iktisabı gibi) tüm açık dağıtımlar değil sadece kâr payı dağıtımını incelenmektedir. Ancak, şirketin kendi paylarını iktisabının da bir kâr dağıtım yöntemi olarak kullanılabileceğine dikkat çekmek isterim.

Şirketin kâr dağıtımını için dikkate aldığı dönem sonu hesapları gerçeği yansıtmıyor olabilir. Bu durumda, şeklen hukuka uygun bir genel kurul kararı bulunmasına rağmen, haksız bir kâr dağıtımından bahsetmek isabetsiz olmayacaktır. Böyle bir senaryoda özel hüküm olarak TTK m. 512/1 gereği, kötünietli pay sahipleri alınan kâr paylarını iade ile yükümlülerdir. İlgili hüküm uyarınca, *“haksız yere ve kötünietle kâr payı veya hazırlık dönemi faizi alan pay sahipleri, bunları geri vermekle yükümlüdür. Yönetim kurulu üyelerinin*

⁵⁹⁹ Dağıtımını yasak olan esas sermayenin yarısını aşmayan kanuni yedek akçeler, kanunen bağlı yedek akçelerdir. *“Dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler, inter alia, Kanunun 519 uncu maddenin üçüncü fıkrasında harcama yeri belirtilmiş kanunî yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu (m. 520.1) maddede öngörülen çalışanlar ve işçiler yararına yedek akçeler ile harcanma yerleri belirlenmiş yedek akçelerdir”* (TTK m. 379/3 Gerekçesi).

⁶⁰⁰ Bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

kazanç payları hakkında da aynı hüküm uygulanır”. Benzer şekilde, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 57 uyarınca, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56’ya⁶⁰¹ aykırı şekilde pay sahiplerine yapılan herhangi bir dağıtımda, şirket, bu pay sahiplerinin kendilerine yapılan dağıtımların usulsüzlüğünü bildiğini veya koşullar göz önünde tutulduğunda habersiz olamayacak vaziyette bulunduklarını kanıtlarsa, pay sahipleri aldıkları değerleri iade etmek zorundalardır. Aslında, aynı sonuca ultra vires kuralıyla ulaşmak da mümkündür. Zira ultra vires kuralı gereği, hukuken izin verilenin dışında pay sahiplerine değer aktarımına yol açan işlem batıldır. Günümüzde ultra vires kuralı büyük oranda kaldırılmış olsa bile, şirketle kötüniyetle işlem yapanlar bakımından ultra vires kuralı Türk ve İngiliz hukukunda hâlâ geçerlidir. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 57’nin ve bu düzenlemeye paralel olan TTK m. 512/1’in kötüniyete sonuç bağladığı dikkate alındığında, anılan düzenlemelerin ultra vires kuralıyla elde edilebilecek hukuki sonuçtan farklı bir çözüm getirmediği açıktır.

TTK m. 512/1 gereği, iade borcunun doğumu için bulunması gereken şartlar şunlardır: 1- Kâr payı dağıtılmış olmalı, 2- kâr haksız olmalı, 3- pay sahibi kötüniyetli olmalıdır. Bir görüşe göre⁶⁰², hükmün uygulanabilmesinin bir diğer şartı kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararının, hukuka aykırı kâr dağıtımı sebebiyle iptal edilmiş olmasıdır. Ancak, TTK m. 512’de iptal davasındaki üç aylık süreyi aşacak şekilde ve bundan bağımsız olarak, geri alma hakkının, kâr payının alındığı tarihten itibaren beş yıl geçmekle zamanaşımına uğrayacağı düzenlendiğinden, bu süre zarfı boyunca haksız olarak ödenen kâr payının geri istenebileceğinin kabulü gerekir⁶⁰³. Bu sebeple ve hükmün amacı gereği TTK m. 512’yi iptal davasından bağımsız şekilde ele almak gerekir⁶⁰⁴. TTK m. 512/1’in amacı şirketin malvarlığı unsurlarını alacaklıların ve diğer menfaat sahiplerinin lehine korumaktır. Bu sebeple, hüküm gereği iade ile yükümlü olanları sadece pay sahipleriyle sınırlandırmamak, intifa senedi sahiplerini, kurucuları ve kâra katılan diğer kimseleri de kapsama almak gerekir⁶⁰⁵.

TTK m. 512/1’in uygulanabilmesi için genel kurulun şeklen hukuka uygun alınmış; ancak, maddi açıdan hukuki dayanaktan yoksun bir kâr dağıtımı kararı uyarınca yerine getirilmiş kâr payı ödemesi söz konusu olmalıdır⁶⁰⁶. Başka bir ifadeyle, alınan kâr payı dağıtımı kararının icra edilmiş olması ve bu karara dayanak teşkil eden bilançonun gerçeği

⁶⁰¹ İkinci Yönerge m. 15 ve 16’daki düzenlemeler sırasıyla 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56 ve 57’de aynen düzenlenmiştir.

⁶⁰² **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 632.

⁶⁰³ Üçışık, H. Güzin/Çelik, Aydın, **Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kar Dağıtımı**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 529.

⁶⁰⁴ **Üçışık/Çelik**, s. 529.

⁶⁰⁵ **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I, s. 632; Teoman, Ömer, **Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri**, İstanbul Üniversitesi Kitabevi, İstanbul, 1978, (**Teoman**, İntifa Senetleri), s. 242.

⁶⁰⁶ **Üçışık/Çelik**, s. 516.

yansıtmıyor olması gerekir⁶⁰⁷. TTK m. 64 ve devamı hükümlerine ve genel kabul gören muhasebe ilkelerine uymadan düzenlenen bilançoya göre tahakkuk eden kâr haksızdır⁶⁰⁸. Haksız kâr, bilançoda gösterilen kâr miktarının gerçeğe aykırı olarak çeşitli yöntemlerle şişirilmesi ya da gerçekte net dönem kârı bulunmamasına rağmen bilançoda kâr varmış gibi gösterilmesidir⁶⁰⁹. POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU'nun ifadesiyle⁶¹⁰, “*bilanço, TK. m. 508, 514 vd ve 64 vd hükümleri uyarınca “sonuç açıklama”⁶¹¹ esasına göre çıkarılır. Bu esas ve hükümlere uyulmadan belirlenen kâr ise TK. m. 512 anlamında “haksız” kârdır*”. Bilançoda doğruluk ve açıklık esaslarından ayrılarak, aktifteki kalemlerin muhasebe standartlarıyla ilkeleri kapsamında biçilebilecek değerin üzerinde veya pasiflerin gerçek kıymetlerinin altında veya tahsili mümkün olmayan alacakların tahsil edilebilir gösterilmesiyle aktifte meydana getirilen yapay fazlalık gerçek olmayan kâr olarak değerlendirilir⁶¹². Böyle bir kârın dağıtımına karar verilmesi pay sahiplerinin haksız kâr elde etmelerine yol açar. İade yükümlülüğünden bahsedebilmek için gerçeği yansıtmayan bir bilanço⁶¹³ dayanılarak verilen kâr payı dağıtım kararında oy kullanan pay sahiplerinin kötüniyetli olmaları da gerekir⁶¹⁴. ÜÇİŞİK/ÇELİK'in ifadesiyle, “*haksız yere fakat iyiniyetle alınmış kâr paylarının geri istenememesi kuralı, pay sahibinin usulüne uygun bir kâr dağıtımı yapıldığı yolunda anonim ortaklık tarafından yaratılmış hukuki görünüşe güvenmekte haklı bulunacağı düşüncesi ile benimsenmiştir*”⁶¹⁵. Ayrıca, POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU, kötüniyetle alınan kâr dağıtım kararının batıl olduğuna, bu doğrultuda oy kullanan pay sahiplerinin iyiniyetli olmadığına, hâkim pay sahibinin veya pay sahiplerinin çoğunluğunun bilançonun kanuna uygun olmadığını bilmeleri hâlinde genel kurul kararının iyiniyetle alınmamış sayılacağına, hâkim pay sahibinin etkisi altında bulunan pay sahipleri ile aile anonim şirketlerinde ve kapalı-küçük anonim şirketlerde iyiniyet yokluğunun karine olduğuna ve yönetim kurulu üyeleri hâkim pay sahibinin “adam”ları ise üyelerin bilgisinin pay sahiplerinin

⁶⁰⁷ Gerçeği yansıtmayan bilançoya dayanılarak, kârın dağıtılamayacağına ilişkin bkz. Y. 11. HD. 14.11.2006-E. 8735/K. 11694 (Eriş, Gönen, **Ticari İşletme ve Şirketler Cilt II Madde 54-424**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, (Eriş, Cilt II), s. 2568).

⁶⁰⁸ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 632.

⁶⁰⁹ Canöz, Salih, **Anonim Şirketlerde Kâr Payının Tespiti ve Dağıtılması**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s. 146 ve yazarın dn. 563'te belirttiği çalışmalar.

⁶¹⁰ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 625.

⁶¹¹ “*Kâr yıllık bilançoya göre belirlenir (TK. m. 508, f. 2). Yıllık bilanço yıllık sonucu açıklamak amacı ile düzenlenen; değerlendirme, aktifleştirme ile pasifleştirme kuralları sonuç açıklama ilkesine göre şekillendirilmiş bilançodur (TK. m. 68, 69, 70 ve 514)” (Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 625).*

⁶¹² ÜÇİŞİK/Çelik, s. 525 ve yazarın dn. 1338'de belirttiği çalışma.

⁶¹³ Bilanço dışında kâr dağıtılmışsa bu kârın geri ödenmesi gerektiğine ilişkin bkz. Y. 11. HD. 21.10.1993 – E. 5245/K. 6646 (Eriş, Gönen, **Ticari İşletme ve Şirketler Cilt III Madde 425-644**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, (Eriş, Cilt III), s. 3016).

⁶¹⁴ ÜÇİŞİK/Çelik, s. 526.

⁶¹⁵ ÜÇİŞİK/Çelik, s. 517.

bilgisi olarak kabul edilmesi gerektiğine dikkat çekmiştir⁶¹⁶. Kanaatimce, yazarların bu görüşü dürüstlük kuralının gereklerine uygundur. Dolayısıyla, bu tür genel kurul kararları sebebiyle pay sahiplerinin aldıkları kâr paylarının iadesi TTK m. 512 ve dürüstlük kuralının gereğidir.

2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 57'den farklı olarak, TTK m. 512 pay sahiplerinin iade yükümlülüğü bakımından sadece kâr payı ve hazırlık dönemi faizleri için uygulanabilir; anılanlar dışında kalan ödemeler için sebepsiz zenginleşmeye başvurulabilir⁶¹⁷. Dolayısıyla, örneğin, haksız tasfiye payı ve usulüne uygun olarak yapılan pay bedeli geri ödemeleri TTK m. 512'nin kapsamı dışındadır.

Kâr miktarının gerçeğe aykırı biçimde şişirilmesinin sonucu olarak, yönetim kurulu üyeleri, genel müdürler ve diğer personeller hak ettiklerinden daha fazla prim alma imkânına sahip olabilmektelerdir⁶¹⁸. TTK m. 512 yönetim kurulu üyelerinin kazanç paylarını da kapsama almıştır. Ayrıca, şirketin iflası hâlinde, yönetim kurulu üyeleri şirket alacaklılarına karşı, iflasın açılmasından önceki son üç yıl içinde kazanç payı veya başka bir ad altında hizmetlerine karşılık olarak aldıkları ve fakat uygun ücreti aşan ve bilanço uygun bir ücret miktarına göre tedbirli bir tarzda düzenlenmiş olsaydı ödenmemesi gereken paraları geri vermekle yükümlüdürler (TTK m. 513/1).

Kâr dağıtımından bahsedebilmek için dağıtıma görevli ve yetkili organın kâr dağıtımına ilişkin bir karar almış olması gerekir. Türk hukukunda kâr dağıtımına ilişkin görev ve yetki genel kuruldur. Kâr payı avansı için de TTK m. 509/3 gereği yayınlanan Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın düzenlediği Kâr Payı Avansı Dağıtımı Hakkında Tebliğ m. 5 uyarınca genel kurul kararı gerekir. Sadece halka açık şirketler bakımından Kâr Payı Tebliği (II-19.1) m. 9 uyarınca, yönetim kurulunun kâr payı avansı dağıtımı için genel kurul tarafından yetkilendirilebilmesi mümkündür. Sonuç olarak, kâr payı avansına ilişkin istisna dışında, kâr dağıtımı kararını sadece genel kurul verebilir⁶¹⁹. Genel kurul toplantısı yapılmadan veya karar nisabı (TTK m. 418) mevcut olmadan kâr dağıtılmışsa TTK m. 512'deki kötünîyet şartı aranmaz⁶²⁰. Zira böyle bir durumda, kâr dağıtımı için aranan hukuki şartlar oluşmadığı için dağıtıma yol açan ilgili işlem yok hükmündedir⁶²¹. TTK m. 512 şeklen

⁶¹⁶ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 631.

⁶¹⁷ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 632.

⁶¹⁸ Canöz, s. 146.

⁶¹⁹ Anonim şirketlerde, genel kurulca kâr dağıtımı kararı verilmemişse, ortakların dava açarak kâr payı isteyemelerine ilişkin bkz. Y. 11. HD. 06.04.2001 - E. 431/K. 2884 (Eriş, Cilt III, s. 3015).

⁶²⁰ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 631.

⁶²¹ Doktrinde ve içtihatların çok büyük bir bölümünde nisap hükümlerine aykırılığın yaptırımının yokluk olarak değerlendirildiği yönünde bkz. Moroğlu, Erdoğan, Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 8. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2017, (Moroğlu, Hükümsüzlük), s. 129.

hukuka uygun bir kâr dağıtımı kararı gerektirdiği için bu tür dağıtımlar hükmün kapsamına girmez.

Şeklen hukuka uygun, ancak maddi açıdan hukuka aykırı kâr dağıtımı kararı sebebiyle şirketin esas sermayesi ve kanunen bağlı yedek akçeleri azalmışsa, sermayenin korunması ilkesine aykırı olan bu kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararı batıldır (TTK m. 447/1-c). Zira genel kurulun kâr dağıtımı kararına istinaden gerçekleşen/gerçekleşecek olan ödemelerde sermayenin korunmasına ilişkin TTK m. 447/1-c özel hüküm niteliğindedir. Böyle bir durumda, işlemin taraflarının niyeti dikkate alınmaz.

2.3.5. Örtülü Dağıtım Yasağı

Örtülü dağıtıma ilişkin yasak, alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olması ilkesini temel alan bir kuraldır⁶²². Hukuk, bir şirketin ticareti sırasında para kaybetmesini engellemese de, pay sahiplerinin, sadece alacaklılar tatmin edildikten veya şirketin kayıtlarındaki talepleri için karşılık ayrıldıktan sonra yatırımlarından geri dönüş almalarını sağlamaya çalışır⁶²³. Bu sonuç, şirketlerin dağıtılabılır kâr miktarı dışında pay sahiplerine kâr payı dağıtımının yasaklanmasıyla elde edilmiştir⁶²⁴. İngiliz mahkeme kararlarında istikrarlı bir şekilde ifade edildiği üzere, şirketler, usulüne uygun kâr payı dağıtımı dışında, ayrıca tasfiye ve sermayenin azaltılması suretiyle pay sahiplerine değer aktarımında bulunabilirler. Ancak, tasfiye yoluyla pay sahiplerinin şirketten değer elde edebilmeleri için öncelikle alacaklıların tatmin edilmiş olmaları gerekir⁶²⁵. Ayrıca, kural olarak, sadece pay sahiplerinin şirkete yaptıkları özkaynak yatırımlarından dolayı kâr payı ödemesi alma hakkına sahip olduğu gözden kaçırılmamalıdır⁶²⁶. Hukuka uygun olanlar dışında, şirketin pay sahiplerine çeşitli isimler altında karşılıksız veya yetersiz ivaz karşılığında değer aktarımında bulunması, dağıtım kurallarıyla ve bu kapsamda sermayenin korunması ilkesiyle bağdaşmaz. Nitekim şirket sadece hukuken dağıtım yapabileceği kişilere ve usulüne uygun şekilde kâr dağıtımında bulunabilir. Bununla birlikte, Türk hukuku bakımından pay sahiplerinin şirkete borçlanabilmesi imkânını öngören TTK m. 358 ve m. 395/2 saklıdır.

Hukuken izin verilen dağıtım yöntemleri olarak kâr payı dağıtımı, şirketin kanunen izin verilen miktarda kendi paylarını iktisabı, sermayenin azaltılması, tasfiye ve TTK m. 358,

⁶²² Micheler, s. 175.

⁶²³ Micheler, s. 175.

⁶²⁴ Micheler, s. 175.

⁶²⁵ Rickford, Reforming Capital, s. 928.

⁶²⁶ Cahn, s. 12. Sadece pay sahiplerinin kârdan pay alabileceği kuralının bazı istisnaları vardır. Örneğin, intifa senedi sahipleri de kârdan pay alabilirler (TTK m. 348, 503 ve SerPK m. 19/2). Pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır (SerPK m. 19/5).

m. 395/2 kuralları kapsamındaki haricinde, pay sahiplerine dağıtım yol açabilecek tüm işlemler hukuka aykırıdır⁶²⁷. Dağıtım kurallarını dolanmak suretiyle pay sahiplerine yapılan ödemeler “örtülü dağıtım” (*disguised distribution*) olarak anılırlar⁶²⁸. Örtülü dağıtımlar tip olarak hukuka aykırıdır⁶²⁹; hukukun öngörmediği bir yöntemle bu dağıtımlar gerçekleşmektedir. Başka bir ifadeyle böyle bir dağıtım izin veren kanun bulunmamaktadır. Örtülü dağıtım oluşturan işlemlerde, şirket yetersiz ivaz karşılığında pay sahiplerine değer aktarımında bulunmaktadır. Bu tür işlemlerde görüntüde pay sahiplerine herhangi bir değer aktarımında bulunulmuyor gibi görünse de, gerçekte pay sahibinin benzer işlemlerle elde edebileceğinden daha fazla değer elde etmesi söz konusu olmaktadır. Bir başka ifadeyle, pay sahiplerine aktarılan değer gizlenmektedir. Bununla birlikte, sadece pay sahiplerine değil; şirkette kontrol sahibi olanlara örtülü şekilde değer aktarımında bulunulması da hukuka aykırı dağıtım oluşturur. Sonuç olarak, şirketten pay sahiplerinin haricinde, ilişkili taraflara (*related party*) değer aktarımı sağlayan işlemler de örtülü dağıtım anlamına gelir ve sermayenin korunması ilkesine aykırılık oluşturur⁶³⁰. Gerek pay sahiplerine gerekse ilişkili taraflara yapılan örtülü dağıtımlarda hukuken öngörülen ve kanun koyucu tarafından amaçlanan dağıtım sisteminin dışına çıkılmaktadır. Nitekim FLEISCHER, pay sahiplerine yapılan örtülü dağıtımların, uluslararası hukukta ilişkili taraf işlemleri (*related party transactions*) olarak bilinen şirketler hukukundaki şüpheli devir ilişkilerinden yalnızca birini teşkil ettiğini belirtmiştir⁶³¹. Sermayenin korunması ilkesinin pay sahiplerine yapılan örtülü dağıtımların ötesinde, ilişkili taraflara yapılan dağıtımları da kapsayacak biçimde geniş ele alınması, bu ilkenin dağıtım kuralları aracılığıyla öngördüğü amacın gerçekleşmesine hizmet edecektir. Dağıtım ile ilgili sınırlandırmaların gerekçesi, değer aktarımını konu edinen işlemler bakımından ilişkili taraflar açısından da geçerlidir. Gerçekten dağıtım kurallarının amacı, şirkete yapılan yatırımdan elde edilebilecek getiriler de dâhil olmak üzere şirketin tüm malvarlığı unsurlarının keyfiyete dayalı biçimde şirketten çıkarılmasının engellenmesi ve dağıtımın yalnızca öngörülen kurallar kapsamında yapılabilmesidir. Tıpkı pay sahiplerine yapılan örtülü dağıtımlarda olduğu gibi; ilişkili taraflara yapılan değer aktarımlarında da şirketin malvarlığı unsurları değerinin altında bir bedel karşılığında ilişkili tarafa

⁶²⁷ Micheler, s. 175.

⁶²⁸ Şirket malvarlığı unsurlarının örtülü şekilde pay sahiplerine devrine ilişkin uluslararası hukukta yeknesak bir terim yoktur. Örtülü dağıtım, örtülü sermaye kazancı, örtülü değer temliki, örtülü değer tahsisi gibi kavramlarla bu risk tanımlanmaktadır (Fleischer, *Disguised Distribution*, s. 95).

⁶²⁹ Bu yönüyle hukuka aykırı şekilde gerçekleşen açık dağıtımlardan ayrılır.

⁶³⁰ Alman ve İngiliz mahkemeleri sermayenin korunması kuralları kapsamında örtülü dağıtım ile ilgili yasağı, sadece pay sahipleriyle şirket arasındaki işlemlere değil; ilişkili taraflar arasındaki işlemlere de uygulamaktadırlar. Alman hukuku açısından bkz. Cahn, s. 14-16, 20; İngiliz hukuku açısından bkz. Ferran/Ho, s. 163.

⁶³¹ Fleischer, *Disguised Distribution*, s. 95.

aktarılmaktadır. Böyle bir işlemde şirket, dağıtılabilir değerin tespitinde ve dağıtımında kanunu dolanmaktadır. Bu tür işlemlerde dağıtım kuralları ağır biçimde ihlal edilmektedir. Sonuç olarak, örtülü dağıtıma yol açan işlemler batıldır.

Sermayenin korunması kuralları, dağıtım kurallarının haricinde, bir şirketten pay sahiplerine değer aktarımını önlemek için tasarlanmıştır. Ancak, bu tür aktarımların ekonomik etkisi, şirket ve pay sahipleri için vekillerin araya sokulduğu işlemler aracılığıyla da kolaylıkla elde edilebilir⁶³². Şirketin temsilcisiyle pay sahibinin temsilcisi arasında yapılan bir işlem buna örnek gösterilebilir⁶³³. Böyle bir işlemde şirket işlemden kaynaklı temsilcisinin masraflarını öderken, alıcı bu ödemeden doğan menfaati pay sahibine aktarır⁶³⁴. Sermayenin korunması ilkesinin dar yorumlanması hâlinde; bu ilkenin alacaklılar lehine tesis etmek istediği güvence ortadan kalkar⁶³⁵. Alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olması ilkesinin gerçekçi bir zemine oturtularak etkinleştirilebilmesi için sermayenin korunması ilkesinin ve bu ilkeyi düzenleyen kuralların dar ifadelerini aşacak şekilde geniş yorumlanması gerekir⁶³⁶.

Örtülü dağıtımda, sermayenin korunması ilkesinin bir unsuru olan dağıtım kurallarının alacaklılar ve pay sahipleri lehine tesis ettiği güvence etkisiz hâle getirilmektedir. Gerçekten dağıtım kurallarıyla sadece alacaklıların değil; eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine uygunluk sağlanarak, pay sahiplerinin de menfaati korunmaktadır. Zira örtülü dağıtım suretiyle -kontrol sahibi konumundaki- pay sahibi lehine yapılacak olan kazandırma, diğer pay sahiplerinin menfaatlerine zarar verebilir. Eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesiyle birlikte ele alındığında, dağıtım kuralları, pay sahiplerinin şirkete yapmış oldukları yatırımlarıyla orantılı düzeyde getiri elde etmelerini sağlar ve eşitsizliği önler. Örtülü dağıtımda ise; bu eşitlik üzerine kurulu dağıtım sistemi, dağıtım yapılan kişi lehine bozulmaktadır⁶³⁷.

Belirtildiği üzere, örtülü dağıtım teşkil eden işlemler, emredici sermayenin korunması hükümlerine aykırı oldukları için batıldır. Bununla birlikte, örtülü dağıtımın hukuka aykırılığı şu sebeplere dayandırılabilir⁶³⁸: Birincisi, esas sermayenin korunması için bilançoda esas sermayenin karşılığını teşkil eden varlıklar pay sahiplerine devredilemez. İkincisi, örtülü

⁶³² Cahn, s. 14.

⁶³³ Cahn, s. 14.

⁶³⁴ Cahn, s. 14.

⁶³⁵ Cahn, s. 14.

⁶³⁶ Cahn, s. 14.

⁶³⁷ Bkz. "Pay Sahiplerini Koruma İşlevi".

⁶³⁸ Zurek, Michal/Szmid, Kamil, **Comparative Company Law A Case-Based Approach**, Editors: Mathias Siems, David Cabrelli, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2013, pp. 191-224, s. 204.

dağıtım eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturabilir⁶³⁹. Üçüncüsü, şirketin menfaatini gözetmeyerek örtülü dağıtımda bulunan şirket yöneticisi yükümlülüklerini ihlal etmektedir. Ancak, değerinin altında yapılan işlemler bazen iş adamı kararı kuralına (*business judgment rule*) uygun olabilir. Ayrıca, örtülü dağıtım yoluyla ilişkili tarafa (*related party*) kazandırmada bulunulmuşsa, yöneticilerin sadakat yükümlülüklerini ihlal edip etmedikleri tartışmalı hâle gelir. Son olarak, Türk hukuku açısından esas sermaye sisteminde kâr dağıtım kararını genel kurul verebileceği için yöneticilerin örtülü dağıtımlar yoluyla gerçekleştirmiş oldukları kazandırmalar diğer pay sahipleri tarafından dava edilebilir. Zira Türk hukukunda (TTK m. 408/1-d) kâr dağıtım konusunda yetki yönetim kurulunda (veya yönetimle görevli üçüncü kişilerde) değil, genel kuruldadır. Bu sebeple, örtülü dağıtıma yol açan yönetim kurulu kararları batıldır. Buna karşın, İkinci Yönerge’de (ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi’nde) öngörülen sermaye sisteminde, kâr dağıtım yapılabilmesi için genel kurul kararı zorunluluğu yoktur. Nitekim İngiliz ve Alman hukukunda ara dönem kâr payı (*interim dividend*) ödemesi için genel kurul kararı şart değildir⁶⁴⁰.

2.3.5.1. Almanya

Alman hukukunda örtülü dağıtım, kâr dağıtım kuralları dışında, yeterli olmayan ivaz karşılığında pay sahiplerine yapılan ödeme olarak açıklanır⁶⁴¹. Örneğin, bir şirket bir malını piyasa değerinin (*market value*) altında bir bedel karşılığında pay sahibine satarsa, örtülü dağıtımdan söz açılabilir⁶⁴².

Örtülü dağıtım sorunu AktG’de düzenleme altına alınmıştır. AktG § 57/1-c. 1 gereği, “*katılma payları pay sahiplerine iade edilemez*”⁶⁴³. Hâkimiyet veya kârın devri sözleşmesine

⁶³⁹ Eşit işlem ilkesine aykırılığın hukukî sonucu, somut olayın şartlarına bağlı olmak şartı ile iptaldir (TTK m. 357 Gereğesi).

⁶⁴⁰ İngiliz hukukunda bkz. **Ferran/Ho**, s. 207; Alman hukukunda bkz. AktG § 59/1. Ayrıca İngiliz hukukunda, şirket esas sözleşmesinde aksi düzenlenmemişse, pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğuna dayalı halka açık olmayan şirketler (*private company*) yönünden yıllık hesapların ve raporların genel kurula sunulması zorunluluğu yoktur. Buna karşın, halka açık şirketlerde (*public company*) genel kuruldan önce yıllık hesapların ve raporların sunulması zorunludur (CA b. 437). Bu yükümlülük, genel kuruldan en az 21 gün önce pay sahiplerine bildirimde bulunulması (CA b. 307/2-a) yükümlülüğüyle birlikte değerlendirilmelidir. Ancak, halka açık olsun ya da olmasın her şirket yıllık hesapların ve raporların birer örneğini şirketin tüm üyelerine, borç senedi (*debenture*) sahiplerine ve genel kurul toplantıları için bildirim alma yetkisi verilmiş olan herkese göndermekle yükümlüdür (CA b. 423/1).

⁶⁴¹ **Zurek/Szmid**, s. 204.

⁶⁴² **Zurek/Szmid**, s. 204. Şirketin bir malını piyasa değerinin veya gerçeğe uygun değerinin (*fair value*) altında bir bedel karşılığında pay sahibine devretmesi, tek başına bu işlemin örtülü dağıtım olarak nitelendirilmesine yetmeyebilir. Şirketin haklı gerekçeleri bu nitelendirmeye engel oluşturabilir. Bkz. “Arm’s Length Ölçütü”.

⁶⁴³ Şirketin kendi paylarını iktisabı için satın alma bedeline ilişkin ödeme, iade kapsamında değerlendirilmez (AktG § 57/1-c. 2). Bu hükümden hareketle, şirketin kendi paylarını iktisabı yoluyla pay sahiplerine dağıtım yapılabilmesi imkânının, Alman hukukunda benimsenmiş olduğu ifade edilebilir. Ancak, bu yolla yapılabilecek dağıtım AktG § 53a uyarınca, eşit işlem ilkesi gözetilerek gerçekleştirilmelidir. Ayrıca, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60/1 gereği de, şirketin kendi paylarını iktisabı eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine zarar vermeden gerçekleştirilmelidir.

(§ 291) istinaden sağlanan edimler veya pay sahibine ödenen bedel karşılığında şirketin tam değerinde bir talep hakkı veya tam değerinde bir karşı edim elde etmesi hâllerinde AktG § 57/1-c. 1 uygulanmaz (AktG § 57/1-c. 3)⁶⁴⁴. Ayrıca, AktG § 57/3 uyarınca, “*şirket tasfiyeye girmeden önce, sadece bilançoda gösterilen kârın pay sahiplerine dağıtımı mümkündür*”. Son olarak, AktG § 58/5’te esas sözleşmede öngörülmüşse, şirketin genel kurul kararıyla aynı sermaye dağıtımına karar verebileceği düzenlenmiştir⁶⁴⁵. Bu düzenlemeler pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımın sınırını çizer. Anılan düzenlemeler gereği, hukuk kurallarınca öngörülmüş dağıtım sistemi dışında, pay sahiplerine açık ya da örtülü olarak şirket değerlerinin devredilmesinin yasaklanmış olduğunu kabul etmek gerekir⁶⁴⁶. Pay sahiplerine bilanço kârının dışında yapılan bütün ödemeler, esas sermayenin karşılığını oluşturan miktara zarar vermese bile sermayenin korunması ilkesinin ihlali anlamına gelir. Gerçekten Alman doktrinindeki hâkim görüşe göre, sermayenin korunması kuralları sadece açık dağıtımları kapsama almaz, yeterli ivaz karşılığında olmaksızın şirket değerlerini pay sahiplerine aktaran örtülü dağıtım olarak adlandırılan tüm hukuki işlemleri kapsama alır; zira “arm’s length” esasına dayanmayan hukuki işlemle, pay sahiplerine aktarılan değer gizlenmektedir⁶⁴⁷.

⁶⁴⁴ Kanuna bu cümle 2008 tarihli Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) kapsamında eklenmiştir. Düzenlemenin gerekçesi kısaca şöyle açıklanabilir: Alman İmparatorluk Mahkemesi’nin 1935 yılında verdiği bir karara [RG., II 113/25, RGZ 150, 28, 34/35 (20.12.1935)] istinaden oluşan görüş uyarınca, pay sahiplerine piyasa koşullarında verilen borç karşılığında, şirketin geri ödemeye ilişkin bir talep hakkı elde etmesi hâlinde GmbHG § 30 ihlal edilmemiş olacaktır. Zira verilen borç karşılığı hak edilen alacağın bilançoya kaydedilmesiyle birlikte bilançoda denge kurulmuş olmaktadır (Vetter, Jochen/Schwandtner, Christian, “Cash Pooling Under the Revised German Private Limited Companies Act (GmbHG)”, **German Law Journal**, Vol. 09, No. 09, 2008, pp. 1155-1175, s. 1162). Bilançosal yaklaşım olarak anılan bu görüş, 2003 yılının Kasım ayında Federal Mahkeme tarafından verilen bir kararla terk edilmiştir (BGHZ 157, 72). “November” kararı olarak anılan kararda, sermayenin korunmasını sağlamak için pay sahiplerine verilen borç karşılığında bilançoya alacak hakkının kaydedilmesinin yeterli olmayabileceği ifade edilerek, verilen borç bir tür hediye gibi ele alınmıştır. Mahkeme, karşı edim olarak elde edilen ileriye yönelik talep hakkının şirketin alacaklıları için likit varlıklar kadar değerli olmadığını ve verilen borç sebebiyle alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğini yitirdiğini belirtmiştir. Karar sebebiyle şirketten pay sahiplerine ve yöneticilere verilen borçların durumu ve özellikle nakit havuz (*cash pooling*) uygulaması belirsiz hâle gelmiştir (Kortunay, Ayhan, “Alman Limited Şirketler Hukukundaki Yeni Gelişmeler ve Türk Hukukuna Yönelik Bazı Tespitler”, Banka ve Ticaret Hukuku Dersi, 2009, C. XXV, S. 3, ss. 317-344, s. 318-321, 331). Bu sebeple, MoMiG aracılığıyla GmbHG § 30/1 ve AktG § 57/1’de değişiklik yapılmış ve bilançosal yaklaşıma geri dönmüştür (**Cahn/Donald**, s. 224). MoMiG kapsamında AktG § 57/1’e eklenen dördüncü cümle gereği ise, AktG § 57/1-c. 1, ekonomik anlamda bir pay sahibinden alınan borcun geri ödenmesinde ve bir pay sahibinden alınan borcu meydana getiren hukuki işlemlerden doğan talepler uyarınca yerine getirilecek olan edim için uygulanmayacaktır. Benzer düzenleme, MoMiG ile sermayenin korunmasının düzenlendiği GmbHG § 30’a da eklenmiştir. Bu düzenlemeden önce, pay sahiplerinden alınan borçlar belirli koşullar altında özkaynak yerine kabul edilmekte ve pay sahiplerine geri ödenememekteydi; zira bu borçlar için yapılan ödemelerin GmbHG § 30’a aykırı olduğu düşünülüyordu (**Barneveld**, s. 93).

⁶⁴⁵ Bu düzenlemeyle şirket ayınlarının pay sahiplerine devri için genel kurul kararı öngörülmüştür. Böylece, pay sahiplerine şirket varlıklarının devri hususunda yönetim kurulu ve yönetimle görevli üçüncü kişiler görevsiz kılınmıştır. Sonuç olarak, örtülü dağıtımın yol açan bir işlemde, yöneticilerin görevsizliği de ileri sürülebilecektir.

⁶⁴⁶ **Fleischer**, Disguised Distribution, s. 95; **Zurek/Szmid**, s. 204.

⁶⁴⁷ **Cahn**, s. 6 ve yazarın dn. 20’de belirttiği çalışmalar.

Şirketin aldığı karşılığın yeterliliği özenli ve tedbirli bir yöneticinin iş adamı kararı (*business judgment*) ölçütüne göre değerlendirilir⁶⁴⁸.

Alman mahkemeleri ve doktrini, sermayenin korunması kurallarının uygulanmasının uygun olmadığı işlemlerde bu kurallardan kaçınmayı ortaya koyabilmek için ilkeye dayalı bir yaklaşım benimsemiştir⁶⁴⁹. Alman mahkemeleri sermayenin korunması kurallarının kapsamını sadece pay sahipleriyle şirket arasındaki işlemlerle sınırlandırmaz; ilişkili taraflar (*related party*) arasındaki değer aktarımlarını da kapsama alır⁶⁵⁰. Hâkim teşebbüsün kendisi yerine tüm paylarına sahip olduğu bağlı şirketiyle kendi pay sahibi arasında arm's length esasına dayanmadan yapılan işlemin ekonomik etkisi hâkim teşebbüsün kendi pay sahibiyle işlem yapmasından farksızdır⁶⁵¹. Zira her iki işlemde de hâkim şirketin varlıkları değerinin altında bir bedel karşılığında pay sahibine devredilmektedir. Şirket değerinin üçüncü kişiye devrini konu alan işlemlerde sermayenin korunması kurallarının uygulanabilmesi için ilgili ölçüt, işlemin ekonomik menfaatinin -dolaylı da olsa- pay sahibinin iktisap edip etmediği veya ilgili değer devrinin, pay sahibinin şirket üzerindeki nüfuzunu kullanmış olması nedeniyle olup olmadığıdır⁶⁵². İkinci durumda, menfaat önce pay sahibine ve ardından üçüncü kişiye sağlanmış gibi değerlendirilmektedir⁶⁵³.

Pay sahibine yapılan dağıtımı gizlemek için şirketin yerine üçüncü kişinin, şirketin varlıklarını pay sahiplerine temlik ettiği işlemlerin ekonomik etkisi şirketle pay sahibi arasında yapılan işlemten farksızdır. Üçüncü kişilerin karıştığı örtülü dağıtımın bazı örnekleri şunlardır⁶⁵⁴: Doğrudan veya dolaylı biçimde pay sahiplerinin menfaat elde edebilmesi için temsilcilere veya vekillere⁶⁵⁵ veya pay sahibinin kontrol payına sahip olduğu şirketleri kapsayan ilişkili taraflara değer aktarımında bulunmak ya da pay sahibinin borcunu ödenmek⁶⁵⁶.

Alman doktrinindeki hâkim görüşe göre, sermayenin korunması hükümlerini ihlal eden dağıtımlar batıldır⁶⁵⁷. AktG § 62/1 uyarınca, pay sahipleri AktG hükümlerine aykırı yollardan elde ettikleri değerleri şirkete iade etmek zorundalardır. Dolayısıyla, örtülü dağıtımlara bağlanan hukuki sonuca göre, pay sahipleri bu dağıtımı şirkete iade etmekle

⁶⁴⁸ Cahn, s. 6 ve yazarın dn. 21'de belirttiği çalışmalar.

⁶⁴⁹ Cahn, s. 14.

⁶⁵⁰ Cahn, s. 14-16.

⁶⁵¹ Cahn, s. 16.

⁶⁵² Cahn, s. 14, 15.

⁶⁵³ Cahn, s. 15.

⁶⁵⁴ Cahn, s. 15.

⁶⁵⁵ BGH NZG 2008, 106; OLG Hamburg AG 1980, 275, 278 (Cahn, s. 15 dn. 56).

⁶⁵⁶ BGHZ 60, 324, 330 vd. (Cahn, s. 15 dn. 58).

⁶⁵⁷ Cahn, s. 15.

yükümlülerdir⁶⁵⁸. Şirket hukuka aykırı yollardan pay sahibine devrettiği varlıkların mülkiyet hakkını kaybetmez⁶⁵⁹.

Alman hukukunda, iade yükümlülüğünün kapsamının tespitinde, şirketten çıkarılan varlığın şirkete aynen iade edilmesinin gerekli olup olmadığı meselesi etrafında şekillendirilen bir tartışmaya rastlanır. Özellikle şirketten çıkarılan malvarlığı unsurunun bir ayın teşkil etmesi hâlinde, mesele önem arz eder. Pay sahibinin veya ilişkili tarafın şirketten aldığı “aynı” elinden çıkardığı veya tükettiği için hukuki imkânsızlık sebebiyle iade etmesi mümkün olmayabilir. Sermayenin korunması, belirli malvarlığı unsurlarının korunmasından ziyade şirketten pay sahiplerine aktarılan değerlerle ilgilidir⁶⁶⁰. Dolayısıyla, şirketten çıkarılan “aynının” tamamen şirkete iadesinden ziyade, bu aynın değerinin şirkete verilmesi sermayenin korunması açısından yeterlidir. Almanya’da, Federal Adalet Mahkemesi ve doktrinin çoğunluğu, geri iade yükümlülüğünün tespitinde sermayenin korunması bağlamında alternatif bir yorum benimsemişlerdir⁶⁶¹. Bu alternatif yoruma göre, şirketten çıkarılan varlıkların ayın ya da nakit teşkil edip etmediğine bakılmaksızın, bunların değerinin yeterli düzeyde tazmin edilmesi gerekir⁶⁶².

Yukarıda belirtildiği üzere, pay sahibine ödenen bedel karşılığında şirketin tam değerinde bir talep hakkı veya tam değerinde bir karşı edim elde etmesi hâlinde AktG § 57/1-c. 1 uygulanmaz (AktG § 57/1-c. 3). Ancak, şirketin tam değerini elde ettiği işlemlerle şirketin likit varlıkları azalmış ve bunun sonucunda şirket vadesi gelen borçlarını ödeyemez duruma gelmişse AktG § 92/2 uyarınca, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu doğacaktır⁶⁶³. Zira bu durumda yönetim kurulu dağıtımlar için öngörülmüş bulunan ödeme gücüne ilişkin sınırlamayı ihlal etmektedir. Özenli ve tedbirli bir yöneticinin şirketin ödemedi aciz duruma geleceğini öngörememesi müstesnadır (AktG § 92/2-c. 3).

2.3.5.2. İngiltere

İngiltere’de sermayenin korunması ilkesi dışında dağıtım kurallarının geliştirilmesi görevi mahkemelere düşmüştür; ancak, şu anda etkin olan ve ara sıra değişiklik yapılan ayrıntılı kanuni düzenlemeler 1980’den beri yürürlüktedir⁶⁶⁴. Kanuni düzenlemeler, sermayenin

⁶⁵⁸ Mülbert/Birke, s. 706.

⁶⁵⁹ Cahn, s. 15.

⁶⁶⁰ Cahn, s. 15.

⁶⁶¹ Cahn, s. 15.

⁶⁶² Cahn, s. 15.

⁶⁶³ Cahn/Donald, s. 225, 226.

⁶⁶⁴ Ferran/Ho, s. 212.

korunması ilkesi saklı kalmak kaydıyla bu alanda rol oynamaktadır⁶⁶⁵. Sonuç itibarıyla, İngiltere’de dağıtım kurallarıyla sermayenin korunması ilkesi arasında sıkı bir ilişki bulunur.

Örtülü dağıtımın, bazen “örtülü sermaye kazancı” (*disguised returns of capital*)⁶⁶⁶ bazense daha yaygın kabul gören biçimde “örtülü dağıtımlar” (*disguised distributions*)⁶⁶⁷ olarak anıldığı İngiliz hukukunda, bu kavram, dağıtım kurallarının dışına çıkılması yoluyla şirketin malvarlığı unsurları içerisinde pay sahiplerine yapılan değer aktarımını ifade etmede kullanılır⁶⁶⁸. Başka bir ifadeyle, İngiliz hukukunda örtülü dağıtım, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtım için kullanılabilir olan kâr miktarı dışında, CA b. 830’a aykırı biçimde, pay sahiplerine yapılan ödeme anlamına gelir⁶⁶⁹. Bununla birlikte, İngiliz mahkemeleri örtülü dağıtıma ilişkin yasağın uygulama alanını, pay sahipleriyle şirket arasında yapılan işlemlerle sınırlandırmamış; kuralın amacına uygun biçimde ilişkili taraf işlemlerini de kapsama almıştır.

İngiliz hukukunda, örtülü dağıtım yasağı, ultra vires doktrini içerisinde gelişmiştir⁶⁷⁰. Ultra vires kuralı büyük oranda yürürlükten kalktıktan sonra örtülü dağıtım yasağı bağımsız bir kural olarak ortaya çıkmıştır⁶⁷¹. Örtülü dağıtım yasağının özü; kâr dağıtımı, tasfiye ve sermayenin azaltılması kuralları dışında pay sahibinin şirketten -dolaylı da olsa- herhangi bir malvarlığı unsuru elde edemeyecek olmasıdır⁶⁷². *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* davasında hâkim Pennycuick’in belirttiği gibi, pay sahipleri tam bedelini ödemek kaydıyla şirketten malvarlığı unsuru iktisap edebilir⁶⁷³. İngiliz hukukunda örtülü dağıtım içeren işlemler hukuka aykırıdır ve yasağa aykırı bu tür işlemler batıldır⁶⁷⁴.

*Aveling Barford Ltd v Perion Ltd*⁶⁷⁵ davasına konu olayda, Mr Lee, hem Aveling Barford Ltd hem de Perion Ltd şirketlerinde kontrol sahibi olan pay sahibidir. Aveling Barford Ltd, Grantham bölgesinde yer alan sahibi olduğu taşınmazını, değerinin yaklaşık olarak 1/3’i karşılığında Perion Ltd’ye satar. Daha sonra, Aveling Barford Ltd tasfiye sürecine

⁶⁶⁵ Ferran/Ho, s. 212.

⁶⁶⁶ Bkz. Micheler, s. 151 vd..

⁶⁶⁷ Bkz. Ferran/Ho, s. 163.

⁶⁶⁸ Türkçe’ye “örtülü sermaye kazancı” olarak çevirmeyi uygun bulduğum “disguised returns of capital”, bazı kaynaklarda “örtülü sermaye iadesi” anlamına gelebilecek şekilde “disguised return of capital” kavramıyla ifade edildiği gibi; bazı kaynaklarda ise “örtülü dağıtımlar” anlamına gelen “disguised distributions” olarak ifade edilir.

⁶⁶⁹ Zurek/Szmid, s. 214.

⁶⁷⁰ Micheler, s. 152, 153. İngiliz hukukunda, örtülü dağıtım sorununun İkinci Yönerge’nin de öncesinde, ultra vires içerisinde ele alınmış olması dikkat çekicidir. O hâlde, İngiliz hukukunda sermayenin korunması anlayışını esas alan kuralları, AB hukukundan çok daha önce ve ondan bağımsız şekilde gelişen bir hukuk olarak nitelendirmek yanlış bir tespit olmayacaktır.

⁶⁷¹ Micheler, s. 184.

⁶⁷² *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

⁶⁷³ *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

⁶⁷⁴ Micheler, s. 166, 167.

⁶⁷⁵ *Aveling Barford Ltd v Perion Ltd* [1989] BCLC 626.

girer. Tasfiye memuru, değerinin altında yapılan işlem sebebiyle Perion Ltd'yi dava eder. Davada hâkim Hoffmann, taşınmazın satışını konu edinen işlemi “dressed up distribution” (giydirilmiş dağıtım) olarak nitelendirmiş ve bu işlemle dağıtım kurallarının dışına çıkıldığı için şirketin ehliyetsizliği sebebiyle işlemi ultra vires kabul etmiştir.

*Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd*⁶⁷⁶ davasına konu olayda ise, davacı Progress Property Company Ltd, tüm paylarına sahip olduğu bağlı şirketi YMS Properties Ltd'nin ihraç edilmiş tüm paylarını Moorgarth Group Ltd'ye satar. Hem Progress Property Company Ltd hem de Moorgarth Group Ltd, Tradegro Ltd'nin bağlı şirketleridir. Progress Property Company Ltd ve Moorgarth Group Ltd'nin her ikisinde de yönetici olan Mr Moore payların satış bedelinin piyasa değerine uygun olduğuna gerçekten inanmıştı. Satıştan sonra satıcı Progress Property Company Ltd yapılan satışın değerinin altında olduğu iddiasıyla dava açar. Davada, satışa konu işlemin hukuka aykırı dağıtım, bir diğer ifadeyle örtülü dağıtım teşkil edip etmediği tartışılmıştır. Davada esasa ilişkin kararı hâkim Lord Walker vermiştir. Örtülü dağıtımın tespitinde subjektif ve objektif yaklaşım olmak üzere iki ölçüt benimsenen İngiliz hukukunda⁶⁷⁷, hâkim Lord Walker subjektif yaklaşımı (tarafların niyetini) dikkate almış ve başvuruyu reddetmiştir.

2.3.5.3. ABD

ABD hukukunda örtülü dağıtım yasağı yerine, “hileli temlik” anlamına gelen “fraudulent conveyance” kurallarıyla finansal sıkıntı veya iflas beklentisi içerisinde olan şirketin devredilen varlıklarının şirkete ve şirket alacaklılarına iadesi sağlanmaktadır⁶⁷⁸. “Uniform Fraudulent Conveyance Act” daha sonra yürürlüğe giren “Uniform Fraudulent Transfer Act” (UFTA) ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bu kanunda hileli transferler ve aciz hâli (insolvency)⁶⁷⁹ gibi kavramlar düzenlenmiş ve borçlunun alacaklıları engellemek, geciktirmek veya dolandırmak amacıyla mallarına ilişkin gerçekleştirdiği devir, gizleme veya ortadan kaldırmaya yönelik olan ya da üstlenilen borç veya devredilen değer karşılığında makul derecede eşdeğer kıymet elde edilmeyen işlemlerin hükümsüzlüğü düzenlenmiştir. 2014 yılında takdim edilen “Uniform Voidable Transactions Act” (UVTA) (*Yeknesak İptal Edilebilir İşlemler Kanunu*) ile UFTA değiştirilmiş ve kabul edilen eyaletlerde UFTA'nın

⁶⁷⁶ *Progress Property Company Limited (Appellant) v Moorgarth Group Limited (Respondent)* [2010] UKSC 55.

⁶⁷⁷ Her iki yaklaşım da çalışmanın devamında incelenmiştir.

⁶⁷⁸ **Brealey/Myers/Allen**, s. 474 dn. 17.

⁶⁷⁹ Kanunda “insolvency” (aciz hâli) kavramı geleneksel anlamı olan borçlunun vadesi gelen borçlarını ödeyemez durumda olması (UFTA b. 2/b) haricinde, borçlunun borçlarının toplamının, gerçeğe uygun bir değerlemeyle borçlunun tüm varlıklarından fazla olması anlamında da kullanılmıştır (UFTA b. 2/a).

yürürlükten kaldırılarak bu yeni kanunun yürürlüğe girmesi planlanmıştır. UFTA hükümleri UVTA'da büyük oranda korunmuştur.

Ayrıca, tıpkı Almanya ve İngiltere'de olduğu gibi ABD'de de dağıtım ile ilişkili sınırlamalar sadece kâr payı dağıtımını ve şirketin kendi paylarını iktisap etmesini konu edinen işlemlere değil, aynı zamanda bir şirket ile pay sahipleri arasında mahkemelerin örtülü dağıtım olarak değerlendirebilecekleri değerinin altında yapılmış işlemlere de uygulanır⁶⁸⁰. Gerçekten bazı eyaletlerin kanunları gereği, hukuka aykırı dağıtımda bulunan yöneticilerin sorumluluğu doğacaktır. Örneğin, MBCA kapsamında, hukuka aykırı bir yolla pay sahibine değer aktarımında bulunarak örtülü dağıtımda bulunmuş olan yöneticilerin hukuki sorumluluğundan ve koşullar uygunsa pay sahiplerinin iade yükümlülüğünden bahis açılabilir⁶⁸¹. Nitekim MBCA § 1.40/(6) gereği, “dağıtım”, doğrudan veya dolaylı olarak para ya da diğer malların devri (kendi payları hariç) veya paylarla ilgili olarak pay sahiplerinin adına ve menfaatine şirketin borç altına girmesi anlamına gelir. Kanunun dolaylı yollardan pay sahiplerine aktarılan şirket malvarlığı unsurlarını kapsama almış olması dikkat çekicidir.

2.3.5.4. İsviçre

İsviçre'de örtülü dağıtım yasağı açık biçimde İsvBK m. 678'te düzenlenmiştir. Anılan düzenleme uyarınca, “(1) *pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri ve bunların yakın olduğu kişiler haksız yere ve kötüniyetle almış oldukları kâr paylarını, yönetim kurulu üyelerine ödenen kazanç paylarını (Tantiemen)*⁶⁸², *diğer kazanç paylarını (Gewinnanteile) veya hazırlık dönemi faizlerini iade etmekle yükümlüdürler. (2) Onlar, şirketin ekonomik durumuna ve elde edilen bedele nazaran bariz şekilde orantısız olan diğer edimleri de şirkete iade etmekle yükümlüdürler. (3) Şirket ve pay sahipleri iade davası açmaya yetkililerdir; bu dava edimin şirkete ödenmesi için açılır. (4) İade yükümlülüğü edimin alındığı tarihten itibaren 5 yıl sonra zamanaşımına uğrar*”. İsvBK m. 678/2'de şirketin sunduğu edimin gerçek piyasa değerinin ölçülmesindeki zorluklar düşünülerek sadece bariz şekilde orantısız olan iktisapların engellenmesinin amaçlandığı ifade edilir⁶⁸³. Orantısızlığın belirlenmesinde şirketin ekonomik durumunun dikkate alınması belirsizlik oluşturmaktadır⁶⁸⁴. Bariz şekilde orantısız olma ve şirketin ekonomik durumunu dikkate alma şartları yerine tek başına arm's length ölçütünün

⁶⁸⁰ Armour/Hertig/Kanda, s. 126.

⁶⁸¹ Hukuka aykırı dağıtımlar için MBCA'da yöneticilerin hukuki sorumluluğu ve kötüniyetli pay sahiplerinin iade yükümlülüğü düzenlenmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz. “Dağıtım Sistemleri”.

⁶⁸² İsviçre Konfederasyonu tarafından yapılan İngilizce çeviride *Tantiemen* kavramı “shares of profits paid to board members” olarak çevrilmiştir.

⁶⁸³ Toroman Çolgar, Emek, *Şirkete Borçlanma Yasağı*, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 46.

⁶⁸⁴ Bkz. Toroman Çolgar, s. 47.

esas alınması daha sağlıklı olurdu. Nitekim pay sahipleri veya yönetim kurulu üyelerinin yakın olduğu kişilerle yapılan hukuki işlemlerin hukuka uygunluğunun tespitinde, söz konusu sözleşme şartlarının bağımsız üçüncü bir kişiyle yapılacak olandan daha elverişli koşullar taşıyıp taşımadığına göre karar vermek gerekir⁶⁸⁵.

23 Kasım 2016 tarihli anonim şirketlere ilişkin İsvBK tasarısında, yönetimle görevli kişiler, danışma kurulu üyeleri ve bunların yakın olduğu kişiler de İsvBK m. 678/1 kapsamına alınmış ve İsvBK m. 678/1'deki kötüniet şartıyla İsvBK m. 678/2'deki şirketin ekonomik durumunun dikkate alınması şartı kaldırılmıştır⁶⁸⁶. Ayrıca, iadenin sebepsiz zenginleşmeye ilişkin İsvBK m. 64 uyarınca gerçekleşeceği düzenlenmiştir⁶⁸⁷. Kanaatimce, iadenin sebepsiz zenginleşmeye dayandırılması isabetli değildir. Zira iade ile yükümlü olunan malvarlığı unsurunun mülkiyeti şirkette kalmaya devam etmektedir⁶⁸⁸.

2.3.5.5. Türkiye

Türk hukukunda, ilişkili taraflar arasındaki örtülü dağıtım riski kabul görmüş ve halka açık şirketlerde mesele SerPK m. 21'de düzenlenmiştir. SerPK m. 21/1 uyarınca, *“halka açık ortaklıklar ve kolektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıklarının; yönetim, denetim veya sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulundukları gerçek veya tüzel kişiler ile emsallerine uygunluk, piyasa teamülleri, ticari hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı olarak farklı fiyat, ücret, bedel veya şartlar içeren anlaşmalar veya ticari uygulamalar yapmak veya işlem hacmi üretmek gibi işlemlerde bulunmak suretiyle kârlarını veya malvarlıklarını azaltarak veya kârlarının veya malvarlıklarının artmasını engelleyerek kazanç aktarımında bulunmaları yasaktır”*. Böylece, örtülü dağıtım yasağı açık bir kurala bağlanmıştır.

SerPK gereği, ilişkili kişiden bahsedebilmek için yönetim, denetim veya sermaye bakımından ilgili anonim şirketle bir ilişki bulunmalıdır⁶⁸⁹. İlişkinin “yönetim, denetim”

⁶⁸⁵ **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1419.

⁶⁸⁶ **Toroman Çolgar**, s. 47, 48.

⁶⁸⁷ **Toroman Çolgar**, s. 48. İsvBK'daki düzenleme ve tasarıdaki değişiklikler için bkz. **Toroman Çolgar**, s. 44-49.

⁶⁸⁸ Ayrıca, iade yükümlülüğüne ilişkin bu bölümde “Almanya” ve “Türkiye” için yapılan açıklamalara bakılabilir.

⁶⁸⁹ İlişkili tarafların tespitinde IFRS 24'ten (benzer şekilde TMS 24) yararlanılabilir. Nitekim Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) m. 3'te ilişkili taraf ve ilişkili taraf işlemlerinin tanımında TMS'ye yollama yapılmıştır. Tanımların düzenlendiği IFRS 24/9 uyarınca, ilişkili taraf: *“Finansal tablolarını hazırlayan şirketle (bu Standartta ‘raporlayan şirket’ olarak kullanılacaktır) ilişkili olan kişi veya teşebbüsdür. (a) Bir kişi veya bu kişinin yakın ailesinin bir üyesi, aşağıdaki durumlarda raporlayan şirketle ilişkili sayılır: Söz konusu kişinin, (i) raporlayan şirket üzerinde kontrol veya müşterek kontrol gücüne sahip olması durumunda, (ii) raporlayan şirket üzerinde önemli etkiye sahip olması durumunda, (iii) raporlayan şirketin veya raporlayan şirketin bir ana ortaklığının kilit yönetim kadrosunun bir üyesi olması durumunda. (b) Aşağıdaki koşullardan herhangi birinin mevcut olması halinde bir şirket raporlayan şirketle ilişkili sayılır: (i) Şirket ve raporlayan şirketin aynı grubun üyesi olması halinde (yani her bir ana ortaklık, bağlı ortaklık ve aynı*

sağlayıcı nitelikte olması gerekir⁶⁹⁰. Aksi halde, SerPK kapsamında ilişkili taraftan bahsedilemez. Yönetim ve denetimin doğrudan veya dolaylı yollardan sağlanmış olması fark etmez. Oranı ve etkisi ne olursa olsun sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı ilişki tek başına yeterli değildir⁶⁹¹. Şu durumda, “yönetim, denetim” ilişkisinin bulunmadığı salt bir pay sahibi-şirket ilişkisi, “ilişkili taraf” kapsamına girmez. SerPK m. 21 ile kontrol sahibi konumundaki pay sahiplerine karşı küçük pay sahiplerinin menfaatleri korunmak istenmiştir. Alacaklılar açısından da, kontrol sahibi olan pay sahiplerinin davranışları risk barındırır⁶⁹². Gerçekten özellikle payları borsada işlem gören şirketin kontrol sahibi olmayan bir pay sahibinin şirketle işlemde bulunması hâlinde, bu işlemde kaynaklı riskler şirketin olağan ticaretinden kaynaklı risklerden farksızdır. Alacaklıların dikkate almaları gereken olağan risklerin ötesinde ilave bir tehlike arz etmeyen bu tür işlemler, düzenlemenin kapsamı dışında tutulmuştur. Başka bir ifadeyle, halka açık şirketlerde kontrol sahibi olmayan bir pay sahibine örtülü dağıtımda bulunulması yönünden bir risk bulunmaz⁶⁹³. Örtülü dağıtımla ilgisi olmayan bir mesele olarak, kontrol sahibi olan veya olmayan pay sahiplerine kâr payının hukuka aykırı şekilde tespit edilerek dağıtılması ihtimali ise, TTK’da düzenlenmiştir⁶⁹⁴.

Ayrıca, SerPK düzenlemesinde “arm’s length” ölçütü, Türkçe’ye “emsallere uygunluk ilkesi” olarak çevrilmiştir⁶⁹⁵. Hükümde “emsallere uygunluk ilkesinin” (*arm’s length*

daldaki bağlı ortaklık diğerleri ile ilişkilidir. (ii) Bir şirketin, diğer şirketin (veya diğer şirketin de üyesi olduğu bir grubun üyesinin) iştiraki (associate) ya da ortak girişimi (joint venture) olması halinde. (iii) Her iki şirketin de aynı üçüncü kişinin ortak girişimi olması halinde. (iv) Şirketlerden birinin üçüncü bir şirketin ortak girişimi olması ve diğer şirketin söz konusu üçüncü şirketin iştiraki olması halinde. (v) Şirketin, raporlayan şirketin ya da raporlayan şirketle ilişkili olan bir şirketin çalışanlarına ilişkin olarak işten ayrılma sonrasında sağlanan fayda plânlarının olması halinde. Raporlayan şirketin kendisinin böyle bir plânının olması halinde, sponsor olan işverenler de raporlayan şirketle ilişkilidir. (vi) Şirketin (a) maddesinde tanımlanan bir kişi tarafından kontrol veya müştereken kontrol edilmesi halinde. (vii) (a) maddesinin (i) bendinde tanımlanan bir kişinin şirket üzerinde önemli etkisinin bulunması veya söz konusu şirketin (ya da bu şirketin ana ortaklığının) kilit yönetim kadrosunun bir üyesi olması halinde. (viii) Şirketin veya onun bir parçası olduğu grubun başka bir üyesinin, raporlayan şirkete veya raporlayan şirketin ana ortaklığına kilit yönetim personeli hizmetleri sunması halinde”. IFRS 24/9’un devamında ilişkili taraf işlemi tanımlanmıştır. Tanıma göre, ilişkili taraf işlemi “raporlayan şirketle bir ilişkili taraf arasında kaynakların, hizmetlerin ya da yükümlülüklerin, bir bedel karşılığı olup olmadığına bakılmaksızın devridir”.

⁶⁹⁰ Tekinalp, Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Es Yayınları, İstanbul, 1982, (Tekinalp, Sermaye Piyasası), s. 76.

⁶⁹¹ Tekinalp, Sermaye Piyasası, s 76.

⁶⁹² Bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

⁶⁹³ Örneğin, payları borsada işlem gören bir bankanın, kontrol sahibi olmayan bir pay sahibiyle mal veya hizmet alım ya da satımına ilişkin yapacağı sözleşme yoluyla şirketin malvarlığı unsurlarını değerinin altında bir bedel karşılığında pay sahibine aktarma güdüsü bulunmaz.

⁶⁹⁴ Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kâr Payı Tebliği (II-19.1) m. 5/3 uyarınca, “TTK’ya göre ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede veya kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz”. Ayrıca bkz. TTK m. 512.

⁶⁹⁵ Türk hukukunda “arm’s length” yaklaşımı genel olarak emsallere uygunluk ilkesi olarak kabul görmektedir. Ancak, bu çevirinin amacıyla bağdaşıp bağdaşmadığına ilişkin çeşitli kuşkuvarım var. Emsal kavramı örnek anlamına gelir. Salt emsallere uygunluk ölçütünü ele aldığımızda bu kavram, ilişkili taraflar arasındaki işlemlerin

principle) yanı sıra ayrıca “dürüstlük kuralının” ve “piyasa teamüllerinin” birer ölçüt olarak sayılması yersizdir. Nitekim “arm’s length” esasına dayanan bir işlemin, bu esasın bir gereği olarak, dürüstlük kuralına ve piyasa teamüllerine uygun olması gerekir. Bununla birlikte, hükümde bir ölçüt olarak “basiret”ten bahsedilmiştir. Böylece, ilişkili tarafa değer devrini konu alan bir işlemde “basiretsiz” hareket edilmişse; “arm’s length” temeline dayanılsa bile, işlem örtülü dağıtım yasağı kapsamında kalır. Ancak, arm’s length esasına dayanan bir işlemin basiretsizlik sebebiyle hükümsüz sayılması adil değildir. Basiret unsuru işlemin geçerliliğine ilişkin bir ölçüt olmaktan ziyade; TTK m. 369 gereği, yönetim kurulu üyelerinin ve yönetimle görevli üçüncü kişilerin sorumluluğuna ilişkin bir ölçüttür⁶⁹⁶. İşlemin karşı tarafı bir pay sahibi bile olsa, arm’s length işleme olan güven korunmalıdır. Örneğin, şirket yöneticilerinin basiretsizliği bir işlemin sıhhatini etkilememelidir. Mevcut durumda, “basiretin” bir ölçüt olarak kullanılması, katı bir objektif yaklaşımın uygulanmasına yol açabilecektir. Karşılaştırmalı hukukla uyumu korumak ve düzenlemeyle hedeflenen amaca ulaşmak için hükmün, sadece “arm’s length” ölçütünü esas alacak biçimde yeniden kaleme alınması yeterli ve uygun olacaktır. Nitekim şirketle kontrol sahibi konumundaki pay sahibi veya nüfuzlu bir yönetici arasında yapılan işlemlerde hukukun kaygısı, bu işlemlerin, şirket için “arm’s length” bir müzakerede elde edilebilecek olandan daha az fayda sağlayan şartlar taşımasıdır⁶⁹⁷.

Halka açık anonim şirketler açısından örtülü dağıtımlara bağlanan hukuki sonuç, iade yükümlülüğüdür. SerPK m. 21/4 uyarınca, “*kazanç aktarımının Kurulca tespiti hâlinde halka açık ortaklıklar, kolektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıkları, Kurulca belirlenecek süre içinde kendilerine kazanç aktarımı yapılan taraflardan, aktarılan tutarın kanuni faizi ile birlikte mal varlığı veya kârı azaltılan ortaklığa veya kolektif yatırım kuruluşuna iadesini talep eder. Kendilerine kazanç aktarımı yapılan taraflar Kurulca belirlenecek süre içinde aktarılan tutarı kanuni faizi ile birlikte iade etmek zorundadır. Örtülü kazanç aktarımı yasağının ihlali ile ilgili 94 üncü ve 110 uncu maddeler ile ilgili mevzuatta öngörülen hukuki, cezai ve idari yaptırımlar saklıdır*”. İade yükümlülüğünün kapsamının

de emsal olarak değerlendirilebileceği gibi hatalı çıkarımlara sevk etmektedir. Nitekim “emsal” sözcüğünün bir işlemin bağımsız kişiler arasındaki emsallerinin dikkate alınması anlamına gelecek şekilde yorumlanması kesin bir sonuç değildir. “Arm’s length” kol uzunluğu anlamına gelir. Bu kavramla kastedilen, birbiriyle ilişkili olan tarafların aralarına mesafe koymasındır. Kanaatimce, emsal kavramı yerine mesafe ölçütü daha uygun olacaktır. Tarafların aralarına mesafe koyup koymadıklarının tespitinde ise, aralarında mesafe olan (bağımsız) kişilerin işlemleri dikkate alınacaktır.

⁶⁹⁶ **Manavgat**, s. 420.

⁶⁹⁷ Enriques, Luca/Hertig, Gerard/Kanda, Hideki/Pargendler, Mariana, **The Anatomy of Corporate Law A Comparative and Functional Approach**, Third Edition, Oxford University Press, United Kingdom, 2017, s. 145.

tespitinde, Alman doktrininden ve Federal Adalet Mahkemesi yaklaşımından yararlanılması uygun olacaktır⁶⁹⁸.

Ayrıca, iade yükümlülüğünün dayanağının sebepsiz zenginleşme teşkil edip etmediği tartışılabilir. İlk bakışta, iade yükümlülüğünün hukuki dayanağı sebepsiz zenginleşme değildir⁶⁹⁹. Zira sebepsiz zenginleşme davasının şartlarından biri olan zenginleşme koşulu, yasağa aykırı şekilde ilişkili tarafa aktarılan değerın mülkiyet hakkı karşı tarafa geçmediği için gerçekleşmez⁷⁰⁰. Sebebe bağılılığın kabul edildiği Türk hukukunda, mülkiyet hakkının karşı tarafa geçmesi için bir sebebin bulunması ve bu sebebin geçerli olması gerekir⁷⁰¹. Taşınır veya taşınmaz bir malın mülkiyeti, geçerli olmayan bir hukuki sebebe dayanılarak, karşı tarafa devredilmiş olsa bile, mülkiyet hakkı, hukuki sebepteki sakatlık sebebiyle devredende kalır⁷⁰². Mülkiyet hakkının karşı tarafa devredilmediği durumlarda mülkiyet (istihkak) davası açılabilir⁷⁰³ için sebepsiz zenginleşme davası açılmaz⁷⁰³. İade yükümlülüğüne aykırılık hâlinde, istihkak davası açılabilir. Ancak, iadeyle yükümlü olan kişi, ilgili malvarlığı unsurunu iyiniyetli üçüncü bir kişiye devretmiş ve o kişi de kanunda öngörülen koşullara uygun şekilde mülkiyet hakkını iktisap etmişse, iade yükümlülüğünün hukuki dayanağı sebepsiz zenginleşmedir. Kanaatimce, Alman hukukundakine benzer şekilde, iade yükümlülüğünü bir tazminat yükümlülüğü olarak ele almak bu karmaşık ilişki ağını daha anlaşılabilir kılacaktır.

Halka açık olmayan anonim şirketlerde örtülü dağıtım yasağına ilişkin açık bir hüküm yoktur. Ancak, kıyasen SerPK m. 21'e başvurmaının haricinde⁷⁰⁴, TTK hükümleriyle de örtülü dağıtım yasağına ulaşmak mümkündür. Kapalı anonim şirketlerde örtülü dağıtıma bağlanan yaptırımın tespitinde; TTK m. 340'la (emredici hükümler ilkesi) perçinlenmiş hükümler olarak dağıtım kurallarını dikkate almak gerekir. Tasfiye payı hakkı (TTK m. 507 vd.), sermayenin azaltılması kuralları (TTK m. 473-475), TTK m. 509, m. 510, m. 511, m. 519 ve m. 523/1 ve dağıtım sebebi teşkil edebilecek diğer özel hükümler (TTK m. 358, m. 395/2) pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımların sınırlarını çizer. TTK m. 357 ise, sadece belirli pay sahiplerine fayda sağlayan "örtülü dağıtım" oluşturan işlemlerin diğer pay sahipleri tarafından hükümsüzlüğünün tespit edilebilmesi olanağını tanıır. Dağıtım kurallarını dolanmak suretiyle,

⁶⁹⁸ Bkz. "Almanya".

⁶⁹⁹ Aksi yönde bkz. Günay, Ece Deniz, **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 250; ayrıca, iade yükümlülüğünü sebepsiz zenginleşme olarak düzenleyen İsvBK tasarısı için bkz. "İsviçre".

⁷⁰⁰ Alman hukukunda "örtülü dağıtım" konu değerin mülkiyet hakkının karşı tarafa geçmediğine ilişkin bkz. Cahn, s. 15.

⁷⁰¹ Eren, Genel, s. 867.

⁷⁰² Eren, Genel, s. 867.

⁷⁰³ Eren, Genel, s. 867, 868.

⁷⁰⁴ Halka açık olmayan anonim şirketlerde SerPK m. 21'in kıyasen uygulanmasının doğru olmayacağı yönünde bkz. Günay, s. 208.

yapılabilecek değer aktarımı kesin olarak hükümsüzdür. Başka bir ifadeyle, pay sahiplerinin şirkete borçlanma kuralı olan TTK m. 358, m. 395/2 ve sermayenin azaltılması, kâr ve tasfiye payı dağıtım hükümlerinde (TTK m. 507 vd.) düzenlenmeyen bir yöntemle, şirketten değerinin altında ivaz karşılığında veya ivazsız değer elde etmelerini konu edinen işlemler örtülü dağıtım anlamına gelir. Örtülü dağıtımlarda, kârın tespitinde ve dağıtımında TTK'da öngörülen kurallardan sapılmaktadır. TTK m. 512/1'in uygulama alanı ise, sadece kâr dağıtımının teknik sebeplerden kaynaklı hatalı yapılmış olmasıyla sınırlıdır ve bu sebeple örtülü dağıtımları içermez. Şeklen hukuka uygun bir kâr dağıtım kararının maddi olarak temelsiz olduğu durumlarda TTK m. 512/1 dikkate alınır. Bu tür hâllerde dağıtım kurallarının dolanılmasından ziyade, dağıtımın temel oluşturan unsurlarda (bilançoda) hukuka aykırılık söz konusudur.

Kanun koyucu sermayenin korunması ilkesine aykırı yönetim kurulu ve genel kurul kararları bakımından özel hüküm sevk etmiştir. Pay sahibine yapılan örtülü dağıtım bir yönetim kurulu kararından doğmuşsa TTK m. 391/1-b; genel kurul kararından doğmuş ise TTK m. 447/1-c gereği karar batıldır. Şu durumda, kâr dağıtım kuralları haricinde, arm's length ölçütüne uygun olmayan koşullarda şirketten pay sahiplerine değer aktarımını konu edinen ve bu sebeple sermayenin korunması ilkesini ihlal eden yönetim kurulu ve genel kurul kararları örtülü dağıtım teşkil ettikleri için kesin hükümsüzdürler. Örneğin, TTK m. 408/2-f uyarınca, önemli miktarda varlığın bu varlıkların değeriyle orantısız bir ivaz karşılığında bir pay sahibine toptan satışına ilişkin genel kurul kararının batıl olduğundan bahsedilebilir. Bu düzenlemeleri şirket adına hareket eden temsilcileri kapsayacak şekilde geniş yorumlamak gerekir. Gerçekten Türk hukukunda, sermayenin korunması hükümlerinde kullanılan sözcüklerin, sözcük anlamlarını aşacak şekilde geniş yorumlanmasına bir engel bulunmamaktadır. TTK'da sermayenin korunması anlayışı, ilkesel olarak ele alınmıştır. TTK m. 391/1-b'de açıkça "sermayenin korunması ilkesi" kavramı kullanılmıştır. Ancak, kanunun gerekçesinde isabetsiz biçimde, batıl yönetim kurulu kararları bakımından korunmak istenenin sadece esas sermaye olduğu ifade edilmiştir. O hâlde, yönetim kurulu üyelerinin pay sahipleriyle yapacakları işlemlerle şirketin esas sermaye miktarı üzerindeki tüm net malvarlığı unsurlarını dağıtım kurallarına riayet etmeksizin pay sahiplerine aktarabilmesi mümkün hâle gelir ki; eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine aykırı sonuçlar doğurabilecek bu çıkarım, aynı zamanda sermayenin korunması ilkesinin amacına aykırıdır. Sermayenin korunması kurallarının tesis edilmesindeki amaç; dağıtım kurallarına aykırı şekilde, şirket malvarlığı unsurlarının pay sahiplerine dağıtımını engellemektir. Böylece, pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğun bedeli olarak şirkete ödedikleri katılma payı ve bu katılma payının

getirisi, öngörülen hukuk kurallarının dışında pay sahiplerine aktarılamamaktadır. Ayrıca, TTK'da düzenlenen sermayenin korunması hükümlerinin amaçları göz önünde bulundurulduğunda bu düzenlemelerin kapsama alanına, sadece pay sahipleriyle şirket arasında yapılan işlemler değil; ilişkili taraflar arasındaki işlemler de girer.

Halka açık olmayan şirketlerde, şirketle pay sahibi veya ilişkili taraf arasında yapılan bir işlemde şirketin elde ettiği değerın yeterliliğinin tespitinde TTK'da herhangi bir ölçüt belirlenmemiştir. TTK'daki sermayenin korunmasına ilişkin hükümlerin hedeflediği amacın tesis edilebilmesi için arm's length ölçütünün dikkate alınması yerinde olacaktır.

Ayrıca, örtülü dağıtım KVK m. 13'te "örtülü kazanç dağıtımı" olarak tanımlanmış ve düzenlenmiştir. Kurumlar, ilişkili kişilerle⁷⁰⁵ emsallere uygunluk ilkesine aykırı olarak tespit ettikleri bedel veya fiyat üzerinden mal veya hizmet alım ya da satımında bulunursa, kazanç tamamen veya kısmen transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü olarak dağıtılmış sayılır (KVK m. 13/1-c. 1). Alım, satım, imalat ve inşaat işlemleri, kiralama ve kiraya verme işlemleri, ödünç para alınması ve verilmesi, ikramiye, ücret ve benzeri ödemeleri gerektiren işlemler her hal ve şartta mal veya hizmet alım ya da satımı olarak değerlendirilir (KVK m. 13/1-c. 2).

2.3.5.6. AB

Alman doktrininde örtülü dağıtımların İkinci Yönerge'de düzenlenen esas sermaye sisteminin kapsamı içerisinde olup olmadığı tartışmalıdır⁷⁰⁶. Zira esas sermayenin ve şirketin diğer malvarlığı unsurlarının örtülü yollardan pay sahiplerine devri meselesi İkinci Yönerge'de (ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde) açık biçimde düzenlenmemiştir⁷⁰⁷.

Hatırı sayılır bir yazar grubu, İkinci Yönerge'yi örtülü dağıtımları kapsayacak şekilde genişletmeyi reddetmektedir⁷⁰⁸. Bu düşüncede olanların gerekçeleri şunlardır⁷⁰⁹: 1- İkinci Yönerge m. 15/1-d'de dağıtım türleri olarak sadece kâr payı ve faizden söz edildiği için anılan

⁷⁰⁵ KVK m. 13/2 uyarınca, "ilişkili kişi; kurumların kendi ortakları, kurumların veya ortaklarının ilgili bulunduğu gerçek kişi veya kurum ile idaresi, denetimi veya sermayesi bakımından doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunduğu ya da nüfuzu altında bulundurduğu gerçek kişi veya kurumları ifade eder. Ortakların eşleri, ortakların veya eşlerinin üstsoy ve altsoy ile üçüncü derece dahil yansoy hısımları ve kayın hısımları da ilişkili kişi sayılır. Kazancın elde edildiği ülke vergi sisteminin, Türk vergi sisteminin yarattığı vergilendirme kapasitesi ile aynı düzeyde bir vergilendirme imkânı sağlayıp sağlamadığı ve bilgi değişimi hususunun göz önünde bulundurulması suretiyle Cumhurbaşkanınca ilan edilen ülkelerde veya bölgelerde bulunan kişilerle yapılmış tüm işlemler, ilişkili kişilerle yapılmış sayılır. (Ek cümleler: 15/7/2016-6728/59 md.) İlişkinin doğrudan veya dolaylı olarak ortaklık kanalıyla olduğu durumların örtülü kazanç dağıtımı kapsamında sayılması için en az %10 oranında ortaklık, oy veya kâr payı hakkının olması şartı aranır. Ortaklık ilişkisi olmadan doğrudan veya dolaylı olarak en az %10 oranında oy veya kâr payı hakkının olduğu durumlarda da taraflar ilişkili kişi sayılır. İlişkili kişiler açısından bu oranlar topluca dikkate alınır".

⁷⁰⁶ **Fleischer**, Disguised Distribution, s. 98.

⁷⁰⁷ **Mülberr/Birke**, s. 705.

⁷⁰⁸ İlgili yazarlar için bkz. **Fleischer**, Disguised Distribution, s. 98 d. 19.

⁷⁰⁹ Bu görüşleri derleyen FLEISCHER'dır (bkz. **Fleischer**, Disguised Distribution, s. 98, 99 ve yazarın dn. 19-23'te belirttiği çalışmalar).

gelecek biçimde kullanıldığı belirtilmiştir. İkinci Yönerge'deki düzenlemeyi koruyan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde kullanılan "özellikle" anlamına gelen "in particular" ifadesi gereği, "dağıtım", yönergede sayılan dağıtım tipleri dışındaki dağıtım tiplerini de kapsayacak şekilde pay sahiplerine yapılan her tip değer aktarımı olarak yorumlamak gerekir. İkinci Yönerge'nin önsözünde kullanılan "...alacaklıların teminatı teşkil eden sermayeyi korumak için..." (*...for maintaining the capital, which constitutes the creditors' security...*)⁷¹⁷ ifadesiyle yönergenin amaçladığı alacaklıları koruma mekanizmasını elde edebilmek için yönerge düzenlemelerinin geniş yorumlanması gerekir. Örtülü dağıtımın hukuka uygun kabul edilmesi hâlinde, alacaklılar bakımından özellikle risk barındıran uygulamaların önü açılır ki; bu durum yönergenin amacıyla bağdaşmaz. Nitekim yönergenin model aldığı Alman hukukunda, yönerge öncesinde de, mahkemeler, örtülü dağıtımlar denilen karmaşık kurallara dayalı bir sistemin temelini atmıştı⁷¹⁸.

Sonuç olarak, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56'da düzenlenen dağıtım sistemini dolanmak suretiyle pay sahiplerine veya ilişkili bir tarafa değer aktarımını konu edinen işlemlerin yönergenin emredici hükümlerine aykırı olduğundan hareketle, kesin hükümsüz olduklarını kabul etmek gerekir. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 57'de düzenlenen yaptırım ise, sadece dönem sonu hesaplarının gerçeğe uygun düzenlenmemesi sebebiyle kârın hatalı tespit edilmesi ve dağıtılması ihtimaline karşı uygun bir çözüm sunar. Şirket değerinin pay sahibine veya ilişkili tarafa devrini konu alan bir hukuki işlemde, şirketin devrettiği değer karşılığında uygun bir bedel elde edememesi durumunda, sorun kârın hatalı tespit edilmesi ve dağıtılmasıyla ilgili değil; dağıtım kurallarının dolanılması suretiyle şirketten değer elde edilmesiyle ilgilidir.

2.3.5.7. Örtülü Dağıtımın Tespiti

İşlemin karşı tarafının sırf pay sahibi olduğu gerçeğinin sermayenin korunması kurallarının uygulanması için yeterli olup olmadığı ya da bir örtülü dağıtımın, karşı tarafın pay sahibi statüsüyle sözleşmenin kurulması arasında belirli bir bağ bulunmasını gerektirip gerektirmediği hâlâ tartışma konusudur⁷¹⁹. Tartışma, şirket için elverişsiz olmasına rağmen, karşı taraf şirketin bir üyesi olduğu için yapılmamış olan işlemlere ilişkindir⁷²⁰. Örneğin, işlemin karşı tarafının şirketteki menfaati açıkça önemsiz olabilir veya şirket adına hareket eden vekil, bir pay sahibiyle iş yaptıkları gerçeğinin farkında bile olmayabilir⁷²¹.

⁷¹⁷ Aynı ifade 2017/1132 sayılı AB Yönergesi giriş bölümü (40)'da da kullanılmıştır.

⁷¹⁸ Mülbert/Birke, s. 705, 706.

⁷¹⁹ Cahn, s. 12.

⁷²⁰ Cahn, s. 12.

⁷²¹ Cahn, s. 12.

Bu konuda Alman doktrinde ve mahkeme kararlarında, farklı yaklaşımlara rastlanır⁷²². Katı ve geleneksel yaklaşıma göre⁷²³, alacaklıları korumak, işlemin taraflarının özeni, dikkatsizliği veya güdülerini gibi unsurlara bağlı değildir⁷²⁴. Bu yaklaşım, şirketle pay sahibi arasında yapılan işlem sebebiyle şirketin malvarlığına yapılacak olan katkı tespit edilirken, pay sahiplerinin veya şirketin tahminlerinden ziyade “objektif esasların” (= tarafsız değerlendirmenin) ölçüt alınmasını gerektirir. Başka bir ifadeyle, pay sahibiyle şirket arasında yapılan işleme sermayenin korunması kurallarının uygulanması, yalnızca şirket tarafından alınan bedel için yapılacak tarafsız değerlendirmeye (*impartial assessment*) bağlıdır⁷²⁵. Böylece, şirketin, işlemin tam bedelini elde etmesi amaçlanır. Daha esnek olan diğer yaklaşıma göre ise⁷²⁶, sermayenin korunması kurallarının, şirketin pay sahibiyle ticaretinden kaynaklı normal risklerden ötürü şirketi koruma fonksiyonu bulunmaz⁷²⁷. Bu yaklaşıma göre, örtülü dağıtım kuralı, sadece, pay sahibinin şirketin bir üyesi olduğu olgusuna dayanarak, şirket ve şirketin alacaklıları pahasına aşırı yarar elde etmesini engeller⁷²⁸. Sermayenin korunması kuralları, özellikle pay sahiplerinin yönetimde sahip olabilecekleri nüfuzun ve şirketin meselelerine ilişkin üst düzeydeki bilgilerinin şirketin alacaklıları aleyhine kötüye kullanılmasını önlemeye çalışır⁷²⁹. Bu nedenle, yalnızca, alıcının bir pay sahibi olduğu olgusuna dayandırılabilen değer aktarımları, sermayenin korunması kurallarını ihlal etmektedir; buna karşın, iş adamı kararındaki (*business judgment*) gerçek hatalar, bir değer aktarımını örtülü dağıtım olarak nitelendirmek için yeterli değildir⁷³⁰. Hâkim görüşüne göre, sermayenin korunması kuralları objektif olarak ele alınmalıdır ve bu nedenle, benzer koşullar altında tedbirli ve özenli bir yöneticinin kuralları ihlal ettiği anlaşılıyorsa, işlemin pay sahibi için özel bir avantaj içerip içermediğine bakılmaksızın dağıtım geçersiz sayılacaktır⁷³¹.

İngiliz mahkemelerinde, şirketle pay sahibi veya ilişkili taraflar arasında yetersiz ivaz karşılığında yapılan işlemin hukuka aykırı olup olmadığının tespitinde iki ölçüt kullanılmaktadır. Objektif ve sübjektif yaklaşım olarak kavramsallaştırılmış olan iki ölçüt de İngiliz mahkemelerince dikkate alınmaktadır. Aşağıda bu iki ölçüt incelenecektir.

⁷²² Bkz. **Cahn**, s. 12 ve 13 yer alan dn. 43, 44 ve 45'teki çalışmalar ve kararlar.

⁷²³ Bu yaklaşım İngiliz hukukundaki objektif yaklaşıma benzerdir.

⁷²⁴ **Cahn**, s. 12.

⁷²⁵ **Cahn**, s. 12.

⁷²⁶ Bu yaklaşım İngiliz hukukundaki sübjektif yaklaşıma benzerdir.

⁷²⁷ **Cahn**, s. 12.

⁷²⁸ **Cahn**, s. 12, 13.

⁷²⁹ **Cahn**, s. 13.

⁷³⁰ **Cahn**, s. 13.

⁷³¹ **Cahn/Donald**, s. 224.

2.3.5.7.1. Sübjektif Yaklaşım

rtl dağıtım yasağının uygulanabilmesi için tarafların niyetini ve bilgisini dikkate alan sübjektif yaklaşıma göre, yapılan işlemlerle şirket yerine pay sahibine fayda sağlamak amaçlanmışsa veya asıl amaç değeri altında bir bedel karşılığında şirketin bir varlığını pay sahibine aktarmaksa, işlem örtülü dağıtım yasağı kapsamına girer⁷³². *Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd*⁷³³ davasında hâkim Lord Walker, mahkemenin asıl görevini, şüpheli işlemin asıl amacını ve özünü araştırmak olarak tanımlamıştır. Hâkim Lord Walker’a göre, bu görev, bazen şirketin faaliyetlerini yöneten insanların ruhsal durumlarını da içeren tüm ilgili gerçeklerin araştırlmasını gerektirir⁷³⁴.

*Re Halt Garage*⁷³⁵ davasında hâkim Oliver’ın belirttiğı üzere, şirketin yetkisi (power)⁷³⁶ “pelerin” (cloak) olarak kullanmak suretiyle şirket sermayesinden⁷³⁷ pay sahiplerine ödeme adı altında karşılıksız kazandırma yapılamaz⁷³⁸. “Pelerin” sözcüğü her iki tarafın da işlemlerinin hukuka aykırı olduğunu bildiğı ve işlemin hukukun açığını yakalamak için tasarlandığı anlamına gelir⁷³⁹. Anılan davada hâkim Oliver, hiç kimsenin yaptığı uygulamayı haklı çıkarmak için şirketin kuruluş amacıyla sermayenin hukuka aykırı yollarla pay sahiplerine iadesi arasında bağlantı kurma arayışında olamayacağını belirtmiştir⁷⁴⁰. Hâkim Oliver, hukukun arkasından dolaşmak suretiyle pay sahiplerine ödeme yapılmışsa ve taraflar hukuka aykırılığı biliyorlarsa, yapılan ödemeyi Türkçe’ye “giydirilmiş hediye” olarak çevirebileceğimiz “dressed-up gift” olarak kavramsallaştırmıştır⁷⁴¹.

*Re Lee Behrens & Co Ltd*⁷⁴² ve *Re W&M Roith*⁷⁴³, davalarında şirket yöneticilerinin düşüncelerine odaklanılmasına karşın; şirketle işlem yapan tarafın düşünceleri bağımsız bir ölçüt olarak belirlenmemiştir⁷⁴⁴. *Re Lee Behrens & Co Ltd* davasında hâkim Eve, şirketle sözleşme yapan kişinin sübjektif unsurları karşılamasını gereklilik olarak ngrmemiştir⁷⁴⁵. *Re W&M Roith* davasına konu olaya göre, şirketin üçte ikisinden fazla payını elinde bulunduran ve sağık durumu iyi olmayan şirket yöneticisi ölümünden birkaç ay önce dul eşinin emekli maaşı alabilmesi için şirketle sözleşme yapmıştır. Hâkim Plowman, *Re Lee*

⁷³² Micheler, s. 167.

⁷³³ *Progress Property Company Limited (Appellant) v Moorgarth Group Limited (Respondent)* [2010] UKSC 55.

⁷³⁴ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 27.

⁷³⁵ *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All ER 1016, 1039.

⁷³⁶ Yetki kavramıyla kastedilen, işletme konusu içerisinde kalan (intra vires) işlemlerdir.

⁷³⁷ Hâkim Oliver’ın sermaye ile kastettiğı şirketin tüm malvarlığıdır.

⁷³⁸ *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All ER 1016, 1039 (Micheler, s. 168).

⁷³⁹ *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All ER 1016, 1039 (Micheler, s. 168).

⁷⁴⁰ *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All ER 1016, 1039 (Micheler, s. 158).

⁷⁴¹ *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All ER 1016, 1039 (Micheler, s. 168).

⁷⁴² *Re Lee, Behrens & Co Ltd* [1932] 2 Ch 46.

⁷⁴³ *Re W&M Roith Ltd* [1967] 1 All E.R. 427.

⁷⁴⁴ *Re Lee, Behrens & Co Ltd* [1932] 2 Ch 46 ve *Re W&M Roith Ltd* [1967] 1 All E.R. 427 (Micheler, s. 167).

⁷⁴⁵ *Re Lee, Behrens & Co Ltd* [1932] 2 Ch 46 (Micheler, s. 168).

Behrens & Co Ltd davasında hâkim Eve tarafından geliştirilen üç aşamalı testi uygulamıştır⁷⁴⁶. Hâkim, emekli maaşı ödemesine ilişkin planın amacının şirkete değil, tamamen Mrs Roith'in menfaatine hizmet ettiğini tespit ederek işlemi ultra vires olarak kabul etmiştir. Hâkim Plowman, bu tespiti yaparken, yöneticilerin neler elde etmeye çalıştıklarını araştırarak, onların içerisinde bulundukları ruh halini incelemiştir⁷⁴⁷.

2.3.5.7.2. Objektif Yaklaşım

İşlemin sonuçlarına odaklanan objektif yaklaşıma göre ise, işlemin sonucu olarak yeterli ivaz karşılığında olmaksızın şirketten pay sahiplerine değer aktarılmışsa örtülü dağıtım gerçekleşir⁷⁴⁸. Şirketin değeri yetersiz ivaz karşılığında pay sahibine devredildiği takdirde, şirketin veya pay sahibinin niyeti önemli değildir. Zira şirketin malvarlığı unsurları, pay sahibiyle yapılan işleme dayalı azalmaktadır. Şirketler, pay sahiplerine ivazsız kazandırmada bulunamayacağı gibi, yeterli ivaz elde etmeden varlıklarını bu kişilere devredemezler. Değerinin altında bir bedel karşılığında pay sahipleriyle yapılmış tüm işlemler hukuka aykırıdır. *Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd* davasında subjektif yaklaşımı esas alan hâkim Lord Walker da, aynı kararda, bazen insanların düşünce durumlarının önemli olmadığına dikkat çekmiştir⁷⁴⁹. Hâkim Lord Walker, bu duruma örnek olarak, teknik bir hatayla iyiniyetli yöneticiler tarafından kâr payı olarak ödenen, ancak gerçekte sermayeden gerçekleşen bir dağıtımın hukuka aykırı olmasını göstermiştir⁷⁵⁰.

*Ridge Securities Ltd v I.R.C.*⁷⁵¹ davasında hâkim Pennycuick, faiz adı altında ana şirkete yapılan büyük miktardaki ödemeyi, gerçekte ana şirket lehine yapılan bedelsiz bir dağıtım olarak ele almış ve şirket malvarlığı unsurlarının keyfiyete dayalı dağıtımlar yoluyla şirketten çıkarılamayacağına hükmetmiştir. Böylece, dağıtım kurallarını ihlal etmek suretiyle ana şirkete yapılan ödeme, hukuka aykırı dağıtım olarak kabul edilmiştir. Hâkim Pennycuick kararında, işlemin taraflarının bilgisini veya niyetini dikkate almamıştır⁷⁵².

*Australasian Oil Exploration v. Lachberg*⁷⁵³ davasına konu olaya göre, satıcı şirketin pay sahiplerinin sahip olduğu bir başka şirkete satılan varlıklarının değeri, satın alma fiyatının oldukça üzerindedir. Avustralya Yüksek Mahkemesi bu yolla satıcı şirketten pay sahiplerine yapılan varlık transferini, hukuka aykırı bir kâr dağıtımı olarak ele almış ve işlem ultra vires

⁷⁴⁶ Test için bkz. "Ultra Vires".

⁷⁴⁷ *Re W&M Roith Ltd* [1967] 1 All E.R. 427 (**Micheler**, s. 168).

⁷⁴⁸ **Micheler**, s. 170.

⁷⁴⁹ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 28.

⁷⁵⁰ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 28.

⁷⁵¹ *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 All E.R. 275, 287.

⁷⁵² *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 All E.R. 275, 287 (**Micheler**, s. 172).

⁷⁵³ *Australasian Oil Exploration Ltd v Lachberg* [1958] HCA 51; 101 CLR 119; 32 ALJR 301; (1959) ALR 65.

teşkil ettiği için hükümsüz kabul etmiştir. Kararda, bilançodan ödenmiş sermayenin üzerinde birikimin olduğu anlaşılmadıkça, şirketin kâr payı dağıtımı için kullanılabilir kârının bulunmadığı belirtilmiştir. Ayrıca, mahkeme kararında işlemin etkisine odaklanmıştır; tarafların bilgisini veya niyetlerini dikkate almamıştır⁷⁵⁴.

2.3.5.7.3. Arm's Length Ölçütü

Günümüzde, karşılaştırmalı hukukta ve Türk hukukunda⁷⁵⁵ benimsenen ölçüt olarak arm's length esasına dayanan bir işlemde, işlemin tarafları olan alıcı ve satıcı bağımsız şekilde hareket eder. Taraflar arasında var olan ilişki işlemin yapılmasında ve koşullarında etkili olmaz. Hukuki işlemin her iki tarafı da karşı tarafın herhangi bir baskısına veya zorlamasına maruz kalmaksızın, kendi menfaatleri doğrultusunda hareket eder. İşlemin arm's length esasına dayanması, genellikle alıcı ile satıcı arasında herhangi bir muvazaa olmadığı yönünde üçüncü kişilere güvence sağlar⁷⁵⁶. İşlemin tarafları aralarındaki yakınlığın doğurduğu etkilerden kaçınmak için aralarına bir kol mesafesi koyarlar ve işlemi bağımsız iki kişi arasında olması gereken koşullarda gerçekleştirirler.

Arm's length ölçütü, genel olarak, kontrol edilen bir işlemdeki koşullar ile bağımsız işletmeler arasındaki işlemlerdeki koşulların karşılaştırılması esasına dayanır⁷⁵⁷. Bu sebeple, arm's length ölçütü, pay sahibiyle şirket veya ilişkili taraflar arasındaki işlemle bağımsız kişiler arasındaki işlem arasında karşılaştırılabilirlik özelliğinin bulunmasını gerektirir⁷⁵⁸.

Arm's length temeline dayanan bir işlemde, pay sahibi veya ilişkili taraf konumundaki kişiyle şirket arasında bağlantı olmasaydı hangi şartlarda işlem yapılacak idiyse, o şartlarda işlem yapılır. Dolayısıyla, arm's length ölçütü gereği, bir pay sahibi (veya ilişkili taraf) şirketle yaptığı bir işlemde normal koşullarda pay sahibi (veya ilişkili taraf) olmayan kişilerin

⁷⁵⁴ Objektif yaklaşımın esas alındığı davalar olarak ayrıca bkz. *Re George Newman & Company* [1895] 1 Ch. 674 (CA), *Barclays Bank plc v British & Commonwealth Holdings* [1996] B.C.L.C. 1., *Macpherson and Another v European Strategic Bureau Ltd* [2000] 2 B.C.L.C. 683 (CA), *Clydebank Football Club Ltd v Steedman* [2002] S.L.T. 109, *Re Walters' Deed of Guarantee* [1933] 1 Ch 321 (**Micheler**, s. 170-173).

⁷⁵⁵ Türk hukukunda arm's length ölçütü SerPK m. 21'de açıkça düzenlenmiştir. Halka açık olmayan şirketler açısından TTK'da bu yönde açık bir düzenleme bulunmamasına rağmen, meseleye ilişkin uyumsuzluklarda arm's length ölçütü kullanılmalıdır.

⁷⁵⁶ Örtülü dağıtım teşkil eden işlemlerin muvazaalı olduğu yönünde görüşler için bkz. **Günay**, s. 209 vd.; Kaya, Arslan, "Halka Açık Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağı (SerPK m. 21)", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. LXXI, S. 2, 2013, ss. 193-204, s. 202 vd.. Örtülü dağıtımın muvazaalı işlem olarak ele alınması, örtülü dağıtımın tespitinde üçüncü kişileri aldatma kastının aranmasını gerektireceği için subjektif yaklaşımı çağırır. Bu yaklaşımın kabulü hâlinde örtülü dağıtım iddialarının bulunduğu işlemlerde tarafların niyetinin belirlenmesi gerekeceği ve bu da çoğu zaman güç olacağı için "örtülü dağıtım teşkil eden tüm işlemler muvazaalıdır" yargısında bulunmayı isabetsiz buluyorum. Ancak, bu tür işlemlerin genellikle muvazaalı şekilde gerçekleşeceği de açıktır.

⁷⁵⁷ OECD, **OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations 2010**, s. 41 paragraf 1.33.

⁷⁵⁸ **Manavgat**, s. 410; **Günay**, s. 55.

elde edebileceğinden daha fazla getiri sağlayamaz⁷⁵⁹. Bu ölçüt uyarınca, genellikle şirketin elde ettiği değerle devrettiği değer arasında ekonomik bir fark bulunmamalıdır. Bununla birlikte, şirket pay sahibine veya ilişkili tarafa bir malvarlığı unsurunu daha düşük bedelle vermek suretiyle “fiyat” bakımından yarar sağlamanın dışında, sözleşme koşulları kapsamında başkaca menfaatler de sağlamış olabilir. Örneğin, şirketle yapılan işlem karşılığında ifa edilecek bedel, şirketten çıkarılan değerın tam bedelini yansıtmısına rağmen, bağımsız kişiler arasında yapılabilecek benzer işlemlerde gerçekleştirilmesi mümkün olmayan koşullarda vadelendirilmiş ya da sözleşme metni içerisine pay sahibinin temerrüdü durumunda faiz uygulanmayacağı yönünde kayıt konulmuş olabilir. Böylece, alıcı, asli edim yükümlülüğünü oluşturan işlem bedeli haricinde sözleşmedeki diğer kayıtlara dayalı olarak şirketten değer elde edebilecekken; bu değere uygun biçimde şirket aktiflerinde artış olmayacaktır. Normal koşullarda bağımsız kişiler arasında yapılması ticaretin olağan akışına uygun olmayan bu tür sözleşmelerle pay sahipleri, başkalarıyla yapabilecekleri işlemlerde elde edemeyecekleri yarar sağladıkları için bunlar da arm’s length olmayan işlemlerdir. Bu tür işlemlerin hukuka uygun kabul edilmesi, pay sahiplerinin dağıtım kuralları dışında şirketten değer elde etmelerinin önünü açmak anlamına gelir ki, bu durum sermayenin korunması ilkesiyle bağdaşmaz. Ayırksı hükümler saklı kalmak kaydıyla, pay sahibinin dağıtım kuralları dışında şirketten değer elde edebilmesi için değerın tam bedelini ödemesi gerekir. Sermayenin korunması ilkesi tam bedelin tespitinde ve sözleşmenin diğer koşullarında arm’s length ölçütünü gerektirir. Zira ilkenin hedefi, dağıtım kuralları haricinde, pay sahiplerine veya ilişkili taraflara dağıtılması ihtimaline karşı, şirketin sadece belirli malvarlığı unsurlarının korunmasından öte tüm değerlerinin korunmasıdır. Şirketin özkaynaklarını azaltmasa bile, özkaynakların arm’s length ölçütüne uygun olarak artışını engelleyen işlemler de sermayenin korunması ilkesine aykırıdır. Nitekim sermayenin korunması ilkesi şirketin pay sahiplerine yapabileceği değer aktarımını kurallara bağlar ve bu aktarımı sınırlandırır. Kanundaki ayırksı hükümler (örneğin, TTK m. 358, m. 395/2) saklı kalmak kaydıyla, pay sahiplerinin şirketten değer elde edebilmesinin yolu arm’s length ölçütünün karşılanmasıdan geçer. Bu, aynı zamanda eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin uygulanmasını da güvenceye alır. Sonuç olarak, sermayenin korunması ilkesi sadece şirketin malvarlığı değerlerinin pay sahiplerine aktarılabilmesinin şartlarını ve içeriğini kurallara bağlayan bir hukuki zemin olarak görülmemelidir. Bu ilkenin diğer işlevi, kural olarak pay sahiplerinin şirketten elde edebilecekleri menfaatlerin sınırını çizmektir. Örneğin, şirketin bir pay sahibi lehine kefil olması, arm’s length temelden yoksunsa bu işlem sermayenin korunması ilkesine aykırıdır.

⁷⁵⁹ Micheler, s. 181.

Ancak, üçüncü kişinin bu işlemin ultra vires teşkil ettiğini bilmemesi ve bilecek durumda olmaması hâlinde işleme olan güven korunur (TTK m. 371/2). Türk hukukunda, sermayenin korunması ilkesinin bu işlevini kavramak zor olmayacaktır. Gerçekten kanun koyucu pay sahipleri lehine şirketin malvarlığı değerleri üzerinde bir sınırlı ayni hak tanınmasını sermayenin korunması ilkesine aykırı bulmamış olsaydı, bu tür malvarlığı değerlerinin şirkete sermaye olarak taahhüdünü yasaklayan TTK m. 342/1-c. 1'i tesis etmezdi. Şirketin arm's length ölçütüne uygun karşılık elde etmediği, pay sahipleri lehine yapılan işlemlerde bir çatı kavram olarak şirketin menfaati değil, sadece lehine işlem tesis edilen pay sahibinin menfaati gözetilmektedir.

Şirket pay sahibiyle (ya da ilişkili tarafla) düşük bedel karşılığında bir işlem yaptığında, arm's length işlemle elde edebileceği getiriden vazgeçmiş olur⁷⁶⁰. Esas alınacak ölçüt, normal koşullarda şirketin üçüncü kişiyle piyasa değerinin (*market value*) altında bir işlem yapmayacağı varsayımdır⁷⁶¹. Bunun sonucu olarak, işlemin konusu olan unsurun, piyasa değerinin tespit edilmesi gerekir. Şayet şirket, elinden çıkardığı değer karşılığında piyasa değerinin altında bir bedel elde etmişse işlem arm's length testini geçemez. Ancak, bazı koşullar işlemin piyasa değerinin altında yapılmış olmasını haklı çıkarabilir⁷⁶². Örneğin, *Clydebank Football Club Ltd. v. Steedman*⁷⁶³ davasına konu olayda, zor günler geçiren bir şirket, farklı pay sahipleriyle de olsa futbol faaliyetlerini sürdürebilmek için sıkı zaman sınırları içerisinde tamamlanması gereken bir işlem yapmak zorunda kalmıştır. Şirketin bu işlem sebebiyle devrettiği taşınmazlarının karşılığında değerinin altında bir bedel elde ettiği ve işlemin karşı tarafıyla şirket arasında ilişki bulunduğu gerekçesine dayanarak satıcı şirket bu işlemin hukuka aykırı bir dağıtım oluşturduğu iddiasıyla dava açmıştır⁷⁶⁴. Hâkim Lord

⁷⁶⁰ Micheler, s. 181.

⁷⁶¹ Micheler, s. 181.

⁷⁶² Micheler, s. 181.

⁷⁶³ *Clydebank Football Club Ltd v Steedman* [2002] S.L.T. 109.

⁷⁶⁴ Davaya konu olaya göre: Clydebank Football Club Limited finansal olarak zor günler geçirmektedir. Şirketin Inland Revenue lehine düzenlediği çek, hesabındaki kaynakların yetersizliği sebebiyle banka tarafından ödenmeyerek geri çevrilmiştir. Charles Steedman ve John Steedman Clydebank Football Club Limited'de pay sahibi yöneticilerdir. Clydebank Football Club Limited, D.B.I. (Glasgow) Limited'in bağlı ortaklığıdır. D.B.I. (Glasgow) Limited'in payları Steedman ailesinin fertlerinin elindedir. Clydebank Football Club Limited olağanüstü genel kurul toplantısı yapar ve toplantıda -Steedman ailesinin kararıyla- çoğunluk payı elinde bulunduran D.B.I. (Glasgow) Limited oylama sonucuna tesir etmemesi gerektiği düşüncesiyle çekimser kalır. Teklif genel kurulda kabul edilir. Karara göre, Clydebank Football Club Limited'in çoğunluk payları Dr John Hall'a satılacaktır. Hızlı bir şekilde alınan diğer karara göre, Clydebank Football Club Limited'de pay sahibi olan kişilere paylarıyla orantılı olarak yeni kurulacak Kilbowie Retail Park Limited şirketinin payları tahsis edilecektir. Aynı zamanda, iki taşınmazın devrine yönelik adımlar da atılmıştır. İzlenen yönetime göre, şirketin taşınmazlarının (Kilbowie Park ve Braidfield) ve ilgili borçlarının (Kilbowie Park'taki stadyumla teminat altına alınmış Vico Securities Limited'e olan 600.000 İngiliz Sterlini borcun) yeni kurulan şirkete (Kilbowie Retail Park Limited'e) aktarılması; buna karşın, futbol kulübünün faaliyetlerine devam edebilmesi için Dr John Hall'a devredilmesi hedeflenmiştir. Pay sahiplerinden Charles Steedman ve John Steedman Kilbowie Retail Park Limited'e yönetici olarak atanmışlardır. D.B.I. (Glasgow) Limited, Kilbowie Retail Park Limited'in çoğunluk pay sahibidir. Sürecin gereği olarak, Clydebank Football Club Ltd sahibi olduğu Kilbowie Park ve Braidfield'ı

Hamilton, şirketin aldığı bedelle sattığı varlık arasındaki salt aritmetik farkın tek başına bu işlemi bir “dağıtım” anlamına getirmeyeceğini, aradaki farkın olası mazur görülebilir bedelin açıkça ötesinde olmadığını, yapılan işlemin “değerinin bariz altında” (*at a gross undervalue*) olarak nitelendirilemeyeceğini, şirketin işlem karşılığında elde ettiği bedelin yeterliliğinin değerlendirilmesinde takdir payına uygun bir şekilde izin verilebileceğini belirtmiştir. Hâkim Lord Hamilton’un dikkat aldığı husus, yapılan ticaretin değerinin altında olmasını haklı gösterir nitelikte sebeplerin bulunmasıdır.

Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd davasında hâkim Lord Walker’ın ifade ettiği gibi⁷⁶⁵, işlemin gerçek arm’s length işlem olduğu kanaatine ulaşırsa, daha sonradan kötü bir anlaşma olduğu ortaya çıksa bile işlem ayakta tutulur. Arm’s length satış görünümü altında şirketin bir değerini çıkarma hususunda uygun olmayan bir girişim söz konusuysa, işlem hukuka aykırı kabul edilir⁷⁶⁶. Her iki kanı da, diğer tüm araştırmalardan izole edilmiş şekilde basit geriye dönük bir değer biçme incelemesine değil, tüm ilgili unsurların gerçekçi bir biçimde değerlendirilmesine bağlı olacaktır⁷⁶⁷. Fiili gerçeklere göre, işlem gerçek (= muvazaasız) bir satışsa ve örtülü dağıtım söz konusu değilse, satışın değerinin altında yapıldığı varsayımında bile işlem geçerli kabul edilmelidir⁷⁶⁸.

Türk hukukunda arm’s length ölçütü “emsallere uygunluk ilkesi” ya da sadece “emsal” kavramlarıyla anılır. 2499 Sayılı SerPK m. 15/6’da öngörülen “emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel” ölçütü SerPK m. 21’e aynen alınmamıştır. “Bariz şekilde farklı” olma ölçütünün yeni kanunda benimsenmemiş olması, “emsallere uygunluk” ölçütünün katı bir şekilde uygulanmasına yol açmamalıdır. Nitekim yukarıda açıklandığı üzere, şirketin pay sahibiyle veya ilişkili tarafla yaptığı ticaretin karşılığında değerinin altında bir bedel elde etmiş olmasının haklı sebepleri bulunabilir. Bu husus Türk hukukunda da dikkate alınmalıdır. TEOMAN’ın da ifade ettiği gibi, şirketin elde edebileceği değerle elde etmiş olduğu değer arasındaki farkın ticari, iktisadi veya mali gerekçelerinin açıklanmasını istemek ve gerekçelerin tatmin edici olmaması durumunda örtülü dağıtım yasağının (SerPK m. 21’deki karşılığıyla “örtülü kazanç aktarımı yasağı”) ihlalden bahis açmak gerekir⁷⁶⁹. MANAVGAT, grup dışından mal veya hizmet sağlayan holdingin, grup ortaklıklarına mal ve hizmet sunarken kazanç elde etmesinin mutlaka örtülü dağıtım anlamına gelmeyeceğini

Kilbowie Retail Park Limited’e devreder ve bu olgu örtülü dağıtım iddialarını gündeme getirir. Zira alınan kararlar bazı pay sahipleri tarafından olumlu karşılanmamıştır.

⁷⁶⁵ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 29.

⁷⁶⁶ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 29.

⁷⁶⁷ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 29.

⁷⁶⁸ **Ferran/Ho**, s. 163.

⁷⁶⁹ Teoman, Ömer, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Dağıtımı Yasağı –SerPK 15/IV’nın Uygulanma Koşulları–”, **Tüm Makalelerim Cilt III: 2002-2010**, 1. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2010, ss. 240-243, (**Teoman**, Örtülü Kazanç), s. 242.

belirterek, haklı sebeplere örnekler vermiştir: “*Hizmet ve mal sağlanmasını merkezileştirme işlevini üstlenen holdingin, grup dışından alım yaptığı üçüncü kişilere, belirli bir zaman dilimi içinde ve belirli bir fiyattan mal veya hizmet alımı konusunda güvence vermesi, daha düşük maliyetle alım yapabilmek için araştırma faaliyetleri yürütmesi, alınacak hizmet ve kullanılacak hammadde konusunda maliyeti düşürücü, kaliteyi yükseltici araştırmalar yapması, örneklerinde olduğu gibi, haklı sebeplerin varlığı hâlinde, grup ortaklıklarının, doğrudan mal almak veya hizmet sağlamak yerine holdingden alım yapması, ticari mantığı olan bir tercihtir*”⁷⁷⁰.

Son olarak, emsal kavramı (*arm's length*) iç ve dış emsal olmak üzere iki başlık altında inceleme konusu yapılmaktadır. Bu yaklaşım Türk hukuku bakımından, TTK ve SerPK'da düzenlenmiş değildir; ancak, 1 Seri No.lu Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımı Hakkında Genel Tebliğ'de⁷⁷¹ iç ve dış emsal ayrımı yapılmıştır. Anılan tebliğ m. 4 gereği, “*emsallere uygun fiyat veya bedele ulaşmak için öncelikle iç emsal kullanılacak, bu şekilde kullanılacak fiyat veya bedelin bulunmaması ya da güvenilir olmaması halinde dış emsal karşılaştırmada esas alınacaktır*”. İç emsal, şirketin ilişkisiz kişilerle yaptığı işlemlerde kullandığı fiyat ya da bedeli ifade eder⁷⁷². MANAVGAT, iç emsal incelemesi yapılırken, emsal alınan işlemin koşullarının da dikkate alınması gerektiğini belirtir⁷⁷³. Yazarın verdiği örneğe göre, belirli bir zamanda dilimi içerisinde belirli miktarda alım yapan bir kişiye uygulanan koşulları, işlemin konusu aynı olsa bile bir başka işlemin emsali olarak değerlendirmek yanlış sonuçlar doğurabilir⁷⁷⁴. Dış emsal ise, ilişkisiz kişilerin kendi aralarında yaptıkları karşılaştırılabilir nitelikteki işlemlerde kullandığı fiyat ya da bedeli ifade eder⁷⁷⁵. Her iki emsallere uygunluk incelemesinde de, bağımsız kişiler arasında gerçekleşen işlemle ilişkili taraflar (örneğin, kontrol sahibi pay sahibiyle şirket) arasında gerçekleşen işlemler karşılaştırılmaktadır. Ayrıca belirtmek gerekir ki, anılan tebliğde gerek iç emsalde gerekse dış emsalde sadece fiyatların karşılaştırılması dikkate alınmıştır; buna karşın, emsallere uygun (*arm's length*) bir işlemin tespitinde fiyatın yanı sıra diğer tüm sözleşme koşullarının da karşılaştırılması gerekecektir⁷⁷⁶.

⁷⁷⁰ **Manavgat**, s. 398.

⁷⁷¹ Resmi Gazete No: 26704 Resmi Gazete Tarihi: 18/11/2007.

⁷⁷² 2007/12888 Karar Sayılı Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımı Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı m. 3/1-ğ (RG. T.: 06.12.2007, Sayı : 26722).

⁷⁷³ **Manavgat**, s. 412.

⁷⁷⁴ **Manavgat**, s. 412.

⁷⁷⁵ 2007/12888 Karar Sayılı Transfer Fiyatlandırması Yoluyla Örtülü Kazanç Dağıtımı Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı m. 3/1-h (RG. T.: 06.12.2007, Sayı : 26722).

⁷⁷⁶ **Günay**, s. 56.

2.3.5.7.4. Değerlendirme

Örtülü dağıtımın tespitinde benimsenmesi gereken yaklaşıma ilişkin mahkeme kararlarında ve doktrinde ayıksı düşüncelere rastlanmaktadır. Henüz görüş birliği oluşmamıştır. Örneğin, *Clydebank Football Club Ltd. v. Steedman* davasında hâkim Lord Hamilton, işlemi nitelendirirken tarafların subjektif niyetini dikkate almamış; bunun yerine, şirketin elde ettiği bedeldeki değer düşüklüğünün ticari gerekçelerle haklı görülüp görülemeyeceğine odaklanmıştır. Buna karşın, *Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd* davasında hâkim Lord Walker acımasızca objektif yaklaşımı ölçüt almanın baskıcı (*oppressive*) ve kullanışsız (*unworkable*) olabileceği gerekçesiyle⁷⁷⁷ subjektif yaklaşımı dikkate almıştır. Kararın devamında hâkim Lord Walker, objektif yaklaşımı bu şekilde ele alınmasının, şirketin önemli ölçüde kötü ticaret yaptığı daha sonradan anlaşılan işlemlerde, bu işlemler dürüstlük kuralına uygun şekilde arm's length müzakereler neticesinde yapılmış olsa bile şüphe uyandırma eğilimine yol açabileceğini belirtmiştir⁷⁷⁸. Hâkim Lord Walker'a göre⁷⁷⁹, bir şirket kesin olarak değer biçilemeyen ancak potansiyel olarak çok değerli olan bir malvarlığı unsurunu düşük bir bedel karşılığında pay sahibine satarsa, işlemin yakından incelenmesi gerekebilecektir. Şirketin finansal durumu ve yöneticilerin gerçek niyeti ve güdüsü bu incelemeyle son derece ilgilidir⁷⁸⁰.

Kanaatimce, arm's length ölçütüyle objektif yaklaşım arasında isabetli bir bağ kuran MICHELER'in da ifade ettiği gibi, alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olması ilkesi örtülü dağıtımın tespitinde objektif yaklaşımın esas alınmasını gerektirir ve bu yaklaşım pay sahipleriyle şirket arasında yapılan işlemlerde arm's length ölçütünü öne çıkarır⁷⁸¹. Ancak, objektif yaklaşım gereği, bir işlemi salt piyasa değerinin altında olduğu gerekçesiyle peşinen hükümsüz kabul etmek her zaman adil bir çözüm sunmaz. Zira daha önce de belirtildiği üzere böyle bir işlemin haklı sebepleri bulunabilir⁷⁸². Arm's length ölçütünü kullanırken, şirketin içerisinde bulunduğu koşulları, ticari, mali ve iktisadi gerekçeleri hesaba katmak gerekir. Ayrıca, şirketin elde ettiği değer yeterliliğinin tespitinde, takdir payına izin verilmelidir⁷⁸³. Sonuç olarak, tarafların niyetini dikkate almak çoğu zaman güçlükler çıkaracağı ve MICHELER'in da ifade ettiği gibi alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olması ilkesinin örtülü dağıtımlarda tam olarak tesis edilebilmesi

⁷⁷⁷ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 24.

⁷⁷⁸ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 24.

⁷⁷⁹ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 29.

⁷⁸⁰ Hâkim Lord Walker, adı geçen dava paragraf 29.

⁷⁸¹ Micheler, s. 182, 185.

⁷⁸² *Clydebank Football Club Ltd. v. Steedman* davasında hâkim Lord Hamilton arm's length ölçütünü kullanmamış olsa da, objektif yaklaşımı uygularken tarafların haklı gerekçelerini göz önünde bulundurmıştır.

⁷⁸³ Hâkim Lord Hamilton, *Clydebank Football Club Ltd v Steedman* [2002] S.L.T. 109, paragraf 76.

için sübjektif yaklaşımdan ziyade objektif yaklaşımın dikkate alınması ve bu yaklaşımın ölçütü olarak arm's length prensibinin kabul edilmesi yerinde bir tercih olacaktır.

2.3.6. Sermayenin Kısmen veya Tamamen Kaybı Hâlinde Alınacak Tedbirler

Sermayenin kısmen veya tamamen kaybı hâlinde yönetim kurulunun genel kurul çağrısı yapmasına ilişkin bir takım önlemler düzenlenmiştir. Bu konu esas sermayenin işlevleri kapsamında “Alarm Sinyali İşlevi” başlığında incelendiği için tekrar edilmeyecektir.

2.4. Esas Sermaye Sistemi İçerisinde Sermayenin Korunması İlkesiyle Bağlantılı Olan Diğer Sütunlar

Esas sermaye sistemi başta sermayenin korunması ilkesi olmak üzere, birden fazla sütun üzerine kuruludur. Bu sistem içerisinde sermayenin korunması ilkesinin ilişkili olduğu diğer sütunlar şunlardır: Birincisi, şirketin kendi paylarını iktisabı; ikincisi, şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişiye finansal yardımda bulunması; üçüncüsü, sermayenin azaltılmasıdır. Sermayenin artırılması yöntemi de sermayenin korunmasıyla ilişkilidir; zira katılma paylarının gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesi gerekecektir⁷⁸⁴.

2.4.1. Şirketin Kendi Paylarını İktisabı

Şirketin kendi paylarını iktisap etmesi de pay sahiplerine yapılan bir dağıtım olarak değerlendirilir; zira bir şirket kendi paylarını iktisap ettiğinde, malvarlığı unsurlarından bir kısmını (satın alma bedelini) paylarını satın aldığı pay sahibine devreder⁷⁸⁵. Tıpkı kâr dağıtımında olduğu gibi, şirketin kendi paylarını iktisabı da malvarlığı unsurları arasında alacaklılar için en fazla önem arz eden likit varlıkların pay sahiplerine aktarılması sonucunu doğurur.

Son yıllarda, ABD’de halka açık şirketlerin kendi paylarını iktisabı, pay sahiplerine kazanç dağıtımı için önemli bir teknik haline gelmiştir⁷⁸⁶. MBCA sadece nakit ve ayın kâr payı dağıtımı için MBCA kapsamında mevcut olan kaynaklardan şirketin kendi paylarını iktisap etmesine izin vermektedir⁷⁸⁷. Gerçekten pay sahiplerine yapılan tüm dağıtımlar, MBCA’da eşit şekilde ele alınır; zira bunların tümü şirketin malvarlığı unsurlarının pay

⁷⁸⁴ Ancak, bu konu yukarıda incelendiği için sermayenin artırılması yöntemi ayrıca incelenmeyecektir.

⁷⁸⁵ Lafarre, Anne, **The AGM in Europe: Theory and Practice of Shareholder Behaviour**, First Edition, Emerald Publishing Limited, UK, 2017, s. 27; Murphy, Daniel T., “Redemption of Stock Under the Model Business Corporation Act and the Virginia Stock Corporation Act”, **University of Richmond Law Review**, Vol. 14, Issue 2, (1980), Article 3, pp. 311-371, s. 315.

⁷⁸⁶ Buckley, F. H., “When the Medium is the Message: Corporate Buybacks as Signals”, **Indiana Law Journal**, Vol. 65, Issue 3, Article 1, pp. 493-547, s. 493.

⁷⁸⁷ **Murphy**, s. 314.

sahiplerine devredilmesini içerir⁷⁸⁸. Başka bir ifadeyle, MBCA’da, şirketin kendi paylarını iktisabına, kâr payı dağıtımına ve pay sahiplerine başka yollarla yapılan dağıtımlara ilişkin koşullar farksızdır. Pay sahiplerine yapılan tüm dağıtımlar için aynı testin uygulanması öngörülmüştür⁷⁸⁹. Şirketin kendi paylarını iktisabı hakkında özel kural bulunmamaktadır⁷⁹⁰. Nitekim MBCA § 1.40/(6) gereği, pay sahiplerine yapılan dağıtım kâr payı ödemesi, şirketin kendi paylarını iktisabı, şirketin pay sahipleri için borca girmesi veya başka şekillerde tecelli edebilir. Kâr payı dağıtımının koşulları sağlanmışsa şirket kendi paylarını iktisap ederek pay sahiplerine varlık temlik edebilir. Bu durumda şirket kâr payı dağıtımını yerine, tedavüldeki paylarını (*outstanding shares*) iktisap ederek, pay sahiplerine kâr dağıtımını yapmaktadır. Gerek kâr payı dağıtımında gerekse şirketin kendi paylarını iktisabında MBCA 6.40’ta öngörülen koşullar karşılanmalıdır. Nitekim alacaklıların uğrayabilecekleri olası zarar, hem şirketin kendi paylarını iktisabında hem de kâr payı dağıtımında aynıdır; zira her iki işlemde de alacaklıların taleplerini karşılamak için mevcut olan malvarlığı unsurları pay sahiplerine devredilir⁷⁹¹. Bu sistemde, şirketin iktisabına konu kendi payları, şirketin malvarlığı unsurları içerisinde değerlendirilmez⁷⁹². Şirket kendi paylarını iktisap ederse; iktisaba konu bu paylar, şirketin yeniden ihraç etmeye yetkili olduğu, ancak, ihraç edilmemiş (*unissued*) kabul edildiği için herhangi bir hak barındırmayan pay konumuna gelirler.

Esas sermaye sisteminde ise, şirketin kendi paylarını iktisabı sınırlandırılmıştır⁷⁹³. Özellikle İkinci Yönerge şirketin kendi paylarını iktisabı konusunda son derece kısıtlayıcıdır. Ancak, İkinci Yönerge’nin katı olduğu gerçeğinden hareketle, 2006/68 sayılı AB Yönergesi’yle, şirketin kendi payını iktisap etmesindeki yararlar kabul edilmiş olup sistem esnetilmiştir⁷⁹⁴. Bugün yürürlükte bulunan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi de bu esnek sistemi devam ettirmektedir. 2006 yılında yapılan değişikliklerden önce, İkinci Yönerge’de, şirketin kendi paylarını iktisabı için genel kurul tarafından yönetim kuruluna verilecek olan yetkinin süresinin on sekiz aydan fazla olamayacağı ve iktisap edilen ve elde tutulan pay miktarının esas sermayenin % 10’unu geçemeyeceği öngörülmüştü. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60’ta şirketin kendi paylarını iktisabı için genel kurul tarafından yönetim

⁷⁸⁸ Manning/Hanks, s. 187.

⁷⁸⁹ Booth, s. 633.

⁷⁹⁰ Booth, s. 633.

⁷⁹¹ Murphy, s. 315.

⁷⁹² Manning/Hanks, s. 67 dn. 1.

⁷⁹³ Armour/Hertig/Kanda, s. 126.

⁷⁹⁴ Gerven, Dirk van, “Community rules applicable to the incorporation and capital of public limited liability companies”, **Capital Directive In Europe The Rules on Incorporation and Capital of Limited Liability Companies**, First published, Cambridge University Press, United Kingdom, 2014, pp. 3-52, s. 25; Ferran/Ho, s. 186.

kuruluna verilecek olan yetkinin süresinin beş yıldan fazla olamayacağı⁷⁹⁵, iktisap edilen ve elde tutulan pay miktarının üye ülkelerin ulusal hukuklarınca belirlenen limiti aşamayacağı ve bu limitin esas sermayenin % 10'undan az belirlenemeyeceği öngörülmüştür. Kural olarak, bir şirketin kendi paylarını edinmesine ve bu paylarını portföyünde tutmasına izin verip vermemeye karar verecek olan üye devlettir⁷⁹⁶. Türk hukukunda bu limit katı bir şekilde ele alınarak, en alt sınır olan % 10 üzerinden TTK m. 379'a alınmıştır⁷⁹⁷. Benzer şekilde, İsvBK m. 659/1 uyarınca da, şirket serbest özkaynaklarından (dağıtılabilir malvarlığı unsurlarından) esas sermayenin % 10'unu aşmayacak düzeyde kendi paylarını edinebilir. Bu sebeple, Türk ve İsviçre hukukunda şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin arkaik yaklaşımın esas alınmaya devam ettiği söylenebilir.

Alacaklıları ve pay sahiplerini korumak için şirketin kendi paylarını iktisabı bir takım koşullara bağlanmıştır. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60 gereği, sadece tamamen ödenmiş paylar iktisap edilebilir; iktisap ve elde tutma şirketin net malvarlığını esas sermaye ile kanuni yedek akçeler ve şirket esas sözleşmesinde ayrılması öngörülmüş bulunan yedek akçelerin toplam tutarının altına düşürme etkisine sahip olamaz; pay iktisabı alacaklıların tatmin edilmesine ve eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlemin uygulanmasına zarar veremez. Görüldüğü üzere, yönergede dağıtımlar için öngörülen esas sermayeyle bazı yedek akçelerin korunmasına ilişkin düzenleme şirketin kendi paylarını iktisabında da korunmuştur. Nitekim 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60/1-b'de aynı yönergenin dağıtımlara ilişkin m. 56/1-2 hükümlerine atıf yapılmıştır. Benzer şekilde, TTK m. 379/3 uyarınca, *“iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır”*. Sonuç olarak, şirketin kendi paylarını iktisabı MBCA'da olduğu gibi açık biçimde olmasa da bir kâr dağıtımı yöntemi gibi ele alınmıştır; zira sermayenin korunması ilkesi kapsamında iktisaba izin verilmiştir. Ancak, esas sermaye sisteminin benimsendiği AB ve Türk hukukunda şirketin kendi paylarını iktisabı konusunda sermayenin korunması ilkesi gözetilmiş olmasına rağmen; mesele, dağıtımlardan ayrı olarak ele alınır⁷⁹⁸. Bu sistemde, şirketin kendi paylarını iktisabı yoluyla pay sahiplerine kâr dağıtımı yapılabilmesi tartışmaya açılabilir. Zira esas sermaye sisteminde, şirketin kendi payını iktisabı

⁷⁹⁵ 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60/2'de üye ülkenin ulusal hukukunda yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla genel kurulun yetkilendirmesi şartına istisna getirilebileceği düzenlenmiştir. Benzer düzenleme TTK m. 381'de de bulunur.

⁷⁹⁶ **Gerven**, s. 25.

⁷⁹⁷ Bu oran İkinci Yönerge'deki muhafazakâr anlayışı yansıtır.

⁷⁹⁸ Dağıtımlar için bkz. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56, 57 ve şirketin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin bkz. aynı yönerge m. 60-62. TTK'da da şirketin kendi paylarını iktisabı m. 379 vd., dağıtımlar ise m. 507 vd. hükümlerinde düzenlenmiştir.

ivazlı bir hukuki işlemdir. Şirket, iktisap işlemiyle, iktisap ettiği payların itibarî değerlerinin toplamı kadar esas sermaye miktarını ve bu miktarın esas sermayedeki oranına göre pay sahipliği haklarını ve bilançoda iktisaba konu esas sermaye miktarına karşılık gelen varlıklara ilişkin hakları ihtiva eden paylar elde eder. Şirket pay için piyasa değerinin üzerinde bir bedel ödememişse, bu satın alma işlemi pay sahibine yapılmış bir kâr dağıtımı değildir; zira şirket iktisap ettiği payı yeniden tedavüle sokarak, pay için ifa ettiği bedeli geri alabilir. İktisap edildikten sonra pay bedelinin düşmesi sebebiyle şirketin zarara uğraması, bu satın alma işlemine bir kâr dağıtımı niteliği kazandırmaz. Böyle bir zarar ticari kayıp olarak değerlendirilmelidir. Şirketin kendi paylarını iktisabının özel bir kâr dağıtımı olarak nitelendirilebilmesi için devralınan payların itfa edilmesi gerektiği ileri sürülür⁷⁹⁹. Ancak, kanaatimce şirket kendi payını piyasa fiyatına göre iktisap etmişse bu payı itfa etmesi de işleme kâr dağıtımı niteliği kazandırmaz. Şirketin kendi paylarını iktisabı piyasa fiyatını aşan bir miktar üzerinden gerçekleşmişse bir kâr dağıtımdan bahsetmek mümkün olacaktır. Bu durumda da TTK m. 379/2 *“payların birinci fıkra hükmüne göre iktisap veya rehin olarak kabul edilebilmesi için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi şarttır. En çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibarî değer sayıları belirtilerek toplam itibarî değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilir. Her izin talebinde yönetim kurulu kanuni şartların gerçekleştiğini belirtir”* hükmü dikkate alınır. Benzer düzenleme 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60/2-b, c’de yer alır. Anılan düzenlemeler gereği, şirketin kendi paylarını iktisabı yolunun bir kâr dağıtımı yöntemi olarak kullanılmasından bahsedebilmek için yönetim kuruluna verilecek olan yetkide şirketin kendi payları için ödeyebileceği bedel piyasa fiyatının üstünde olmalıdır. Özellikle borsaya kote bir şirkette, payların piyasa fiyatına göre edinilmesi bir kâr dağıtımı olarak nitelendirilemez. Aslında şirketin kendi paylarını iktisabı, genellikle şirketin tedeavüldeki paylarının piyasa fiyatının gerçeğe uygun değerini yansıtmadığı iddiasıyla gerçekleşir⁸⁰⁰. Bu sebeple de, bu tür iktisap işlemleri için ödenen bedel piyasa fiyatının üzerindedir. Yönetim kurulunun yetkilendirilmesinde paylar için ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırının gösterilmesine ilişkin kanuni şart şirketin kendi paylarını iktisabının bir kâr dağıtımı yöntemi olarak kullanılabilmesini güçleştirmektedir. Ayrıca, TTK m. 379’daki % 10’luk katı sınır şirketin kendi paylarını iktisabını kullanışsız hâle getirebilir. Böylece şirketler, kendi paylarını iktisap edebilmenin önemli faydalarından istifade edemezler.

⁷⁹⁹ **Türk**, Kendi Paylarını Edinme, s. 88 ve yazarın dn. 319’da belirttiği çalışma.

⁸⁰⁰ Bkz. “Esas Sermaye Sisteminin Sinyal İşlevinin (Signaling Function) Elverişsiz Oluşu”.

2.4.1.1. Yararları

Şirketin kendi paylarını iktisabı çok sayıda yararlı amaca hizmet edebilir. Öncelikle, payları aktif olarak işlem görmeyen bir şirkete (özellikle kapalı anonim şirketler) yapılan yatırımlar kalıcı olarak kilitlenme riskiyle karşı karşıyadır⁸⁰¹. Bu olgu, dış yatırımcılar için yatırımın cazibesini azaltmaktadır⁸⁰². Şirketin kendi paylarını iktisabı, bu tür yatırımlardan ayrılmak isteyen pay sahiplerinin şirketten çıkışının tek yol olabilir. Bu yöntemin yasaklanması, şirketin yatırımcı çekme gücünü azaltır.

Bir şirketin kontrol sahipleri “geri alınabilir pay” (*redeemable share*) ihraç ederek, kontrol paylarının sürekli bir şekilde sulandırılması riski olmadan sermayeyi artırabilirler⁸⁰³. Ayrıca, geri alınabilir pay ihracı, bir şirkete kalıcı olarak yatırım yapmak istemeyen yatırımcıları çekebilir⁸⁰⁴. Geri alınabilir paylar finansman seçeneklerinin kapsamını genişletir⁸⁰⁵. FERRAN/HO’nun ifadesiyle, bu paylar melez bir menkul kıymettir (*hybrid security*): Zira bunlar paydır; ancak, geri alınabilecek olmaları, bunları geçici borç ile finansmana benzer kılan bir özelliktir⁸⁰⁶. Geri alınabilir payların, belirtilen tarihten önce iskonto edilmiş bir fiyata geri satın alınabilmesi, ihraççının ödemek zorunda olduğundan daha düşük bedel ödeyerek ilişkiyi sona erdirebilmesini mümkün kıldığı için payların verimliliğini artırabilir⁸⁰⁷.

Pozitif net bugünkü değerli projeleri olmayan şirketler, kâr dağıtım yöntemi olarak şirketin kendi paylarını iktisabı yolunu kullanabilirler⁸⁰⁸. Bu aynı zamanda, şirketin özkaynak piyasalarından daha fazla verim elde edebilmesine katkıda bulunur⁸⁰⁹.

Şirketin kendi paylarını iktisabı, şirketin güvenilirliği hakkında piyasalara sinyal göndermek amacıyla kullanılabilir⁸¹⁰. Ayrıca, şirket kendi paylarını iktisap ederek hedeflenen sermaye yapısını (*capital structure*)⁸¹¹ elde edebilir⁸¹². Örneğin, şirket belirli sınıf payları iktisap etmek suretiyle sadece o sınıfa ait payları azaltabilir⁸¹³. Böylece, belirli imtiyazlar bahşeden payları veya adi payları azaltıp; istenildiğinde, onların yerine farklı sınıf paylar ihraç

⁸⁰¹ Ferran/Ho, s. 178.

⁸⁰² Ferran/Ho, s. 178.

⁸⁰³ Ferran/Ho, s. 179.

⁸⁰⁴ Ferran/Ho, s. 178.

⁸⁰⁵ Ferran/Ho, s. 181.

⁸⁰⁶ Ferran/Ho, s. 181.

⁸⁰⁷ Ferran/Ho, s. 181.

⁸⁰⁸ Ferran/Ho, s. 179; Aydın/Başar/Coşkun, s. 307, 308.

⁸⁰⁹ Bkz. “Esas Sermaye Sisteminin Sinyal İşlevinin (Signaling Function) Elverişsiz Oluşu”.

⁸¹⁰ Bkz. “Esas Sermaye Sisteminin Sinyal İşlevinin (Signaling Function) Elverişsiz Oluşu”.

⁸¹¹ Şirketin borç ve özkaynak yoluyla finansmanının karışımına “sermaye yapısı” (*capital structure*) denir (Brealey/Myers/Allen, s. 436). Borç ve özkaynak ile finansman arasındaki tercihe ise, “sermaye yapısı kararı” (*capital structure decision*) denir (Brealey/Myers/Allen, s. 4). Burada ifade edilen sermaye, şirketin uzun vadeli finansman kaynakları anlamına gelir (Brealey/Myers/Allen, s. 4).

⁸¹² Ferran/Ho, s. 181.

⁸¹³ Ferran/Ho, s. 181.

edebilir⁸¹⁴. Ya da maliyeti sebebiyle özkaynakları azaltıp, daha maliyetsiz bir yol olarak borç yoluyla finansman sağlayabilir⁸¹⁵.

Şirket paylarını iktisap ederek, payların fiyatının düşmesini önleyebilir veya alacaklılarına pay teklif edebilir⁸¹⁶. Gerçekten bir şirket, paylarının piyasa fiyatında istikrarı sağlamak ve desteklemek için kendi paylarını iktisap etme yetkisine sahip olmayı isteyebilir⁸¹⁷.

Şirketin kendi paylarına iktisabına izin vermek, işçilere verilebilecek paylara ilişkin organizasyonu kolaylaştırır⁸¹⁸. İşveren olarak şirket, pay sahibi işçiler şirketten ayrılırken payları için bir alıcı olmayı planlayabilir⁸¹⁹. Böylece, işçilere verilebilecek paylar ve bu payların geri alınabilmesi bir planlama içerisinde yürütülebilir. Planlama dâhilinde, işçilerin şirketten ayrılması sonrası, payların yabancıların eline geçmesi engellenebilir.

Belirli koşullar altında, şirketin kendi paylarını iktisabı esas sermayenin azaltılması sonucunu doğurabilir⁸²⁰. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 62, 61/3'te ve TTK m. 386'da şirketin iktisap ettiği paylarını elden çıkaramaması hâlinde bu payların itfa edilmesi suretiyle esas sermayenin azaltılması gerektiği düzenlenmiştir. Böylece, şirketin kendi paylarını iktisabının esas sermayenin azaltılmasında bir yol olarak değerlendirilebileceğinden söz açmak yanlış olmayacaktır.

Şirketin kendi paylarını iktisabı, bilançoda varlıkları azaltır; sonuç olarak, toplam varlıkların kârlılık oranı (*return on assets*) artar⁸²¹. Bu oran şirketin toplam varlığına göre ne kadar kârlı olduğuna ilişkin bir göstergedir. Yönetimsel performansın ölçümünde yaygın biçimde kullanılan bir orandır⁸²². Kârlılığa ilişkin bu verideki artışlar, şirketin piyasadaki görünümünü olumlu yönde etkiler. Bunun sonucunda, payların piyasa değerinde artış gözlemlenebilir.

Son olarak, şirketin kendi paylarını iktisabı kötüniyetli bir devralmaya karşı ve muhalif bir pay sahibiyle baş etmek için kullanılabilir⁸²³. Şirketin kendi paylarını iktisabı, paylar için düşmanca teklif veren bir kişinin⁸²⁴ potansiyel olarak iktisap edebileceği pay

⁸¹⁴ Ferran/Ho, s. 181.

⁸¹⁵ Ferran/Ho, s. 181.

⁸¹⁶ Gerven, s. 25.

⁸¹⁷ Ferran/Ho, s. 183.

⁸¹⁸ Ferran/Ho, s. 181.

⁸¹⁹ Ferran/Ho, s. 181.

⁸²⁰ Ferran/Ho, s. 182.

⁸²¹ Toplam varlıkların kârlılık oranı: Net kâr ÷ Toplam varlıklar (Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts, s. 54; Aydın/Başar/Coşkun, s. 112).

⁸²² Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts, s. 54.

⁸²³ Ferran/Ho, s. 182.

⁸²⁴ Düşmanca teklif veren kişi (*hostile bidder*), genellikle paylarını satın almak için ortaklara doğrudan teklifte bulunur.

sayısını azaltarak bu tür devralmalara karşı yararlı bir savunma mekanizması işlevi görebilir⁸²⁵. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisabı, kontrol sahibi konumundaki pay sahiplerinin sorunlu pay sahipleriyle pazarlık yaparak bu kişilerin şirketten çıkışlarını sağlamaları için bir araç olarak kullanılabilir⁸²⁶.

2.4.1.2. Sakıncaları

Şirketin kendi paylarının iktisabınının, esas sermaye hakkında yanlış izlenim oluşturduğu iddia edilir⁸²⁷. Bu durumda, sermaye artık yalnızca üçüncü kişilerin sahip oldukları paylarla değil, aynı zamanda şirketin kendisinin sahip olduğu paylarla temsil edilmektedir⁸²⁸.

Kendi paylarını iktisap etmek isteyen şirketlerde yönetim kurulunun gerekçesi, genellikle payların piyasa fiyatının gerçek değerini yansıtmadığı iddiasıdır. Ancak, şirket paylarının piyasa tarafından değer düşüklüğüne uğratıldığına ilişkin yönetsel kararların niteliğiyle ilgili şüpheler oluşabilir⁸²⁹. Yöneticiler pay fiyatlarını kalıcı şekilde artırmak amacıyla, fahiş fiyat teklif ederek pay bedellerinde manipülasyona yol açan bir pay geri satın alımı açıklayabilirler⁸³⁰. Bu açıklama, şirketin geleceği pahasına, mevcut pay sahiplerine şirket değerlerinin aktarılması yolunu açabilir⁸³¹. Ayrıca açıklama sonucu, şirketin mevcut pay sahiplerinin yanlış fiyatlandırma ortaya çıkmadan önce ikincil piyasalarda paylarını satması beklentisinden bahsedilir; bu sebeple pay bedeli manipülasyonunun ikincil piyasalarda pay sahiplerine kıymet dağıtımına yol açtığı ifade edilir⁸³². Diğer taraftan, yöneticilerin, genellikle kendilerini zenginleştirmek için şirketin kendi paylarını iktisap etmesi tekniğini kullandıkları da ileri sürülür⁸³³. Şirket yöneticileri, şirket içerisindeki pozisyonları sayesinde şirketin değeriyle ilgili önemli özel bilgilere erişebilirler⁸³⁴. Bu bilgileri şahsen, kendi şirketlerinin paylarıyla ticaret yapmada kullanabilirler⁸³⁵. Yöneticiler, “kötü haberi” yayınlamadan önce pay satışlarını, “iyi haberi” yayınlamadan önce ise pay alımlarını artırabilirler⁸³⁶. Fırsatçı yöneticiler, diğer menfaat sahipleri pahasına da olsa kendilerini zenginleştirmek için düşük bedelli ve yanıltıcı pay geri satın alım programı duyurularını

⁸²⁵ Ferran/Ho, s. 182.

⁸²⁶ Ferran/Ho, s. 182.

⁸²⁷ Gerven, s. 25.

⁸²⁸ Gerven, s. 25.

⁸²⁹ Ferran/Ho, s. 186.

⁸³⁰ Buckley, s. 508.

⁸³¹ Buckley, s. 508.

⁸³² Buckley, s. 508.

⁸³³ Fried, Jesse M., “Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases”, *California Law Review*, Vol. 93, Issue 5, (2005), Article 1, pp. 1323-1386, s. 1328.

⁸³⁴ Fried, s. 1344.

⁸³⁵ Fried, s. 1344.

⁸³⁶ Fried, s. 1344.

kullanabilirler⁸³⁷. Böylece, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin işlemler asil-vekil problemini (*principal-agent problem*)⁸³⁸ daha kötü bir duruma sokabilir⁸³⁹. Sonuç olarak, şirketin kendi paylarını iktisabı yöntemi, yöneticilerin kişisel menfaatleri doğrultusunda kullanılmak suretiyle diğer menfaat sahiplerinin zarara uğrama olasılığını doğurabilir. Gerçekten şirketin kendi paylarını iktisabının hâlâ bir piyasa manipülasyonu tipi ve hatta finansal istikrar için potansiyel bir tehdit olarak görülebileceği iddia edilmektedir⁸⁴⁰.

2.4.1.3. Sınırlamanın Gerekçesi

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 (TTK m. 379/1/İkinci Yönerge m. 19/1-b). Bu sınırlama, sermayenin korunması düşüncesinden doğmamaktadır⁸⁴¹. Sermayenin korunması ilkesi sınırlamada veya yasaklamada etkili olsaydı, birikmiş kârlardan kaynaklanan alımlara geçerlilik tanınırdı⁸⁴². Ayrıca, şirketin iktisap ettiği paylarını elden çıkaramaması hâlinde bu payların itfa edilmesi suretiyle esas sermayenin azaltılması gerektiği düzenlenmiştir (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 62, 61/3 ve TTK m. 386). Şayet, her olasılığa karşı esas sermayenin korunması anlayışıyla bu düzenlemeler kaleme alınmış olsaydı; esas sermayenin azaltılmasını engelleyecek tedbirler alınırdı. Ancak, şirketin kendi paylarını esas sermaye ve ayrılması zorunlu yedek akçelerin toplamını aşan miktardan iktisap edebileceği göz önünde bulundurulduğunda, iktisabın olağan ticari karara dayalı bir işlem olarak görülmediği de açıktır. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60/1-(b)'de ve TTK m. 379/3'te, şirketin kendi paylarını iktisabı sonrası şirketin net malvarlığının esas sermaye ve ayrılması zorunlu yedek akçelerin toplamının altına inmesi yasaklanarak, sermayenin korunması anlayışına dayalı bir pay iktisabına cevaz verilmiştir. Buna karşın, sermayenin korunması düşüncesi, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin kanunen öngörülen oransal sınırla bağlantılı değildir; sadece, iktisap edilecek payların şirketin birikmiş kârlarıyla gerçekleştirilerek esas sermayenin ve kanunen bağlı yedek akçelerin bu tür işlemlerde kaynak olarak kullanılmamasıyla ilgilidir. Böylece, şirketin kendi paylarını iktisap etmesindeki ticari riske karşı esas sermayenin ve dağıtımını yasak olan yedek akçelerin korunması sağlanır. POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU yasağın gerekçesini isabetle şöyle

⁸³⁷ Fried, s. 1357.

⁸³⁸ Yöneticilerle pay sahiplerinin menfaatlerinin çatışmasına vekil-asil problemi (*principal-agent problem*) denir (Brealey/Myers/Allen, s. 14). Bu çatışma sebebiyle doğan zararlar vekâlet maliyeti (*agency cost*) olarak anılırlar (Brealey/Myers/Allen, s. 14).

⁸³⁹ Ferran/Ho, s. 180.

⁸⁴⁰ Ferran/Ho, s. 186 ve yazarın dn. 36'da belirttiği çalışma.

⁸⁴¹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 581.

⁸⁴² Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 581.

özetlemiştir: “AO’nun kendi paylarını satın alarak borsada tehlikeli oyunlara girmesini önlemek, paysahiplerini borsadaki kayıplardan korumak, YK’nın gerekli çoğunluğa sahip olmadan, AO’nun paylarını yavru ortaklığa aldırarak hâkimiyet kurmasına (rizikosuz hâkimiyet) izin vermemektir... Yasağın amacı hem AO’nun alacaklılarını hem paysahiplerini hem de AO’yu korumaktır. Bir AO’nun kendi paylarını sınırsız iktisap edebileceğinin kabulü hâlinde paysahiplerinin yönetim üstündeki kontrol edebilmesi mekanizmaları ortadan kalkabileceği için alacaklılar, paysahipleri ve AO da zarar görür. Bir AO’nun en büyük paysahibinin AO’nun bizzat kendisi olması, kurumsal yapıyı tahrip eder. AO’nun kendisinin tek paysahibi olması ise TK. m. 338 f.3’e göre mümkün değildir. Böyle bir AO tür kavramının da yok olması ve AO’nun ekonomik işlevini yerine getirememesi demektir”⁸⁴³. Gerçekten anonim şirketin temel özelliklerinden biri de yabancıların malvarlığını yönetmektir. Esas sermaye sisteminde, şirket kendi malvarlığını temsil eden payların çoğunluğunu iktisap ettiğinde, çoğunluğu kendisine ait olan malvarlığı unsurlarını yönetiyor olacaktır ki; bu durumda yönetim kurulu ve genel kurul arasındaki fonksiyon ayrılığının ortadan kalkma riski doğar⁸⁴⁴. Böyle bir senaryoda, yönetim kurulunun şirket tarafından nasıl tayin edileceği, yönetim kurulunun ibrası gibi yollarla denetimin ne şekilde sağlanacağı belirsizleşir. Şöyle ki, bir şirketin kendi paylarını iktisap ederek kontrolör pay sahibi konumuna gelmesi hâlinde, şirketin genel kurulda temsil organı olan yönetim kurulu tarafından temsil edilmesi ihtimalinin sonucu olarak, bu yönetim kurulunun kendisinin ibrası gibi konularda oy hakkına sahip olmasa bile soru sormasını ve kendisinin performansı üzerinden tartışma açmasını beklemek gerçekçi bir yaklaşım olmayacaktır. Şirketin kendi payları için genel kurula katılması gibi paya bağlı idari hakların yasaklandığı bir sistemde⁸⁴⁵, bu kez de organize olan azınlık pay sahiplerinin şirketin önemli kararlarında etkili olması gündeme gelebilecektir ki; bu kişilerin olası faydacı tutumları şirketin faaliyetlerinde kilitlenmeye yol açabilecektir. Şirketin tüm paylarını iktisabı ise; anonim ortaklığın temel yapısına aykırı olduğu için yasaktır ve ayrıca, buna yol açan yönetim kurulu kararları (TTK m. 391/1-b) ve genel kurul kararları (TTK m. 447/1-c) batıldır.

⁸⁴³ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 581, 583.

⁸⁴⁴ MBCA’da böyle bir risk yoktur. Zira bu sistemde, şirket kendi paylarını iktisap ederse; iktisaba konu bu paylar, şirketin yeniden ihraç etmeye yetkili olduğu, ancak, ihraç edilmemiş (unissued) kabul edildiği için herhangi bir mali veya idari hak barındırmayan pay konumuna gelirler. İktisap işlemi sonrası sayıca azalmasına rağmen, tedavüldeki payların (outstanding shares) toplamı şirketin tüm malvarlığını temsil etmeye devam edecektir.

⁸⁴⁵ Türk hukukunda şirketin iktisap ettiği paylara ilişkin haklar dondurulmaktadır. TTK m. 389 uyarınca, “şirketin iktisap ettiği kendi payları ile yavru şirket tarafından iktisap edilen ana şirketin payları, ana şirketin genel kurulunun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisabı hariç, şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Yavru şirketin iktisap ettiği ana şirket paylarına ait oy hakları ile buna bağlı haklar donar”. Aynı şekilde, İsvBK m. 659a/1 uyarınca da, şirketin iktisap ettiği paylara bağlı oy hakkı ve paylarla ilişkili haklar askıya alınır.

2.4.2. Finansal Yardım

Finansal yardım (*financial assistance*) terimi TTK'da tanımlanmamış olmasına rağmen, TTK m. 380'den hareketle finansal yardımı, paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler olarak tanımlamak mümkündür⁸⁴⁶. İkinci Yönerge m. 23'le yasaklanan finansal yardım TTK'ya aynen alınmıştır. Aslında, İkinci Yönerge'de değişiklik hakkındaki 2006/68 sayılı AB Yönergesi'nin beşinci paragrafında kaleme alınan gerekçede, bazı tedbirlere tabi olarak, halka açık şirketlerin mülkiyet yapısındaki değişikliklerle ilgili esnekliği artırmak için dağıtılabılır yedek akçelerden finansal yardıma izin verildiği ifade edilmiş ve bu yönergeyle finansal yardım yasağı kaldırılmıştır. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi de 2006'daki değişiklikleri korumaktadır. Bu sebeple, AB'nin finansal yardımdaki yararları kabul ettiğini ifade etmek yanlış olmayacaktır. Buna karşın, TTK 2012'de yürürlüğe girmesine rağmen finansal yardım yasaklanarak arkaik bir düzenleme tesis edilmiştir.

TTK m. 380 uyarınca, “(1) *paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıldır. Bu butlan hükmü, kredi ve finans kurumlarının işletme konuları içine giren işlemlere ve şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarına, şirketin paylarını iktisap edebilmeleri için, avans, ödünç ve teminat 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 harcanmalarına ilişkin kuralları ihlal ediyor ve şirketin 520 nci maddede öngörülen yedek akçeyi ayırmasına imkân bırakmıyorsa, geçersizdir.* (2) *Ayrıca, şirket ile üçüncü kişi arasında yapılmış bulunan ve bu kişiye, şirketin kendi paylarını; şirketin, şirkete bağlı bir şirketin veya şirketin paylarının çoğunluğuna sahip olduğu şirketin hesabına alma hakkı tanıyan ya da böyle bir yükümlülük öngören bir düzenleme, eğer bu payları şirket alsaydı işlem 379 uncu maddeye aykırı kabul edilecek idiyse batıldır*”. Bu düzenlemeye sermayenin korunması ilkesi açısından yaklaştığımızda: Bir şirket ihraç edeceği yeni paylar için üçüncü bir kişiye finansman sağlayabilir ve böyle bir senaryoda esas sermayede oluşan artış aldatıcı olacaktır⁸⁴⁷. Finansal yardımın tamamen serbest bırakılması durumunda şirketin esas sermaye ve dağıtımı mümkün olmayan yedek akçeleri de dâhil olmak üzere, tüm malvarlığı unsurları kendi paylarını iktisabı amacıyla pay sahibi konumuna gelecek olan üçüncü kişilere aktarılabilir ve bu yolla dağıtım kuralları dolanılabılır. Şirketin malvarlığı unsurlarını azaltmasa bile, potansiyel bir pay sahibine verilebilecek olan ödünç veya teminat da bir şirketten değer elde edebilmenin başka

⁸⁴⁶ İngiliz kanun koyucunun da finansal yardımı tanımlamamış olduğuna ilişkin bkz. **Ferran/Ho**, s. 239.

⁸⁴⁷ **Ferran/Ho**, s. 235.

bir yoludur. Sermayenin korunması ilkesine aykırılık oluşmaması için bu tür işlemlerin arm's length esasına dayanması gerekir⁸⁴⁸. Sermayenin korunması ilkesiyle hedeflenen amaca ulaşabilmek için ilkeyi bu tür işlemleri kapsama alacak biçimde yorumlamak yerinde olur⁸⁴⁹. Ancak, hükmün kaleme alınış biçimini de dikkate alırsak bu yasak sermayenin korunması ilkesiyle çok ilintili değildir⁸⁵⁰. Zira bu yasak dağıtılabılır malvarlığı unsurlarından da finansal yardımı yasaklamaktadır⁸⁵¹. Yasak, daha ziyade finansal yardım yoluyla pay fiyatlarının artmasına yol açan piyasa manipülasyonlarını önlemek, şirketin kendi paylarını iktisabı yasağında olduğu gibi yöneticilerin kendi ticaretleri için pay fiyatlarını etkilemelerini engellemek ve kaldıraçlı devralmaları (*leveraged buyout, LBO*)⁸⁵² önlemek amacıyla tesis edilmiştir⁸⁵³. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisabı yasağının dolanılmasına engel olmak ve malvarlığı unsurlarını korumak finansal yardım yasağının diğer amaçlarıdır⁸⁵⁴. Şirketin belirli paylarının iktisabı için üçüncü bir kişiye finansal yardımda bulunması, eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesine aykırılık oluşturabilecektir. Bu sebeple, yasak bu ilkeye de dayanmaktadır.

TTK m. 380, yararlı olabilecek kaldıraçlı devralmaları da engellemektedir⁸⁵⁵. ARICI/VEZİROĞLU'nun da ifade ettiği gibi⁸⁵⁶, “*girişim sermayelerinin, kaldıraçlı devralma yöntemine müracaat etmeksizin şirket satın almaları, ender rastlanacak bir durumdur. Çünkü genel olarak bir işletmenin/şirketin satın alınması, bir şirketin (alıcının) yapabileceği büyük yatırımlardan biridir. Özellikle satışın peşin yapıldığı hâllerde, büyük bir para meblağına ihtiyaç duyulur. Ticari hacmi büyük olan bir yatırıma, tek bir finansman yöntemi ile girilmez. Özkaynak kullanma dışında borçlanma da başvurulacak bir finansman yöntemidir*”. Günümüz finans disiplinde, birçok alıcı borcun geri ödenmesine ilişkin yükümlülüğün hedef şirket tarafından üstlenilmesini istemektedir⁸⁵⁷.

⁸⁴⁸ Aksi yönde bkz. **Ferran/Ho**, s. 235, 236.

⁸⁴⁹ Bkz. “Örtülü Dağıtım Yasağı/Örtülü Dağıtımın Tespiti/Arm's Length Ölçütü”.

⁸⁵⁰ Lowry, John/Reisberg, Arad, **Pettet's Company Law Company Law and Corporate Finance**, Fourth Edition, Pearson, Harlow, 2012, s. 343. Bu çalışmanın merkez kavramı sermayenin korunması ilkesi olduğu için finansal yardıma ana hatları itibarıyla değinilmiştir.

⁸⁵¹ **Ferran/Ho**, s. 235.

⁸⁵² Bir şirketin paylarını iktisap etmek amacıyla alınan borçların bu şirketin kaynakları ile karşılanması veya teminatlandırılması işlemlerine kaldıraçlı devralma denir (Gürel, Murat, **Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Madde 380.1**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2014, s. 40). Kaldıraçlı devralma, şirket paylarının çoğunluğunu iktisap etmede kullanılan bir finansman yöntemidir (Gürel, s. 40).

⁸⁵³ **Ferran/Ho**, s. 234, 235.

⁸⁵⁴ Arıcı, M. Fatih/Veziroğlu, Cem, **Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı**, 2. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 37.

⁸⁵⁵ Hükmün uygulanabilmesi için yasaklanan işlemin, şirketin hisse senetlerinin alınmasını amaçlaması yeterlidir (TTK m. 380 Madde Gereği).

⁸⁵⁶ **Arıcı/Veziroğlu**, s. 13.

⁸⁵⁷ **Mäntysaari**, Vol. III, s. 564.

2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 64/4'te finansal yardım işleminin şirketin net malvarlığını esas sermaye ve ayrılması zorunlu yedek akçelerin toplamının altına düşürme etkisine sahip olamayacağı düzenlenmiştir. Finansal yardıma ilişkin genel kurulun ön onayı şartı aranmış ve genel kurula sunulacak yazılı raporda: (a) İşlemin nedenlerinin; (b) şirketin böyle bir işleme girmesindeki menfaatinin; (c) işlemin girildiği koşulların; (d) işlem sebebiyle şirketin karşılaşılabileceği likidite ve borç ödeme risklerinin; ve (e) üçüncü kişinin payları elde etme bedelinin yer alması gerektiği hükme bağlanmıştır (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 64/3-2). Bu rapor kamuya açıklanmak amacıyla ticaret siciline tescil ve ilan edilecektir (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 64/3-3).

2.4.3. Sermayenin Azaltılması

Esas veya çıkarılmış sermaye miktarının, kural olarak kanunda öngörülen asgarî sermaye miktarının altına düşmemek kaydıyla, her türlü azaltılmasına sermayenin azaltılması denir⁸⁵⁸. Ticari kayıplar sebebiyle sermayenin kısmen veya tamamen kaybedilmiş olması sermayenin azaltılması anlamına gelmez; bu kayıplar sermayenin azaltılması işlemi için bir sebep olabilir. Sermayenin azaltılması birden fazla sebebe dayandırılabilir: Sermayenin ihtiyacın üzerinde olması hâlinde; bilanço açığının kapatılması istendiğinde; pay sahiplerinin şirketten çıkması veya çıkarılması hâlinde (TTK m. 531); şirketin kendi paylarını iktisabı sonrasında payın kanunda öngörülen süre içerisinde elden çıkarılamaması hâlinde bunların yok edilmesi gerektiğinde (TTK m. 386); şirketin bölünmesi sebebiyle sermayenin bir kısmının yeni kurulan şirkete aktarılabilmesi amacıyla (TTK m. 162); ve pay sahiplerine kâr dağıtımını yapabilmek için sermaye azaltılabilir⁸⁵⁹.

Sermaye azaltımı bu uygulamanın esas türü olan olağan sermaye azaltımı, bilanço açığını kapatmak için yapılan basitleştirilmiş sermaye azaltımı, paylarının piyasa değeri itibarî değerinin altına düşen bir şirketin yeni pay ihraç ederek finansal problemlerini çözebilmesi için uygun bir yöntem olarak gösterilen sermayenin azaltılması ve eşzamanlı olarak yeniden artırılması, kayıtlı sermaye sistemine benzer şekilde genel kurul kararıyla yönetim kurulunun yetkilendirilmesi sonucunda yönetim kurulunun taahhüt edilen sermayeyi belirli bir oranda artırabilmesi veya azaltabilmesi anlamına gelen sınırlı esnek sermaye sisteminde sermayenin azaltılması olmak üzere farklı türlere ayrılmaktadır⁸⁶⁰. Olağan sermaye azaltımı payların

⁸⁵⁸ Çağlar, Sermaye Azaltımı, s. 14, 15.

⁸⁵⁹ Çağlar, Sermaye Azaltımı, s. 18-35.

⁸⁶⁰ Çağlar, Sermaye Azaltımı, s. 36-38.

itibarî değerinin düşürülmesi ve payların birleştirilmesi veya yok edilmesi suretiyle pay sayısının azaltılması yöntemleriyle gerçekleştirilebilir⁸⁶¹.

Alacaklıların menfaati için sermayenin azaltılması merasimi ağır koşullara bağlanmıştır⁸⁶². Nitekim İngiltere’de halka açık şirketlerde sermayenin azaltılması kararı verebilmek için mahkeme onayı gerekir⁸⁶³. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 73/1 uyarınca, mahkeme kararıyla sermayenin azaltılması hariç olmak üzere, taahhüt edilen sermayedeki herhangi bir azaltma ancak genel kurul kararıyla mümkündür. Benzer şekilde, bir anonim şirket sermayesini azaltarak, azaltılan kısmın yerine geçmek üzere bedelleri tamamen ödenecek yeni paylar çıkarmıyorsa, genel kurul, esas sözleşmenin gerektiği şekilde değiştirilmesini karara bağlar (TTK m. 473/1)⁸⁶⁴. Ancak, daha önce de belirtildiği üzere, bu düzenleme gereği, sermaye azaltılıyor ve azaltılan meblağ kadar, bedelleri tamamen ödenmiş yeni paylar ile eş zamanlı olarak sermaye artırılıyorsa, esas sözleşme değişikliğine gerek yoktur⁸⁶⁵.

Sonuç olarak, öngörülen kurallara aykırı biçimde sermayenin azaltılması olanaklı değildir. Sermayenin azaltılması yöntemi, sermayenin pay sahiplerine iadesi yasağının istisnalarından biridir.

⁸⁶¹ Çağlar, Sermaye Azaltımı, s. 54-60.

⁸⁶² Türk hukukunda sermayenin azaltılmasına ilişkin düzenlemelerin kaynağı İsvBK m. 732-735’tir. 6335 Sayılı Kanun’la kaldırılan işlem denetçisi raporu şartıyla esas sermayenin sıfıra indirilmesine izin veren İsvBK m. 732a dışında, sermayenin azaltılmasına ilişkin iki ülke hukuku arasında önemli bir fark bulunmaz. Sermayenin azaltılmasına ilişkin koşulların düzenlendiği TTK m. 473 uyarınca, “(1) Bir anonim şirket sermayesini azaltarak, azaltılan kısmın yerine geçmek üzere bedelleri tamamen ödenecek yeni paylar çıkarmıyorsa, genel kurul, esas sözleşmenin gerektiği şekilde değiştirilmesini karara bağlar. Genel kurul toplantısına ilişkin çağrı ilanlarında, mektuplarda ve internet sitesi bildiriminde, sermaye azaltılmasına gidilmesinin sebepleri ile azaltmanın amacı ve azaltmanın ne şekilde yapılacağı ayrıntılı bir şekilde ve hesap verme ilkelerine uygun olarak açıklanır. Ayrıca yönetim kurulu bu hususları içeren bir raporu genel kurula sunar, genel kurulca onaylanmış rapor tescil ve ilan edilir. (2) sermayenin azaltılmasına rağmen şirket alacaklılarının haklarını tamamen karşılayacak miktarda aktifin şirkette varlığı belirlenmiş olmadıkça sermayenin azaltılmasına karar verilmez. (3) Genel kurulun kararına 421 inci maddenin üçüncü fıkrasının birinci cümlesi uygulanır. Kararda sermayenin azaltılmasının ne tarzda yapılacağı gösterilir. (4) Esas sermayenin azaltılması sebebiyle kayıtlara göre doğacak defter kârı sadece payların yok edilmesinde kullanılabilir. (5) Sermaye hiçbir suretle 332 nci madde ile belirlenen en az tutardan aşağı indirilemez. (6) Bu madde ile 474 ve 475 inci maddeler, kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılmış sermayenin azaltılmasına kıyas yoluyla uygulanır”. Ayrıca alacaklılara çağrının özel bir prosedüre tabi tutulduğu TTK m. 474 gereği, “(1) genel kurul esas sermayenin azaltılmasına karar verdiği takdirde, yönetim kurulu, bu kararı şirketin internet sitesine koyduktan başka, 35 inci maddede anılan gazetede ve aynı zamanda esas sözleşmede öngörüldüğü şekilde, yedişer gün arayla, üç defa ilan eder. İlanda alacaklılara, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesindeki üçüncü ilandan itibaren iki ay içinde, alacaklarını bildirerek bunların ödenmesini veya teminat altına alınmasını isteyebileceklerini belirtir. Şirketçe bilinen alacaklılara ayrıca çağrı mektupları gönderilir. (2) Sermaye, zararlar sonucunda bilançoda oluşan bir açığı kapatmak amacıyla ve bu açıklar oranında azaltılacak olursa, yönetim kurulunca alacaklıları çağırmaktan ve bunların haklarının ödenmesinden veya teminat altına alınmasından vazgeçilebilir”. Alacaklılara dava hakkı tanınmıştır. Sermaye, ancak alacaklılara verilen sürenin sona ermesinden ve beyan edilen alacakların ödenmesinden veya teminat altına alınmasından sonra azaltılabilir; aksi hâlde alacaklılar şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde sermayenin azaltılması işleminin tescilinin ilan edilmesinden itibaren iki yıl içinde sermayenin azaltılmasının iptali davası açabilirler (TTK m. 475/1-c. 1). Teminatın yetersizliği hâlinde de yargı yolu açıktır (TTK m. 475/1-c. 2).

⁸⁶³ Ferran/Ho, s. 166.

⁸⁶⁴ Bu düzenleme İsvBK m. 732/1’den alınmıştır.

⁸⁶⁵ Pulaşlı, Cilt III, s. 2353. Ayrıca bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

2.5. Türk Hukukundaki Terminaloji Tartışması ve Seçilmiş Bazı Düzenlemeler

Türk hukukunda sermayenin korunması ilkesine ilişkin görüşler dar anlamda “sermaye”nin korunmasıyla geniş anlamda “malvarlığı”nın korunması etrafındaki tartışmalarla şekillenmektedir⁸⁶⁶. POROY ile başlayan doktrin, sermayenin korunması ilkesini malvarlığının korunması ilkesinin içerisinde ayrı bir ilke olarak ele alır⁸⁶⁷. POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU malvarlığının korunması ilkesini daha geniş ele alırlar ve önemli miktarda şirket varlığının toptan satışı için genel kurul kararı zorunluluğuna ilişkin TTK m. 408/2-f’yi, aktifleri satma yetkisi hakkındaki TTK m. 538’i, denetleme raporlarında malvarlığı durumunun gerçeğe uygun yansıtılması suretiyle pay sahiplerine bilgi verilmesini düzenleyen TTK m. 402, m. 403’ü ve finansal tablolara özkaynak değişim tablosunun eklenmesine ilişkin önlemleri malvarlığının korunması ilkesi içerisinde değerlendirirler⁸⁶⁸. Şirketin tüm malvarlığı unsurlarını malvarlığının korunması ilkesi kapsamı içerisinde mütalaa eden KIRCA/ŞEHİRALİ/MANAVGAT’a göre⁸⁶⁹, “*esasen alacaklıları temel alan sermayenin korunması ilkesi, esas sermayenin şirket esas sözleşmesinde sabit bir rakam olarak belirtilmesi, şirketle ticari ilişkiye giren kişilerin bu sermaye miktarından hareketle şirketin mali durumu hakkında bilgi sahibi olması ve buna güvenmesi ile yakından ilgilidir. Bu nedenle, şirketin dışa karşı görünen mali durumu ile fiili durumunun örtüşmesi, bir başka ifade ile şirketin bu sermayeye karşılık gelecek miktarda malvarlığına sahip olması gerekir. Ancak bu, alacaklıları korumaya yönelik asgarî miktardır. Sonuç olarak, anonim şirkette pay sahiplerine dağıtılması engellenen malvarlığı değerlerinin şirket alacaklıları lehine asgarî bir teminat teşkil oluşturduğu, ancak şirket bünyesindeki çıkar grupları bütün olarak değerlendirildiğinde şirketin mali durumunun göstergesi olan bütün malvarlığı unsurlarının korunması gerektiğinin kabulü gerekir*”. Terimsel olarak malvarlığının korunması ilkesini savunan yazarlar, “sermaye” teriminin ilkenin anlamını daralttığını ileri sürerek, korunmak istenenin sadece ortaklığın sermayesi değil, bu sermayenin işletilmesiyle elde edilen tüm malvarlığı unsurları olduğunu kabul ederler ve bu sebeple ilkeyi malvarlığının korunması ilkesi olarak anarlar⁸⁷⁰. Diğer taraftan, SEVİ, karşılaştırmalı hukukta sermayenin korunması

⁸⁶⁶ Tekinalp, Sermayenin Korunması, s. 1689.

⁸⁶⁷ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 287; Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 573; Türk, Kendi Paylarını Edinme, s. 107.

⁸⁶⁸ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 287.

⁸⁶⁹ Kırca/Şehirali/Manavgat, s. 129; benzer şekilde Ansay, s. 37.

⁸⁷⁰ Pash, Ali, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), 2. Bası, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul, 2004, (Pash, Kurumsal Yönetim), s. 217; Tekil, s. 51; Pulaşlı, Cilt I, s. 717; Gürbüz Usluel, Aslı E., Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016, s. 59-62. TTK’daki sermayenin korunmasına ilişkin düzenlemeleri “esas sermayenin muhafazası” olarak adlandıran Hırş, esas sermaye ile şirketin mameleki arasındaki ilişkiyi şu örnekle açıklamıştır: “Esas sermaye ile şirket mameleki arasındaki münasebet bir termometre misali ile daha iyi izah edilebilir. Termometrenin derece taksimatı esas sermayenin cüzümlerini gösterir. Tüpteki civanın hacmi da şirket

ilkesinin esas sermayeyle dağıtımı yasak olan yedek akçelerin toplamının pay sahiplerine dağıtımının yasaklanması anlamında kullanıldığına dikkat çekerek, sermayenin korunması ilkesiyle malvarlığının korunması ilkesi arasında anlam bakımından fark bulunmadığını ifade etmiştir⁸⁷¹. Benzer düşünceyle TÜRK de⁸⁷², dağıtımı yasak olan bağlı malvarlığını “bağlı özkaynaklar” olarak anmış ve bu kavramın doktrinde ifade edilen malvarlığının korunması ilkesi kavramından daha dar ve bazı yazarların kullandığı sermayenin korunması ilkesinden ise daha geniş olduğunun altını çizmiştir. Zira esas sermaye ve dağıtımı yasak olan yedek akçelerin toplamı toplam varlıklardan daha küçük, esas sermayeden ise büyüktür; bu sebeple yazar, “bağlı malvarlığının korunması ilkesi” teriminin en doğru tabir olabileceğini belirtmiştir⁸⁷³. Hollanda doktrininde de bu tartışmayla ilintili bir çalışma bulunur. GEFFEN, esas sermayenin gerçeğe uygun ve tam olarak şirkete getirilmesi ve bunun pay sahiplerine iadesine ilişkin düzenlemeleri A-tipi sermayenin korunması ilkesi, işletmenin devamlılığı bağlamında yeterli özkaynağın sağlanması ve korunmasına ilişkin düzenlemeleri ise B-tipi sermayenin korunması ilkesi olarak ele almıştır⁸⁷⁴. Yazara göre⁸⁷⁵, B-tipi sermayenin korunması ilkesi kapsamında korunan malvarlığı unsurları, ticari hedeflere ulaşmak veya işletmenin devamlılığını sağlamak için ihtiyaç duyulan ve pay sahiplerine dağıtımı mümkün olmayan özkaynaklardır.

Türk hukukundaki bu tartışmanın bir sebebi de İsviçre hukukunun sermayenin korunması ilkesine olan dar yaklaşımıdır. Her ne kadar, İsvBK m. 680/2’de pay sahiplerinin şirkete ödedikleri pay bedellerini geri talep etme haklarının bulunmadığı düzenlenmiş olsa da, bu düzenleme kapsamında pay sahiplerine iadesi yasak olan değerler sınırlı biçimde ele alınmaktadır. Bu noktada İsviçre’deki tartışma, dağıtım kuralları çerçevesinde değil, bağlı malvarlığının tespiti çerçevesinde gerçekleşmektedir. Bir grup yazara göre, korunan değer sermaye ile kanuni yedek akçelerin toplamı olarak ele alınırken; diğer bir grup yazara göre,

mameleki olarak kabul edilecek olursa bunun yüksekliği, şirket mamelekinin şirket esas sermayesi de olan nisbetini gösterir. O halde, anonim şirketi bir hastaya benzetecek olursak bunun sıhhi durumunu anlamak için, mevcudat ve bilânçolardan şirketin mamelekinin meydana çıkarmak ve bunu esas sermayenin nominal kıymetiyle mukayese etmek lazımdır. Meselâ, bir anonim şirketin esas sermayesi 100,000 Türk Lirası farzedilir ve mevcut şirket safi mallarının yekûnu da tesadüfen bu miktara muadil olursa, termometrenin 100 derece göstermesi lazımdır. Şirketin safi malları sayıyla 50.000 veya 33.333 veyahut 0 ise, termometrenin 50, 33½ veya 0’ı göstermesi lazımdır. Termometre 150’yi gösteriyorsa, şirket mallarının mevcudu 150.000 Türk Lirası’dır. Bu hal, şirket esas sermayesinin, yarı fazlasıyla mevcut olduğunu ifade eder. Termometre 100’den aşağıya düşerse, şirketin durumu da bununla mütenasip olarak vehamete doğru gidiyor demektir. Termometre 0’a düşmüş ise, bu hal esas sermayenin tamamen zayi olduğunu fakat şirket borçlarının, şirket mevcudile kapatılabileceğini gösterir. Termometre 0’dan aşağıya meselâ nakıs 10’a düşmüşse, bu hal şirket borçlarının şirket aktifinden fazla olduğunu ve şirketin iflâs etmek üzere bulunduğunu gösterir” (Hirs, s. 266, 267).

⁸⁷¹ Sevi, Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Sermayenin Oluşturulması ve Pay Sahiplerine İade Edilmesi Yasası**, Birinci Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013, (Sevi, İade Edilmesi Yasası), s. 73, 74.

⁸⁷² **Türk**, Kendi Paylarını Edinme, s. 107, 108.

⁸⁷³ **Türk**, Kendi Paylarını Edinme, s. 108.

⁸⁷⁴ **Geffen**, s. 16, 17.

⁸⁷⁵ **Geffen**, s. 17.

koruma altındaki miktar sermaye ile sınırlıdır⁸⁷⁶. İkinci görüş uyarınca, dağıtımı yasak olan yedek akçelerin dağıtılmış olması hâli, sermayenin iadesi yasağına değil, yedek akçelerin kullanımına ilişkin hükümlere aykırılık teşkil edecek ve iade yükümlülüğü, haksız yere alınan kâr payı ve diğer menfaatlerin iadesini öngören İsvBK m. 678 kapsamında gündeme gelebilecektir⁸⁷⁷. Gerçekten Alman hukukundan farklı olarak, İsviçre hukukunda örtülü dağıtımlar meselesi de sermayenin korunması ilkesinin genel kuralları haricinde, özel bir hüküm olarak İsvBK m. 678/2’de düzenlenmiştir⁸⁷⁸. Ancak, belirtmek gerekir ki, söz konusu hâllerde farklı hukuki sonuçların öngörülmüş olması, bu hükümlerin sermayenin korunması ilkesine dayanmadığını göstermez⁸⁷⁹.

Kanaatimce, sermayenin korunması ilkesi Alman hukukundaki gibi geniş yorumlanmalıdır. Sermayenin korunması ilkesi dağıtım kurallarının dışına çıkılması suretiyle pay sahiplerine ve ilişkili taraflara şirket değerlerinin aktarımını yasaklayarak; şirketin tüm malvarlığı değerlerinin korunmasına hizmet etmektedir. Örneğin, TTK m. 480/3’teki (İsvBK m. 680/2) sermayenin iadesi yasağı kapsamında “sermaye”yi sadece esas sermaye ya da esas sermaye + kanunen bağlı yedek akçeler olarak ele alırsak, genel kurulun “sermaye” dışındaki tüm kalemleri dağıtım kurallarına uymaksızın, keyfiyete dayalı olarak -özellikle kontrol sahibi- pay sahiplerine devredebilme imkânı gündeme gelecektir ki; bu durumda dağıtım kurallarının varlığı anlamsızlaşır. Benzer şekilde, TTK m. 391/1-b’deki yönetim kurulunun gözetmekle yükümlü olduğu sermayeyi sadece esas sermaye ya da esas sermaye + kanunen bağlı yedek akçeler olarak dikkate aldığımızda, yönetim kurulunun bu kalemlerin dışındaki tüm malvarlığı unsurlarını -özellikle kontrol sahibi- pay sahiplerine dağıtabilmesinin önü açılmış olur ki; bu olgu örtülü dağıtımlara⁸⁸⁰ meşru zemin sağlayabileceği gibi dağıtım yetkisinin ve görevinin genel kurula verilmesi başta olmak üzere dağıtım kurallarını açıklaması güç hukuk normları hâline getirir. Bu tür değer aktarımlarını sermayenin korunması ilkesinden bağımsız şekilde, dağıtım kurallarının ihlali olarak ele alarak yaptırıma bağlama yaklaşımı ise, esas sermaye sisteminde dağıtım kurallarının sermayenin korunması ilkesinin bir unsuru olduğunu göz ardı etmek anlamına gelir. Gerçekten bir yatırımcı olarak pay sahibi bu yatırımın kazancını, ayrıksı hükümler saklı kalmak kaydıyla, sadece dağıtım kuralları çerçevesinde elde edebilir. Başka bir ifadeyle, şirketten pay sahiplerine

⁸⁷⁶ **Toroman Çolgar**, s. 44 ve yazarın dn. 163, 164 ve 165’te belirttiği çalışmalar.

⁸⁷⁷ **Toroman Çolgar**, s. 45 ve yazarın dn. 166’da belirttiği çalışma.

⁸⁷⁸ Benzer şekilde, Türk hukukunda da aslında sermayenin korunması ilkesinin bir uzantısı olan örtülü dağıtım yasağı “örtülü kazanç aktarımı yasağı” başlıklı SerPK m. 21’de düzenlenmiştir.

⁸⁷⁹ **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1030, 1031.

⁸⁸⁰ Kanaatimce, İsviçre hukukunda sermayenin korunması ilkesine yüklenen dar anlamlar sebebiyle, örtülü dağıtım meselesi özel bir hüküm olarak İsvBK m. 678/2’de düzenlenmiştir. SerPK m. 21 de bu dar yaklaşımın Türk hukukuna yansımadır.

aktarılabilecek olan değerler dağıtım kurallarına bağlanmıştır. Dağıtım kurallarını ihlal eden herhangi bir dağıtım⁸⁸¹, kural olarak sermayenin korunması ilkesine aykırıdır. Ancak, kâr dağıtım kararı usulüne uygun biçimde, bilanço düzenlenerek ve gerekli nisapla genel kurul tarafından alınmışsa, bilançoda gösterilen haksız kârın dağıtımı ilk bakışta sermayenin korunması ilkesinin ağır ihlali anlamına gelmez. Zira şeklen dağıtım kurallarına sadık olan bir dağıtım yapılmıştır. Bu noktada bilançonun gerçeği yansıtmadığına ilişkin iddialar konuya ilişkin özel hüküm olan TTK m. 512/1 kapsamında dikkate alınır ve iddianın ispatı hâlinde kötüniyetli pay sahiplerinin iade yükümlülüğü doğar. TTK m. 512'nin de sermayenin korunması ilkesinden kaynaklı, ancak ilkeyi yumuşatan bir düzenleme olduğu dikkatten kaçırılmamalıdır. Nitekim TTK m. 512 de şirket değerlerinin korunmasına hizmet etmektedir. Buna karşın, daha önce de belirtildiği üzere⁸⁸², gerçeğe aykırı bilançoya dayanan bir dağıtım kanunen bağlı özkaynakların (esas sermaye + dağıtım yasak olan yedek akçelerin) pay sahiplerine aktarımına yol açmışsa dağıtım ile ilişkin genel kurul kararı özel hüküm niteliğinde olan TTK m. 447/1-c gereği batıldır. Kâr payı ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir (TTK m. 509/2). Dağıtım kurallarının çekirdeğini oluşturan kanunen bağlı özkaynakların dağıtımının yasaklanması sermayenin korunması ilkesinin merkez unsurudur. Bu çekirdeğin dışındaki malvarlığı kalemlerinin dağıtımı ise, usulüne uygun gerçekleştikçe her zaman geçerlidir. Usule uygun, ancak gerçeğe aykırı bilanço sebebiyle gerçekleşen kâr payı ödemesi gerçekte kanunen bağlı özkaynaklara zarar vermese bile, sermayenin korunması ilkesinin alacaklıların yanısıra pay sahiplerini koruyucu işlevi gereği hukuka aykırıdır⁸⁸³. Ancak, bu tür kanunen bağlı özkaynaklara zarar vermeyen bir dağıtım, dağıtım kurallarının ağır ihlali değildir ve sermayenin korunması ilkesinin merkezine zarar vermemektedir. Bu tür dağıtımlarda piyasaların işleme olan güveninin korunması gerekir. Özellikle borsaya kote şirketlerdeki payların el değiştirme hızı dikkate alındığında, iyiniyetli pay sahiplerinin korunması menkul kıymetler borsasının bir ihtiyacıdır. Kanun koyucu da bu ihtiyaca cevaben, sermayenin korunması ilkesini iyiniyetli pay sahipleri lehine esneten bir hüküm olarak TTK m. 512/1'i tesis etmiştir. MBCA'da da hukuka aykırı dağıtımlarda benzer bir yaklaşım benimsenmiş ve yöneticilerin, kötüniyetli pay sahiplerinin elde ettiği hukuka aykırı miktarı geri alma yetkisi de dâhil olmak üzere hukuki sorumluluğu düzenlenmiştir (MBCA § 8.33). Dağıtım ile ilişkin kurallara riayet edilmeksizin yapılan kâr dağıtımıysa, hem sermayenin korunması ilkesine hem de bu ilke kapsamındaki dağıtım kurallarına aykırılık

⁸⁸¹ Dağıtımla kestedilen, herhangi bir isim altında şirketten pay sahiplerine yapılabilecek olan tüm değer transferleridir.

⁸⁸² Bkz. "Kâr Payı Dağıtımında Hukuka Aykırılık".

⁸⁸³ Sermayenin korunması ilkesinin eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin uygulanmasını gerektirdiğine ilişkin bkz. "Esas Sermayenin İşlevleri/Pay Sahiplerini Koruma İşlevi".

sebebiyle batıldır. Bu kapsamda, örneğin, yönetim kurulunun yetkisi ve görevi olmamasına rağmen ivazsız biçimde bir pay sahibine şirket değerini aktarımı sermayenin korunması ilkesine aykırılık oluşturur ve ilgili işlem batıldır. Yönetim kurulunun bu dağıtımda bilançodaki kârı gözetmesi de hukuki sonucu değiştirmez. Aynı şekilde, genel kurulun bilançoya dayanmadan aldığı bir kâr dağıtım kararı da batıldır. Şirket, dağıtım kuralları kapsamında gerçeğe uygun biçimde düzenlenmiş bilançoya dayanarak, dağıtım mümkün olan tüm malvarlığı unsurlarını pay sahiplerine dağıtabilir. Bu kurallara uygun olan dağıtım yasaklayan bir düzenleme bulunmaz ve böyle bir dağıtım kararına itiraz edilemez. Bunun dışında, sermayenin korunması ilkesinin ticari kararlar sebebiyle şirketin malvarlığı unsurlarını kaybetmesini yasaklayıcı bir fonksiyonu yoktur ve bu yönde yasaklayıcı herhangi bir düzenleme de düşünülemez; aksi düşüncede, şirketin hiçbir koşulda malvarlığı unsurlarını kaybetmemesi gerekir ki, bu beklenti ticaretin doğasına aykırıdır. Yönetim kurulu üyelerinin ve yönetimle görevli üçüncü kişilerin özen yükümlülüğüne aykırı kararları sebebiyle uğranılan zararlardan sorumlu oldukları ve sermayenin korunması ilkesinin şirketle pay sahipleri ve ilişkili taraflar arasındaki malvarlığı unsurlarının transferlerini kurallara (= dağıtım kurallarına) bağladığı dikkate alındığında, “malvarlığının korunması ilkesi” olarak ifade edilen kavramın içeriğinin doldurulması güçleşmekte ve bu kavramın ihtiyaç olup olmadığını düşünmeye sevk etmektedir. Ayrıca, malvarlığı kavramı hem aktifleri hem de pasifleri kapsar. Pasiflerin korunması mantığa uygun değildir. Pasiflerin karşılığını teşkil eden varlıkların korunması ise, karşılaştırmalı hukukta da kabul gören sermayenin korunması ilkesiyle çözüme kavuşturulmuştur. Kanaatimce, malvarlığının korunması adında bir ilke karşılaştırmalı hukukla uyumlu olmadığı gibi, şirketin tüm malvarlığı unsurları üzerinde tasarruf yetkisinin sınırlandırıldığı yönünde yanlış bir algıya da yol açmaktadır.

2.5.1. Sermayenin Korunması Hükümlerine Aykırılık Sebebiyle Batıl Genel Kurul Kararları (TTK m. 447/1-c)

Sermayenin korunması hükümlerini ihlal eden genel kurul kararları batıldır (TTK m. 447/1-c/İsvBK m. 706b/1-3). Bu bağlamda, itibari değerinin altında pay ihracı yasağına ilişkin TTK m. 347/1'e, TTK m. 510 hariç olmak üzere sermaye için faiz ödenemeyeceğine ve kâr payının ancak net dönem kârından ve serbest yedek akçelerden yapılabileceğine ilişkin TTK m. 509'a, şirketin kendi paylarını TTK m. 379 vd. hükümlerine aykırı bir şekilde iktisabına ve rehin olarak kabulüne, bedelleri tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı pay senedi çıkarılamayacağına dair TTK m. 484/2'ye, pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağına dair TTK m. 358'e, yönetim kurulu üyelerinin ve yakınlarının şirkete borçlanma

koşullarına ilişkin TTK m. 395'e, iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımını hariç payların nakit bedelleri tamamen ödenmediği sürece sermayenin artırılmayacağına dair TTK m. 456/1'e aykırı genel kurul kararları batıldır⁸⁸⁴. Ayrıca, pay sahiplerinin sermaye koyma borcunu ibrasını veya ödenen sermayenin iadesini konu edinen genel kurul kararları da batıldır.

İsviçre'de sermayenin korunması ilkesine aykırılık sebebiyle batıl genel kurul kararlarının düzenlendiği İsvBK m. 706b/1-c ve batıl yönetim kurulu kararlarının düzenlendiği İsvBK m. 714 kapsamında yaptırımın uygulama alanı konusunda bir tartışma söz konusudur⁸⁸⁵. TEKİNALP, İsviçre'de bağlı malvarlığını sermaye ile kanuni yedek akçelere özgüleyen yazarların, usulüne uygun olmayan kâr dağıtımlarında genel kurul kararının batıl sayılacağını; buna karşılık, haksız yere ve kötüniyetle kâr dağıtıldığı takdirde, genel kurul kararının batıl sayılmayacağını, bu durumda pay sahiplerinin kötüniyetli olmaları hâlinde iade yükümlülüğünün doğacağını belirttiklerini aktarmıştır⁸⁸⁶. Ayrıca, TEKİNALP, ilkeyi sadece sermayeye özgüleyen başka bir grup yazarın ise, kanunda öngörülen şartlara uyulmadan gerçekleşen kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararının batıl sayılacağını savunduklarını ifade etmiştir⁸⁸⁷.

Şirketin kanunen bağlı özkaynaklarına (esas sermaye + dağıtımı yasak olan yedek akçelerin) zarar veren kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararı şeklen hukuka uygun olarak alınmış olsa bile batıldır. Bilançoya dayanmayan ya da ayrılması zorunlu yedek akçeler ayrılmadan alınan kâr dağıtımı kararıysa kanunen bağlı özkaynaklara zarar versin veya vermesin, dağıtım kurallarını dolaşmak anlamına geldiği için sermayenin korunması ilkesinin ihlalidir ve batıldır.

Son olarak, genel kurul kararıyla örtülü dağıtım gerçekleşmişse, bu genel kurul kararı batıldır. Örneğin, TTK m. 408/2-f uyarınca, önemli miktarda şirket varlığının toptan satışında yetkili olan genel kurul, bedelsiz ya da yetersiz ivaz karşılığında şirket varlıklarını toptan biçimde pay sahibine veya ilişkili tarafa satmışsa, buna ilişkin karar batıldır.

2.5.2. Sermayenin Korunması İlkesini Gözetmeyen Batıl Yönetim Kurulu Kararları (TTK m. 391/1-b)

TTK m. 391/1-b ve İsvBK m. 714'teki atıf sebebiyle İsvBK m. 706b/1-3 uyarınca, sermayenin korunması ilkesini ihlal eden yönetim kurulu kararları batıldır. Örneğin, yönetim kurulu tarafından genel kurula sunulan itibarî değerinin altında pay ihracı teklifi veya şirketin

⁸⁸⁴ **Moroğlu**, Hükümsüzlük, s. 170, 171; **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1030 ve yazarın dn. 578'te belirttiği çalışmalar.

⁸⁸⁵ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s. 1691, 1692.

⁸⁸⁶ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s. 1691, 1692.

⁸⁸⁷ **Tekinalp**, Sermayenin Korunması, s. 1692.

malvarlığı unsurlarından ödenmek üzere pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına ilişkin yönetim kurulu kararı batıldır⁸⁸⁸. Kâr dağıtım yetkisinin genel kurulda bulunduğu göz önünde tutulursa yönetim kurulunun bu yönde karar alması, kural olarak sermayenin korunması ilkesinin ihlaline yol açacaktır. Ayrıca, yönetim kurulunun örtülü dağıtım teşkil edecek biçimde şirketin malvarlığı unsurlarını pay sahiplerine veya ilişkili taraflara aktarmasına yol açacak kararları da batıldır.

2.5.3. Şirkete Borçlanma Yasağı (TTK m. 358 ve m. 395/2)

Pay sahipleri, sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş borçlarını ifa etmedikçe ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârı geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeyde olmadıkça şirkete borçlanamaz (TTK m. 358). Ayrıca, TTK m. 395/2 uyarınca, *“pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmayan 393 üncü maddede sayılan yakınları⁸⁸⁹ şirkete nakit borçlanamaz. Bu kişiler için şirket kefalet, garanti ve teminat veremez, sorumluluk yüklenemez, bunların borçlarını devralamaz. Aksi hâlde, şirkete borçlanılan tutar için şirket alacaklıları bu kişileri, şirketin yükümlendirildiği tutarda şirket borçları için doğrudan takip edebilir”*. Eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin şirkete borçlanma imkânının uygulanmasını zora sokacağı düşünülebilir. Ancak, ilke paysahiplerinin “paysahibi” sıfat ve konumlarıyla ilgili olduğu için, şirket dışı işlemleri düzenleyen bir hüküm olan 358 inci maddeye uygulanmaz (TTK m. 357 Gerekçesi). Şu durumda, TTK m. 358 gerekçesiyle birlikte yorumlandığında, pay sahiplerini şirkete borçlandıran işlemlerin bağımsız iki kişi arasındaki şartlarda gerçekleştirilebilecek olan işlemler olarak tasarlandığı ve bu işlemlerle pay sahibinin pay sahipliği konumunu avantaj olarak kullanmak suretiyle menfaat sağlayabilmesinin mümkün olmadığı sonucuna ulaşırız.

Pay sahibinin şirkete borçlanmasını konu edinen işlemlerde AktG § 57/1-c. 3’te düzenlenen şirketin tam değerinde bir karşı edim veya talep hakkı elde etmesi şartına benzer bir düzenleme TTK’da bulunmadığı için, şirketin işlem karşılığında elde edeceği ivazın yeterliliğinin tespitinde arm’s length ölçütünü dikkate almak en sağlıklı çözüm olacaktır. Aksi hâlde, düzenlemede alacaklılar için bir güvence teşkil etmek üzere borçlanmanın şartları olarak pay sahiplerinin sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş tüm borçlarını yerine getirmesi ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârının geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeyde olması öngörülmüş olsa da bu tür işlemler bazı pay sahiplerine imtiyaz tanınması yolunu açarak, pay sahipleri arasında eşitsizliğe sebep olabilir. Bu da eşit işlem

⁸⁸⁸ **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1344 ve yazarın dn. 1429’ta belirttiği çalışmalar.

⁸⁸⁹ Yönetim kurulu üyesi, kendisinin şirket dışı kişisel menfaatiyle veya alt ve üst soyundan birinin ya da eşinin yahut üçüncü derece dâhil üçüncü dereceye kadar kan ve kayın hısımlarından birinin, kişisel ve şirket dışı menfaatiyle şirketin menfaatinin çatıştığı konulara ilişkin müzakerelere katılamaz (TTK m. 393/1).

ilkesinin ihlali sonucunu doğurabilir. Nitekim gerekçede pay sahiplerinin şirkete borçlanmasını konu edinen işlemlerin pay sahiplerinin pay sahibi sıfatıyla ve konumuyla ilgili olarak değil şirket dışı bir işlem gibi ele alınmış olması, bu tür işlemlerin bağımsız iki kişi arasındaki koşullarda gerçekleşmesi beklentisini ifade eder ve bu da arm's length ölçütünü gerektirir⁸⁹⁰.

Son olarak, nakit havuzu (*cash pooling*)⁸⁹¹ yöntemi için Türk hukukunda bir düzenleme olmaması sebebiyle havuzun somut olaya göre TTK m. 358 kapsamında ele alınması gerektiği ifade edilir⁸⁹².

2.6. Esas Sermaye Sistemi ve Sermayenin Korunması İlkesinin Yararları, Sakıncaları ve Eleştirileri

2.6.1. Yararları

Sermayenin korunması ilkesi vekâlet maliyetlerinin (*agency costs*) azalmasına katkıda bulunur⁸⁹³. Nitekim ilke alacaklıları pay sahipleri karşısında öncelikli kabul ederek, pay sahiplerinin keyfiyete dayalı biçimde şirketten malvarlığı unsuru elde etmesini önler.

Esas sermaye sistemi sermayenin korunması hükümleri kapsamında çeşitli kısıtlamalar yoluyla özkaynak oluşturarak öncelikle şirketi korur⁸⁹⁴. Asgarî sermaye kavramıyla⁸⁹⁵ esas sermaye sistemini birbirinden ayıran MÄNTYSAARI'ye göre⁸⁹⁶, esas sermaye sistemi, azınlık pay sahiplerini korumak için tasarlanmıştır ve dolaylı olarak, alacaklıları korur. Yazara göre, bu sistem, öncelikli olarak bir risk yönetimi ve kurumsal yönetim aracı olmasına rağmen, genellikle başarılı veya başarısız bir alacaklı koruma mekanizması olarak değerlendirilmektedir⁸⁹⁷. MÄNTYSAARI, esas sermaye sistemine sadece alacaklıların korunması açısından yaklaşılması hâlinde bu sistemin kavranamayacağı görüşündedir⁸⁹⁸. Gerçekten esas sermayenin pay sahiplerini koruma ve pay sahipliği hakları bakımından ölçü

⁸⁹⁰ Şirkete borçlanma yasağı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. TOROMAN ÇOLGAR'ın anılan eseri.

⁸⁹¹ Şirketler topluluğundaki ortaklıkların bir ortaklık veya bir bankada açtıkları ortak kullanım hesaplarını bir havuz gibi kullanmalarına ve bu kapsamda nakit fazlası olan şirketlerin bu fazlalıkları nakde gereksinim duyan şirketlerin kullanımına sunabilmesine olanak veren nakit yöntemi sistemidir (**Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 325**). Nakit havuzu yöntemi için ayrıca bkz. Tanyeri, Bilal, **Nakit Havuzlama (Cash Pooling) Yöntemi İle Örtülü Kazanç Aktarımı**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2013.

⁸⁹² **Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar I, s. 325**.

⁸⁹³ Bkz. "Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?".

⁸⁹⁴ **Mäntysaari, Vol. III, s. 142**.

⁸⁹⁵ Asgarî sermaye kavramı, esas sermaye sisteminin bir unsurudur.

⁸⁹⁶ **Mäntysaari, Vol. III, s. 142**.

⁸⁹⁷ **Mäntysaari, Vol. III, s. 142**.

⁸⁹⁸ **Mäntysaari, Vol. III, s. 142**.

olma işlevleri dikkate alındığında esas sermaye sisteminin alacaklıların korunması amacının ötesinde hedefleri olduğu açıktır.

Esas sermaye sistemi içerisinde yer alan asgarî sermaye unsurunun birincil amacı alacaklıların korunmasıdır. Ancak, esas sermaye sisteminde alacaklıların korunması için asgarî sabit bir sermayenin oluşturulması ve bu sermayenin korunması amaçlardan sadece biridir. Anonim şirketlerin genellikle ticari işletme işlettikleri göz önünde bulundurulduğunda, işletmenin sürekliliği⁸⁹⁹ (*going concern*) için şirketin finansman kaynağına ihtiyacı vardır. Esas sermaye sistemiyle, özkaynakların oluşturulması ve korunması güvence altına alınmaya çalışılarak, işletmenin sürekliliği sağlayabilmesi amacıyla finansman ihtiyacının karşılanmasına çözüm bulmaya çalışılmıştır.

Sermayenin korunması ilkesi pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımı kurallara bağlar; bu kuralların dışına çıkılması yoluyla şirket değerlerinin pay sahiplerine devredilmesini yasaklar. Pay sahiplerine yapılabilecek olan dağıtımlar, cari dönemin toplam muhasebe kârı ve geçmiş dönemlerden birikmiş olan dağıtılmamış kârlar ile sınırlıdır⁹⁰⁰. Muhasebe kârları amortisman, tükenme payları ve gelecekteki zararlar için karşılıklar gibi tahakkukları dikkate alarak yatırım yapılan sermayenin korunmasını sağlar⁹⁰¹. Nitekim bu sistemin öngördüğü dağıtım kuralları şirketin temerrüde maruz kalma riskini azaltır⁹⁰².

Esas sermaye sisteminin ve bu sistemin bir unsuru olarak sermayenin korunması ilkesinin yararlarına ve sistemin değiştirilmemesine ilişkin görüşler şöyle özetlenebilir⁹⁰³:

- 1- Esas sermaye sistemi önleyici koruma sağlar.
- 2- Esas sermaye, sözleşmeyle aynı etkiye sahiptir; ancak bu sözleşme tüm alacaklılar için yapılmıştır ve bu nedenle, kendileri için sözleşme müzakereleri yapamayan zayıf alacaklılar için değerlidir⁹⁰⁴. Ayrıca, tüm alacaklıları, koruyucu kayıtlar sağlamak için gerçekleştirilecek sözleşme müzakerelerinin sebep olacağı işlem maliyetlerinden kurtarır.

⁸⁹⁹ Ticari işletmelerin süreklilik unsurunu, gelir sağlama unsuruna yönelik olarak ele alan İsviçre Ticaret Sicili Tüzüğü 2/b'ye karşılık; TTK'da sözü edilen süreklilik unsuru, ticari işletmede yürütülen faaliyetlerle ilgilidir (Arkan, Sabih, **Ticari İşletme Hukuku**, Yirmi Dördüncü Bası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2018, s. 31). Süreklilik unsuru genel olarak, ticari işletmenin öngörülebilir gelecekte faaliyetini sürdürebileceği varsayımını ifade eder (Yıldız, Faruk Onur, **İşletmelerde Borca Batıklık ve Süreklilik Denetimi**, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, İstanbul, 2017, s. 98).

⁹⁰⁰ Kuhner, s. 349.

⁹⁰¹ Kuhner, s. 349.

⁹⁰² Armour, Legal Capital, s. 11; Engert, s. 649.

⁹⁰³ Lutter, s. 1-14; Ferran/Ho, s. 157, 158. FERRAN/HO, anılan çalışmasındaki atıf yaptığım bölümde, meseleye taraf olmadan doktrindeki görüşleri sunmuştur. Esas sermaye sistemi ve bu kapsamda sermayenin korunması ilkesinin yararlarına "Esas Sermaye Sisteminin İşlevleri" başlığında yer verildiği için bu bölümde ayrıntılı açıklamalar yapılmamıştır.

⁹⁰⁴ Esas sermaye sisteminin özellikle düzenleyici olmayan alacaklıları korumak için önemli bir işleve sahip olduğu ifade edilir. Bkz. "Sözleşme".

- 3- Esas sermaye sistemi, özellikle bir devralma işleminden sonra, bir şirketin yağmalanmasını önler⁹⁰⁵.
- 4- Dağıtım kısıtlamaları, yönetim kurulunu pay sahiplerinin baskısına karşı korur.
- 5- Esas sermaye sistemi ile sınırlandırılan dağıtımların, kısa vadeli borç ödeme gücü testinden (*solvency test*) daha uzun vadeli etkisi vardır⁹⁰⁶.
- 6- Esas sermaye sistemi yerine, ödeme gücü testlerine (*solvency tests*) daha fazla itimat etme konusunda güvenilir bir değişim, yönetim (yönetim kurulu ve yönetimle görevli üçüncü kişiler) için sorumluluk kurallarının genişlemesini ve çok daha sıkı bir şekilde uygulanmasını gerektirecektir⁹⁰⁷.
- 7- Esas sermaye sistemi, Avrupa hukuk kültürüne derinden yerleşmiştir ve belirsiz yararlar için uyarılma maliyetleri gerektirecek herhangi bir değişiklik, büyük bir karışıklığa yol açacaktır.
- 8- Sistemin en önemli yararlarından biri, alacaklıların istismar edilmesi potansiyelinin dağıtım kurallarıyla ve özellikle “örtülü dağıtım” yasağıyla sınırlandırılmasıdır⁹⁰⁸.
- 9- Asgarî sermaye gereksinimi, şirketin kurulmasından önce “ciddiyet testi” olarak işlev gösterir⁹⁰⁹.

2.6.2. Sakıncaları ve Eleştiriler

Esas sermayeye yöneltile eleştirilerin kaynağını daha iyi kavrayabilmek için bu kavramı büyük oranda terk eden ABD’yi incelemek yerinde olacaktır. Nitekim esas sermaye sisteminin karşıtları, günümüz ABD pratiğinde⁹¹⁰ bir kanuni sermaye sisteminin bulunmadığına işaret etmektedir⁹¹¹. “The Committee of the Business Law Section of the American Bar Association” (*Amerikan Barolar Birliği Ticaret Hukuku Bölümü Komitesi*)

⁹⁰⁵ Konuyla ilgili olarak “asset stripping” (*varlık sıyırma*) sorunu “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?” başlığı altında incelenmiştir. Ayrıca, konuyla ilgili diğer bir mesele olan finansal yardım ise, tezin ikinci bölümünde ele alınmıştır.

⁹⁰⁶ Esas sermaye sisteminin kabul görmediği sistemlerde, pay sahiplerine dağıtım yapılabilmesi için öngörülen borç ödeme gücüne dayalı testler (*solvency based tests*) gereği, şirketin dağıtım yapabilmesi için dağıtım sonrası vadesi gelen borçlarını ödeyebiliyor olması gerekir. Örneğin, CCC’deki ödeme gücü testi uyarınca, dönen varlıkların kısa vadeli (genellikle 1 yıl içerisindeki) borçları karşılaması gerekir. Esas sermaye sisteminde ise, dağıtım sonrasında, esas sermaye miktarının ve kanunen bağlı yedek akçelerin korunuyor olması gerekir.

⁹⁰⁷ Pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarının artış gösterdiği evre olarak şirketin iflasa yaklaştığı dönemlere ilişkin risklere karşı iflas hukuku kapsamında yöneticilere getirilen yükümlülükler dikkat çekicidir. Bkz. “İflasın Eşiğinde Olan Şirketlerde Yönetici Davranışları ve Sorumlulukları”.

⁹⁰⁸ **Mülbert/Birke**, s. 721.

⁹⁰⁹ **Mülbert/Birke**, s. 721. Ancak, asgarî sermaye miktarının düşük belirlenmesi bu işlevin temin edilip edilmediği yönünde soru işareti bırakır.

⁹¹⁰ Günümüz ABD’inde sermayeye ilişkin kurallar büyük oranda yürürlükten kaldırılmıştır.

⁹¹¹ **Enriques/Macey**, s. 1185; ayrıntılı bilgi için bkz. **Manning/Hanks**. Karşıt görüşe dikkat çeken bkz. **Mülbert/Birke**, s. 697.

tarafından 1984'te yayınlanan “Revised Model Business Corporation Act” (*Gözden Geçirilmiş Model Ticaret Şirketleri Kanunu*)⁹¹², kanuni sermaye (Türkiye'deki karşılığı ile esas sermaye) ve itibarî değer kavramlarını tamamıyla terk eden bir sistem öngörmektedir⁹¹³. Model kanun, pay sahiplerinin katılma paylarını koruyan kuralları basitleştiren ve esnekleştiren bir sistem düzenler⁹¹⁴. Modelin içerdiği dağıtım koşulları gereği: 1- Dağıtımdan sonra, şirket, işlerin normal seyri çerçevesinde vadesi gelen borçlarını ödeyemez konuma gelmemeli⁹¹⁵, 2- dağıtımdan sonra şirketin toplam aktifleri, yükümlülüklerinin toplamından daha az olmamalıdır⁹¹⁶. ABD'de yaklaşık otuz eyalette anılan model kanun, genel şirketler kanunu olarak benimsenmiştir⁹¹⁷.

KÜBLER, ABD'de yaptığı araştırmalara dayanarak, esas sermayeye ilişkin kuralların yeniden takdim edilmesi gerektiği yönünde bir görüşe rastlamadığını ifade etmiştir⁹¹⁸. Buna karşın, İngiltere hariç AB üyesi ülkeler, güçlü bir şekilde İkinci Yönerge'yle öngörülen sermaye sisteminin değiştirilmesine karşı duruş sergilemiştir⁹¹⁹. KÜBLER'in, ABD ile Avrupa'nın farklı yaklaşımlarının gerekçelerini gözler önüne serdiği şu tespitleri dikkat çekicidir⁹²⁰: “ABD'de sadece Amerikalı bilim insanları değil, giderek artan bir şekilde kanun koyucular ve mahkemeler de şirketi, bir sözleşmeler ağı olarak algılamaktadır. Sözleşmeye dayalı ilişki örtülü ve aynı zamanda kusurlu olabilir. Bu, özellikle pay sahipleri için geçerlidir: Onlar başarı veya başarısızlığın uzun vadeli bakiye riskini (*residual risk*) taşırlar. Bu nedenle, şirketi kendi menfaatleri doğrultusunda kontrol etme ve yönetme gücünü elinde tutarlar. Muhasebe standartları, onlara yönetimi kontrol etme ve yatırım kararlarını verme noktasında zorunlu olarak bilgi sağlama amacıyla tasarlanmıştır. ABD'de çok sayıda şirket mülkiyet hakkını kitlelere yayar; ancak yöneticiler ve yönetimle görevli kişiler icra olunabilir

⁹¹² Anılan kanundan 1994 yılında “revised” sözcüğü çıkarılmıştır (KPMG, s. 156 dn. 11). Bu sebeple, Model Business Corporation Act kısaca MBCA olarak anılacaktır.

⁹¹³ Manning/Hanks, s. 182; Mülbert/Birke, s. 697, 698 dn. 10.

⁹¹⁴ Mülbert/Birke, s. 698.

⁹¹⁵ Bu teste Türkçe'ye “özkaynak ödeme gücü testi” olarak çevirebileceğimiz “equity solvency test” denilir (Manning/Hanks, s. 187-189). MÜLBERT/BIRKE bu testi “insolvency test” (*aciz hâli testi*) olarak ifade etmiştir (Mülbert/Birke, s. 698).

⁹¹⁶ Bu teste Türkçe'ye “bilanço (net malvarlığı) testi” olarak çevirebileceğimiz “balance sheet (net assets) test” denilir (Manning/Hanks, s. 189-191). MÜLBERT/BIRKE bu testi “adjusted net worth test” (*ayarlanmış net değer testi*) olarak ifade eder (Mülbert/Birke, s. 698). MANNING/HANKS de model kanundaki ilgili hükmün (Section 6.40(c)-2) ayarlanmış net değer testini düzenleme altına aldığını belirtmiştir.

⁹¹⁷ Manning/Hanks, s. 181.

⁹¹⁸ Kübler, The Rules of Capital, s. 103.

⁹¹⁹ Kübler, The Rules of Capital, s. 103. Ancak, İkinci Yönerge'de değişiklik hakkındaki 2006/68 sayılı AB Yönergesi'nde ve bu yönergeleri yürürlükten kaldıran sonraki yönergelerde ve bu bağlamda günümüzde yürürlükte bulunan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde şirketin kendi paylarını iktisabı gibi konularda geri adım atılarak daha esnek düzenlemeler benimsenmiştir.

⁹²⁰ Kübler, The Rules of Capital, s. 103, 104.

güvene dayalı görevleriyle (fiduciary duties)⁹²¹ bağlıdır. Yatırımcıların düzenli biçimde özkaynağa katkıda bulunması, borç yoluyla finansmanın önemini azaltmaktadır. Alacaklılar homojen bir grup olarak görülmez. Sözleşme alacaklılarının kendileri açısından en iyi sözleşmeyi sağlayabilmek için müzakereler yoluyla riskleri yönetebilecekleri düşünülür; bu sözleşmelerin, şirket yönetiminin izlenmesine katkıda bulunması beklenir. Haksız fiil alacaklıları ise, sigorta veya şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması suretiyle korunabilir. Şirketlerin kuruluş yerlerini kendilerinin tayin edebilmesi, ABD eyaletlerini daha elverişli hukuk kuralları (favourable laws) tesis etme hususunda yarışa sokmuştur ve bu kanun koyucu rekabeti (legislative competition), sermaye kurallarının aşamalı olarak kaldırılmasında önemli bir faktör olmuştur. Günümüzde bu, genellikle bir sıcak karşılama etkisi (welcome effect) olarak kabul edilmektedir”. Buna karşın, Avrupa’da “borç finansmanı ve otofinansman şirketin önemli kaynakları arasındadır; alacaklıların yönetimin performansını izlemeleri beklenmez. Tüm alacaklılar homojen bir grup olarak görülür ve hepsi sermayeye ilişkin aynı kurallar tarafından korunur. Özkaynak için piyasalar az gelişmiştir. Gerçek anlamda halka açık şirket sayısı çok azdır: Borsaya kote şirketlerin bile, mülkiyet hakkı yoğunlaşma eğilimindedir. Şirketlerin kontrolüne yönelik bir pazar yoktur veya çok küçüktür. Sermayeye ilişkin kurallar emredicidir. Bu ve başkaca sebeplerden ötürü; Avrupa Topluluğu’nda kanun koyucu rekabeti istenmemektedir ve sermaye kuralları da dâhil olmak üzere şirketler hukukunun tüm üye ülkelerde uyumlaştırılması Avrupa Topluluğu politikalarının önemli bir amacıdır”. Gerçekten günümüzde esas sermaye sisteminin ve bu bağlamda özellikle sermayenin korunması ilkesinin menkul kıymetler piyasalarının baskısı altında olduğuna dikkat çekilmektedir⁹²². Zira ilke menkul kıymetler piyasalarının gerekleriyle tam uyumlu değildir. Özellikle bu piyasaların gelişmiş olduğu ABD’nin Türkiye ve Avrupa için potansiyel bir gelecek sunduğunu kabul etmek gerekir⁹²³. Son elli yılı aşkın bir zaman dilimi süresince, ABD’de asgarî sermaye ve dağıtımların sınırlandırılmasına ilişkin Türkiye ve Avrupa’dakine benzer kurallar aşamalı olarak kaldırılmış ve bu kuralların yerini şirketin finansal durumu hakkında alacaklılara bilgi veren kamuyu aydınlatma merkezli bir sistemle şirket ödemedi aciz duruma yaklaştığında dağıtımları sınırlandıran iflas kuralları almıştır⁹²⁴.

⁹²¹ “Fiduciary duties” (güvene dayalı görevler) kapsamında, yöneticilerin ve yönetimle görevli kişilerin şirketin menfaatini en iyi şekilde koruması beklenir.

⁹²² Ferran, Eilís, “Legal Capital Rules and Modern Securities Markets – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets”, **Capital Markets and Company Law**, Edited by Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy, First Published, Oxford University Press, New York, 2003, pp. 115-143, (Ferran, Legal Capital Rules); Kübler, The Rules of Capital.

⁹²³ Cahn/Donald, s. 220.

⁹²⁴ Cahn/Donald, s. 220.

İkinci Yönerge’de öngörülerek tüm Avrupa Ekonomi Topluluğu’na (günümüzdeki karşılığıyla AB’ye) üye ülkelerde geçerli hâle gelen esas sermaye sistemine yapılan önemli bir eleştiri⁹²⁵, bu sistemin alacaklılara dikkat çekici ölçüde fayda sağlamadığı, bazı durumlarda belirli alacaklılara zarar bile verebildiği, şirketlerin finansal yapılarını katılaştırdığı, onlara zorlu muameleler yüklediği ve “işe yaramaz” bilirkişi raporları ve kanuni tavsiyeler için ödeme yapmaya zorlamak suretiyle haksız yükler getirdiği iddialarıdır. Alacaklıların çıkarlarını korumak için daha etkili yolların olduğunu belirten ENRIQUES/MACEY⁹²⁶, ABD’de olduğu gibi sözleşme yöntemini ve hukuki düzenlemelere dayanmayan, alacaklıların kendilerinin bulabileceği daha verimli ve daha az maliyetli olduğunu ileri sürdükleri tüzel kişilik perdesinin aralanması (*piercing the veil*) gibi alternatif yollar önermektedirler. Bu görüş, esas sermaye sisteminin tamamen kaldırılmasını teklif etmektedir⁹²⁷.

Ayrıca, Avrupa Adalet Divanı’nın (*Court of Justice of the European Communities*) şirket kurma özgürlüğü⁹²⁸ üzerine *Centros* kararı⁹²⁹, Kara Avrupası Hukuk Sistemi’ndeki “real seat theory”⁹³⁰ (*merkez teorisi*) anlayışının Avrupa Birliği Hukuku’nu ihlal edip etmediği bağlamında geleneksel sermayenin korunması anlayışının sorgulanmasına yol açmıştır⁹³¹. Şayet merkez teorisinin AB hukukunu ihlal ettiği Avrupa Adalet Divanı tarafından kabul edilirse, şirketlerin, merkezinin bulunduğu ülke hukukunun düzenlediği emredici şirketler hukuku kısıtlamalarından kaçınacak olmaları makul bir ihtimaldir⁹³². Böyle bir senaryoda, Almanya’da halka açık olmayan şirketler için de söz konusu olan esas sermaye

⁹²⁵ Enriques/Macey, s. 1184, 1185.

⁹²⁶ Enriques/Macey, s. 1185.

⁹²⁷ Enriques/Macey, s. 1167.

⁹²⁸ Kısaca “TFEU” olarak anılan Treaty on the Functioning of the European Union (*Avrupa Birliği’nin İşleyişine İlişkin Antlaşma*) m. 52 ve 58, üye ülke vatandaşlarının teşebbüs kurma hürriyeti güvence altına alır.

⁹²⁹ *Centros Ltd v Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*, Avrupa Adalet Divanı 9. 3. 1999 Tarihli Case C-212/97 kararı. Dava konusu olay, Hollandalı bir çift tarafından İngiltere’de kurulmuş *private company* (özel şirket) olan Centros Ltd. unvanlı şirketin Danimarka otoritelerine tescili için başvurusunun, bu şirketin Danimarka hukukunda asgarî sermaye şartını karşılamadığı gerekçesiyle reddine dayanır. Danimarka yetkilileri, kanunda düzenlenmiş bulunan 200.000 Danimarka Kronu tutarındaki asgarî sermaye şartının hileli iflası önleme ve alacaklıları koruma amaçlarına hizmet ettiğini savunmuştur (bkz. adı geçen karar paragraf 12). Buna karşın, Avrupa Adalet Divanı, tescil başvurusunun reddini TFEU m. 52 ve 58 ile uyumsuz bulmuştur (bkz. adı geçen karar paragraf 30). Gerçekten İkinci Yönerge’de öngörülen sermaye sistemi halka açık şirketleri kapsamadığı için, örneğin İngiltere’de halka açık olmayan şirket olan *private company* genel olarak esas sermaye sisteminden ve özellikle asgarî sermaye şartından muaf tutulmuştur. Ancak, daha önce açıklandığı üzere, bu tip şirketlerin, halka açık olan şirkete dönüşme ihtimali dikkate alınarak, itibarî değerli pay kavramı *private company*’de de kabul edilmiştir.

⁹³⁰ Kavramı Türkçe’ye “merkez teorisi” olarak çevirmek uygun düşecektir. Merkez teorisi gereği, bir şirket merkezinin bulunduğu yer hukukuna tabidir. Belçika ve Fransız hukukuna dayanan bu teori uyarınca, örneğin, İngiltere’de 1 £ (bir İngiliz Sterlini) esas sermayeyle kurulmuş bir şirket (*private company*) Alman hukukunda tanınmayacaktır. Bu teorisinin karşıtı olan “the incorporation theory”ı Türkçe’ye “kuruluş teorisi” olarak çevirmek isabetli olacaktır. Kuruluş teorisi gereği, bir şirket kurulduğu yer hukukuna tabidir.

⁹³¹ Schön, Legal Capital, s. 432; Mülberr/Birke, s. 699.

⁹³² Mülberr/Birke, s. 699.

sistemi anlamını yitirebilecektir⁹³³. Avrupa Adalet Divanı, sadece kuruluş aşamasında önemli ekonomik yüklere tabi olmayan yabancı şirketlerin yerel alacaklılarını koruyan esas sermaye sisteminin tutarsızlıklarını eleştirmemiş; alacaklıların şirkete uygulanan asgari sermaye gereksinimi hakkında kendilerini bilgilendirme kabiliyetine sahip olduğu gerekçesiyle, esas sermaye sisteminin gereksinimlerine ilişkin önemli kuralların genellikle gereksiz olduğunu söyleyecek kadar ileri gitmiştir⁹³⁴. Mahkeme, isteksiz alacaklılar⁹³⁵ ve hileli faaliyetlerle ilgili olarak, özel sorumluluk kurallarının gerekli olabileceğini ileri sürmüştür⁹³⁶. Gerçekten İngiltere’de *private company* için asgarî sermaye şartının öngörülmemiş olması ve Avrupa Adalet Divanı’nın merkez teorisinin alternatifi olarak kuruluş teorisini nazara alması, Almanya’yı asgarî sermaye şartı olmayan, ancak pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu özelliğini ihtiva eden bir şirket modeli benimseme yönünde zorlamıştır. 2008 tarihli Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) kapsamında eklenen GmbHG § 5a’da girişimci şirket (*Unternehmergesellschaft*) adında yeni bir şirket türü düzenlenmiştir. Asgarî sermaye şartı olarak limited şirketler için GmbHG § 5/1’de düzenlenen 25.000 Euro’nun altında bir bedelle kurulan bu şirketin ticaret unvanında “Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)” veya kısaca “UG (haftungsbeschränkt)” ibaresinin yer alacağı düzenlenmiştir (GmbHG § 5a/1). Bu şirket sadece nakdi sermaye ile kurulabilir ve bu miktarın tamamının şirketin tescilinden önce ödenmesi gerekir (GmbHG § 5a/2-c. 1). Katılma payı olarak aynı sermaye taahhüt edilemez (GmbHG § 5a/2-c. 2). Yıllık net kârın dörtte birinin yedek akçe olarak ayrılması gerekir (GmbHG § 5a/3-c. 1). Şirketin ödemedi aciz duruma gelme tehlikesi bulunuyorsa, ortaklar genel kurulunun derhal toplantıya çağırılması gerekir (GmbHG § 5a/4). Esas sermaye 25.000 Euro’ya ulaşıncaya veya bu miktarı aşınca şirket girişimci şirkete ilişkin özel hükümlerden muaf olur; ancak, ticaret unvanını korumaya devam edebilir (GmbHG § 5a/5).

Esas sermaye sisteminin bir alacaklı koruma aracı olarak başarısız olduğu yönündeki eleştiriler ve işaret edilen sakıncaları ana hatları itibarıyla şunlardır⁹³⁷:

⁹³³ Mülbert/Birke, s. 699, 700.

⁹³⁴ Avrupa Adalet Divanı 9. 3. 1999 Tarihli Case C-212/97 kararı paragraf 35, 36 ve 38; Schön, Legal Capital, s. 433.

⁹³⁵ Kararda, isteksiz alacaklı olarak özellikle kamu alacaklılarının (*public creditors*) durumu ele alınmıştır. Bkz. 1999 Tarihli Case C-212/97 kararı paragraf 12, 32, 37, 38, 39.

⁹³⁶ Schön, Legal Capital, s. 433; ayrıca bkz. Avrupa Adalet Divanı 9. 3. 1999 Tarihli Case C-212/97 kararı paragraf 12, 32, 33, 37.

⁹³⁷ Ferran, Eilís, “The Place for Creditor Protection on the Agenda Modernisation of Company Law in the European Union”, *European Company and Financial Law Review*, 2/2006, pp. 178-221, (Ferran, Creditor Protection); Armour, Share Capital, s. 370-378; Enriques/Macey, s. 1166-1204; Rickford, Reforming Capital, s. 921-1030; Kübler, Friedrich, “A Comparative Approach to Capital Maintenance: Germany”, *European Business Law Review*, Vol. 15 (2004), Jonathan Rickford (ed.), Issue 4, pp. 1031-1035, s. 1032-1035, (Kübler, Germany); Kübler, The Rules of Capital, s. 95-114; The High Level Group of Company Law Experts, s. 79-

- 1- Esas sermayeye ilişkin kurallar, kötü tasarlanmış oldukları için alacaklıları koruyamayan ilkel mekanizmalardır⁹³⁸.
- 2- Esas sermaye sistemi karmaşık değil ilkeldir ve bu sistemle amaçlanan koruyucu fonksiyonlar, planlama ve organizasyonda başarılı olan hukuk ve finans profesyonellerinin çabalarıyla, nispeten kolaylıkla, etkisiz kılınabilir.
- 3- Esas sermaye sistemi, yararlarından fazla maliyet getirir⁹³⁹.
- 4- Esas sermaye sistemi, ekonomik açıdan değerli bazı işlemleri veya başka adımları engelleyerek şirketin finansman kararlarını bozar⁹⁴⁰.
- 5- Alacaklılar kendilerini koruyabilir ve bu işlevi yerine getirmek için emredici şirketler hukuku kurallarına ihtiyaç yoktur⁹⁴¹.
- 6- Alacaklıları koruma, şirketler kanunu yerine öncelikle aciz hâli hukuku yönünden ele alınmalıdır⁹⁴².
- 7- Esnek *ex post* standartları, doğası gereği katı olan *ex ante* kurallarına göre daha tercih edilebilirdir⁹⁴³.
- 8- Esas sermaye sistemi pay sahiplerine yapılacak dağıtımlara ve paylara ilişkin işlemlere odaklanır; buna karşın genel bir şekilde ticari işleri kapsama almaz⁹⁴⁴.

Diğer taraftan, özellikle sermayenin korunması ilkesine getirilen eleştirilerse şunlardır⁹⁴⁵:

81; **Manning/Hanks**, s. 91-95. FERRAN/HO bu eleştirilerin birbirleriyle her zaman tamamen tutarlı olmadığını belirtmektedir (**Ferran/Ho**, s. 157).

⁹³⁸ “Alacaklıları Koruma İşlevi” başlığı altında incelendiği üzere, esas sermaye sisteminin, pay sahibinin fırsatçı davranışlarına karşı sağladığı en önemli güvence dağıtım kurallarıdır. Karşılaştırmalı hukukta da dağıtımlar kurallara bağlanmıştır; bu sebeple hukuka aykırı dağıtımların etkin yaptırımlara bağlandığı alternatif bir sistemde de alacaklılara etkili bir koruma sağlanabilir. Ayrıca, sermayenin korunması kurallarıyla sadece şirketle pay sahipleri arasındaki malvarlığı unsurlarının transferinin kontrol altına alınması hedeflendiğinden; şirketin ticari kararları sebebiyle alacaklıların uğradığı zararlar için bu ilke kapsamında bir güvence öngörülmemiştir.

⁹³⁹ Örneğin, aynı sermaye için bilirkişi raporunun gerekiyor olması ve sermaye artırımında uygulanması gereken merasim oldukça külfetlidir.

⁹⁴⁰ Esas sermaye sisteminin bir uzantısı olan itibarî değerinin altında pay çıkarılması yasağı gereği, şirketlerin finansal zorluk içinde bulunduğu durumlarda, bu finansal krizi atlatmak için yeni pay çıkarılması istendiğinde, paylar için itibarî değeri ödeyecek alıcı bulunması zorunludur. Bu yolla finansal krizin çözülmesini beklemek hayatın olağan akışına aykırıdır. Böyle bir durumda itibarî değersiz paylar çözüm olabilir. Ancak, esas sermaye sisteminde de alternatif bir çözüm bulunur. Buna göre, bilanço açığını kapatmak isteyen şirket sermayenin basitleştirilmiş azaltılması ve aynı anda artırımı yoluna başvurabilir. Ayrıca bkz. “Sermayenin Korunması İlkesinin Ticari Hayatın Esneklik Anlayışından Yoksun Olduğu Eleştirisi”.

⁹⁴¹ Alacaklıların kendilerini sözleşme yoluyla korumasının ne kadar gerçekçi bir beklenti olduğu hususu, aşağıda “Sözleşme” başlığında incelenmiştir.

⁹⁴² İngiltere’nin aciz hâli hukuku içerisinde öngördüğü, “fraudulent trading”, “wrongful trading”, “transactions at an undervalue”, “preferences” ve “The West Mercia ilkesi” yaklaşımlarına “Alternatifler” başlığında yer verilmiştir.

⁹⁴³ Esas sermaye sistemi, şirket bir hukuki işleme girmeden önce etkinleşmiştir. Sınırlı sorumluluğun faydalarını elde etmek isteyen kişilerin ödemesi gereken bedel olarak dizayn edilen esas sermaye sistemi, olası risklere karşı önceden alınmış bir dizi tedbir içerir. Bu sıkı tedbirlerin maliyetli ve etkisiz olduğu iddiasıyla ticari hayatın tabii ihtiyacı olan esneklikten uzak olduğu ileri sürülür.

⁹⁴⁴ Bu eleştiri için bkz. **Mäntysaari**, Vol. III, s. 153. Gerçekten esas sermayenin belirlenmesinde ve korunmasında, şirketin ticari işleri dikkate alınmamaktadır. Bu eleştiri de ayrıntılı olarak, aşağıda ele alınmıştır.

- 1- Sermayenin korunması ilkesi yeni muhasebe standartlarıyla uyumlu değildir.
- 2- Alacaklıların korunması, nominal sermaye seviyesiyle ilgili değildir.
- 3- Esas sermaye sistemi ve bu kapsamda sermayenin korunması ilkesi bazı alacaklılara zarar verebilir.
- 4- Şirketin yaşam döngüsündeki tipik durumlara cevap olarak sermaye yapısında değişiklikler yapılması gerektiğinde, sermayenin korunması ilkesi sebebiyle uygulanabilecek çözüm esneklikten yoksundur.
- 5- Esas sermaye yapısının sinyal işlevi (*signaling function*) elverişsizdir.
- 6- Sermayenin korunması ilkesinin karmaşıklığı nedeniyle yüksek işlem maliyetleri ortaya çıkar.
- 7- Sermayenin korunması ilkesi kapsamında öngörülen dağıtım sistemi şirketin borçlarını ödeyebilme gücüyle bağlantılı olmadığı için alacaklıları korumada yetersizdir.

Aşağıda, sermayenin korunması ilkesine ilişkin bu eleştiri ve sakıncalar ele alınacaktır.

2.6.2.1. Sermayenin Korunması İlkesiyle Yeni Muhasebe Standartlarının Uyumsuz Oluşu

Kara Avrupa'sı muhasebe kuralları, dağıtılabılır kârların tespitinde alacaklıları koruma amacına odaklanmıştır⁹⁴⁵. Geleneksel olarak, Avrupa'da alacaklılar, muhasebe temelli gerçekleşmemiş kârın tahakkukunu yasaklayan gerçekleşmiş hasılat ilkesi ve yükümlülükler için en yüksek varlıklar içinse en düşük değeri öngören ihtiyatlılık kavramıyla uyumlaştırılmış sermayenin korunması kurallarıyla korunurlar⁹⁴⁶. Finansal tablolarda varlıklar, muhafazakâr şekilde değerlemeye tabi tutulur ve esas olarak güncel piyasa değerlerine (*current market value*) göre değil, satın alma değerlerine göre muhasebeleştirilir⁹⁴⁷. Bu muhasebe kuralları, varlıklara değerinin altında, borçlara ise değerinden fazla kıymet takdir edilmesine yol açar⁹⁴⁸. Sermayenin korunması ilkesiyle anılan muhasebe ilkesi ve kavramı arasındaki bu ilişki sermayenin korunmasının düzenlendiği İkinci Yönerge ve muhasebe kurallarının düzenlendiği Dördüncü Yönerge'nin uyumlaştırılmasıyla elde edilmiştir⁹⁴⁹. Bu yaklaşımın sonucu olarak, bilanço tarihi itibarıyla, bilanço içi özkaynak kalemleri, bunlara karşılık gelen varlıkların herhangi bir ekonomik değerini temsil

⁹⁴⁵ **Kuhner**, s. 352, 353; **Kübler**, *The Rules of Capital*, s. 95-114; **Manning/Hanks**, s. 91-95; **Enriques/Macey**, s. 1166-1204.

⁹⁴⁶ **Mülbert/Birke**, s. 698.

⁹⁴⁷ Ayrıca bkz. dn. 63, 64, 65.

⁹⁴⁸ **Mülbert/Birke**, s. 698.

⁹⁴⁹ **Mülbert/Birke**, s. 698.

⁹⁵⁰ **Geffen**, s. 93.

etmemektedir⁹⁵¹. Ayrıca, bu ihtiyatlı yapısına rağmen, tarihi defter değerini (*historical book value*) esas alan sermayenin korunması anlayışının etkili bir koruma sağladığını iddia etmek güçtür⁹⁵². Buna karşın, örneğin MBKA § 6.40/(c) ve CCC § 500/(c)'de, daha liberal ve esnek bir sistem benimsenmiştir⁹⁵³.

Geleneksel sermayenin korunması anlayışının bu yapısı aynı zamanda finansal tabloların dürüst resim ilkesine uygun olmasını engellemektedir. Mevcut muhasebe standartlarının şeffaflığa engel olduğu gerçeğini kabul eden AB de, 1606/2002 sayılı AB Yönergesi'yle borsaya kote hakim teşebbüslerin konsolide finansal tablolarına 2005'ten itibaren IAS/IFRS uygulanmasını zorunlu hâle getirmiştir. Üstelik IFRS'nin münferit hesaplar için de kullanılabilmesine izin verilmiş ve bunun sonucunda kâr dağıtımına temel teşkil etmek üzere münferit finansal tablolarda IFRS'nin kullanılabilmesi olanaklı hâle gelmiştir⁹⁵⁴.

Bilgi verme amacının esas alındığı IAS/IFRS'nin kabulüyle birlikte, sermayenin korunmasına ilişkin kurallar, finansal muhasebeyi düzenleyen kurallardaki etkisini yitirecektir⁹⁵⁵. Gerçekten esas sermaye sistemi uyarınca, yıllık muhasebe hesapları pay sahiplerine yapılacak dağıtımların belirlenmesiyle ilgili olduğu için AB'ye üye bir ülkenin IAS/IFRS'yi tercih etmesi hâlinde bu tercih esas sermaye sistemini etkileyecektir⁹⁵⁶. Zira IFRS'nin gerçeğe uygun değerlendirme yöntemi tarihi maliyet yönteminin oluşturduğu ihtiyatlı yapıyı bozmaktadır. Gerçekten IFRS bazı alanlarda, büyük ölçüde gerçeğe uygun değerlendirme yöntemini gerektirmektedir⁹⁵⁷. Bunun sonucunda da, malvarlığı unsurlarına ilişkin piyasa fiyatlarındaki değişikliklerden veya eşdeğer ölçüm dayanaklarından kaynaklanan yeniden ölçümlerin -gerçekleşmemiş- kârların/zararların tanınmasına yol açacağı veya özkaynak üzerinde doğrudan bir etkiye neden olacağı belirtilir⁹⁵⁸. Ayrıca, KPMG, IFRS'nin birincil amacının finansal tablo kullanıcılarına bilgi sağlamak olduğunu belirtmiş ve IFRS Kavramsal Çerçeve altında gelişen standartların bir şirketin gelecekteki yaşayabilirliğini güvence altına almayı amaçlayan bir dağıtım politikasına temel teşkil etmeyi konu edinmediğine dikkat çekmiştir⁹⁵⁹. HAAKER de, IFRS'nin kâr dağıtımını amacı için uygun olup olmadığının kesin biçimde kanıtlanamadığını belirtmiştir⁹⁶⁰. Buna karşın, MÄNTYSAARI, IFRS'nin esas sermaye sistemiyle birleştirilebileceğini ve dağıtılabılır malvarlığı miktarının, IFRS'ye göre

⁹⁵¹ **Kuhner**, s. 353.

⁹⁵² **Armour**, Share Capital, s. 373; **Kübler**, The Rules of Capital, s. 111.

⁹⁵³ Bkz. "Dağıtım Sistemleri".

⁹⁵⁴ **KPMG**, s. 7. 1606/2002 sayılı AB Yönergesi m. 5'te, üye ülkelerde borsaya kote olan veya olmayan şirketlerin finansal tablolarında IAS/IFRS uygulanabilmesi seçeneği düzenlenmiştir.

⁹⁵⁵ **Schön**, Legal Capital, s. 434.

⁹⁵⁶ **Mülbert/Birke**, s. 699.

⁹⁵⁷ **KPMG**, s. 7.

⁹⁵⁸ **KPMG**, s. 7. Bkz. dn. 273.

⁹⁵⁹ **KPMG**, s. 7.

⁹⁶⁰ **Haaker**, s. 640.

belirlenebileceğini bile ifade etmiştir⁹⁶¹. Ancak, yazar IFRS'nin, birincil amacının yatırımcılara bilgi vermek olduğuna ve yatırımcıları koruyucu sistem için başka bir dayanak sağlamadığına dikkat çekmiştir⁹⁶². MÄNTYSAARI, gerçeğe uygun değer (*fair value*) ölçümünün, dağıtılabilir malvarlığı miktarındaki oynaklıkları (= volatilitiyi)⁹⁶³ artırabileceği görüşündedir⁹⁶⁴. Yazar, tamamlayıcı bir özkaynak aciz hâli testinin (*equity insolvency test*) veya başka kısıtlamaların, IFRS ve gerçeğe uygun değer muhasebesinin neden olduğu sorunları azaltabileceği düşüncesindedir⁹⁶⁵. Benzer şekilde VEIL de, alacaklıların karşılaşılabileceği potansiyel tehlikelere karşı IFRS'nin ek bir ödeme gücü testiyle desteklenmesi gerektiği görüşündedir⁹⁶⁶.

2.6.2.2. Alacaklıların Korunması ile Nominal Sermayenin Bağlantısız Oluşu

Her hâlükârda, bir şirketin esas sermayesinin nominal değeri, şirketin genel sağlığının iyi veya kötü olduğuna ilişkin kesin olarak doğru bilgi vermez⁹⁶⁷. Şirketle borçlandırıci işlem tesis ederken, tüm malvalığını dikkate almak gerekir. Sadece bilançodaki esas sermaye kaleminden ziyade, şirketin tüm malvarlığı unsurları alacaklılar için teminat işlevi görür⁹⁶⁸.

İkinci Yönerge'de, şirketlerin kişisel riskleri dikkate alınarak, değişken bir asgarî sermaye miktarı tespiti yapılmamıştır⁹⁶⁹. Bu sorun 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde de varlığını sürdürmektedir. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 45/1 uyarınca, şirketin büyüklüğü ve faaliyetlerinin doğurabileceği riskler göz önünde tutulmaksızın, tüm şirketler⁹⁷⁰ için zorunlu asgarî sermaye miktarı 25.000 Euro'dur. MÜLBERT/BIRKE, asgarî sermaye miktarının şirketin kuruluşundan önce "ciddiyet testi" fonksiyonu gösterdiğini belirtmesine rağmen; öngörülen bu asgarî sermaye miktarının, etkili bir caydırıcı işlevi olmadığını belirtmektedir⁹⁷¹. Buna karşın, EIDENMÜLLER/GRUNEWALD/NOACK, bir şirketin en az 25.000 Euro'luk bir sermayeye sahip olmasını gerektiren sistemin, kârsız şirketlerin

⁹⁶¹ Mäntysaari, Vol. III, s. 153.

⁹⁶² Mäntysaari, Vol. III, s. 153.

⁹⁶³ MÄNTYSAARI'nin atıf yapılan eserinde kullandığı "volatility" sözcüğü "volatilité", "fiyatlarda görülen dalgalanma" ve "oynaklık" anlamlarına gelir. Volatilité, bir menkul kıymetin değerindeki (*security's value*) değişikliklerin büyüklüğüne ilişkin belirsizlik veya risk miktarını ifade eder. Genellikle volatilité arttıkça, menkul kıymetteki risk de artar.

⁹⁶⁴ Mäntysaari, Vol. III, s. 153. Ancak, yazar verdiği örneği ampirik bir çalışmaya dayandırmak suretiyle görüşünü daha rasyonel zemine oturtmamıştır.

⁹⁶⁵ Mäntysaari, Vol. III, s. 153 ve yazarın dn. 110'da belirttiği çalışmalar.

⁹⁶⁶ Veil, Rüdiger, "Capital Maintenance The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems", **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 75-93, s. 92.

⁹⁶⁷ Urbain-Parléani, s. 482.

⁹⁶⁸ Urbain-Parléani, s. 482.

⁹⁶⁹ Kuhner, s. 353.

⁹⁷⁰ Yönergenin sadece halka açık şirketleri konu edindiği unutulmamalıdır.

⁹⁷¹ Mülberr/Birke, s. 721.

oluşumunu zorlaştırdığı düşüncesindedir⁹⁷². Yazarlar, asgarî sermaye miktarının büyük şirketler için tamamen yetersiz kaldığı düşüncesinin kesinlikle doğru olduğunu belirtmelerine rağmen, bu olgunun böyle bir gereksinimin küçük şirketler için kullanışlılığı konusunda itiraz oluşturmayacağını ifade etmişlerdir⁹⁷³. Buna karşın, Rickford Grubu İkinci Yönerge m. 9/1⁹⁷⁴ gereği, esas sermayenin sadece % 25'inin şirketin kuruluşunda veya faaliyete başlamak için yetkilendirilmesi anında ödenmesi gerektiğini belirterek, halka açık şirketlerde ödenmesi gereken “gerçek” asgarî sermaye miktarının 6.250 Euro olarak belirlenmiş olduğuna dikkat çekmektedir⁹⁷⁵. Bu miktar, küçük bir işletme işletmek amacıyla kurulan şirketler için bile, esas sermayenin ciddiye testi işlevinin sorgulanır hâle gelmesine yol açmaktadır.

Diğer taraftan, esas sermayeyi tamamen rastgele bir miktar (*arbitrary number*) olarak nitelendiren MANNING/HANKS, bu miktarın alacaklılarla ilgili ekonomik gerçeklerle herhangi bir ilgisinin bulunmadığı görüşündedir⁹⁷⁶. Benzer şekilde RICKFORD da, şirket esas sermayesinin büyüklüğünün, alacaklılara yönelik risklerin kabul edilebilir bir düzeye indirilmesini sağlamak için şirketin bir malvarlığı rezervini veya “işletme sermayesini” (*working capital*)⁹⁷⁷ elinde tutma konusundaki ihtiyaçlarıyla ilgili olmadığını belirtmiştir⁹⁷⁸. MANNING/HANKS’e göre⁹⁷⁹, “*bugün Microsoft Corporation'a borç para vermeyi düşünen hiç kimse, 30 yıl önce bir pay sahibinin paylarını ödeyip ödemediği veya aldığı pay senedine damgalanan itibarî değer ne kadar olduğu bilgileriyle ilgilenmez. Esas sermaye sisteminin*

⁹⁷² Eidenmüller, Horst/Grunewald, Barbara/Noack, Ulrich, “Minimum Capital in the System of Legal Capital”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 17-41, s. 25.

⁹⁷³ Eidenmüller/Grunewald/Noack, s. 25.

⁹⁷⁴ İkinci Yönerge m. 9/1'deki düzenleme, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 48/1'e aynen alınarak korunmuştur.

⁹⁷⁵ Rickford, *Reforming Capital*, s. 930, 1001.

⁹⁷⁶ Manning/Hanks, s. 91. Gerçekten esas sermaye şirketin piyasa değerini yansıtmaz ve payların itibarî değerinin bilimsel ölçütlere dayanarak belirlenmesi zorunluluğu bulunmaz.

⁹⁷⁷ İşletme faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kullanılan ve kısa sürede paraya dönüşme özelliği taşıyan varlıklara işletme sermayesi (*working capital*) denilir (Aksoy, Ahmet/Yalçiner, Kürşat, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2013, s. 5). Başka bir tanımla, işletme sermayesi, şirketin kısa süreli, normal olarak bir hesap döneminde paraya çevrilebilir ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade eder (Akgüç, s. 202). Bilançonun aktifinde dönen varlıklar (carî aktifler) altında yer alan ekonomik değerler (para mevcudu, serbest menkul değerler, alacaklar, stoklar) işletme sermayesini oluşturur (Akgüç, s. 202; Aksoy/Yalçiner, s. 6). Dönen varlıkların normal olarak bir yıl içerisinde nakde dönüşebilen varlıklar olduğu kabul edilir (Aydın/Başar/Coşkun, s. 177). İşletme sermayesinin yönetimi, genellikle bu varlıkların yönetimiyle ilgilidir (Aydın/Başar/Coşkun, s. 177). İşletme sermayesi, şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücü olarak da ifade edilir (Aksoy/Yalçiner, s. 6). Nitekim işletme sermayesinin yetersizliği, şirketin vadesi gelmiş yükümlülüklerini yerine getirememesine yol açabilmektedir (Akgüç, s. 202). İşletme sermayesi kavramı, tek başına kullanıldığında, genellikle brüt işletme sermayesini; başka bir ifadeyle, dönen varlıklar toplamını ifade eder (Akgüç, s. 202, 203). Net işletme sermayesi ise (*net working capital*), şirketin uzun süreli kaynaklar (uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklar) ile finanse ettiği dönen varlıkların tutarıdır (Akgüç, s. 202). Dönen varlıklardan (*current assets*) kısa vadeli borçların (*current liabilities*) çıkarılmasıyla, net işletme sermayesi bulunur (Brealey/Myers/Allen, s. 747; Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts, s. 3, 38). Muhasebe açısından, kısa vadeli nakit akışı yönetimi, bir şirketin net işletme sermayesi ile ilişkilidir (Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts, s. 3).

⁹⁷⁸ Rickford, *Restricting Distributions*, s. 141.

⁹⁷⁹ Manning/Hanks, s. 91, 92.

varlığı göz önünde tutulduğunda, alacaklı, düşük bir rakamdan ziyade yüksek bir taahhüt edilen sermaye rakamı görmeyi tercih edecektir; ancak, alacaklının bakış açısına göre, taahhüt edilen sermaye, bir dizi bağlantısız ve ilgisiz tarihsel olaylardan itibaren, telefon rehberinden de alınabilecek olan sadece tesadüfen elde edilen bir sayıdır”. Esas sermaye, belirlenmesindeki ölçütün şirketin kurduğu borç ilişkileriyle ilgisi olmayan ve tamamen şirketin kuruluşunda kanuni asgarî miktarın altında olmamak kaydıyla kurucular tarafından (ve sermaye artırımında pay sahipleri tarafından⁹⁸⁰) belirlenen ve bu sebeple alacaklılar açısından, tespitinde hiçbir etkilerinin bulunmadığı, kendilerinin seçimine dayanmayan bir miktardır.

Bununla birlikte, MANNING/HANKS, esas sermaye sistemini düzenleyen kuralların, bugünün ve yarının alacaklılarının yıllar önce yapılan pay satışlarını dikkate aldıkları varsayımını temel almasına karşın, alacaklılarının bu satışları dikkate almadıklarını belirtir⁹⁸¹. İngiltere’de yapılan çalışmalar, bu ülkede alacaklıların borç vermeden önce şirketin esas sermayesini araştırmadıklarını göstermektedir⁹⁸². Bu gösterge, önemli bir çalışma olan *Company Law Review Strategic Framework (1999)*’da, “sınırlı araştırmalarımız, alacaklıların ve potansiyel alacaklıların, kredilerin uzatılıp uzatılmayacağına karar verirken, bir şirketin çıkarılmış pay sermayesinin⁹⁸³ miktarını önemli bir konu olarak görmediklerini gösteriyor”⁹⁸⁴ şeklinde ifade edilmiştir. Benzer şekilde, Almanya’da yapılan çalışmalara dayandırılan verilere göre, Alman banka temsilcileri, bir şirketin esas sermayesinin, bu şirkete borç verme kararıyla hiçbir ilgisinin bulunmadığını belirtmişlerdir⁹⁸⁵.

RICKFORD, AB’nin düzenlediği sermaye sisteminin, alacaklıların riskleri ve pay sahiplerinin kazançları arasında adil ve orantılı bir denge sağlamadığı için etkili bir alacaklı koruma mekanizması testini başarıyla geçemediğini ifade etmiştir⁹⁸⁶. Ayrıca, yazara göre, bu sistem, şirketler arasında ekonomik açıdan eşit şartlarda rekabet ortamı (*level playing field*) oluşturmayı başaramamaktadır⁹⁸⁷.

⁹⁸⁰ Kayıtlı sermaye sisteminde ise, kayıtlı sermaye tutarına kadar yönetim kurulu tarafından başlangıç veya çıkarılmış sermaye artırılabilir.

⁹⁸¹ Manning/Hanks, s. 92.

⁹⁸² Armour, Share Capital, s. 370, 371, 374 (ve yazarın dn. 111 ve 112’de belirttiği çalışmalar).

⁹⁸³ Çalışmada geçen “issued share capital” şirket tarafından ihraç edilmiş payların itibarî değerlerinin toplamını ifade eder. Türk muhasebe hukukunda, bilançoda esas sermayenin teşkil ettiği karşılıkla aynı anlama gelir.

⁹⁸⁴ Hannigan, s. 562 dn. 8.

⁹⁸⁵ Mülbert/Birke, s. 716 ve yazaların dn. 81’de belirttikleri çalışma.

⁹⁸⁶ Rickford, Restricting Distributions, s. 142.

⁹⁸⁷ Rickford, Restricting Distributions, s. 142. İkinci Yönerge ve bugün yürürlükte bulunan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi şirketlerin faaliyet konuları, işlem hacimleri ve ekonomik büyüklükleri gibi parametreleri dikkate almaksızın tüm şirketleri aynı şekilde ele almıştır. Ayrıca, bu yönergeler, AB’ye üye ülkelerin tamamında aynı standart düzenlemelerin doğmasını sağlamamış; sadece, asgarî koşullar üzerinde mutabık kalınmış bir zeminin oluşmasını sağlamıştır.

Bunların yanı sıra, esas sermayenin bilançoda karşılığını teşkil eden malvarlığı unsurlarının likidite⁹⁸⁸ özelliğini taşıyıp taşımadığı belirsizdir. RICKFORD'un da işaret ettiği gibi, esas sermaye, alacaklıların talepleri için makul miktarda işletme sermayesi bulundurulmasıyla ilgili değildir. Bir şirketin sahibi olduğu tüm aktiflerden ziyade, likidite değerleri alacaklılar için daha önemlidir. Borcun vadesi geldiğinde, nakde dönüştürülmesi yıllar sürebilecek malvarlığı unsurları alacaklılar için etkili bir güvence teşkil etmez. Başka bir anlatımla, bilançoda esas sermaye kaleminin karşılığını oluşturan paraya dönüştürülmesi uzun sürecek olan duran varlıklar gibi aktifler, vadesi gelmiş ya da yaklaşmış borçları ifa etme kabiliyetini haiz olmayabilir. Ayrıca, niteliği itibarıyla bazı malvarlığı unsurlarının nakde dönüştürülebilmesi oldukça zor da olabilir. Ancak, esas sermaye sisteminde nakit ve dönen varlıklar, borçları ödemek için paraya çevrilmesi yıllar sürebilecek varlıklar ile aynı şekilde muamele görür⁹⁸⁹. Bu sebeple, potansiyel bir alacaklının esas sermaye miktarına göre karar vereceği varsayıldığında, esas sermaye sisteminin aldatıcı bir fonksiyonunun olduğu bile ileri sürülebilir. Nitekim esas sermaye, şirketin borçlarını ödeyebilme gücü hakkında doğru bilgi vermez.

Son olarak, esas sermaye sistemi düzenleyici olmayan alacaklıları korumada (*non-adjusting creditors*) piyasa aksaklığına (*market failure*) müdahale olarak değerlendirilebilir⁹⁹⁰. Ancak, esas sermayenin düzenleyici olmayan alacaklılar için bir nevi güvence hesabı teşkil ettiğini varsaysak bile; bu miktarın, etkili bir güvence sağlayıp sağlayamayacağı belirsizdir. Başka bir ifadeyle, rasyonel ölçütler esas alınmadan, tamamen varsayımsal olarak belirlenen esas sermaye miktarının, örneğin haksız fiil alacaklıları için ne derece güvence teşkil edeceği belirsizdir⁹⁹¹. Zira esas sermaye miktarı, şirketin işletme konusunun oluşturduğu riskleri makul oranda karşılayabilmesi amacıyla belirlenmiş uygun ölçütlere dayanmaz. Örneğin, bir anonim şirketin araçlarından biri trafik kazası sonucunda bir kişinin ağır biçimde yaralanmasına yol açarsa, esas sermaye tutarının bu haksız fiilin mağduru için teminat teşkil edeceği düşünülebilir. Ancak, esas sermaye miktarının böyle bir alacaklıyı tatmin edip etmeyeceği şüphelidir. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi gereği, ödenmesi gereken asgarî sermaye miktarının 6.250 Euro olduğu dikkate alındığında, bu miktarın etkili bir koruma sağlamaktan uzak olduğu daha iyi anlaşılacaktır⁹⁹². Pay sahiplerinin kalan sermaye borçlarını ödeme gücüne sahip olup olmadıkları ise, ayrıca belirsizdir. Sınırlı sorumluluk sistemi, pay

⁹⁸⁸ Likidite, aktiflerin paraya çevrilebilmesi anlamına gelir. Kolaylıkla paraya çevrilebilen değerler likidite olarak kabul edilir.

⁹⁸⁹ Manning/Hanks, s. 92.

⁹⁹⁰ Bkz. "Sözleşme".

⁹⁹¹ Özellikle haksız fiil alacaklılarını korumada, alternatif yollar için bkz. "Alternatifler".

⁹⁹² Benzer anlayış TTK için de geçerlidir. TTK m. 332/1 gereği, bir anonim şirket kurarken asgarî 12.500 TL'nin ödenmesi yeterlidir.

sahiplerinin hiçbir koşulda kişisel sorumluluklarının bulunmadığı bir rejim anlamına gelmediği gibi, sınırsız sorumluluk kavramı da tüm borçları ödeyebilme gücü anlamına gelmez. Az önceki örnekteki aracın bir anonim şirket yerine ekonomik gücü son derece zayıf olan bir gerçek kişiye ait olduğunu ve haksız fiilin bu kişi tarafından gerçekleştirilmiş olduğunu varsayalım. Bu kişinin haksız fiil sebebiyle sınırsız sorumlu olması, haksız fiilden kaynaklı yükümlülüklerini tamamen karşılayabileceği anlamına gelmez. Zira ekonomik gücü zayıf olan borçlu muhtemelen zararın önemli bir kısmını ya da tamamını karşılayamayacaktır. Alacaklı bakımından risk, haksız fiil borçlusunun ödeme gücüne sahip olmamasıdır. Anonim (veya limited) şirketlerde ise, haksız fiil alacaklılarını da içerecek biçimde alacaklılar arasında ayırım gözetilmeksizin, pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu sebebiyle, asgarî teminat teşkil etmek amacıyla esas sermaye sistemi tasarlanmıştır. Aslında bir anonim (veya limited) şirket, haksız fiil alacaklıları bakımından aynı sahada faaliyet gösteren gerçek kişilerin veya diğer tüzel kişilerin oluşturduğu risklerden daha fazla risk oluşturmayabilir. Zira pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan bir şirket de alacaklılarına karşı tüm malvarlığı unsurlarıyla sınırsız sorumludur. Buna karşın, örneğin, kolektif şirketin haksız fiilden doğan yükümlülüğü karşılayamaması hâlinde birden daha fazla sayıda olan ortaklarına başvurulabilmesi imkânı fark oluşturabilecektir. Ancak, ortakların kişisel sorumluluğunu öngören şahıs şirketlerinin alacaklılar açısından avantajları, pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerde yöneticilerin hukuki sorumluluğu ve tüzel kişilik perdesinin aralanması gibi yollarla telafi edilmektedir. Ayrıca, bir kolektif şirketin ortaklarının veya bir gerçek kişinin sınırsız sorumlu olması alacaklının tatminini garanti etmez. Tekrar belirtmek isterim ki, bu ortakların haksız fiil alacaklısını tatmin etme gücü bulunmuyorsa bu kişilerin sınırsız sorumlu olmaları da bir anlam ifade etmeyecektir. Bir gerçek kişinin ticari işletmesiyle veya bir kolektif şirketle ortaklarının malvarlığı unsurlarının karışması veya karışmaması farklı hukuki sonuçlar doğurmaz. Buna karşın, kural olarak pay sahiplerinin pay bedelini ödemek suretiyle özkaynağa katkıda bulunma dışında bir sorumluluğu bulunmadığı için ortakların sınırlı sorumlu olduğu bir şirkette şirketten pay sahiplerine aktarılabilecek olan değerlerin sınırlandırılması gerekir. Bu sebeple de, sermayenin korunması ilkesinin pay sahipleriyle şirket arasındaki değer aktarımlarını kontrol altında tuttuğu ileri sürülerek, ilkenin gerekliliği üzerinde durulabilir. Ancak, pay sahipleriyle şirket arasındaki değer aktarımlarını sınırlandıran sadece bu ilke değildir; alternatif sistemlerde farklı dağıtım sistemleriyle birlikte başka çözümler de öngörülmüştür⁹⁹³. Şirketle pay sahiplerinin malvarlığı unsurlarının

⁹⁹³ Bkz. “Üçüncü Bölüm”.

karışması gibi tüzel kişiliğin kötüye kullanılması hâlinde tüzel kişilik perdesinin aralanması⁹⁹⁴ yoluna başvurulabileceği de dikkate alınır, haksız fiil alacaklıları bakımından pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketlerin oluşturduğu riskle diğerlerinin oluşturduğu risk arasında önemli bir fark olmadığı daha iyi anlaşılacaktır. Şayet, haksız fiilin faili olan anonim şirketin ekonomik gücü yeterliyse haksız fiil alacaklısı tatmin edilecektir; ancak, yetersizse tatmin edilemeyecektir. Aynı sonuç, haksız fiilin faili bir gerçek kişi olduğunda da geçerlidir. Ayrıca, sermayenin korunması ilkesinin ticari zararlar sebebiyle esas sermaye miktarının kaybedilmesi riskini ortadan kaldırmadığına dikkat çekmek isterim. Haksız fiil alacaklıları için zorunlu sigorta gibi yollar daha etkili koruma sağlamaktadır⁹⁹⁵. Sonuç olarak, günümüzde, ticaretle uğraşmak isteyen diğer kişilerin ödeme gücüne veya özkaynak miktarına bakılmaksızın ticaret yapmalarına izin verilmesi karşısında, aynı sektörde faaliyet gösterecek olan pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu temel alan bir şirkete esas sözleşmede gösterilmesi gereken esas sermaye şartının ve bu kapsamda özellikle asgarî sermaye miktarının dayatılması makul gerekçelere dayandırılmaz.

2.6.2.3. Esas Sermaye Sisteminin Bazı Alacaklılara Zarar Verme Riski Taşınması

Esas sermaye sisteminin alacaklılara zarar bile verebildiği iddia edilir⁹⁹⁶. Şirketin girdi veya ürün piyasalarıyla ilgili piyasa gücünü (*market power*) elinde bulundurması hâlinde, esas sermaye sisteminin maliyetleri sözleşmenin karşı tarafına yansıtılacaktır⁹⁹⁷. Özellikle, bir şirket ürünleri için piyasada tekel konumundaysa, pay sahipleri esas sermaye sisteminin maliyetini tüketicilere aktarabilirler⁹⁹⁸. Böylelikle, esas sermaye sisteminin tüm alacaklılar için tesis ettiği koruyucu sistemin maliyeti, önemli ölçüde “zayıf” alacaklılara yansımaktadır. Burada “zayıf alacaklılar” ifadesiyle kastedilen düzenleyici olmayan istekli alacaklılardır; haksız fiil alacaklıları herhangi bir işlemle yükümlülük altına girmedikleri için bu kapsama girmezler⁹⁹⁹. Dolayısıyla esas sermaye sisteminin maliyetleri haksız fiil alacaklılarına doğrudan zarar vermez.

Ayrıca, ENRIQUES/MACEY, esas sermaye sisteminin riskli yatırımları tercih eden düzenleyici (= sofistike) alacaklılara da zarar verebileceğini ifade etmiştir¹⁰⁰⁰. Bazı

⁹⁹⁴ Bkz. “Şirket Tüzel Kişiliği Perdesinin Aralanması (*Piercing the corporate veil*)”.

⁹⁹⁵ Örneğin, Türk hukukunda barındırdığı riskler sebebiyle karayolları motorlu araçlar zorunlu mali sorumluluk sigortası gibi zorunlu sigortalar öngörülmüştür. Ayrıca bkz. “Riskli Sektörler İçin Düzenleme, Zorunlu Sigorta ve Yönetici Sorumluluk Sigortası”.

⁹⁹⁶ Enriques/Macey, s. 1198.

⁹⁹⁷ Enriques/Macey, s. 1198.

⁹⁹⁸ Enriques/Macey, s. 1198.

⁹⁹⁹ Haksız fiil alacaklısı da düzenleyici olmayan alacaklıdır; ancak, isteksiz alacaklılar grubunda yer alır. Bkz. “Alacaklıların Sınıflandırılması”.

¹⁰⁰⁰ Enriques/Macey, s. 1198.

alacaklıların, yatırımlarının daha yüksek getirisi karşılığında, daha yüksek temerüt riskini taşımayı tercih edebileceğini belirten yazarlar, esas sermaye sisteminin, yüksek riskli yatırımlarla ilgili yüksek getiriler nedeniyle bu tür yatırımları tercih eden sermaye sağlayıcılarına (finans şirketleri, özel sermaye yatırımcıları veya risk sermayedarları gibi) değil; düşük riskli ve düşük getirili yatırımları tercih eden, riskten kaçınan borç verenlere (bankalar gibi) fayda sağladığını belirtmişlerdir¹⁰⁰¹. Nitekim risk fiyatlandırması (*pricing risk*) tekniği kullanıldığında, sermaye kurallarının tüm alacaklılara risk azaltma maliyetleri yüklemesinden dolayı, bazı alacaklıların daha yüksek kazanç elde etme hususunda pazarlık yapmaktan kaçınmalarına yol açarak sözleşme özgürlüğünü sınırlandırıcı işlev gördükleri ileri sürülür¹⁰⁰². Aslında, esas sermaye sisteminin ticari kararlar yönünden müdahaleci bir rolü bulunmadığı için bu sistemin ve öngördüğü ihtiyatlılık anlayışının getirdiği maliyetlerin dışında riskli yatırımları engelleyici rolü bulunmaz. Ancak, yönetimle görevli olan kimseler de dâhil olmak üzere tüm çalışanlar şirketin alacaklısı konumundadır ve bu kişiler şirketteki işlerini korumanın bir koşulu olarak şirketin finansal istikrarında güçlü bir menfaate sahiplerdir¹⁰⁰³. Bu sebeple, çalışanlar risk alarak pay sahiplerinin kazancını en üst düzeye çıkarmaktan (*shareholder value*) ziyade düşük değerde büyüme istikrarı için daha fazla teşvik sağladığından dolayı geleneksel Avrupa modelini tercih ederler¹⁰⁰⁴.

2.6.2.4. Sermayenin Korunması İlkesinin Ticaretin Esneklik İhtiyacından Yoksun Oluşu

Sermayenin korunmasını düzenleyen kuralların gerekçeleri pay ihracı yoluyla özkaynak ile finansmandan¹⁰⁰⁵ ziyade borç (*debt*) ve otofinansman (*self-financing*)¹⁰⁰⁶

¹⁰⁰¹ Enriques/Macey, s. 1198, 1199.

¹⁰⁰² Kübler, The Rules of Capital, s. 109.

¹⁰⁰³ Kübler, The Rules of Capital, s. 107.

¹⁰⁰⁴ Kübler, The Rules of Capital, s. 107.

¹⁰⁰⁵ Pay sahipleri, özkaynak finansmanına katkıda bulunan özkaynak yatırımcılarıdır (Brealey/Myers/Allen, s. 4). Şirketlerin iki yöntemle özkaynak finansmanını artırabileceğinden bahsedilir (Brealey/Myers/Allen, s. 4). Birincisi, şirket yeni pay ihraç ederek özkaynak ile finansman sağlayabilir. İkincisi, şirket mevcut varlıklarının oluşturduğu nakit girişini alabilir ve bu nakit parayı yeni varlıklara yeniden yatırabilir. Bu durumda, yeni pay çıkarılmaz. Şayet, şirket mevcut varlıklarının oluşturduğu nakit girişlerinin tamamını yeni yatırımlarda kullanmazsa, elindeki nakit, gelecekteki yatırımlar için yedek akçe olarak ayırabilir veya dağıtım kurallarına uygun biçimde pay sahiplerine dağıtabilir (Brealey/Myers/Allen, s. 4). Bu bölümde, özkaynak ile finansman birinci yöntemi ifade etme amacıyla kullanılmıştır.

¹⁰⁰⁶ Otofinaans bir diğer adıyla kendi kendini finanse etme, bir şirketin kendi kendisine fon oluşturmaya denir (Aydın/Başar/Coşkun, s. 212). Otofinaansman, elde edilen kârın tümünün veya bir bölümünün dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasıyla sağlanır (Aydın/Başar/Coşkun, s. 212). Otofinaansman açık otofinansman ve gizli otofinansman olmak üzere iki şekilde sağlanabilir (Aydın/Başar/Coşkun, s. 212). Kârın dağıtılmayarak, yedek akçe olarak ayrılması sonucu oluşan dağıtılmayan kârlar, yedek akçeler, amortismanlar ve karşılıklar açık otofinansman; aktif değerlerin olduğundan düşük, amortisman oranlarının yüksek, şüpheli alacakların kabarık veya pasifteki borçların şişirilmesi ise, gizli otofinansman örneğidirler (Aydın/Başar/Coşkun, s. 212).

esaslarına dayanır¹⁰⁰⁷. KÜBLER, özkaynak piyasalarının güçlenmesiyle birlikte, alacaklıların korunmasını düzenleyen katı kurallara duyulan ihtiyacın azaldığını; buna karşın, sermaye yatırımlarını yöneten esnek kurallara olan ihtiyacın arttığını belirtir¹⁰⁰⁸. KÜBLER'e göre¹⁰⁰⁹, “*özkaynak piyasaları zayıf olduğu ve şirketler borca ve otofinansmana bağlı olduğu sürece, pay sahiplerine yapılacak dağıtımların kısıtlanmasını öngördükleri veya en azından böyle bir kısıtlamaya izin verdikleri için sermayeye ilişkin kurallar yararlıdır: Pay sahiplerinin şirkete düzenli ve önemli katkılar sağlaması beklenmediği sürece, cazip kâr payı dağıtımına ihtiyaç yoktur. Otofinansman, ayrıca yönetimin varlıklara ve yükümlülüklerle takdire bağlı olarak değer biçmesi yoluyla kârları gizlemesine izin veren muhasebe standartlarıyla da sağlanır*¹⁰¹⁰. Ancak, orada karşılıklı bağılıkların var olduğu görünmektedir: Muhasebe şeffaf olmadığı ve sermayeyle ilgili kurallar dağıtımları kısıtladığı sürece, özkaynak yatırımları cazip olmayacaktır ve menkul kıymetler borsası zayıf kalacaktır”.

¹⁰⁰⁷ Kübler, The Rules of Capital, s. 105.

¹⁰⁰⁸ Kübler, The Rules of Capital, s. 105, 108.

¹⁰⁰⁹ Kübler, The Rules of Capital, s. 105.

¹⁰¹⁰ Gizli yedek akçeler, “*bilançoda gözükmezler; aktifteki kalemlerin gerçek değerlerinin altında ya da pasifteki itfa akçelerinin (amortissement) olduğundan fazla gösterilmesiyle tesis edilebilirler*” (Birsal, Mahmut T., **Anonim Şirketler Hukukunda Kâr Kavramı Cilt-1**, Ege Üniversitesi İktisadi ve Ticari Bilimler Fakültesi Yayınları No: 64/36, İzmir, 1973, s. 43). Başka bir ifadeyle, bilançoda gösterilen muhasebe değeriyle gerçek değer arasındaki fark gizli yedek akçeler olarak anılırlar (Tekinalp, Ünal, **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle**, 2. Bası, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1979, (Tekinalp, Yedek Akçeler), s. 377). Bu akçelerin varlığı pay sahiplerinin zarar görmesine yol açabilir (Tekinalp, Yedek Akçeler, s. 382). Dağıtılabılır kârı azalttığı ve bu sebeple şirketin aktiflerini koruduğu için gizli yedek akçeler pay sahiplerinin aleyhine, ancak şirket ve alacaklıların lehinedir (Karayalçın, Yaşar, **Muhasebe Hukuku**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988, s. 124, 125). TTK m. 515'te düzenlenen dürüst resim ilkesi gereği gizli yedek akçe ayrılmaz. Zira gizli yedek akçeler bilançonun gerçeğe uygun olmasını engeller. Buna karşın, uygulanmakta olan muhasebe standartları gereği, tarihi maliyet yöntemine izin verilen durumlarda gizli yedek akçeler oluşabilir. Bu olgu, dürüst resim ilkesine aykırı olduğu gibi, dağıtılabılır kâr miktarını azaltmaktadır. Alman paylı şirketler hukukunda ise, aktifteki kalemlerin gerçek değerlerinin altında ya da pasifteki değerlerin olduğundan fazla gösterilmesi suretiyle gerçeğe uygun düzenlenmemiş olan dönem sonu hesapları batıldır (AktG § 256/4). Buna rağmen, Almanya'da da değerlemede en fazla maliyet değerini esas alan düzenlemeler dolayısıyla kendiliğinden gizli yedek akçe oluşması mümkündür (Türk, Ahmet, “Anonim Ortaklıkta Gizli Yedek Akçeler”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Yıl 2002, Cilt 4, Sayı 2, ss. 173-233, (Türk, Yedek Akçe), s. 192 ve yazarın dn. 109'da belirttiği çalışmalar). Ayrıca, değerlemede takdir ya da seçim olanağı tanıyan düzenlemeler dolayısıyla da gizli yedek akçe oluşabilir (Türk, Yedek Akçe, s. 192 ve yazarın dn. 111'de belirttiği çalışmalar). AB'de ise, İkinci Yönerge'de düzenlenmiş bulunan sermayenin korunması ve dağıtımlara ilişkin uyumlaştırılmış kuralları, değerlendirme ilkeleriyle kârın tanınması ve ölçümünü içeren yıllık hesaplara ilişkin uyumlaştırılmış kuralları düzenlendiği Dördüncü Yönerge'yle tamamlanmıştır (Geffen, s. 93). Dördüncü Yönerge'nin ana amacı, şirketin finansal durumuna ilişkin dürüst resim ilkesinin sağlanarak şeffaflığın tesis edilmesidir (Geffen, s. 93). Bu sebeple, kural olarak, yedek akçelerin AB hukukunda kabul görmediği söylenebilir. Ancak, Dördüncü Yönerge ihtiyatlılık kavramı aracılığıyla sermayenin korunmasını sağlar (Geffen, s. 95). Yönergedeki bu ihtiyatlılık yaklaşımı, satın alma fiyatı veya üretim maliyeti anlamına gelen tarihi maliyete göre değerlemenin esas alınmasını gerektirir (Geffen, s. 96). Tarihi maliyete göre değerlendirme kendiliğinden gizli yedek akçelerin oluşumuna yol açabilecektir. Bununla birlikte, tarihi maliyete göre değerlendirme muhasebesine alternatif olarak, Dördüncü Yönerge m. 33'de ikame değeri, enflasyon muhasebesi, maddi ve mali varlıkların yeniden değerlendirilmesi yöntemlerine izin verilmiştir.

Gerçekten özkaynak finansmanı önemli avantajlar içerir. Özkaynak ile finansman, borçlanma yoluyla finansmanda olduğu gibi¹⁰¹¹, periyodik faiz ödeme şeklinde ek bir mali yük getirmez¹⁰¹². Özkaynak ile finanse edilmiş şirketler, sabit yükümlülükleri düşük düzeyde olduğu için¹⁰¹³ varlıklarını tehlikeye düşürmeden, iflas olasılığından daha uzak biçimde faaliyetlerini sürdürebilirler¹⁰¹⁴. Günümüzde, şirketlerin sermaye yapısı (*capital structure*) borç finansmanı (*debt financing*) ile özkaynak finansmanı etrafında şekillenmektedir¹⁰¹⁵. Şirketlerin özkaynak finansmanına erişimlerini kolaylaştırabilmek için dış kaynaklardan sermaye artırımını ve kâr dağıtımını esnek kurallara dayandırmak gerekir.

Esas sermaye sistemi ve sermayenin korunması ilkesi oldukça katı kurallara dayanır. Özellikle, günümüzde itibarî değerinin altında pay çıkarılması yasağı ticari hayatın ihtiyaçlarına cevap vermekten uzaktır¹⁰¹⁶. MÜLBERT/BIRKE, esas sermaye sisteminin

¹⁰¹¹ Borç finansmanında alacaklılara düzenli olarak belirli dönemlerde faiz ödemesi yapılır. Şayet sözleşmeden doğan bir borcu şirket ödemezse temerrüde düşer.

¹⁰¹² Bir şirkete pay sermayesi ve borç sağlayanların şirketten elde ettikleri kazançlar, sermaye maliyetini (*cost of capital*) oluşturur (**Ferran/Ho**, s. 53). Şirketin sermaye maliyeti, yeni projelere yatırım yapıp yapmama konusunda karar vermede itici bir faktördür; çünkü en azından şirketin sermaye maliyetine eşit getiri sağlaması beklenen yatırımlar, yatırım yapmaya değerdir (**Ferran/Ho**, s. 53). Örneğin, bir şirketin özkaynak maliyeti vergiden sonra % 30 ise, yatırım projelerinin finansmanında kullanılan özkaynağın iç kârlılık oranı, vergiden sonra en az % 30 olmalıdır; aksi halde, şirketin veya şirket paylarının piyasa değeri bundan olumsuz etkilenir (**Akgüç**, s. 450).

¹⁰¹³ Özkaynak ile finansmanda sabit yükümlülükler olmamasına karşın bu yöntemin borç yoluyla finansmandan genellikle daha maliyetli olduğu kabul edilir. Şöyle ki, pay sahiplerine yapılacak kâr dağıtımı özkaynak ile finansmanın önemli bir maliyetidir. Aslında, kâr payı dağıtımı hukuken bir zorunluluk değildir. Ancak, uzun yıllar kâr dağıtımı yapılmaması haklı sebeple fesih nedeni (TTK m. 531) oluşturabileceği gibi, yatırımcı çekme noktasında cazibeyi azaltabilir. Pay sahiplerinin genellikle yüksek kârlı yatırımlara yönelme eğiliminde oldukları varsayımını temel aldığımızda, şirketin kâr dağıtımı yaparak pay sahiplerinin doğal beklentilerini karşılaması, şirketin yatırımcı çekme olanağını artıracaktır. Başka bir deyişle, şirket pay sahiplerine yaptığı dağıtımı artırdıkça, genel olarak özkaynak ile finansman yönteminden elde ettiği verim de artacaktır. Dağıtılacak kâr payı miktarı, bugünden belirli olmadığı gibi zaman içerisinde değişim göstereceğinden sabit de değildir (**Akgüç**, s. 450). Şirkete ortak olanlar katlandıkları riskin daha yüksek olması sebebiyle, yatırımlarından doğan riski de karşılayacak oranda bir gelir beklerler (**Akgüç**, s. 755). Bu unsur, özkaynak maliyetinin, genellikle borç finansmanı gibi yabancı kaynak maliyetlerinden daha yüksek olması sonucunu doğurur (**Akgüç**, s. 755). Ancak, bazı durumlarda özkaynak maliyeti daha düşük olabilmektedir (**Akgüç**, s. 753, 754). Ayrıca, özkaynağa ödenen kâr payının gider olarak gösterilememesi, bu finansman yönteminin maliyetini artıran önemli bir sakıncadır (**Akgüç**, s. 755).

¹⁰¹⁴ **Akgüç**, s. 755.

¹⁰¹⁵ Avantajları ve dezavantajları sebebiyle özkaynak finansmanı ile borç finansmanı sıklıkla karşılaştırmaya tabi tutulmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin işlediği piyasalarda özkaynak ile finansman oldukça kullanışlı bir araçtır. Örneğin, Google ve Amazon gibi yüksek kârlı ve büyük oranlarda büyüyen şirketlerin çoğunlukla özkaynak ile finansmana başvurdukları görülür (**Brealey/Myers/Allen**, s. 590). Ancak, sermaye piyasalarının gelişmesi borçlanma yoluyla finansmanı kaldırmamıştır. Küresel ekonomide, her iki finansman yönetimi de geniş uygulama alanına sahiptir. Bu konuyla bağlantılı ilginç bir çalışmaya göre, münferit şirketlerde borç oranları (*debt ratios*) dört ana faktöre bağlı görünmektedir: 1- Büyüklük. Büyük şirketler daha yüksek borç oranlarına sahip olma eğilimindedir. 2- Maddi varlıklar. Duran varlıkların toplam varlıklara oranının yüksek olduğu şirketlerin borç oranları daha yüksektir. 3- Kârlılık. Daha kârlı şirketlerin borç oranları daha düşüktür. 4- Piyasa defter oranı. Piyasa değeri defter değeri oranı (*market to book value ratio*) daha yüksek olan şirketlerin borç oranları daha düşüktür. Bkz. Rajan, Raghuram G./Zingales, Luigi, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", **The Journal of Finance**, Vol. 50, No. 5, (December 1995), pp. 1421-1460; **Brealey/Myers/Allen**, s. 481, 482.

¹⁰¹⁶ İtibarî değerinin altında pay çıkarılması yasağının pay sahiplerinin aynı miktarda pay için diğer pay sahiplerinin ödediğiyle aynı miktarda katılma bedelini ödemelerini sağlayarak, katılma payları yönünden eşitliği sağladığı ifade edilir. Ancak, payın itibarî değeri gerçeğe uygun değeriyle genellikle örtüşmeyeceği için itibarî

faydalı işlemleri engellemek suretiyle yüklediği maliyetlerin, bu katı kuralların muhtemelen en sakıncalı yanı olduğunu belirtir ve bu işlemlere örnekler verir¹⁰¹⁷: 1- Piyasada payların itibarî değerinin altına düşmesi durumunda, yeni pay ihraç etmek suretiyle özkaynakların artırılması mümkün değildir¹⁰¹⁸, 2- serbest nakit kaynaklara sahip şirketlerin gerçekleştirilebilecekleri değerli projeleri olmadığında; sermayenin korunması kuralları, varlıkların esas sermayeden ve sermaye fazlası bazı kalemlerden (kanuni yedek akçeler gibi) pay sahiplerine dağıtılmasını engellemektedir¹⁰¹⁹, 3- kurallar, potansiyel olarak faydalı olan kaldırılmalı devralmalara finansal yardımı engeller¹⁰²⁰, 4- gelecekteki hizmet edimleri mukabilinde pay ihracı yasağı, yüksek teknoloji şirketi açma (*start-up a company*) finansmanında sorun yaratmaktadır (bkz. İkinci Yönerge m. 7 ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 46¹⁰²¹); nitekim bu endüstrilerde, yetenek ve yeterlilik için rekabette pay ihracı önemli olabilir¹⁰²², 5- aynı katılma payları zorlu (ve maliyetli) değerlendirme kuralları tarafından engellenebilir; bu durum esnek borç-özkaynak takası işlemlerini (*swap*)¹⁰²³ aksatabilir ve katılma payı taahhüdünde bulunan tarafın sorumluluğuna yol açabilir, 6- kârlar aracılığıyla

değerinde veya bu miktarın üstünde yeni pay ihraç edilmesi durumunda pay sahipliği haklarının sulandırılması riski doğabilir. Başka bir ifadeyle, itibarî değerinin üstünde ancak gerçeğe uygun değerinin çok altında bir bedel karşılığında pay ihraç edilmesi yoluyla mevcut pay sahiplerinin hakları sulandırılabilir. Bkz. **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 89.

¹⁰¹⁷ Mülbert/Birke, s. 721, 722.

¹⁰¹⁸ Gerçekten esas sermayenin azaltılması merasimi hantal ve maliyetlidir (Kuhner, s. 353). Finansal zorluklar sebebiyle piyasada payların itibarî değerinin altında işlem görmesi durumda şirket, çok karmaşık ve maliyetli bir süreç gerektiren payların itibarî değerinin azaltılması suretiyle esas sermayenin azaltılması yoluna başvurarak önce esas sermayesini azaltıp ardından sermaye artırımı yoluyla yeni pay ihraç edebilir.

¹⁰¹⁹ Bu durumda dağıtım yapılmak istendiğinde, sermaye azaltımı yoluyla dağıtım yapılabilir; ancak, maliyetli bir seçenek olacaktır.

¹⁰²⁰ AB hukukunda finansal yardım yasağı kaldırılarak bir takım koşullara bağlanmıştır. Buna karşın, Türk hukukunda bu arkaik yasak güncelliğini korumaktadır. Bkz. “Finansal Yardım”.

¹⁰²¹ İkinci Yönerge m. 7 uyarınca, “*taahhüt edilen sermaye, yalnızca ekonomik olarak değerlendirmesi yapılabilen malvarlığı unsurlarından oluşabilir. Ancak, bir iş görme veya hizmet sağlama taahhüdü bu malvarlığı unsurlarının bir parçasını oluşturamaz*”. Bu düzenleme, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 46’ya aynen alınarak, muhafazakâr yapı korunmuştur. TTK da benzer anlayışı yansıtır. TTK m. 342/1-c. 2 gereği, “*hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olamaz*”. Sonuç itibarıyla, hizmet edimlerinin sermaye olarak getirilmesi yasağına ilişkin İkinci Yönerge’ye yöneltilen eleştiriler Türk hukukunda da geçerlidir. Buna karşın MBCA § 6.21(b)’de, hizmet edimleri (*services performed*) ve gelecekteki hizmet edimleri için sözleşmeler (*contracts for services to be performed*) payın bedeli olarak kabul görmektedir.

¹⁰²² ENRIQUES/MACEY, yeni ekonomi anlayışında, gün geçtikçe fikirlerin fiziksel varlıklardan daha fazla değere sahip olmaya başladığını ve piyasada rakiplerin en iyi beyinleri elde etmek için çaba harcadıklarını belirtmiştir. Yazalara göre, gelecekteki hizmet edimleri mukabilinde pay ihracı yasağı, mevcut şirketlerin yetenekli çalışanları işe alma ve tutma konusundaki ücret paketlerini kişiselleştirme kapasitelerini haksız biçimde zayıflatmaktadır. Yeni kurulan şirketlerin, faaliyetlerinin ilk yıllarında, genellikle çok az nakit paraya sahip olmalarına karşın, sürekli olarak avukatların, muhasebecilerin ve yönetim danışmanlarının hizmetlerine ihtiyaç duyacak olmaları sebebiyle, gelecekteki hizmet edimleri mukabilinde pay çıkarılabilmesinin en çok bu şirketlere fayda sağlayabileceği ifade edilir (bkz. **Enriques/Macey**, s. 1195, 1196). Benzer şekilde, KÜBLER de, İkinci Yönerge m. 7’deki (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 46’daki) anlayışın yüksek teknoloji şirketi finansmanında sorunlar oluşturacağını belirtmiş ve bu düzenlemenin yenilikçi girişimcilerin yaratıcı girdilerinin sermaye olarak kullanılmasında engel teşkil edeceğini ve böylece şirket tüzel kişiliğinin (*corporate form*) risk sermayesi yatırımcılarını (*venture capital investors*) çekmek için bir araç olarak kullanılmasını engelleyebileceğini ifade etmiştir (Kübler, *The Rules of Capital*, s. 108).

¹⁰²³ Swap, finans disipliniinde bir tür takas işlemi olarak ifade edilir.

şirket paylarının geri alınması, halka kapalı şirketlerin kurucu/sahip anlayışından çıkışı için bir yol sağlayabilir; ancak, dağıtımlara ilişkin esas sermaye kısıtlamaları bu çıkış yolunu önleyebilir¹⁰²⁴, 7- küçük şirketlerdeki bir başka çıkış yolu olan, şirket ortaklarından birinin öldüğü veya geri çekildiği halka kapalı şirketlerdeki pay alım (*buy-out*) anlaşmalarının ayrıca engellenmesi veya kısıtlanması, küçük kapalı şirketlerdeki özkaynak yatırımlarını daha az cazip hâle getirebilir.

Asgarî sermayenin “ciddiyet testi” işlevi, potansiyel olarak başarılı bir şirketin başlangıcı için engel teşkil edebilir¹⁰²⁵. Gerçekten esas sermaye sistemi gereği kurucular tarafından sağlanması zorunlu olan asgarî sermaye miktarı kârlı şirketlerin kurulmasını engelleyebilir¹⁰²⁶.

Teoride sermaye kazancı (pay satışından elde edilen kâr) dağıtımların kısıtlanmasından kaynaklı eksikliği telafi ettiği için dağıtımların pay fiyatı üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır; ancak, pratikte dağıtımlar pay fiyatlarını etkilemektedir¹⁰²⁷. Bu yüzden, pay sahiplerinin kâr dağıtımında güçlü menfaatleri bulunur¹⁰²⁸. Buna karşın, Avrupa ve Türkiye’deki dağıtım kuralları ABD’de yürürlükte bulunanlardan daha sıkıdır. Esas sermaye sisteminde dağıtılabılır kârın oluşması için, bilançodaki varlıkların değerinin yükümlülükler, esas sermaye ve ayrılması zorunlu yedek akçelerin toplamını aşması gerekir¹⁰²⁹. Ayrıca, bilançoda tarihi defter değerinin esas alınmasının, hukuka uygun olan ve olmayan dağıtımları birbirinden ayırmak için etkisiz bir yöntem olduğu ifade edilir¹⁰³⁰. Zira varlıkların günümüz defter değerinin geçmişten daha yüksek olduğu varsayılır¹⁰³¹. Bu sakıncayı dikkate almayan bilanço tekniği sebebiyle, Avrupalı şirketlerin yatırım yapabilecekleri pozitif net bugünkü değerli projeleri olmasa bile kâr payı dağıtamayacakları ileri sürülür¹⁰³². Gerçekten HGB uyarınca Alman muhasebe ilkelerinin muhafazakâr yapıda olması, mevcut kârı en aza indirir¹⁰³³. Bu sistemde geçerli olan yükümlülükler için en yüksek varlıklar içinse en düşük değer ilkeleriyle birlikte ihtiyatlılık kavramı ve gerçekleşmiş hasılat ilkesi, dürüst resim sunmak için tasarlanan muhasebe ilkeleriyle elde edilen sonuçlara kıyasla, varlıkları daha az ve yükümlülükleri daha fazla gösterebilirler¹⁰³⁴. Bu ülkede,

¹⁰²⁴ Davies, Paul, “Legal Capital in Private Companies in Great Britain”, *Aktiengesellschaft*, (1998), pp. 346-354, (Davies, Legal Capital), s. 348.

¹⁰²⁵ Mülbert/Birke, s. 721.

¹⁰²⁶ Eidenmüller/Grunewald/Noack, s. 27.

¹⁰²⁷ Cahn/Donald, s. 219.

¹⁰²⁸ Cahn/Donald, s. 219.

¹⁰²⁹ Cahn/Donald, s. 223.

¹⁰³⁰ Enriques/Macey, s. 1196.

¹⁰³¹ Enriques/Macey, s. 1196.

¹⁰³² Enriques/Macey, s. 1196.

¹⁰³³ Cahn/Donald, s. 225.

¹⁰³⁴ Cahn/Donald, s. 225.

şirketlerin IFRS'yi tercih etmesi hâlinde, bu, muhtemelen dağıtım için mevcut olan miktarı artıracaktır¹⁰³⁵. Türkiye'de TTK m. 515'te düzenlenen dürüst resim ilkesi finansal tabloların gerçeğe uygun olmasını gerektirir. Ancak, buna rağmen tarihi maliyet yöntemini esas alan muhasebe standartları sebebiyle bilançoda aktifler değerinin altında gösterilebilmektedir.

MBCA'nın aksine, TTK'da öngörülen esas sermaye sisteminde¹⁰³⁶ kâr dağıtımı yapılabilmesi için maliyetli bir merasime tabi olan genel kurul kararı gerekir (TTK m. 408/2-d). Benzer şekilde, şirket kâr payı avansı dağıtmak istediğinde de, TTK m. 509/3 gereği, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın düzenlediği Kâr Payı Avansı Dağıtımı Hakkında Tebliğ m. 5 uyarınca, genel kurulun bu dağıtıma ilişkin karar alması gerekir. Böylece, ara dönem kâr dağıtımı için de genel kurul şartı öngörülmüştür. Oysaki MBCA'da olduğu gibi, kâr dağıtımında yönetim kurulu yetkilendirilebilirdi ya da en azından bu yetkilendirmeye ilişkin esas sözleşmede hüküm tanınmasına izin verilebilirdi. Buradaki endişeler pay sahipliği haklarına, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna veya belirli iş hacmini aşmış şirketler için denetçi raporuna ilişkin hükümlerle giderilebilirdi. Gerçekten kâr dağıtımında genel kurulun yetkili olması, alacaklıların kısıtlayıcı sözleşmeler yoluyla şirket faaliyetlerini kontrol edebilmesi için dar bir alan bırakmaktadır¹⁰³⁷. Buna karşın, ABD'de yönetim kurulu kâr dağıtımı konusunda tam kontrol sahibidir; bu sebeple, bir borç sözleşmesinde, yönetim kurulu dağıtımları kısıtlamaya yönelik olarak alacaklıya taahhütte bulunabilir¹⁰³⁸. Bu sözleşme özgürlüğü Almanya ve Türkiye'deki şirket yöneticileri açısından geçerli değildir¹⁰³⁹. Esas sermaye sisteminde, alacaklıların korunmasına ilişkin bu eksiklik, pay sahiplerine yapılabilecek olan potansiyel dağıtımların seviyesini sınırlandıran sermayenin korunması kurallarıyla giderilmeye çalışılmıştır¹⁰⁴⁰. Ancak, bu noktada esnek kâr dağıtımı kurallarına olan ihtiyaç göz ardı edilmiştir. Konu halka açık şirketlerde daha hassastır. Zira halka açık olmayan şirketlerin tabi olduğu sistemde özkaynak piyasaları güçlü olmadığı için kâr dağıtımında genel kurul şartını anlayışla karşılamak mümkündür¹⁰⁴¹. Halka açık şirketler, esnek kurallara bağlanmış kâr dağıtımı yoluyla piyasalara sinyal göndermek isteyebilirler. Nitekim bu ihtiyacı dikkate alan Kâr Payı Tebliği (II-19.1) m. 9 uyarınca, yönetim kurulu kâr payı avansı dağıtımı için genel kurul tarafından yetkilendirilebilir. Kâr dağıtımında esnekliğin önemini dikkate alan AktG § 59/1 gereği de, şirket esas sözleşmesinde, mali yılın sona

¹⁰³⁵ Cahn/Donald, s. 225.

¹⁰³⁶ İkinci Yönerge'de ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde kâr dağıtımı için genel kurul kararı bir zorunluluk olarak öngörülmemiştir.

¹⁰³⁷ Cahn/Donald, s. 222.

¹⁰³⁸ Cahn/Donald, s. 227, 228.

¹⁰³⁹ Cahn/Donald, s. 228.

¹⁰⁴⁰ Cahn/Donald, s. 222.

¹⁰⁴¹ Bu noktada, KÜBLER'in -konunun başında kaleme alınan- açıklamalarına dikkat çekmek isterim.

ermesinden sonra beklenen bilanço kârından ara dönem ödemesi yapılabilmesi için yönetim kuruluna yetki verilebileceği düzenlenmiştir. İngiliz hukukunda da benzer yaklaşım esas alınmıştır¹⁰⁴².

Diğer taraftan, payların şirket tarafından iktisap edilmesine ilişkin sınırlamalar, pay sahipleri arasındaki ihtilaf maliyetlerini artırabilir¹⁰⁴³. Bazı durumlarda, bu yasak, bir şirketin muhalif bir pay sahibinin payını satın almasını önleyerek, şirket faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilecek kilitlenme veya uyumsuzluğun üstesinden gelmeyi zorlaştıracaktır¹⁰⁴⁴. Ayrıca, payların şirket tarafından iktisabını sınırlandırmak, özkaynak yatırımlarının likidite (= kolaylıkla paraya çevrilebilme) özelliğini zayıflatabilir¹⁰⁴⁵. Böylece özkaynak yatırımlarının cazibesi azabilir; zira payları şirkete satmak (*reselling*), çoğu kez pay sahibinin yatırımını paraya dönüştürebilmesinin tek yolu olabilir¹⁰⁴⁶.

Son olarak, esas sermaye sisteminin hantal yapısı sebebiyle, şirketin hızlı bir şekilde finansman temin etmesi zorlaşmaktadır. Şirket, özkaynak ile finansman için esas sermayenin dış kaynaklardan artırımı yoluyla pay ihraç etmek istediğinde (kayıtlı sermaye sistemi hariç) ağır nisapların arandığı genel kurul toplantısı yapılması gerekliliği¹⁰⁴⁷ ve aynı sermayenin katılma payı olarak getirilebilmesi için bilirkişi raporu düzenlenmesi şartı bu finansman tekniğinden azami ölçüde verim elde edebilmesini engellemektedir. Benzer şekilde, itibarî değerinin altında pay ihracı yasağı da özkaynak finansmanını verimsizleştirmektedir¹⁰⁴⁸. Zira bu süreçler hem finansal hem de zamansal açıdan işlem maliyetleri doğmasına yol açar. Başka bir ifadeyle, ticaretin esneklik ve sürat ihtiyacını tam olarak karşılayamayan esas sermaye sistemi, finansmana erişimde öngördüğü kuralların geciktirici süreçler ve işlemler gerektirmesi sebebiyle işlem maliyeti doğurur. Bunların sonucu olarak, özkaynak finansmanı modelinin sağladığı önemli avantajları elde etme fırsatı zayıflamaktadır. Şirketlerin özkaynak finansmanına erişimlerini kolaylaştırabilmek için dış kaynaklardan sermaye artırımını esnek

¹⁰⁴² **Ferran/Ho**, s. 207. Alman hukukunda ara dönem ödemesinde, son yılın finansal tablosu yerine beklenen bilanço kârı dikkate alınmıştır. Buna karşın, İngiliz hukukunda CA b. 836 gereği, ara dönem ödemeleri için “ilgili hesaplar” (*relevant accounts*) dikkate alınır. Şirketin son yıllık hesapları, genellikle “ilgili hesaplar” kavramına karşılık teşkil eder (**Ferran/Ho**, s. 216). Şayet, şirketin son yıllık hesapları önerilen dağıtım için yeterli kaynak ihtiva etmiyorsa, şirket dağıtımını gerekçelendirmek için ara dönem hesapları (*interim accounts*) çıkarabilir (**Ferran/Ho**, s. 216). Ara dönem hesapları şirketin finansal durumuna ilişkin olarak makul bir karar verilmesini sağlamalıdır (CA b. 838/1). Ancak, halka açık şirketlerde dağıtım yapılabilmesi için hazırlanan ara dönem hesaplarla ilgili daha ayrıntılı gereklilikler bulunur (CA b. 838/2-6).

¹⁰⁴³ **Enriques/Macey**, s. 1197.

¹⁰⁴⁴ **Enriques/Macey**, s. 1197.

¹⁰⁴⁵ **Enriques/Macey**, s. 1197.

¹⁰⁴⁶ **Davies**, Legal Capital, s. 348; **Enriques/Macey**, s. 1197. Ayrıca bkz. “Şirketin Kendi Paylarını İktisabı/Yararları”.

¹⁰⁴⁷ 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 68/1, TTK m. 456/2 ve m. 459 uyarınca, sermaye artırımı kararını genel kurul verir. Kayıtlı sermaye sisteminde ise, yönetim kurulu kayıtlı sermaye sınırına kadar sermaye artırımında yetkili ve görevlidir (TTK m. 332/1, m. 456/2, m. 460).

¹⁰⁴⁸ Bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

kurallara dayandırmak gerekir. Örneğin, MBCA’da olduğu gibi, özkaynak finansmanı amacıyla pay ihracında yönetim kurulu daha etkili hâle getirilebilir¹⁰⁴⁹. Bu ihtiyaca cevaben öngörülen kayıtlı sermaye sistemi de, itibarî değer altında pay çıkarılması yasağı sebebiyle yönetim kurulunun hareket alanını kısıtlamaktadır¹⁰⁵⁰.

2.6.2.5. Esas Sermaye Sisteminin Sinyal İşlevinin (*Signaling Function*) Elverişsiz Oluşu

Sinyal, bir kişinin gözlenemeyen özelliklerini gösteren eylem olarak tanımlanır¹⁰⁵¹. Finansal sinyal modelleri, içeriden öğrenenlerle (*insider*) dışarıdakiler (*outsiders*) arasındaki bilgi asimetrisini ele almaktadır¹⁰⁵². Dışarıdakiler, dışsal taleplerinin gerçek değerini hesaplamak için bilgiye ihtiyaç duyduğunda; değerinin altındaki şirketlerdeki içeriden öğrenenler, bu taleplerle uyumlu sözleşmeler, kâr payı dağıtımı veya yatırım politikaları gibi gözlemlenebilir uygun şirket faaliyetleriyle şirketin “niteliği” hakkında sinyal vermeye çalışabilirler¹⁰⁵³. Ekonomi disiplini sinyal kavramını, şirketin finansal bakış açıları hakkında yönetim ve sermaye piyasası arasındaki bilgi asimetrisinin üstesinden gelmek için etkili bir araç olarak özetlemektedir¹⁰⁵⁴.

Dışarıdakilerin şirketin işleyişinde etkili olamamaları sebebiyle içeriden öğrenenlerin, şirketin menfaati yerine bireysel menfaatlerine odaklanarak şirketin faaliyetlerine yön vermeleri olasılık dâhilinde olduğu için “vekâlet sorunu” (*agency problem*)¹⁰⁵⁵ ortaya çıkar¹⁰⁵⁶. Sinyal, dışarıdakilere, şirketin yönetimi hakkında bilgi verme işlevi sağlayarak, vekâlet sorununun aşılmasına katkıda bulunabilir. Şirketin sinyal vermek amacıyla uyguladığı politikalar, şirketin finansal yapısı ve yönetimi hakkında dışarıdakilerin bilgi edinmelerinde rol oynar.

Menfaat sahipleri açısından özkaynakların miktarı, şirketin niteliği konusunda sinyal işlevi görebilir¹⁰⁵⁷. Nitekim yatırımcıların şirket borçlarını, şirketin değerine ilişkin bir sinyal olarak gördüğü ileri sürülür¹⁰⁵⁸. Bununla birlikte, ABD doktrininde kâr payı dağıtımının güvenilir kârlılık sinyalleri olduğu kabul edilir; zira sermaye kazançlarından daha yüksek

¹⁰⁴⁹ İtibarî değersiz pay sisteminde, pay ihraç bedelinin, borsada oluşan pay fiyatına istinaden *fair value* (gerçeğe uygun değer) üzerinden yönetim kurulu tarafından belirlenebilir.

¹⁰⁵⁰ Türk hukukunda, SerPK m. 12/2-c. 2 SerPK m. 18/5 gereği, halka açık şirketlerde itibarî değer altında pay çıkarılmasına izin verilmektedir. Bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

¹⁰⁵¹ Brealey/Myers/Allen, glossary 16.

¹⁰⁵² John, Kose, “Risk-Shifting Incentives and Signalling Through Corporate Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 28-30, 1986 (Jul., 1987), pp. 623-641, s. 625.

¹⁰⁵³ John, s. 625.

¹⁰⁵⁴ Kuhner, s. 353, 354.

¹⁰⁵⁵ Kavram için bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

¹⁰⁵⁶ John, s. 625.

¹⁰⁵⁷ Mäntysaari, Vol. III, s. 132.

¹⁰⁵⁸ Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts, s. 509.

oranda vergilendirilirler ve bu nedenle bir şirkete pahalıya mal olurlar¹⁰⁵⁹. Bir şirketin pay fiyatı, genellikle şirketin kâr payında bir artış duyurusu yaptığında artarken; kâr payında azalma duyurusu yaptığında düşmektedir¹⁰⁶⁰. MBCA § 6.40'ta şirketin kendi paylarını iktisabı da bir kâr dağıtımı tekniği olarak ele alınmış ve kâr dağıtımı yapılabilmesi için sadece iki aşamalı esnek bir sistem benimsenmiştir. Ancak, esas sermaye sisteminde şirket yönetiminin kâr dağıtımı teklif etme özgürlüğünün sınırlandırıldığı belirtilir¹⁰⁶¹. Bilançoda esas sermayeye, ayrılması zorunlu yedek akçelere ve pay primlerine¹⁰⁶² karşılık teşkil eden varlıkların dağıtımının engellenmesi kâr dağıtımı politikasını olumsuz etkileyebilir¹⁰⁶³. Bu engelleyici kuralların, piyasanın kâr payı politikası hakkında bilgi işleme kabiliyetini azalttığı; ayrıca, özkaynak piyasalarının verimliliği ve sonuç olarak Avrupa'da payların likiditesi (kolayca paraya dönüştürülmesi) üzerinde olumsuz etkileri olduğu savunulur¹⁰⁶⁴.

Bunların yanı sıra, şirketin kendi paylarını iktisabı, yöneticilerin geleceğe duyduğu güveni işaret eden bir sinyal olarak kullanılabilir¹⁰⁶⁵. BREALEY/MYERS/ALLEN, şirketin kendi paylarını iktisabının sinyal işlevini şu örnekle açıklamaktadır¹⁰⁶⁶: “Varsayalım ki siz, yönetici olarak, paylarınızın büyük ölçüde değerinin altında olduğuna inanıyorsunuz. Şirketin, paylarının beşte birini mevcut piyasa fiyatının % 20 üzerinde bir fiyattan geri satın almaya hazır olduğunu ilan ediyorsunuz. Ancak, kesinlikle bu fiyattan kendi sahip olduğunuz payları satmayacağınızı ifade ediyorsunuz. Yatırımcılar açıkça şu çıkarıma ulaşır: Payların, piyasa fiyatının % 20 üzerinde bile, iyi bir değere sahip olduğuna inanmalısın”. Özellikle bir şirketin kendi paylarını iktisap ederek, piyasalara güven sinyali vermesi gerektiği anlarda, buna ilişkin sınırlamalar engel oluşturabilir. Böylece, şirket özkaynak ile finansmandan (*equity financing*) azami ölçüde verim elde edemez; zira yeni pay ihraç etmek isteyen şirket, payları gerçek değerinin altında oluşan piyasa değerinden ihraç etmek zorunda kalabilecektir¹⁰⁶⁷. BREALEY/MYERS/ALLEN'in aktardığı verilere göre, araştırmacılar, piyasa fiyatının üzerinde pay geri alım teklifi duyurularının pay fiyatlarında ortalama % 11'lik

¹⁰⁵⁹ Fischel, Daniel R., “The Law and Economics of Dividend Policy”, *Virginia Law Review*, Vol. 67, (1981), pp. 699-726, s. 708.

¹⁰⁶⁰ Ross/Westerfield/Jaffe/Roberts, s. 573. Bir şirketin kâr dağıtımını boşlamasına (*dividend omission*) ilişkin açıklamaların payların fiyatını düşürdüğüne ilişkin bkz. Healy, Paul M./Palepu, Krishna G., “Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions”, *Journal of Financial Economics*, 21, (1988), pp. 149-175.

¹⁰⁶¹ Enriques/Macey, s. 1196.

¹⁰⁶² Özellikle pay primlerinin dağıtımının yasaklanması önemli tartışmalara sahne olmuştur bkz. “Primli Pay”.

¹⁰⁶³ Pay ihracından elde edilen gelirlerin dağıtımı noktasında farklı modellerin incelendiği bölüm olarak bkz. “Gerçek İtibarî Değersiz Pay (*True no par value share*)”.

¹⁰⁶⁴ Enriques/Macey, s. 1196.

¹⁰⁶⁵ Brealey/Myers/Allen, s. 415; Ferran/Ho, s. 180.

¹⁰⁶⁶ Brealey/Myers/Allen, s. 415.

¹⁰⁶⁷ Ayrıca, payın itibarî değerinin altında çıkarılması yasağının gözetilmesi gerekir.

bir artış sağladığını tespit etmişlerdir¹⁰⁶⁸. Şayet sınırlamalar olmasaydı, payları piyasada gerçek değerinin altında işlem gören şirket, önce kendi paylarını iktisap etmeyi teklif etmek suretiyle gönderdiği olumlu sinyalle payların piyasa fiyatının yükselmesini sağlayabilir, ardından pay ihraçlarını oluşturan yeni fiyatlar üzerinden gerçekleştirebilirdi.

Esas sermaye sisteminde, şirketin kendi paylarını iktisabı sınırlandırılmıştır. Türk hukukunda şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin limit katı bir şekilde ele alınarak, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 60'da öngörülen en alt sınır olan esas sermayenin % 10'u üzerinden TTK m. 379'a alınmıştır. % 10'luk bu sınırın belirlenmesinde herhangi bir bilimsel veri ve bu kapsamda ampirik bir çalışma esas alınmamıştır¹⁰⁶⁹. Tamamen subjektif değerlendirmeye dayalı biçimde tespit edilen bu oran ticari hayatın esneklik ihtiyacıyla bağdaşmaz; kanun koyucunun sınırlamayı öngörürken gözettiği piyasa manipülasyonu gibi endişeler başka hukuki yollarla giderilebilirdi. Gerçekten şirketin kendi paylarını edinimine katı sınırlar getirmek yerine alternatif yollarla çözüm üretmek daha etkili ve yararlı olabilir. Örneğin, MBCA'ya benzer şekilde şirketin kendi paylarını iktisabı bir kâr dağıtım türü olarak düzenlenebilir ve böylece kötüniyetli pay sahipleri için iade yükümlülüğüyle birlikte yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu öngörülebilirdi. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisabını manipülatif amaçlarla kullanan yönetim kurulu üyeleri için öngörülen/öngörülebilecek cezai sorumluluklar daha etkili sonuçlar doğurabilir. Piyasa manipülasyonu riskine karşı SPK'nın yetkileri artırılabilir ve özel kanunlarla tedbirler ve yaptırımlar öngörülebilir. Ancak, yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki fonksiyon ayrılığını gözetmeyen, yönetim kurulunun genel kurul tarafından denetimini fiilen imkânsız kılan ve dolayısıyla şirketi korumayan miktarda şirketin kendi paylarını iktisabına izin verilmemelidir¹⁰⁷⁰.

Sonuç olarak, esas sermaye sisteminde öngörülen katı kâr payı dağıtım kurallarının ve şirketin kendi paylarını iktisabı konusundaki kısıtlamaların, sinyal işlevini engellediği ileri sürülür¹⁰⁷¹.

¹⁰⁶⁸ **Brealey/Myers/Allen**, s. 415. Şu durumda, şirketin piyasa fiyatının üzerinde paylarını iktisap etmesine ilişkin teklifler piyasada olumlu sinyal olarak değerlendirilmektedir. Şirketin kendi paylarını iktisabının yasaklanması veya sınırlandırılması bu yöntemin sinyal amacıyla kullanımını azaltacak veya imkânsızlaştıracaktır.

¹⁰⁶⁹ Alman hukukunda, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin esas sermayenin % 10'u olarak belirlenen sınırın ilk olarak 1931 yılındaki Notverordnung ile getirildiği ve hükümet tasarrufu olan bu düzenlemenin gerekçesi ve görüşme tutanakları bulunmadığı için sınır hakkındaki kuralın temeline inilmesinin güçleştiğine ilişkin bkz. Özdamar, Mehmet, **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK. m. 329)**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005, s. 110, 111.

¹⁰⁷⁰ MBCA'da, kayıtlı pay (*authorized share*) sistemi sebebiyle böyle bir risk bulunmaz. Bkz. "Değerlendirme ve Türk Hukuku için Öneriler/Kayıtlı Pay (*Authorized share*)".

¹⁰⁷¹ **Kuhner**, s. 353; **Enriques/Macey**, s. 1196.

2.6.2.5. Sermayenin Korunması İlkesinin Karmaşıklığı Nedeniyle Yüksek İşlem Maliyetlerine Yol Açması

Sermayeye ilişkin kuralların ticari faaliyetlerin yürütülmesinde maliyetli bir yük hâline gelmiş olabileceğinden bahsedilir¹⁰⁷². Nitekim sermayenin korunması ilkesinin fazla karmaşık yapısının sonucu olarak, toplum tarafından uygun bir hukuki altyapının sağlanması ihtiyacının hâsıl olması ve sermayenin korunması ilkesine tabi olan şirketlerin zorunlu işlemlere katlanması sebebiyle yüksek işlem maliyetleri doğmaktadır¹⁰⁷³. Özellikle, şirketin esas sermayesinin belirli bir kısmını kaybetmesi hâlinde, genel kurulun toplantıya çağırılması ve bu kurulda şirketin iyileştirme veya tasfiye seçeneğinin tartışılması gerekir¹⁰⁷⁴. Ayrıca, sermayenin artırılması veya azaltılmasına ilişkin işlemler için uygulanması gereken prosedürler oldukça külfetlidir; zira bu tip işlemlerde, kural olarak genel kurul toplantısı zorunludur¹⁰⁷⁵.

Esas sermaye sisteminin şirketin kuruluş sürecini ve yeni pay ihracı yoluyla sermaye artırımını yavaşlatması¹⁰⁷⁶ ve özellikle aynı sermaye için bağımsız bilirkişilere ödeme yapılmasını şart koşuyor olması¹⁰⁷⁷ sebeplerinden ötürü maliyetli olduğu ifade edilir¹⁰⁷⁸. Gerçekten İkinci Yönerge m. 10 gereği, şirkete katılma payı olarak aynı sermayenin getirilmesi hâlinde, bağımsız bir bilirkişiden şirketin kuruluşunda veya faaliyete başlamasından önce bir rapor hazırlaması istenir¹⁰⁷⁹. Buna ek olarak, halka açılış sürecindeki

¹⁰⁷² **Kübler**, The Rules of Capital, s. 96.

¹⁰⁷³ **Kühner**, s. 354.

¹⁰⁷⁴ Bkz. “Alarm Sinyali İşlevi”.

¹⁰⁷⁵ Sermaye artırımında genel kurul kararı zorunluluğuna ilişkin bkz. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 68/1 ve İkinci Yönerge m. 25/1; sermayenin azaltılmasında genel kurul kararı zorunluluğuna ilişkin bkz. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 73/1 ve İkinci Yönerge m. 30/1. Ancak, mahkeme kararıyla esas sermayenin azaltılması ihtimali, genel kurul zorunluluğundan müstesna tutulmuştur (2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 73/1 ve İkinci Yönerge m. 30/1).

¹⁰⁷⁶ Ticari hayat sürat, güvenlik ve esneklik gerektirir (**Arkan**, s. 105). Bu noktada “sürat” kavramını tek başına ele aldığımızda, bir şirketin kuruluşu aşamasında da bu kavramın öneminin kanun koyucu tarafından reddedilmediği görülür. Ön anonim şirkete ilişkin düzenleme bunun önemli bir tezahürüdür. TTK m. 355/2 gereği, “tescilden önce şirket adına işlem yapanlar ve taahhütlere girenler, bu işlem ve taahhütlerden şahsen ve müteselsilen sorumludurlar. Ancak, işlem ve taahhütlerin, ileride kurulacak şirket adına yapıldığı açıkça bildirilmiş ve şirketin ticaret siciline tescilden sonra üç aylık süre içinde bu taahhütler şirket tarafından kabul olunmuşsa, yalnız şirket sorumlu olur”. Şirketin kuruluş işlemi uzadıkça harcanan zaman önemli bir işlem maliyetidir. Aynı şekilde, genel kurul zorunluluğunun öngörüldüğü dış kaynaklardan sermaye artırımında da daha hızlı ve ucuz bir yöntem yararlı olabilir. Nitekim ticari hayatın süratli şekilde işlemlerini temin edici düzenlemeler tesis etmek yoluyla işlem maliyetini (*transaction cost*) azaltmak başta tacirler olmak üzere piyasanın tüm aktörlerinin menfaatinde.

¹⁰⁷⁷ Esas sermaye sistemi gereği, Türk hukukunda anonim şirketlere konulan aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletmelere ve ayınlara, şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilir (TTK m. 343).

¹⁰⁷⁸ **Kübler**, The Rules of Capital, s. 101, 102; **Enriques/Macey**, s. 1195.

¹⁰⁷⁹ **Gerven**, s. 16. “Derogation from the requirement for an experts' report” (bir bilirkişi raporu için gereklilikten ayrılma) başlıklı 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 50’de ve aynı yönergede “consideration other than in cash without an experts' report” (bilirkişi raporu olmadan nakit para dışında ödeme) başlıklı madde 51’de bilirkişi raporu gerekliliğine istisnalar getirilerek, kural esnetilmiştir. Düzenleme, “Sermayenin Korunması İlkesi” başlıklı İkinci Bölüm’de incelenmiştir.

şirketler aynı katılma payları için prosedürleri uygulamalı ve maliyetleri karşılamalıdır¹⁰⁸⁰. Rickford Grubu, İngiliz hukukunda, İkinci Yönerge'nin çok öncesinde, XIX. yüzyılın ikinci yarısında sermayenin korunması ilkesinin temel felsefesinin kabul görmüş olduğunun altını çizerek, o dönemden bu yana aynı sermayeye değer biçmeye yönelik şartların düzenlenmesi yönünde Birleşik Krallık'ta herhangi bir baskı oluşmadığına dikkat çekmiştir¹⁰⁸¹. Nitekim SLIM Group (*Simpler Legislation for the Internal Market*) payların değeri hakkındaki bilirkişi raporu gerekliliğinin kaldırılmasını önermiştir¹⁰⁸². Yalnızca aynı sermaye taahhüdünde değil, nakdi sermaye taahhüdünde de bazı işlem maliyetlerinden bahsedilir¹⁰⁸³. TTK m. 345/1 uyarınca, “*nakdî ödemeler, ...bir bankada, kurulmakta olan şirket adına açılacak özel bir hesaba, sadece şirketin kullanabileceği şekilde yatırılır. Taahhüt edilen payların, kanunda veya esas sözleşmede öngörülmüş bulunan ve kanunda yazılı olandan daha yüksek olan tutarlarının ödendiği, ticaret siciline yöneltilecek bir banka mektubu ile ispatlanır*”. Bu mektubun gerçeğe aykırı olması hâlinde bankanın hukuki sorumluluğu doğabilir¹⁰⁸⁴. TTK m. 20 gereği, ticari işletmesiyle ilgili bir iş veya hizmet görmesi karşılığında ücrete hak kazanacak olan bankanın, hukuki sorumluluk üstlenerek vermiş olduğu mektup mukabilinde ücret talep etmesi doğaldır. Bu da, nakdi sermaye taahhüdünde bulunan kurucular açısından ek işlem maliyeti anlamına gelir.

2.6.2.6. Sermayenin Korunması İlkesi Gereği Öngörülen Dağıtım Kurallarının Alacaklılara Sağladığı Güvencenin Yetersiz Oluşu

Esas sermaye sistemi şirketlerin ekonomik olarak başarısız olmalarını veya ödemededen aciz duruma gelmelerini önleyemez¹⁰⁸⁵. Nitekim sermayenin korunması ilkesinin sağladığı güvence, ticari kararlar sebebiyle uğranılan zararlardan kaynaklı riskleri ve özellikle bu riskler yönünden yöneticilerin sorumluluğunu kapsamaz. Yukarıda açıklandığı üzere¹⁰⁸⁶, esas sermaye sistemi ve bu sistemin önemli bir enstrümanı olan sermayenin korunması ilkesinin, pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarına karşı sağladığı en önemli güvence esas sermayenin ve kanunen ayrılması gereken yedek akçelerin korunması amacıyla öngörülen dağıtım

¹⁰⁸⁰ **Enriques/Macey**, s. 1195.

¹⁰⁸¹ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 935.

¹⁰⁸² Commission Of The European Communities, **Report From The Commission, Results Of The Fourth Phase Of Slim**, Brussels, 04.02.2000 COM(2000) 56 final, s. 5.

¹⁰⁸³ **Kübler**, *The Rules of Capital*, s. 102.

¹⁰⁸⁴ **Kübler**, *The Rules of Capital*, s. 102.

¹⁰⁸⁵ Esas sermaye sisteminin bir unsuru olan asgarî sermaye zorunluluğunun, şirketin hızlı bir şekilde ödemededen aciz duruma gelmesini engellediğini kabul etmek gerekir.

¹⁰⁸⁶ Bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

kurallarının dışına çıkılması yoluyla pay sahiplerine¹⁰⁸⁷ değer aktarımının yasaklanmasıdır¹⁰⁸⁸. Aslında, sermayenin korunması kuralları pay sahipleriyle şirket arasındaki, şirket varlıklarının konu edinildiği devir işlemlerini sınırlandırmanın tek yolu değildir. İngiliz pratiğinde, ultra vires ve dağıtım kuralları aracılığıyla şirketin değerinin altında bir bedel karşılığında pay sahiplerine varlıklarını devretmesi engellenmektedir. ABD hukukunda ise, hukuka aykırı dağıtımlar sorunu “fraudulent transfers law” (*hileli devirler hukuku*) içerisinde çözülmektedir¹⁰⁸⁹. Ayrıca, MBCA’da hukuka aykırı dağıtımlar için yöneticilerin hukuki sorumluluğu öngörülmüştür¹⁰⁹⁰. Türk hukukunda da, ilişkili taraf işlemlerini düzenleyen SerPK m. 21’deki “örtülü kazanç aktarımı yasağı” oldukça etkili bir düzenlemedir. Ultra vires kuralı Türk hukukunda etkisini tamamen yitirmemiştir. Bu kural İngiliz hukukunda olduğu gibi alacaklıları koruma amacıyla kullanılabilir.

Kanaatimce, esas sermaye sistemi gereği, şirketin borç ilişkilerini kapsama almadan ve rasyonel ölçütlere dayanmadan belirlenen ve şirketin borçlarını ödeyebilme kabiliyetini göstermeyen esas sermayenin pay sahiplerine yapılacak dağıtımda ölçüt alınması alacaklılara etkili bir koruma sağlamaz. Nitekim High Level Grubu’nun da ifade ettiği gibi, esas sözleşmede gösterilmesi gereken esas sermaye miktarı, şirketin borçlarını ödeyebilme kabiliyetine ilişkin bir gösterge olarak çok ilkel ve yanlıştır¹⁰⁹¹. Sermayenin korunması kapsamında yapılacak olan bir dağıtımda, esas sermaye ile dağıtımı yasak olan yedek akçelerin toplamını aşan özkaynak miktarı pay sahiplerine dağıtılmaktadır ve bu dağıtım genellikle nakit olarak gerçekleştirilmektedir. Bu nakit çıkışı, alacaklılar için önemli olan likit varlıkları azaltmaktadır. Böyle bir dağıtım sonucunda, şirketin likit değerleri vadesi yaklaşmakta olan borçları karşılayamaz derecede azalmış olabilir. MBCA’nın, alacaklıları esas sermaye kavramına dayanan geleneksel sistemden daha iyi koruduğu ileri sürülür; çünkü MBCA’nın dağıtım sistemi, bir şirketin borçlarını ödeyebilme gücünü yansıtmayan esas sermaye ölçütü yerine, şirketin borç ilişkilerini hesaba katarak, mevcut borçlarını ödeyebilme gücünü ölçüt alır¹⁰⁹². MBCA’nın Resmî Şerhi’nde (*Official Comment*), itibarî değer ve

¹⁰⁸⁷ Ayrıca, ilişkili taraflar arasındaki örtülü dağıtımların da sermayenin korunması ilkesi kapsamına girdiğine ilişkin bkz. “Örtülü Dağıtım Yasağı”.

¹⁰⁸⁸ Esas sermayenin azaltılması ve tasfiye sebebiyle esas sermayenin (ve diğer bağlı malvarlığı unsurlarının) pay sahiplerine iadesi saklıdır.

¹⁰⁸⁹ Wagner, Gerhard, “Distributions to Shareholders and Fraudulent Transfer Law”, **European Business Organization Law Review**, 7, (2006), pp. 217-231, s. 219; Schön, Legal Capital, s. 443.

¹⁰⁹⁰ Manning/Hanks, s. 196. Anılan model kanun uyarınca, hukuka aykırı dağıtımdan sorumlu tutulabilecek her yönetici dağıtıma konu miktardan sorumludur. Pay sahipleri de hukuka aykırı olduğunu bilerek kabul ettikleri dağıtımın pay oranlarına düşen kısmının telafisinden yöneticilere karşı sorumlulardır. Ancak, MBCA’nın Resmî Şerhi’ne (*Official Comment*) göre, dağıtımın hukuka aykırı olduğunu bilmeyen yönetici olmayan pay sahipleri zararı telafi etme yükümlülüğünden muaftır (Manning/Hanks, s. 196, 197).

¹⁰⁹¹ The High Level Group of Company Law Experts, s. 79.

¹⁰⁹² Emanuel, Steven L., **Emanuel Law Outlines, Corporations and Other Business Entities**, Seventh Edition, Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2013, s. 362.

taahhüt edilen sermaye kurallarının sermayenin¹⁰⁹³ pay sahiplerine dağıtılmasına karşı alacaklılara etkili bir güvence sağlamadığı ifade edilmiştir¹⁰⁹⁴. Kanunun gerekçesine göre, “taahhüt edilen sermayenin” düzenlendiği eski sistemde, kuralların çoğunun “taahhüt edilen sermayeyi”, “sermaye yedeklerini”, “dağıtılmamış kârları” ve diğer fazlalıkları (*surplus*) düzenleyen ayrıntılı hükümlerden oluşmasına rağmen; bu kuralların önemli bir kısmının net etkisi, pay sahipleri yapılmasını istiyorsa, şirketin net malvarlığının çoğunun veya tamamının pay sahiplerine dağıtımına izin verilmesini sağlamaktır¹⁰⁹⁵. Gerçekten esas sermaye sisteminde, pay sahiplerine yapılacak dağıtımda şirketin ticari işlerini kapsama almayan, esas sermayenin ölçüt alındığı bir hesaplama yöntemi uygulanmaktadır. Esas sermaye sisteminde hukuka uygun dağıtım denklemi temel olarak şöyledir: Esas sermaye ve ayrılması zorunlu yedek akçeler bir borç olarak kabul edilir; dağıtımın, varlıkların (aktiflerin) yükümlülükleri (pasifleri) aşan fazlalık miktarına eşit veya daha az olması gerekir¹⁰⁹⁶. MBCA ise, çeşitli fazlalıklar (*surplus*) arasındaki tüm ayrımları ortadan kaldırmakta; ancak kendisinden önceki kanunun geleneksel “özkaynak aciz hâli” (*equity insolvency*) ve “bilanço” (*balance sheet*) testleri temelinde gerçekleştirilen dağıtımlarla ilgili kısıtlamaları korumaktadır¹⁰⁹⁷. Sonuç olarak, esas sermaye sisteminde, pay sahiplerine yapılacak kâr dağıtımında alacaklıların haklarının ölçüt alınmasından ziyade, belirlenmesinde alacaklıların hiçbir etkisinin olmadığı esas sermayenin ölçüt alınıyor olması alacaklılara daha etkisiz bir güvence sağlar.

Esas sermaye sistemi yerine ödeme gücüne dayalı bir teste daha temkinli yaklaşan MÄNTYSAARI de, esas sermaye sistemini daha “su geçirmez” (*watertight*) hâle getirmek ve sistemin kapsamında yer almayan ticari işleri kapsama almak için sistemin tercihen bir özkaynak aciz hâli testi (*equity insolvency test*) ile tamamlanması gerektiğini ifade etmiştir¹⁰⁹⁸. Nitekim 2008 tarihli Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) kapsamında AktG § 92/2’de ve GmbHG § 64/3’te yapılan değişikliklerle şirketi aciz hâle getirecek olan ödemeler yasaklanmış ve aykırılığına yöneticilerin hukuki sorumluluğu bağlanmıştır. Ancak, MÄNTYSAARI, şirketin kontrol sahibi olan pay sahibinin bulunması hâlinde alacaklıları yeterince koruyacak bir kanuni sermaye sistemi veya özkaynak aciz hâli testi tasarlamamanın zor olabileceğini; zira kontrol sahibi pay sahiplerinin her zaman bilançoğu manipüle etme dürtüsüne ve şirketin varlıklarını

¹⁰⁹³ MBCA’nın Resmî Şerhi’nde (*Official Comment*) “sermaye” kavramı ile kastedilen şirketin tüm malvarlığı unsurlarıdır.

¹⁰⁹⁴ Manning/Hanks, s. 232.

¹⁰⁹⁵ Manning/Hanks, s. 232.

¹⁰⁹⁶ Rickford, Restricting Distributions, s. 140.

¹⁰⁹⁷ Manning/Hanks, s. 232.

¹⁰⁹⁸ Mäntysaari, Vol. III, s. 154.

elden çıkarma fırsatına sahip olabileceklerini belirtmiştir¹⁰⁹⁹. Bu sebeple yazar, genellikle alacaklıların, kontrol sahibi pay sahiplerinin kişisel sorumlulukları ile korunabileceğini belirtmiştir¹¹⁰⁰.



¹⁰⁹⁹ **Mäntysaari**, Vol. III, s. 154.

¹¹⁰⁰ **Mäntysaari**, Vol. III, s. 154. PASLI, konrolörlerin sorumluluğunun ve haklarının sınırının tespitinde TMK m. 2 kapsamında dürüstlük kuralı ile hakkın kötüye kullanılması yasağına işaret etmiştir (Paslı, Ali, “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. LXVI, S. 2, 2008, pp. 345-358 (**Paslı**, Kontrol)).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ALTERNATİF SİSTEMLER

3.1. Genel Olarak

Esas sermaye sistemi ve sermayenin korunması ilkesinin alternatiflerini tespit ederken, bu sistem ve ilkenin sağladığı fonksiyonlara göre ayırım yapılacaktır. Aşağıda ifade edilen alternatifleri, tek başlarına esas sermaye sisteminin alternatifi olarak değil, sistemin sağladığı güvencelerin alternatifleri olarak ele almak gerekir. Ancak, şunu ifade etmekte yarar var: Sermayenin korunması ilkesinde yapılacak reform aciz hâli hukuku reformunun bir parçası olarak değerlendirilebilir¹¹⁰¹. Nitekim ilkenin alternatifleri şirketin dağıtım yapabilmesinin şartı olarak geleneksel bilanço testinin haricinde ödeme gücüne dayalı testleri esas almakta ve iflasa yaklaşan şirket yöneticilerinin geniş hukuki sorumluluklarına dayanmaktadır.

3.2. Alacaklıları Koruma Araçları

Sermayenin korunması ilkesi aracılığıyla, esas sermaye sisteminin sağlamayı hedeflediği en önemli güvence esas sermayenin, kanuni yedek akçelerin ve esas sözleşme gereği ayrılması zorunlu yedek akçelerin¹¹⁰² alacaklılar lehine korunmasıdır. Peki esas sermayenin bulunmadığı varsayımında alacaklıları hangi araçlarla koruyabiliriz? Bu noktada cevabı karşılaştırmalı hukukta aramalıyız.

Alternatif sistemlerde esas sermayenin koruyucu fonksiyonu yerine sözleşme, aciz hâli hukuku düzenlemeleri, yönetim kurulu üyelerinin ve yönetimle yetkili üçüncü kişilerin hukuki sorumluluğu, şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, zorunlu sigorta ve ultra vires gibi yollar uygulanmaktadır. Aşağıda, önerilen bu yolların alacaklıları korumada etkili birer araç olup olmadıkları, sermayenin korunması ilkesinin sağladığı güvencenin alternatifi teşkil edip etmeyecekleri ve bu yolların maliyetlerinin mevcut sistemden daha fazla olup olmadığı sorularına cevap aranacaktır.

3.2.1. Sözleşme

SCHÖN'e göre¹¹⁰³, şirket sermayesinin sağlanması ve korunmasını düzenleyen kanuni düzenlemelerin olmadığı bir sistemde, şirketin alacaklılarına belirli bir zamanda belirli

¹¹⁰¹ **Rickford**, Restricting Distributions, s. 139.

¹¹⁰² Esas sözleşme gereği ayrılması zorunlu yedek akçelerin alacaklıları koruyucu etkisi zayıftır. Zira esas sözleşmede böyle bir yedek akçe öngörülmemiş olabileceği gibi; yedek akçeye ilişkin varolan düzenleme daha sonra esas sözleşmenin değiştirilmesi yoluyla kaldırılabilir veya içeriği zayıflatılabilir. Bu konuda bkz. "İkinci Bölüm/Unsurları/Dağıtım Sistemi".

¹¹⁰³ **Schön**, Legal Capital, s. 439.

miktarda varlığın mevcut olacağını garanti etmenin tek yolu¹¹⁰⁴, teminat sağlamak veya sermayenin sağlanması ve korunması ile ilgili bireysel sözleşmeler kurmaktır. Alacaklı, sözleşme yoluyla borçlu şirkete yeni borçlandırıcı işlemler yapma, varlıklarını elden çıkarma, kâr payı dağıtımı gibi faaliyet konularında sınırlama getirebileceği gibi; onun, kredi itibarını ve işini alacaklıların çıkarlarını tehlikeye sokacak şekilde yapıp yapmadığına ilişkin finansal bilgilerini inceleme altında tutarak riskleri takip edebilir¹¹⁰⁵. Alacaklının alacağını sigorta sözleşmesiyle ya da şahsi ve/veya ayni teminatla güvence altına alması mümkündür¹¹⁰⁶. Bunların yanı sıra, Kara Avrupası Hukuk Sistemi anlamında, garanti vermesi yasak olan ABD'deki bankalar, “standby letter of credit” yoluyla kredi görünümünde garanti verebilirler¹¹⁰⁷.

Sözleşme yoluyla alacaklıları korumak esas sermaye sistemi içerisinde de mümkündür. AB'ye üye ülkelerde esas sermaye sistemi, alacaklıların, tüm üye ülkelerde standart ve asgarî düzeyde koruyucu mekanizmasıdır. Bu sistemin alacaklılara ne derece güvence sağladığı tartışmaya açıktır. KÜBLER'in belirttiğine göre, şirketlerin iflasında çoğu kez, teminatsız alacaklıların kısmi tatmini için bile şirketin herhangi bir malvarlığı unsuru kalmamaktadır¹¹⁰⁸. Bunun sonucu olarak, yazara göre, alacak hakkı için daha gelişmiş teminatlandırma tekniklerinin kullanılması, alacaklıların geleneksel sermaye kurallarıyla korunmasının önemini azaltmaya devam etmektedir¹¹⁰⁹.

Alacaklıların mutlaka hukuki düzenlemelerle korunması gerektiği düşüncesi, esas sermaye sisteminin ve bu kapsamda özellikle sermayenin korunması ilkesinin merkezinde yer

¹¹⁰⁴ Aslında, sermayenin korunması ilkesi, şirketin faaliyette bulunduğu tüm zaman dilimleri içerisinde belirli bir miktarda sermayesinin azalmadan korunacağını garanti etmez. Ticari kararlar sebebiyle şirketin esas sermayesi azalmış ya da tamamen tükenmiş olabilir. Ayrıca, esas sermayenin olmadığı bir sistemde alacaklıları korumanın tek yolu sözleşme değildir. Zira alacaklıları korumada yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu, iflas hukuku düzenlemeleri, zorunlu sigorta, ultra vires ve tüzel kişilik perdesinin aralanması gibi başka mekanizmalar da vardır. Ancak, bu yollar aracılığıyla başarıya ulaşma şansı her zaman yüzde yüz değildir. Bunlardan hangilerinin ne şekilde alacaklılar için güvence sağlayabileceği tezin bu bölümünde değerlendirilecektir.

¹¹⁰⁵ **Bratton**, s. 49 vd.; **Gullifer/Payne**, s. 191 vd.. BRATTON, ABD uygulamasında, sözleşme yoluyla sağlanan ticari taahhütler arasındaki olumlu taahhütler (*affirmative promises*) ve olumsuz taahhütler (*negative promises*) ayırımına dikkat çekmektedir. Borçlunun sözleşme kaydı gereği alacaklıya periyodik bilgilendirme raporları vermesi ve belirli bir asgarî işletme sermayesi (*working capital*) sağlama taahhüdü olumlu taahhütlere örnek olarak verilebilir (**Bratton**, s. 50; **Mülbert/Birke**, s. 723). Ayrıca, borçlu, hukuka uyma, kendi haklarını koruma, eşyalarını sigortalama ve koruma, tahakkuk eden tüm vergileri ödeme konusunda olumlu taahhütler verebilir (**Bratton**, s. 50). Borçlunun kâr payı dağıtımı gibi konularda sınırlandırılması olumsuz taahhütlere örnek olarak gösterilebilir (**Bratton**, s. 51 vd.). Bununla birlikte, birleşme veya şirketin kontrolü satışlarına ilişkin kısıtlamalar, borç verenin onayı olmadan önemli varlıkların satışının veya kiralanmasının veya herhangi bir şekilde elden çıkarılmasının yasaklanması, teminatlı veya teminatsız ilave borç ilişkine girilmesine ilişkin yasaklar veya kısıtlamalar da olumsuz taahhüt örnekleridir (**Mülbert/Birke**, s. 723; **Bratton**, s. 51 vd.).

¹¹⁰⁶ ABD hukukunda, genel olarak alacaklılar kavramıyla ifade edilen *secured creditor* (teminatlı alacaklı) olmayanlardır. Alacağını ayni teminatla güvence altına almış kişiler *secured creditor* olarak adlandırılır (bkz. **Manning/Hanks**, s. 12 vd.).

¹¹⁰⁷ **Tekinalp**, Banka, s. 556.

¹¹⁰⁸ **Kübler**, The Rules of Capital, s. 111.

¹¹⁰⁹ **Kübler**, The Rules of Capital, s. 111.

alan önemli tartışmalardan biridir. Alacaklılar, esas sermaye sistemi yerine sözleşme yoluyla kendi haklarını koruyabilecek midir? Sözleşmenin bir tarafı olarak alacaklıların kendi menfaatlerini koruyucu koşulları düzenleyebileceği ileri sürülür. Örnek olarak da, sermayenin korunması düzenlemelerinin olmadığı sistemlerdeki alacaklı lehine yapılan finansal taahhüt uygulamaları, pay sahiplerine kâr payı dağıtımını ve varlık devirlerini sınırlayan veya borçlunun belirli finansal oranlara uyum sağlaması zorunluluğunu öngören sözleşmeler gösterilir. Ancak, borçlu şirketin esnekliğini kısıtladığı ve belirli yatırım ve finansman fırsatlarını takip etmesini engelleyebildiği için borç sözleşmelerine eklenen finansal taahhütlerin (*covenants*) belirli maliyetler barındırdığı kabul edilir¹¹¹⁰. SMITH/WARNER tarafından ileri sürülen maliyetli sözleşme hipotezine (*costly contracting hypothesis*) göre, şirketler, her bir sözleşme kaydının faydalarını ve maliyetlerini karşılaştırarak, borçlandırıcı sözleşme kayıtlarının sağladığı değeri azami seviyeye çıkarmak için en uygun finansman yapısının arayışı içerisinde olacaktırlar¹¹¹¹.

Alacaklıların sözleşme yoluyla elde edebilecekleri korumanın içeriği ve maliyeti meselesini bir kenara bırakırsak, alacaklıların sözleşme yoluyla kendilerini koruyabilmesi için, her şeyden önce, sözleşmeyle koruma yolunun uygulanabilir olması gerekir. Alacaklıları koruma yönünden, piyasa ekonomisinin en önemli araçlarından olan sözleşme özgürlüğünün tesis edilebilmesi için belirli ön koşulların karşılanmış olması gerekir. Tarafların eşit koşullarda sözleşme müzakerelerini yürütemediği bir iklimde, sözleşme özgürlüğünden bahsetmek isabetsiz olacaktır. Sonuç olarak, alacaklıların sözleşme yapabilme imkânına sahip olup olmadığına, yapılan sözleşmeye etki edebilme ve kendilerini koruyucu mekanizmaları kabul ettirebilme gücüne göre değerlendirme yapmak gerekir.

3.2.1.1. Alacaklıların Sınıflandırılması

Alacaklıların sözleşme yapabilme imkânının varlığına, sözleşmedeki pazarlık güçlerine ve kendilerini alacaklı konuma getiren hukuki işlemin temelindeki sebebe dayanarak, alacaklıları sınıflandırmak gerekir. Hâkim görüşe göre, hukuk ve ekonomi alanlarında alacaklılar *sophisticated* (“sofistike” veya “tecrübeli” şeklinde Türkçeye çevirebiliriz) ve *unsophisticated* (“sofistike olmayan” veya “tecrübesiz” olarak Türkçeye çevirebiliriz); istekli (*voluntary*) ve isteksiz (*involuntary*) olmak üzere kategorize edilmektedir¹¹¹².

¹¹¹⁰ Ferran, Creditor Protection, s. 184.

¹¹¹¹ Smith/Warner, s. 121 vd.; Ferran, Creditor Protection, s. 184.

¹¹¹² Fleischer, Holger, “Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship”, *European Business Organization Law Review*, 7, 2006, pp. 29-38, (Fleischer, Legal Capital), s. 32; Bebchuk, Lucian

Sofistike (*sophisticated*) alacaklılara daha yaygın bir ifadeyle “düzenleyici (*adjusting*) alacaklılar” da denir. Düzenleyici alacaklılar, taşıdıkları riski uygun şekilde karşılayabilmeleri amacıyla -bilgi toplama, müzakere ve benzeri- sözleşme koşullarını belirlemek için gerekli işlem masraflarına gönüllülükle katlanan kimselerdir¹¹¹³. Örneğin, borçlu hakkında bilgi toplayabilen ve sözleşme kayıtlarını düzenlerken ölçek ekonomilerinden yararlanabilen bir banka düzenleyici alacaklı olarak değerlendirilebilir¹¹¹⁴. Düzenleyici alacaklıların (genellikle bankalar gibi finansal alacaklıların) sözleşme yoluyla kendisini koruyabileceği kabul edilir¹¹¹⁵. Düzenleyici alacaklılar kendilerini koruyabilecek pozisyonda oldukları için, bu kişileri korumaya yönelik sermaye kurallarına ihtiyaç yoktur.

Sofistike olmayan alacaklılar ise, sözleşme kayıtlarında değişiklik yapamayacak durumdadırlar¹¹¹⁶. Sofistike olmayan alacaklılara daha yaygın bir ifadeyle Türkçe’ye “düzenleyici olmayan alacaklılar” şeklinde çevirebileceğimiz “non-adjusting creditors” denilir. Düzenleyici olmayan alacaklılar, karşılaşacaklarını düşündükleri risklere karşı sözleşmeye koruyucu kayıt konulmasını sağlayamayacak durumdadırlar¹¹¹⁷. Düzenleyici olmayan alacaklılar, sadece hukuki işlemler için kullanılan bir kavram değildir. Örneğin, haksız fiil alacaklıları da düzenleyici olmayan alacaklıdır. Daha kapsayıcı bir tanımla, düzenleyici olmayan alacaklılar, borçlunun riskine rağmen koşul ve kayıtları değiştiremeyenlerdir¹¹¹⁸. Başta haksız fiil alacaklıları olmak üzere, amme alacaklıları, tüketiciler, işçiler ve bazı ticari alacaklılar¹¹¹⁹ gibi borçluların bireysel özelliklerine göre sözleşme koşullarını kolayca ayarlayabilecek ölçek ekonomilerinden yoksun olan kişiler, düzenleyici olmayan alacaklı olarak değerlendirilir¹¹²⁰.

İstekli alacaklılar kendini koruma imkânına sahip olanlar, isteksizler ise bu imkânâ sahip olmayanlardır¹¹²¹. İsteksiz alacaklılar, sözleşmeyle alacaklı konuma gelmemiş kimselerdir. En tipik örneği, haksız fiil alacaklılarıdır. İsteksiz alacaklıları alacaklı konuma getiren hukuki fiil, bir hukuki işlem niteliğinde olmadığı için bu alacaklılar düzenleyici olmayan alacaklı grubunda yer alırlar. Ancak, hukuki fiil sebebiyle isteksiz alacaklı ile borçlu

Arye/Fried, Jesse M., “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, **Yale Law Journal**, Vol. 105, Issue 4, pp. 857-934.

¹¹¹³ **Armour**, Legal Capital, s. 11.

¹¹¹⁴ **Armour**, Legal Capital, s. 11.

¹¹¹⁵ **Enriques/Macey**, s. 1172.

¹¹¹⁶ Virgós, Miguel/Garcimartín, Francisco, **The European Insolvency Regulation: Law and Practice**, Kluwer Law International, Netherlands, 2004, s. 13.

¹¹¹⁷ **Virgós/Garcimartín**, s. 13.

¹¹¹⁸ **Armour**, Legal Capital, s. 11.

¹¹¹⁹ Tüm ticari alacaklıların, sözleşme ilişkisinde “zayıf” pozisyonda oldukları gerekçesiyle, sözleşme kayıtlarını değiştiremeyecek güçte oldukları ileri sürülemez.

¹¹²⁰ **Armour**, Legal Capital, s. 11.

¹¹²¹ **Fleischer**, Legal Capital, s. 32.

arasındaki ilişki kurulduktan sonra, tarafların, sözleşme yaparak alacak hakkını bu sözleşmeye bağlamaları mümkündür. İsteksiz alacaklıya sözleşme gereği, ifa ikamesi¹¹²² olarak başka bir edim verilmiş olabilir. Şayet edim ifa yerine yapılmışsa, eski borç ilişkisi sona ereceğinden, sadece istekli alacaklı-borçlu ilişkisi mevcut olacaktır; ancak, edim ifa amacıyla yapılmışsa eski borç ilişkisi devam edeceğinden, isteksiz alacaklı-borçlu ilişkisinin mevcudiyetinin yanında, istekli alacaklı-borçlu ilişkisi doğmuş olacaktır¹¹²³.

Doktrinde alacaklıları sırayla şu şekilde gruplandıran görüşler de mevcuttur: Borç verenler (*lenders*), ticari alacaklılar (*trade creditors*), çalışanlar (*employees*), haksız fiil alacaklıları (*tort creditors*) ve devlet (*government*)¹¹²⁴. GRANATO, sözleşme ve alacaklıların pazarlık gücü (*bargaining power*) yaklaşımlarını bilinçli bir şekilde tartışmaya açmadan, borcun kökenini ve ticari faaliyetle ilişkisini göz önünde bulundurarak, yatırımcı ve yatırımcı olmayan (veya ticari ve ticari olmayan) alacaklı ayırımı yapmaktadır¹¹²⁵. Kanaatimce düzenleyici alacaklı-düzenleyici olmayan alacaklı ayırımında bu sınıflandırmadan yararlanılabilir. Örneğin, mesleki ve ticari olmayan amaçla hareket ettiğini kabul ettiğimiz tüketiciler, yatırımcı olmayan alacaklı grubunda yer alır.

Düzenleyici (sofistike) alacaklılar, istekli alacaklılar grubunda yer alırlar. İstekli alacaklıların bir kısmı düzenleyici, bir kısmı da düzenleyici olmayan alacaklılardır; ancak, her düzenleyici olmayan alacaklı bir istekli alacaklı değildir. Örneğin, haksız fiil alacaklısı, bir (düzenleyici olmayan) isteksiz alacaklıdır. Düzenleyici alacaklıların sözleşme yoluyla kendilerini koruyabileceği hususu tartışmaya açık değildir. O hâlde, istekli alacaklının düzenleyici olup olmadığını tespit edebilmek için bu alacaklı grubunu belirli parametrelere dayanarak incelemek gerekir. Ayrıca düzenleyici olmayan alacaklıların sermayenin korunması ilkesine ihtiyaçlarının bulunup bulunmadığı da tartışmaya açılmalıdır. Tüm bunlardan hareketle, şu iki grubun incelenmesini uygun olacaktır: 1- İstekli alacaklılar, 2- düzenleyici olmayan alacaklılar.

¹¹²² Kural borçlunun, borçlanılan edimi ifa etmesidir; ancak, borçlu ifa ikamesi adı verilen istisnai bazı hallerde borçlanılan edim konusundan başka bir şeyle borcu ifa edebilir (Eren, Genel, s. 939). İfa ikamesi seçimlik yetki, ifa yerine geçen edim ve ifa amacıyla yapılan edimdir (Eren, Genel, s. 939).

¹¹²³ Örneğin, borçlu, isteksiz alacaklıyla anlaşmak suretiyle alacaklı lehine bono düzenleyerek borç altına girebilir. Bono ifa yerine verilmişse eski borç ilişkisi sona erer; ancak, bono ifa amacıyla verilmişse, eski borç ilişkisinin yanında yeni bir borç ilişkisi kurulur. Bir edimin, ifa yerine geçen edim mi, yoksa ifa amacıyla yapılan edim mi olduğu hususunda tartışma çıkarsa, bunun ifa amacıyla yapılan edim olduğu kabul edilmelidir (Eren, Genel, s. 941).

¹¹²⁴ Granato, Michelangelo, “The Myth of the Optimal Capital Structure and the Dogma of Creditor Protection”, *European Business Organization Law Review*, Vol. 18, Issue 4, 2017, pp. 617–658, s. 621.

¹¹²⁵ Granato, s. 636, 637.

3.2.1.2. İstekli Alacaklılar (*Voluntary creditors*)

İradeleri doğrultusunda borç ilişkisinin tarafı olan istekli alacaklıların, kendilerini sözleşme yoluyla koruyabileceği ileri sürülmüştür¹¹²⁶. ENRIQUES/MACEY, tüm istekli alacaklıların sözleşmeyle kendilerini koruyabileceği görüşündedir¹¹²⁷. Benzer şekilde KÜBLER de, istekli alacaklıların emredici sermaye kurallarıyla korunmaya muhtaç olmadıklarını belirtmiştir¹¹²⁸. Ancak, istekli alacaklıların “güçsüz” pozisyonda olduğu borç ilişkilerinde, mutlak biçimde, kendilerini koruyabilme olanağına sahip olduğunu ileri sürmek mümkün değildir.

3.2.1.2.1. Piyasa Gücü (*Market power*)

Mal veya hizmetin fiyatını belirleyebilme gücüne piyasa gücü denilir. Taraflardan birinin piyasa gücünü (*market power*) elinde bulundurduğu durumlarda, diğer tarafın sözleşme yapma özgürlüğü sınırlıdır¹¹²⁹. Örneğin, tekel (monopol) konumundaki şirket yetersiz üretim yaparak, piyasayı verimsizleştirebilir¹¹³⁰. Böylece, taraflardan birinin sözleşmenin içeriğine ve özellikle fiyata etki edebilme imkânı sözleşme öncesi ortadan kalkmış olur. Piyasa gücünü elinde bulunduran sözleşme tarafı, sadece fiyatı belirleme değil, sözleşmenin içeriğini belirleyebilme gücüne de sahiptir.

KUHNER, tekel gücünün anti-tröst hukukunda daha etkili biçimde düzenlenebilip düzenlenemeyeceği sorusuna dikkat çekmiştir¹¹³¹. Ancak, günümüze kadar, borçlunun tekel gücünün gerçek bir fenomen olduğuna dair kanıtlar bulunmasına rağmen, alacaklıların korunması anti-tröst hukukunun konusu arasında yer almamıştır¹¹³². Örneğin, birçok durumda büyük şirket, küçük müşterisinin karşısında sözleşmenin hâkim tarafını teşkil etmektedir. Büyük borçlunun, baskın pazarlık gücüne sahip taraf pozisyonuna gelmesine yol açan tekel gücü, birçok durumda zayıf olan tarafın sözleşme yoluyla kendisini koruyabilmesini imkânsızlaştırmaktadır¹¹³³. Bu sebeple, şirketler hukukunda bile, iki taraf arasındaki pazarlık gücünü dengeleyen kanuni güvenceler için yasal bir zeminin oluşturulabileceği ifade edilir¹¹³⁴.

¹¹²⁶ Enriques/Macey, s. 1185.

¹¹²⁷ Enriques/Macey, s. 1185.

¹¹²⁸ Kübler, Germany, s. 1031.

¹¹²⁹ Armour, Share Capital, s. 357, 358.

¹¹³⁰ Armour, Share Capital, s. 358.

¹¹³¹ Kuhner, s. 346.

¹¹³² Kuhner, s. 346.

¹¹³³ Kuhner, s. 346.

¹¹³⁴ Kuhner, s. 346.

3.2.1.2.2. Pazarlık Gücündeki Eşitsizlik (*Inequality of bargaining power*)

Günümüzde, tüm tacirlerin eşit koşullarda sözleşme müzakereleri yürüttüğüne ilişkin ön kabul isabetsiz bir değerlendirmedir. Piyasa gücü fenomeni, tarafların pazarlık güçleri arasındaki eşitsizliğin (*inequality of bargaining power*) en önemli göstergesidir. Büyük şirketlerin işlem hacmiyle küçüklerin işlem hacmi arasında ciddi bir fark bulunur. Büyük şirketler daha fazla borç ilişkisinin tarafı olabilme olanağına sahipken; küçük şirketler daha az borç ilişkisinin tarafı olurlar. Küçük şirketlerle büyük şirketlerin arasındaki borç ilişkilerinde, genellikle küçük şirketlerin daha fazla menfaati bulunur. Nitekim bir borç ilişkisi doğuran sözleşmenin başarısızlıkla sonuçlanması, genellikle küçük şirkete daha fazla zarar verebilecektir.

Sözleşmenin kurulmasına bağlı menfaat, taraflardan biri için daha fazlaysa “race to the bottom” (*dibe doğru yarış*) güçlü olan lehine işlemezken; diğer taraf sert şartlar içeren sözleşme koşullarını kabul etmek zorunda kalabilir¹¹³⁵. Fiyatı açısından dibe doğru yarışın gerçekleşmediği mal veya hizmete ilişkin, daha iyi koşullar içeren sözleşme yapma yönünden de rekabet yoktur. Bu tip borç ilişkilerinde küçük şirketler düzenleyici olmayan alacaklıdırlar.

İstekli alacaklıların, sözleşmeyle kendilerini koruyabilmesi, somut olaya göre değişiklik gösterir. Büyük bir tacire mal sağlayan küçük bir tacir, bu borç ilişkisinde istekli alacaklı olmasına rağmen, istemediği sözleşme koşullarını kabul etmek zorunda kalmış olabilir. Sözleşme öncesinde var olan, tarafların pazarlık güçleri arasındaki eşitsizlik, küçük olan tacirin değiştiremeyeceği ya da değiştiremeyeceğini düşündüğü sözleşme koşullarını kabul etmesine yol açmış olabilir. Başka bir örnek olarak, büyük şirketlere tekstil ürünü veren küçük bir şirketin, piyasadaki büyük rakiplerinin oluşturduğu dibe doğru yarış sebebiyle pazarlık gücü azalmış ya da hiç kalmamış olabilir. Böyle bir örnekte, küçük şirket “iyi” bir fiyatta anlaşma zemini sağlayabilse bile, tüm sözleşme koşullarında elverişli şartlar elde edebilmesi kolay olmayabilir. Bu şirketin kendisini koruyucu sözleşme talep edebilmesi, ticaretin olağan akışına pek uygun değildir.

Tarafların pazarlık güçleri arasındaki eşitsizlik, istekli alacaklıların, sözleşme koşullarını değiştirme imkânını ortadan kaldırır. “Düzenleyici olmayan alacaklı” olarak ifade edilen bu grubun korunması için sözleşme yolu etkisiz görünmektedir.

¹¹³⁵ Özellikle, taraflardan biri pazar gücüne sahipse, güçlü konumdaki şirketin sunduğu mal veya hizmetin fiyatı için “race to the bottom” gerçekleşmez.

3.2.1.2.3. Bilgi Asimetrisi (*Information asymmetry*) ve İşlem Maliyeti (*Transaction cost*)

Sözleşme öncesi bilgi asimetrisi (*information asymmetry*) piyasa ekonomisinin yaygın bir kusurudur¹¹³⁶. Bu sebeple, hukuki düzenlemeler yoluyla alacaklıların korunmasındaki gerekçelerden biri bilgi asimetrisidir. Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, sözleşme öncesi bilgi asimetrisini (*pre-contractual information asymmetry*) ortadan kaldırmada ana enstrümandır¹¹³⁷. Ayrıca, sözleşme sonrası ortaya çıkabilecek risklerin de tespit edilmesi gerekir. Ekonomistler, muhasebe temelli sermayenin korunması ilkesinin temel amacının, sözleşme sonrası bilgi asimetrisi (*post-contractual information asymmetry*) ortamı içindeki borçlu şirket davranışını düzenlemek olduğu görüşündelerdir¹¹³⁸.

Taraflar, sözleşme koşullarında değişikliğe hazır olsalar bile, istekli alacaklı gerek sözleşme öncesi gerekse sözleşme sonrası bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak için bir takım işlem maliyetlerine katlanmak zorundadır¹¹³⁹. Zira sözleşmelerde beklenmedik durumların belirtilmesi maliyetlidir¹¹⁴⁰. Burada yalnızca ilgili sözleşme kaydını yazma maliyeti değil, aynı zamanda beklenmedik durumun ortaya çıkma olasılığını ölçme ve bu durumlarda uygulanacak uygun eylemleri tespit etme maliyetleri de söz konusudur¹¹⁴¹. Çoğu kişi en ideal sözleşmenin nasıl oluşturulacağını bilmez¹¹⁴². Taraf menfaatlerini azami ölçüde gözetken, alacaklıya tüm risklere karşı güvence sağlayan bir sözleşme oluşturmak ve bunu tüm borç ilişkilerinde kullanmak neredeyse imkânsızdır. İyi bir avukat, fırsatçı bir borçlunun davranışlarına ilişkin geçmiş kayıtlara dayanarak bir dizi koruyucu hükümlerin yer aldığı taslak hazırlayabilir¹¹⁴³. Borçlu kendi finansal güvenliğini, alacaklı da ticaretin esnekliğe bağlı menfaatlerini dikkate alarak, bu taslak üzerinden müzakere edebilirler¹¹⁴⁴. Ancak, düzenleyen önceden ve tek yanlı biçimde hazırlamış olduğu sözleşme koşullarında yalnızca kendi menfaatlerini gözetecektir¹¹⁴⁵. Zayıf tarafın müzakere yoluyla sözleşme içeriğine etki edebilmesi imkân dâhilinde gözükmemektedir. Genel işlem şartlarına ilişkin öngörülen düzenlemeler (TBK m. 20-25 ve BGB § 305-310) alacaklının finansal güvence açısından tatminine yönelik koruma sağlamaz.

¹¹³⁶ **Armour**, Share Capital, s. 359.

¹¹³⁷ **Kuhner**, s. 347.

¹¹³⁸ **Kuhner**, s. 348.

¹¹³⁹ Taraflar arasındaki bilgi asimetrisini en aza indirmek için bazı işlem maliyetlerine katlanılır. “Vekâlet maliyetleri” (*agency costs*) ile işlem maliyeti kavramı arasında yakın bir ilişki bulunur. Bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

¹¹⁴⁰ **Armour**, Share Capital, s. 359.

¹¹⁴¹ **Armour**, Share Capital, s. 359.

¹¹⁴² **Bratton**, s. 45.

¹¹⁴³ **Bratton**, s. 45.

¹¹⁴⁴ **Bratton**, s. 45.

¹¹⁴⁵ Düzenleyenin önceden ve tek yanlı biçimde hazırlamış olduğu sözleşme koşullarına genel işlem şartları denir. İçeriği kısmen ya da tamamen genel işlem koşullarından oluşan sözleşmelere ise, “tip sözleşme”, “kitle sözleşme”, “formüler sözleşme”, “seri sözleşme”, “standart sözleşme” ya da “iltihaki sözleşme” denir.

3.2.1.3. Düzenleyici Olmayan Alacaklılar (*Non-adjusting creditors*)

Bazı ticari alacaklılar, çalışanlar ve özellikle isteksiz alacaklı olarak haksız fiil alacaklıları ve vergi alacaklısı devlet¹¹⁴⁶ gibi diğer alacaklılar kendilerini koruyucu sözleşme yapamazlar¹¹⁴⁷. Yukarıda açıklandığı üzere, bu tip alacaklılar düzenleyici olmayan alacaklılardır. Düzenleyici olmayan alacaklılar pazarlık gücü, pazar gücü, işlem maliyeti ve bilgi asimetrisi gibi çeşitli etkenlerden veya istemleri dışında borç ilişkisinin tarafı olmalarından dolayı sözleşmeyle kendilerini koruyamayan alacaklılardır. Bu kişilerin sözleşme yoluyla kendilerini koruyamayacak olması, esas sermaye sisteminin varlık sebebi olarak gösterilebilir¹¹⁴⁸. Nitekim doktrinde, esas sermaye sistemini ticari alacaklılar, çalışanlar ve isteksiz alacaklılar gibi sözleşmeyle kendilerini koruyamayan “güçsüz/zayıf” (*weak*) alacaklıları koruyan mekanizmalar olarak gerekçelendiren yazarlar vardır¹¹⁴⁹. ENRIQUES/MACEY burada ifade edilen tüm alacaklıların zayıf olduğu görüşüne katılmamaktadır. Yazarlar, piyasa gücü (*market power*) veya büyük müşterileri olan bazı tedarikçiler gibi ticari alacaklıların kesinlikle zayıf olmadığını haklı biçimde ifade etmiştir¹¹⁵⁰. Bu tip alacaklılar, şirketten teminat ya da pay sahiplerinden kefalet alabileceği gibi sözleşme kurmaktan da kaçınılırlar¹¹⁵¹.

3.2.1.3.1. İsteksiz Alacaklılar (*Involuntary creditors*)

İsteksiz alacaklılar kendi iradeleri dışında alacaklı konuma geldikleri için, durumları istekli alacaklılardan farklıdır¹¹⁵². Nitekim doktrinde, tartışma isteksiz alacaklıları koruyucu alternatif yollar etrafında şekillenir¹¹⁵³. Bir grup yazar, isteksiz alacaklılar için esas sermaye sisteminin alternatifi olarak tüzel kişilik perdesinin aralanması, işletmenin tehlikeli faaliyetleri ve yöneticilerin haksız fiilleri için zorunlu sigorta öngörülmesi gibi çözümlere dikkat çekmektedir¹¹⁵⁴. Ayrıca, bir görüşe göre, isteksiz alacaklı grubunda yer alan haksız fiil alacaklılarının, şirketin ödemededen aciz duruma (*insolvency*) gelmesi hâlinde öncelikli alacaklı olarak ele alınıp alınmayacağını tartışmaya açmak gerekir¹¹⁵⁵. Bu konuda doktrinde fikir birliği yoktur. Bir görüşe göre, iflas riskine karşı haksız fiil alacaklıları için zorunlu sigorta

¹¹⁴⁶ Vergi alacaklısı olarak devlet “zayıf” alacaklı konumunda olmamasına rağmen, kendisini koruyucu sözleşme yapamayacak pozisyonadadır. Zira devlet tüm vatandaşlarına eşit davranmakla yükümlü bir tüzel kişiliktir. Devletin sözleşme özgürlüğüne sahip bir hukuk süjesi olarak, sözleşmenin karşı tarafını (borçluyu) seçme hakkı yoktur.

¹¹⁴⁷ Enriques/Macey, s. 1172.

¹¹⁴⁸ Armour, Share Capital, s. 365.

¹¹⁴⁹ Yazarlar için bkz. Enriques/Macey, s. 1189 dn. 115.

¹¹⁵⁰ Enriques/Macey, s. 1189.

¹¹⁵¹ Enriques/Macey, s. 1189.

¹¹⁵² Enriques/Macey, s. 1193.

¹¹⁵³ Fleischer, Legal Capital, s. 32.

¹¹⁵⁴ Mankowski, s. 397 vd.; Enriques/Macey, s. 1185.

¹¹⁵⁵ Fleischer, Legal Capital, s. 33.

yapılmalı ya da pay sahiplerinin kişisel sorumluluğu¹¹⁵⁶ düzenlenmelidir; başka bir görüşe göre ise, haksız fiil alacaklılarına teminatlı alacaklıların bile önünde ayrıcalıklı bir konum tanınmalıdır¹¹⁵⁷. Ayrıca, BEBCHUK/FRIED iflasın eşiğinde olmayan şirketler için de haksız fiil sorumluluğunun risklerine dikkat çekmektedir. Yazarlar, haksız fiil alacaklıları için sigorta yapılmamış olması hâlinde önemli miktarda bir haksız fiil alacağının şirketi iflasa götürebileceğini belirtmişlerdir¹¹⁵⁸. Zorunlu sigorta öngörülmesi kabul edilebilir bir öneridir; ancak, pay sahiplerinin kişisel sorumluluklarının önünü açmak “sınırlı sorumlu” şirketlerde anayasayı ihlal etmek anlamına gelir ki; bu durum kabul edilemez¹¹⁵⁹. İsteksiz alacaklıların *ex ante* esas sermaye kurallarına güvenemeyeceğini belirten ENRIQUES/MACEY, bu kişiler alacaklı konuma geldiklerinde şirketin maruz kaldığı bu yükümlülükle bağlı kalmaksızın ödeme gücüne sahip olup olmadığının öneminin altını çizmektedir¹¹⁶⁰. Şirketin ödeme gücü varsa isteksiz alacaklıların tatmin edilmesi sorun teşkil etmeyecektir. Ancak, şirket sürekli biçimde ifa güçsüzlüğü içindeyse, bir diğer ifadeyle ödemedi aciz durumdaysa, isteksiz alacaklıya sağlanmış olan asgarî teminatın varlığı önem arz eder. Bu noktada, esas sermaye sisteminin, risk meydana gelmeden önce (*ex ante*) sağladığı teminatlar dikkat çekebilir. Özellikle, sermayenin korunması ilkesi kapsamında dağıtım kurallarıyla varlıkların azaltılmasına ilişkin getirilen sınır ve yasaklar pay sahiplerinin olası fırsatçı davranışlarını azalttığı ve alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olması ilkesini temel aldığı için etkili bir güvence olarak görülebilirler¹¹⁶¹. ENRIQUES/MACEY, buna rağmen, Amerika'da iflasların veya ticari başarısızlıkların Avrupa'dan daha muhtemel olduğuna dair hiçbir kanıtın olmadığını ileri sürerek Avrupa modelinin ABD'den daha başarılı kabul edilebilmesi için ampirik bir yöntemle başvurmaya ihtiyaç olduğunu ima etmektedir¹¹⁶².

3.2.1.3.2. Tüketici Alacaklılar

Tüketiciler de şirketin alacaklısı pozisyonunda yer alabilirler¹¹⁶³. Tüketiciler, mal veya hizmet satın aldıklarında malın teslimini veya hizmetlerin uygulanmasını talep etme

¹¹⁵⁶ Şirketin haksız fiilleri için pay sahiplerinin, şirketin özkaynaklarındaki sahiplik oranına göre kişisel sorumluluğunu öneren çalışma olarak bkz. Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier, “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”, **Yale Law School Legal Scholarship Repository**, (1991), pp. 1879-1934.

¹¹⁵⁷ Bu görüşler için bkz. **Bebchuk/Fried**, s. 883.

¹¹⁵⁸ **Bebchuk/Fried**, s. 882, 883.

¹¹⁵⁹ Şirketin haksız fiillerine karşı pay sahiplerinin kişisel sorumluluğunun öngörülmesi, bu şirketlerin yatırım cazibesini ortadan kaldırır. Aksi yönde bkz. **Hansmann/Kraakman**, s. 1904, 1905, 1933.

¹¹⁶⁰ **Enriques/Macey**, s. 1193.

¹¹⁶¹ Esas sermaye sistemi ve sermayenin korunması ilkesinin sağladığı bu teminatların ne kadar etkili olduğu tezin İkinci Bölümü’nde “Esas Sermaye Sistemi ve Sermayenin Korunması İlkesinin Yararları, Sakıncaları ve Eleştirileri” ve aşağıda “Değerlendirme” başlıklarında ele alınmıştır.

¹¹⁶² **Enriques/Macey**, s. 1194.

¹¹⁶³ **Mankowski**, s. 399.

hususunda ve olası zararlara karşı bazı haklar kazanırlar¹¹⁶⁴. Alıcının satın aldığı ürünün garantisinden kaynaklı haklarının yerine getirilmesine ilişkin talep hakkı doğrudan sermayeyle ilişkili olmasa da ödemedi aciz durumdaki bir şirkete karşı haklarını ileri sürmesi güçlüklerle yol açacaktır. Tüketicinin sözleşme süresince veya sözleşme sonrası doğabilecek talep hakları için müzakereler yoluyla finansal güvence sağlayabilmesinin mümkün olup olmadığını tartışmaya açmak gerekir.

Tüketici işlemlerinde piyasa ekonomisinin en önemli enstrümanlarından biri olan sözleşme özgürlüğü kavramı, taraflar eşit konumda olmadığı için tesis edilememekte; tüketici özgür iradesiyle pazarlık edemeyerek kendisine sunulan sözleşme metinlerini kabul etmek zorunda kalmaktadır. Tüketiciler, satın alma işleminden önce, nadiren sözleşmenin tamamını okurlar¹¹⁶⁵. Tüketici sözleşme metnini okumaktan ziyade, fiyat gibi ana unsurlara odaklanır¹¹⁶⁶. Ayrıca, tüketici, genellikle sözleşme metnini okusa bile algılayamaz ve bu sebeple uzman kişilerin yardımına ihtiyaç duyar. Bu da hem zamansal hem de ekonomik açılardan ciddi bir işlem maliyeti doğurur. Tüketici sözleşmeyi okuyup anlasa bile, genellikle sözleşmenin küçük bir kısmını değiştirebilir¹¹⁶⁷. Şirket sözleşme kayıtlarının kaldırılmasını kabul etmeyecektir ve tüketici, işlemi başka şirketlerle gerçekleştirmek istediğinde muhtemelen onların da benzer kayıtlar kullandığını görecektir¹¹⁶⁸. Zira tüketicilerin taraf oldukları işlemlere ilişkin piyasalarda daha iyi sözleşme kayıtları sunma hususunda rekabet (*race to the bottom*) oluşmamaktadır. Sonuç itibarıyla, tüketiciler işlem maliyeti (*transaction cost*) ve pazarlık güçlerindeki eksiklikler sebebiyle sözleşme yoluyla kendilerini koruyucu bir finansal güvence sağlayamazlar¹¹⁶⁹. Başka bir deyişle, tüketiciler finansal güvence alabilecek veya sözleşmeye bu yönde bir hüküm koyabilecek pozisyonda değildirler¹¹⁷⁰. Bu sebeple, tüketiciler düzenleyici olmayan alacaklılar grubunda yer alırlar.

Tüketicinin işlem maliyeti, bilgi asimetrisi (*information asymmetry*), sınırlı rasyonellik (*bounded rationality*) ve yetersiz pazarlık gücü gibi etmenler sebebiyle zayıf pozisyonundan ötürü sözleşme içeriğine etki edememesi piyasa aksaklığı (*market failure*) olarak değerlendirilmiş ve gelişmiş ülkelerin tamamında tüketicileri koruyucu sistemler geliştirilmiştir. Bu düzenlemelerle tüketicilere bir takım imkânlar tanınmış; buna karşın, alacaklarına karşılık şirketten finansal anlamda bir güvence içeren çözüm getirilmemiştir.

¹¹⁶⁴ Mankowski, s. 399.

¹¹⁶⁵ The Law Commission and The Scottish Law Commission, **Unfair Terms in Consumer Contracts: Advice to the Department for Business, Innovation and Skills**, March 2013, s. 1.

¹¹⁶⁶ The Law Commission and The Scottish Law Commission, s. 1.

¹¹⁶⁷ The Law Commission and The Scottish Law Commission, s. 1.

¹¹⁶⁸ The Law Commission and The Scottish Law Commission, s. 1.

¹¹⁶⁹ Mankowski, s. 400.

¹¹⁷⁰ Mankowski, s. 400.

Ödeme gücüne sahip (*solvency*) şirketlerde, tüketicilerin sahip olduğu alacak haklarını karşılama sorunu olmayacaktır. Ancak, özellikle ödemededen aciz durumdaki bir şirketin tüketici alacaklılarının ne şekilde korunacağı belirsizdir. 6502 Sayılı TKHK'nın tüketici işleminin kapsamını geniş tutan “*mal veya hizmet piyasalarında kamu tüzel kişileri de dâhil olmak üzere ticari veya mesleki amaçlarla hareket eden veya onun adına ya da hesabına hareket eden gerçek veya tüzel kişiler ile tüketiciler arasında kurulan, eser, taşıma, simsarlık, sigorta, vekâlet, bankacılık ve benzeri sözleşmeler de dâhil olmak üzere her türlü sözleşme ve hukuki işlemi ifade eder*” şeklindeki tüketici işlemi tanımlamasından sonra tüketici-tacir ilişkileri daha geniş bir alana yayılmıştır. Şöyle ki, tüketicinin taraf olduğu eser sözleşmesinin tüketici işlemi olarak değerlendirilmesinin sonucu olarak: Örneğin, arsa payı karşılığı inşaat sözleşmesinde, inşaatın yapımı yükümlülüğünde temerrüde düşen yüklenici şirketin ticari olmayan alacaklılarının tüketici olarak nitelendirilmesi gerekir. Böyle bir hukuki ilişkide, tüketicilerin menfaati önemli bir finansal kalem oluşturabilir. Buna karşın, tüketici alacaklıların finansal anlamda hangi unsurlarla korunacağı belirsizdir. Başka bir örnekle, ayıba karşı sorumluluğun devam ettiği bir malın ayıplarının ortaya çıktığı anda, satıcı şirket ödemededen aciz durumundaysa, alacaklının menfaatinin korunması için bazı başvuru mekanizmalarının bulunması önemlidir. İşte bu tip olasılıklar sebebiyle, iflasa yaklaşan bir şirkette artış gösteren pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarına karşı şirketin korumakla yükümlü olduğu malvarlığı unsurları tüketiciler için önemli bir teminat olarak görülebilir. Sermayenin korunması ilkesi bu açıdan işlev gösterir. Ancak, korunan sermayenin miktarı kayda değer olmayabilir ya da ticari zararlar sebebiyle azalmış veya tamamen kaybedilmiş olabilir. Ayrıca, esas sermaye sisteminin benimsenmediği kanunlarda da, pay sahipleri karşısında alacaklıları öne çıkaran anlayışın bulunduğu dikkatten kaçmamalıdır.

3.2.1.4. Kolektif Eylem Sorunu

Bir diğer önemli nokta, göreceli olarak küçük talep hakları olan çok sayıda alacaklının bulunduğu varsayımında, borçlu şirketin özellikle finansal sonuçlar doğuran hareketlerinin izlenmesiyle ilgili olarak kolektif bir eylem sorunu ortaya çıkacaktır¹¹⁷¹. Etkili ve büyük bir menfaat sahibi olan bir alacaklı, borçlu şirketin önemli finansal hareketlerini takip ediyorsa, şirketin finansal krize girmesi hâlinde, küçük alacaklıların toplu temsilcisi olarak değil, kendi menfaatinin gözeterek hareket edecektir¹¹⁷². Böyle bir olasılıkta, büyük menfaat sahibi olan alacaklı, muhtemelen diğer alacaklıların tatmin edilmelerinin önünde engel oluşturacaktır¹¹⁷³.

¹¹⁷¹ Kuhner, s. 346.

¹¹⁷² Kuhner, s. 346, 347.

¹¹⁷³ Kuhner, s. 347.

Büyük miktar alacaklısı, düzenleyici olmayan alacaklıların menfaatlerini göz ardı ederek, kendi alacağını tahsil edebilir.

Sermayenin korunması ilkesi alacaklıların hangi sırayla tatmin edileceğine ilişkin olarak bir hiyerarşi öngörmemiştir. Dolayısıyla, kolektif eylem sorununa sermayenin korunması ilkesi çözüm sunmaz. Sadece esas sermaye sisteminin alarm sinyali işlevinin, alacaklılara dolaylı yoldan yarar sağlayabileceği düşünülebilir¹¹⁷⁴. Ayrıca, alacaklılar arasında bir kayırma yapılmışsa İİK m. 278-280 kapsamında başvuru yapılabilir¹¹⁷⁵.

3.2.1.5. Değerlendirme

Pazar gücü (*market power*), bilgi asimetrisi (*information asymmetry*) veya tarafların pazarlık güçleri arasında eşitsizliğin (*inequality of bargaining power*) bulunduğu bir borç ilişkisinde “zayıf” olan tarafı teşkil eden istekli alacaklının, sözleşmenin içeriğine etki edebilmesi ve kendisini koruyucu sözleşme yapabilmesi veya banka teminat mektubu (*bank letter of guarantee*) gibi bir teminat talebinin olumlu sonuçlanması gerçekçi bir beklenti değildir. Nitekim serbest piyasa sisteminin en önemli araçlarından biri olan sözleşme özgürlüğü kavramının tesis edilebilmesi için sağlanması gereken sözleşme adaleti, “düzenleyici olmayan alacaklılar”ın taraf olduğu hukuki işlemlerde gerçekleşmemektedir. Ayrıca, bir diğer düzenleyici olmayan alacaklı grubunu teşkil eden haksız fiil veya sebepsiz zenginleşme¹¹⁷⁶ alacaklısı gibi isteksiz alacaklıların, şirketle aralarındaki borç ilişkisi sözleşmeye dayanmadığı için sözleşme yoluyla kendilerini koruyabilmeleri mümkün değildir. Sonuç olarak, serbest piyasa sistemi ve bu sistemin bileşenleri, düzenleyici olmayan alacaklıları (*non-adjusting creditors*) korumada etkili değildir.

Sermayenin korunması ilkesine ilişkin düzenlemeleri, görünürdeki bu piyasa aksaklığını (*market failure*)¹¹⁷⁷ ortadan kaldırmaya yönelik Avrupa tarzı düzenlemeler olarak değerlendirmek mümkündür¹¹⁷⁸. Ancak, burada üç temel soru ortaya çıkar. Birincisi, şirketin korumakla yükümlü olduğu özkaynaklar tüm alacaklıları tatmin etmiyorsa, alacaklıları nasıl sıralamak gerekir? Bir diğer ifadeyle, alacaklı grupları arasında öncelik sıralaması nasıl

¹¹⁷⁴ Bkz. “İflas İşlemlerinde Aşırı Erteleme”.

¹¹⁷⁵ Bkz. “İmtiyazlar (*Preferences*)”.

¹¹⁷⁶ Sebepsiz zenginleşme alacaklılarının da isteksiz alacaklı olarak değerlendirilebileceğine ilişkin bkz. Siems, Mathias M./Herzog, Leif/Rosenhäger, Erik, “The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)”, *European Business Organization Law Review*, 12, (2011), pp. 147-172, s. 151.

¹¹⁷⁷ Teorik olarak, piyasanın kamu yararına hizmet edememesi, serbest piyasa ekonomisinde devlet müdahalesinin tek haklı gerekçesi olarak gösterilir (McAdams, Tony/Zucker, Kiren Dosanjh/Neslund, Nancy/Neslund, Kristofer, *Law, Business, and Society*, Eleventh Edition, McGraw-Hill Education, New York, 2015, s. 332). Bu gerekçe, piyasa aksaklığı (*market failure*) olarak anılır (McAdams/Zucker/Neslund/Neslund, s. 332). Piyasa aksaklığı, piyasanın kendisinde bulunan eksik bilgi (*imperfect information*), tekel, dışsallıklar ve kamu malları gibi bazı doğal kusurlara dayandırılır (McAdams/Zucker/Neslund/Neslund, s. 332, 333).

¹¹⁷⁸ Kuhner, s. 347.

yapılmalıdır? İkincisi, sermaye gerçekten korunmuş mudur? Üçüncüsü korunan sermaye alacaklıların talepleri açısından yeterli midir? Türk İflas Hukuku bakımından ilk soruya cevap ararsak, İİK m. 206'nın kenar başlığında “adi ve rehinli alacaklar” terimi kullanılmak suretiyle alacaklılar iki grup altında incelenmiştir. Müflisin mallarının rehni ile teminat altına alınmamış olan alacaklara, adi alacak denirken; rehinle teminat altına alınmış olanlara rehinli alacak denir¹¹⁷⁹. Adi alacaklar içerisinde oluşturulan imtiyazlı alacaklar işçi ücreti, kıdem tazminatı, nafaka alacağı gibi alacaklardır. Burada imtiyazlı olan alacaklı değil, alacağın kendisidir¹¹⁸⁰. Kanımca, bu noktada konunun başında belirttiğim alacaklıların sınıflandırılması yönteminden yararlanarak, Türk hukukunda daha analitik ve rasyonel bir sıralama geliştirilmelidir. Türk hukukunun sistemi dikkate alınarak, “adi alacaklar” kavramı yerine alacaklıları merkeze alan “adi alacaklılar” sınıflandırması hiyerarşik olarak şu şekilde olmalıdır: 1-İşçi alacaklılar (iş sözleşmesinden kaynaklı alacaklar için bu istekli alacaklı grubu sosyal devlet ilkesi gözetilerek en üstte yer almalıdır), 2-Kendi rızalarıyla borç ilişkisinin tarafı olmadıkları ve bu sebeple sözleşme yoluyla kendilerini koruma imkânına hiç sahip bulunmadıkları için isteksiz alacaklılar (haksız fiil alacaklıları ve amme alacakları sebebiyle devlet gibi alacaklılar), 3-İstekli alacaklılar. İstekli alacaklıların sıraya konulmasında ise, piyasa gücü, bilgi asimetrisi ve pazarlık gücü gibi faktörler göz önünde bulundurularak, önceliği düzenleyici olmayan istekli alacaklılara (örneğin, tüketici alacaklıları) vermek gerekir. Bununla birlikte, haksız fiil alacaklıları için şirketin finansal yapısına göre belirlenecek asgarî limitler dâhilinde zorunlu sigorta öngörülmesi yerinde olacaktır. İkinci soruya şu cevabı verebilirim: Şirket sermayesinin korunuyor olması ilk bakışta alacaklılar için önemli bir teminat olarak görülebilir. Sermayenin korunması ilkesi, dağıtım kuralları aracılığıyla şirketle pay sahipleri arasındaki varlık devirlerini konu alan işlemleri sınırlandırır. Sermayenin korunması ilkesinin kabul edildiği hukuk sistemlerinde, esas sermaye tutarı ile kanun gereği ayrılması zorunlu yedek akçeler¹¹⁸¹ pay sahiplerine dağıtılması mümkün olmayan malvarlığı unsurları kalemini teşkil eden kanunen bağlı malvarlığı olarak değerlendirilir. Ancak, alacaklılar için tek güvencenin sermayenin korunması ilkesiyle sağlanacağını iddia etmek güçtür. Örneğin, MBCA gereği, şirket pay sahiplerine dağıtım yapabilmesi için dağıtım sonrası, şirketin toplam aktifleri yükümlülüklerinin toplamından daha az olmamalı ve şirket, işlerin normal seyri çerçevesinde

¹¹⁷⁹ Kuru, Baki, **İcra ve İflas Hukuku El Kitabı**, İkinci Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2013, s. 1270.

¹¹⁸⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Kuru, s. 1270 vd..

¹¹⁸¹ Kanuni yedek akçeler terimi bilinçli şekilde tercih edilmemiştir; zira kanunen esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçelerin dağıtımı yasaklanmış olabilir. Nitekim TTK m. 523/1 uyarınca, “*kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı belirlenemez*”. Benzer şekilde bkz. 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 56/1.

vadesi gelen borçlarını ödeyemez konuma gelmemelidir. Hukuka aykırı dağıtımlar bu sistemde de yaptırımlara bağlanmıştır¹¹⁸². Ayrıca, daha önce de belirtildiği üzere, sermayenin korunması ilkesi ticari zararlardan kaynaklı sermaye kaybına ilişkin bir güvence öngörmez. Kanımca, yönetim kurulu üyelerinin ve yönetimle yetkili üçüncü kişilerin hukuki sorumluluğu kapsamında şirket malvarlığının özen yükümlülüğü içerisinde “business judgment rule”e uygun biçimde tedbirli bir şekilde yönetilmesi ve şirket menfaatinin gözetilmesi gibi yükümlülüklerin ihlaline bağlanan başvuru mekanizmalarının etkin şekilde işletiliyor olması daha kapsayıcı bir güvencedir. Bunun yanı sıra, MBCA’daki dağıtım sisteme benzer bir yaklaşımın benimsenmesi sistemi daha esnek ve güvenilir hâle getirecektir. Üçüncü sorunun cevabı ise, sermayenin korunması ilkesine eleştirilerin incelendiği “Sakıncalar ve Eleştiriler” başlığı altında verilmiştir¹¹⁸³.

3.2.2. İflasın Eşiğinde Olan Şirketlerde Yönetici Davranışları ve Sorumlulukları

İkinci Yönerge’yle Avrupa Ekonomi Topluluğu’na (günümüzdeki karşılığıyla AB’ye) üye ülkelerde uygulanması zorunlu hâle gelen esas sermaye sistemi, özellikle İngiltere’de eleştirilerin merkezindedir. Alacaklıların korunması meselesi için Kara Avrupası Hukuk Sistemi’nde yerleşik bir dogma olan esas sermaye sisteminin, İngiliz doktrininde kabul görmemesi bazı soruları beraberinde getirmektedir. Neden İngiltere bu sisteme karşı çıkıyor? İngiltere’deki bu karşıt düşünce neden önemli? İngiltere’de alacaklılar nasıl korunmaktadır? Birinci sorunun cevabı “Sakıncalar ve Eleştiriler” başlığında incelendi. İkinci soruya gelince, esas sermaye sisteminin yerine ya da bu sistemin tamamlayıcısı olarak başka koruyucu mekanizmalar geliştirmek açısından İngiltere’deki karşıt görüşler ve gerekçeleri önemlidir. Üçüncü soruya geçerse, alacaklıların korunması yönünden İngiliz hukukunda yöneticilerin hukuki sorumluluğu ön plana çıkar. ABD’de olduğu gibi, sözleşme yoluyla alacaklıların kendisini koruyabileceği düşüncesi de yaygındır. Ayrıca, alacaklıların korunmasıyla iflas hukukunun bir uzantısı olan aciz hâli hukuku arasında derin bağlar kurulur. Özellikle, şirketin iflasa yaklaştığı anlarda gözlemlenen pay sahiplerinin fırsatçı davranışları, bu bağlantının meşru zeminini anlamamızı kolaylaştırır.

İngiliz hukukunda, *Insolvency Act 1986*’da¹¹⁸⁴ (*Aciz Hâli Kanunu 1986*)¹¹⁸⁵ alacaklıları koruma araçları düzenlenmiştir. Dikkat çekici bulduğum düzenlemeler şunlardır:

¹¹⁸² Bkz. “Dağıtım Sistemleri”.

¹¹⁸³ Bkz. “Alacaklıların Korunması ile Nominal Sermayenin Bağlantısız Oluşu” ve “Sermayenin Korunması İlkesi Gereği Öngörülen Dağıtım Kurallarının Alacaklılara Sağladığı Güvencenin Yetersiz Oluşu”.

¹¹⁸⁴ Bu noktadan itibaren IA olarak anılacaktır.

¹¹⁸⁵ Bu kanun şirketin aciz hâli, -tescil edilmemiş ve aciz hâline dayanmayan tasfiyeler de dâhil- tasfiyesi; kişilerin iflası ve aciz hâli; bazı değerinin altındaki işlemlerden kaçınma gibi konulara ilişkin kanunlaştırma hareketidir.

IA b. 213¹¹⁸⁶ “fraudulent trading” (*hileli ticaret*), b. 214 “wrongful trading” (*haksız ticaret*), b. 238 “transactions at an undervalue” (*değerinin altında işlemler*), b. 239 “preferences” (*imtiyazlar*)¹¹⁸⁷. Bu düzenlemelerin yanı sıra, şirket yöneticilerinin sorumluluğuna ilişkin Yeni Zelanda, Avustralya ve İngiliz hukukunda kabul gören “The West Mercia ilkesi” (*The West Mercia principle*) incelenecektir.

3.2.2.1. Hileli Ticaret (*Fraudulent trading*)

Anonim şirketlerin sona erme hallerinden biri gerçekleştiğinde şirketin tasfiye süreci başlayacaktır¹¹⁸⁸. Tasfiye sürecine giren bir şirketin özellikle yönetim kurulunun organ niteliğinin devam edip etmeyeceği tasfiye sebebine göre değişiklik gösterir. Şayet şirket iflas dışındaki bir sebepten ötürü tasfiye sürecine girmişse, yönetim kurulunun organ vasfının etkilenmeyeceği, sınırlanmış olarak görev ve yetkilerini kullanmaya devam edeceği kabul edilir¹¹⁸⁹. Tasfiye sürecine giren şirketlerin yönetim kurulu ve genel kurulunun görev ve yetkileri tasfiye amacı ve tasfiye memurlarının yetkilerinin kapsamıyla sınırlıdır¹¹⁹⁰. İflas hâlinde ise, tasfiye iflas idaresi tarafından yapılır ve tasfiye memuru iflas idaresidir. İflas masasının kanuni temsilcisi iflas idaresidir (İİK m. 226/1).

Hileli ticaretin (*fraudulent trading*) düzenlendiği IA b. 213/1 uyarınca, “*bir şirketin tasfiyesi sürecinde, şirketin alacaklılarını ya da başka bir kişinin alacaklılarını dolandırma niyetiyle veya herhangi bir aldatma amacıyla herhangi bir ticari iş gerçekleştirdiği ortaya çıkarsa, aşağıdakiler uygulanır*”. Hüküm gereği, hileli ticaretin (*fraudulent trading*) gerçekleşmesi için aldatma¹¹⁹¹ amacı veya alacaklıları dolandırma niyeti¹¹⁹² olmalıdır. Bu tip davranışlara ilişkin hukuki sonuç anılan düzenlemenin ikinci fıkrasında düzenlenmiştir. İlgili fıkra uyarınca, “*tasfiye memurunun başvurusu üzerine mahkeme, bilerek yukarıda belirtilen şekilde işi gerçekleştiren tarafların şirketin malvarlığına (eğer varsa) kendisinin uygun bulunduğu katkıları yapmakla yükümlü olduğunu beyan edebilir*”.

¹¹⁸⁶ İngiliz kanunlarında düzenlemeler “section” adı verilen bölümlere ayrılır. Bu çalışmada “section” sözcüğü Türkçeye “bölüm” (kısaca b.) olarak çevrilmiştir.

¹¹⁸⁷ Değerinin altında işlemlere ilişkin IA b. 238 ile imtiyazlar hakkındaki IA b. 239, İngiliz sakınma hukukunun (*avoidance law*) birer unsuru olarak mütalaa edilirler.

¹¹⁸⁸ Kanundaki istisnalar saklıdır (TTK m. 533/1-c. 2).

¹¹⁸⁹ Karaman Coşgun, Özlem, **Anonim Şirketin Tasfiyesi**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2015, (Karaman Coşgun, Tasfiye), s. 26, 27.

¹¹⁹⁰ Karaman Coşgun, Tasfiye, s. 36.

¹¹⁹¹ Aldatıcı işlemle hileli işlem aynı anlamda kullanılır. Nitekim 818 Sayılı BK’da “hile” olarak düzenlenen kurum 6098 Sayılı TBK’da “aldatma” olarak düzenlenmiştir.

¹¹⁹² İmtiyaz yoluyla belirli alacaklıları tatmin edip diğerlerini tatminsiz bırakmak, genellikle dolandırıcılık olarak değerlendirilmemektedir. Bunun nedeni, bir borçlunun alacaklılarına uygun gördüğü herhangi bir sıra ile ödeme yapma hakkına sahip olmasıdır (bkz. Keay, Andrew, **Company Directors’ Responsibilities to Creditors**, First published, Routledge-Cavendish, New York, 2007, (Keay, Creditors), s. 61).

Düzenlemede ticaretin taraflarına hukuki sorumluluk öngörölmüştür. Alacaklıları dolandırmak veya başka bir aldatma amacı taşıyan “ticari iş”¹¹⁹³ söz konusu olduğunda mahkeme, uygun bulduğu miktarın geri iadesine karar verebilecektir. Bu noktada mahkemenin sorumlu tutabileceği kimseler, bilerek hileli ticaretin tarafı olan kişilerdir¹¹⁹⁴.

IA b. 213, ödemeden aciz hâldeki şirketin ticaretine devam etmesi yoluyla alacaklılara zarar vermesini önlenmek amacıyla tasarlanmıştır¹¹⁹⁵. Ancak, anılan düzenlemede, “zarar” kriteri öngörölmemiştir. Hâkime geniş bir takdir yetkisi tanınmıştır. “Dolandırma niyeti” (*intent to defraud*) ve “aldatma amacı” (*fraudulent purpose*) kanunda tanımlanmamıştır ve bu unsurların tespitinde hangi testlerin uygulanması gerektiğine ilişkin mahkeme kararlarında tutarsızlıklar olmuştur¹¹⁹⁶. IA b. 213 uyarınca tarafların hukuki sorumluluğuna başvurulabilmesi için kanaatimce, şu dört koşulun gerçekleşmesi gerekir: 1- Şirket tasfiye sürecinde olmalı, 2- ticari iş, şirketin alacaklılarını ya da başka bir kişinin alacaklılarını dolandırmak niyeti veya herhangi bir aldatma amacıyla gerçekleştirilmeli, 3- sorumluların kastı bulunmalı¹¹⁹⁷, 4- tasfiye memuru başvuruda bulunmuş olmalıdır.

Bu düzenleme Türk hukukunda İİK m. 311’de düzenlenen, “hileli iflas halleri” ile karşılaştırılabilir. İİK m. 311/1 uyarınca, iflasından evvel veya sonra alacaklılarını zarara sokmak kastıyla ve hususiyle bazı suretlerle¹¹⁹⁸ hileli muamelelerde bulunan kimse hileli müflis sayılır ve Türk Ceza Kanununa göre cezalandırılır. Malvarlığını eksiltmeye yönelik hileli tasarruflarda bulunan kişi, bu hileli tasarruflardan önce veya sonra iflasa karar verilmiş

¹¹⁹³ IA b. 213’te ticari işin tarafı olmaya sonuç bağlanmıştır. Düzenlemenin ilgili kısmı “...any persons who were knowingly parties to the carrying on of the business in the manner above-mentioned...” şeklindedir.

¹¹⁹⁴ Fletcher, Ian F., **The Law of Insolvency**, Fourth Edition, Sweet & Maxwell, London, 2009, s. 851.

¹¹⁹⁵ **Keay**, Creditors, s. 27.

¹¹⁹⁶ **Keay**, Creditors, s. 51.

¹¹⁹⁷ Kanunda geçen “bilerek” ifadesi, hukuki sorumluluk şartı olarak “kast” derecesinde kusur aranması gerektiğine işaret eder. *Morris v Bank of India* [2004] davasına göre, dolandırıcılığa bilerek taraf olmak için, insanların dolandırıcılığın her detayını veya nasıl gerçekleştirileceğini bilmesi gerekmez (**Keay**, Creditors, s. 43). Ancak, davaya göre, kişinin sorumlu tutulabilmesi için, dolandırıcılığı etkilemek amacıyla yardım ederek ilgili bilgileri eşzamanlı olarak edinmiş olması gerekir (**Keay**, Creditors, s. 43). Türk hukukunda ise TCK m. 161’de hileli iflas halleri sayılmıştır. İlgili düzenleme uyarınca, “hileli iflasın varlığı için; a) Alacaklıların alacaklarının teminatı mahiyetinde olan malların kaçırılması, gizlenmesi veya değerinin azalmasına neden olunması, b) Malvarlığını kaçırmaya yönelik tasarruflarının ortaya çıkmasını önlemek için ticari defter, kayıt veya belgelerin gizlenmesi veya yok edilmesi, c) Gerçekte bir alacak ve borç ilişkisi olmadığı halde, sanki böyle bir ilişki mevcutmuş gibi, borçların artmasına neden olacak şekilde belge düzenlenmesi, d) Gerçeğe aykırı muhasebe kayıtlarıyla veya sahte bilanço tanzimiyle aktifin olduğundan az gösterilmesi gerekir”.

¹¹⁹⁸ Kanunda yazılı suretler şunlardır: 1. Alacaklıların müşterek rehini makamında olan mallarını tamamen veya kısmen kaçıırır, gizler veya tahrip ederse; 2. Alacaklıların zararına olarak hakikata aykırı makbuzlar verir veya yazı ile borç ikrar ederse; 3. Muvazaalı satışlar, muameleler yahut bağışlamalar yaparsa; 4. Evlenme mukavelesinde hakikaten getirilmemiş bir çeyizi getirilmiş gibi tanır ve karı da bu mukaveleyi kocasının alacaklılarına karşı istimalle kalkışırsa; 5. Hakikata aykırı borç ikrar etmek yahut muvazaalı muameleler ve mukaveleler yapmak suretiyle alacaklılarını zarara sokarsa; 6. Borcu mevcudu ile alacağından ziyade olduğunu bildiği halde ehemmiyetli kıymeti haiz ticari mallarını yahut fabrikasının mahsullerini hem satış gününün piyasasından, hem de malolduğu veya satın alındığı kıymetten pek aşağı bir fiyatla satmak suretiyle mevcudunu israf ederse; 7. Konkordato mukavelesi haricinde alacaklıya hususi menfaatler temin ederse; 8. Hakikate aykırı muhasebe ve sahte bilançolarla aktifini hakikatte olduğundan fazla veya noksan gösterirse.

olması halinde, üç yıldan sekiz yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır (TCK m. 161/1). Şu durumda, bu suçun unsurlarından biri şirketin iflasına karar verilmiş olmasıdır. İngiltere’de ise, tasfiye sürecine giren şirketlere ilişkin “hileli ticaret” başvuru mekanizması düzenlenmiştir¹¹⁹⁹. Hileli ticarete ilişkin hukuki başvuruyu yapacak olan sadece tasfiye memurudur. Tasfiye memuru, genel olarak tüm alacaklılar için tazminat talep eder¹²⁰⁰. Anılan düzenleme sadece “aciz hâli sebebiyle tasfiye” (*insolvent liquidation*) sürecinde gerçekleştirilebilecek başvuruyu değil, diğer sebeplerden kaynaklı tasfiye süreçlerini de kapsamaktadır¹²⁰¹. İİK ve bu kapsamda TCK düzenlemeleri ise, sadece iflas sebebiyle tasfiyeye ilişkin daha sınırlı bir düzenlemedir. İflas sebebiyle tasfiye hâlinde, şirket malvarlığına tekabül eden iflas masasının yönetimi iflas idaresine geçmekte iken; diğer hallerde tasfiye durumunda yönetim kurulunun sınırlı da olsa yönetim ve temsil yetkisi devam etmektedir. İflas sebebiyle tasfiye dışındaki tasfiyelerde, organlarının yetkileri tasfiye amacıyla sınırlıdır (TTK m. 533/2-c. 2). İflas tasfiyesinde ise, şirket organları temsil yetkilerini, ancak şirketin iflas idaresi tarafından temsil edilmediği hususlar için korurlar (TTK m. 534/1-c. 2). Yönetim kurulunun yönetim ve temsil yetkisinin devam ettiği hâllerde, alacaklıların aleyhine olacak şekilde, şirket malvarlığı üzerinde tasarrufta bulunulması riski daha yüksektir. İflas tasfiyesi dışında, Türk hukukunda tasfiyeye giren anonim şirketin, yönetim kurulunun yetkileri tasfiye amacıyla sınırlandırıldığı için bu amacın dışında kalan işlem ve fiiller ultra vires’tir¹²⁰².

IA b. 213 hukuki sorumluluğu düzenler. İngiltere’de hileli ticarete ilişkin cezai sorumluluk CA b. 993’te düzenlenmiştir. İİK m. 311 hukuki değil cezai sorumluluğa ilişkindir. Hukuki sorumluluğa ilişkin İİK m. 278-280 düzenlemeleri, borçlunun alacaklılara zarar vermek kastıyla yaptığı “batıl” işlemlerin iptaline ilişkindir.

¹¹⁹⁹ Hileli ticaret uygulamasına şirketler topluluğunda rastlamak da mümkündür. Holding şirket, bağlı ortaklığın faaliyetlerini aktif olarak yönlendirmek ve özellikle bağlı ortaklığın işini hileli bir şekilde yürütmesi için küçük de olsa aktif teşvikte bulunmak gibi hileli ticarete açıkça katıldığı durumlarda sorumlu tutulabilir (Keay, Creditors, s. 37).

¹²⁰⁰ Keay, Creditors, s. 33.

¹²⁰¹ Keay, Creditors, s. 38.

¹²⁰² Temsilde ultra vires iyiniyetli üçüncü kişilere karşı ileri sürülemez. Bu durum, şirketin iç ilişkileri bakımından yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğunu doğurabilir. Sona erme, iflastan ve mahkeme kararından başka bir sebepten ileri gelmişse, yönetim kurulunca ticaret siciline tescil ve ilan ettirilir (TTK m. 532/1). Tescil sebebiyle iyiniyet iddiaları dinlenmez. Ayrıca, hileli iflasa yol açan işlemlerde iyiniyetin varlığını kabul etmek, genellikle mümkün olmayacaktır.

3.2.2.2. Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)

İngiliz hukukunda, haksız ticaret¹²⁰³ kavramının ortaya çıkışı, temel olarak hileli ticaret (*fraudulent trading*) hükmünde algılanan yetersizliklerden kaynaklanmaktadır¹²⁰⁴. Zira hileli ticaret düzenlemesindeki “dolandırma niyeti veya aldatma amacı” unsuru IA b. 213’ün uygulama alanını oldukça sınırlandırmaktadır. Haksız ticaret düzenlemesi ise, daha geniş bir koruma sağlamak amacıyla tesis edilmiştir. Gerçekten IA b. 213’te öngörülen hukuki sorumluluğun, haksız ticaret düzenlemesi (IA b. 214) sebebiyle önemini büyük oranda yitirdiği kabul edilir¹²⁰⁵. Ancak, “haksız ticaret” düzenlemesini çok daha önemli kılan İngiltere’deki düzenleme ve uygulamadan ziyade, High Level Grubu’nun önerisi olmuştur. High Level Grubu, özellikle şirketin ödemeden aciz duruma düşme riski sebebiyle, yöneticilerin hesap verebilirliğini güçlendirme ihtiyacını gerekçe göstererek, “haksız ticaret” (*wrongful trading*) konusunda bir Avrupa çerçeve kuralının getirilmesini önermiştir¹²⁰⁶.

Bir şirket, daha fazla kaybın tüm alacaklıları tatmin etmek için ihtiyaç duyulan varlıkları azaltacağı varsayımının kaçınılmaz olarak kabul edildiği bir noktaya geldiğinde; alacaklıların menfaat sahibi olarak pay sahiplerinin yerine geçtiği bir aşamaya ulaşmıştır¹²⁰⁷. Bu noktada şirket, alacaklıların menfaatlerini korumak için tasarlanmış bir iflas prosedürüne dâhil edilmelidir¹²⁰⁸. Zira şirket iflasa yaklaştıkça, pay sahiplerinin fırsatçı davranışlarında gözle görülür bir artış meydana gelebilir¹²⁰⁹.

High Level Grubu’nun ifadesiyle, İngiltere’nin “wrongful trading” kurallarının, Fransa ve Belçika’nın “action en comblement du passif” düzenlemelerinin ve diğer üye devletlerin ilgili kanunlarının özü benzerdir. Eğer yöneticilerin, şirketin borçlarını ödemeye devam edemeyeceğini öngörmeleri gerekiyorsa¹²¹⁰, ya şirketi kurtarmak (ve alacaklıların gelecekteki ödemelerini güvenceye almak) ya da tasfiye sürecini başlatmak konusunda karar vermeleri gerekir¹²¹¹. Aksi takdirde, yöneticiler ödenmemiş talepleri için tamamen veya kısmen alacaklılara karşı sorumlu olacaklardır¹²¹².

¹²⁰³ Çalışmada, anlamı ve kapsamı sebebiyle “wrongful trading” kavramını “haksız ticaret” olarak Türkçe’ye çevirmek uygun görülmüştür. “Wrongful trading” düzenlemesi şirketin ticaret yapma hakkını, belirli bir aşamadan sonra “hak” olarak değerlendirmeyip, ticaretin devam etmesi hâline hukuki sonuç bağlamıştır. Şu durumda buradaki “wrongful” kelimesini “hatalı” veya “yanlış” şeklinde Türkçe’ye çevirmek isabetsiz olacaktır.

¹²⁰⁴ Keay, Andrew, “Wrongful trading: problems and proposals”, *Northern Ireland Legal Quarterly*, 65(1), pp. 63-79, (Keay, Wrongful), s. 64.

¹²⁰⁵ Hannigan, s. 352.

¹²⁰⁶ The High Level Group of Company Law Experts, s. 68.

¹²⁰⁷ Bachner, Wrongful, s. 297.

¹²⁰⁸ Bachner, Wrongful, s. 297.

¹²⁰⁹ Bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

¹²¹⁰ Yöneticilerin, şirketin borçlarını ödemeye devam edemeyeceği bir noktaya geleceğini bilmeleri ya da bilecek durumda olmaları gerekir.

¹²¹¹ The High Level Group of Company Law Experts, s. 68.

¹²¹² The High Level Group of Company Law Experts, s. 68.

Gerçekten kural, haksız ticareti önleme amacı taşır; zira şirketler zor durumda oldukları zaman, yöneticilerin daha fazla risk içeren eylemlere yönelmesi mümkündür¹²¹³. O hâlde, haksız ticaret kuralının, zarar görmüş alacaklıları tazmin etmek ve öncelikle yöneticileri haksız ticaret sayılabilecek işlemlerden caydırmak olmak üzere iki temel amaca özgülendiğini söyleyebiliriz¹²¹⁴.

Bir şirketin olası haksız ticareti için yöneticinin sorumluluğu, yöneticinin, şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyeden kaçınmasının makul bir ihtimalinin bulunmadığı yönünde doğrudan veya dolaylı bilgiye sahip olduğu andan itibaren başlar¹²¹⁵. Haksız ticaret kuralı, ödemedene acze düşmenin öngörülebilir olmaması koşuluyla, devam etmekte olan ticarete ilişkin yönetici kararlarına müdahale etmemektedir¹²¹⁶. Şirketin iyileştirilmesiyle ilgili tüm makul umutlar sona erene kadar haksız ticaret meydana gelmez¹²¹⁷. High Level Grubu, kuralın, şirketi ve yöneticilerini fazla kısıtlamadan alacaklıları koruduğu görüşündedir¹²¹⁸. Grup, şirket yöneticilerinin -öngörülebilir, ancak henüz yakın olmayan- aciz hâli durumuna karşı şirketi kurtarmak veya tasfiyeye gitmek konusunda kendi seçimlerini yapma zorunluluğuna ve tercih hakkına vurguda bulunmuştur¹²¹⁹. Ayrıca, FLETCHER isabetle, haksız ticaretin başlangıç anının tespitinde münferit dosyadaki tüm koşulların dikkatle analiz edilmesi ve her bir yönetici için ayrı ayrı hesaplama yapılması gerektiğini belirtmiştir¹²²⁰.

Kural, hem bağımsız şirketlere hem de şirketler topluluğuna uygulanmaktadır¹²²¹. Bağlı ortaklığın fiili veya “gölge” yöneticileri¹²²² olarak faaliyet göstermeleri durumunda ana şirket ve yöneticileri ve bağlı şirketin yöneticileri haksız ticaret kuralına tabidir¹²²³.

İngiliz hukukunda, haksız ticaret kavramı 1982 tarihli “Cork Committee on Insolvency Law and Practice” (*Cork'un İflas Hukuku ve Uygulaması Komitesi*) raporunda¹²²⁴, alacaklıları şirket yöneticilerinin dürüst fakat makul olmayan davranışlarına karşı koruma aracı olarak önerilmiştir¹²²⁵. IA b. 214’te düzenlenen haksız ticaret gereği hukuki sorumluluk dolandırıcılık veya kötünîyet delili olmadan ve ceza hukuku ispat standartlarını gerektirmeden

¹²¹³ Keay, Wrongful, s. 67.

¹²¹⁴ Bachner, Wrongful, s. 297.

¹²¹⁵ Fletcher, s. 858.

¹²¹⁶ The High Level Group of Company Law Experts, s. 68.

¹²¹⁷ Keay, Creditors, s. 129.

¹²¹⁸ The High Level Group of Company Law Experts, s. 69.

¹²¹⁹ The High Level Group of Company Law Experts, s. 69.

¹²²⁰ Fletcher, s. 858.

¹²²¹ The High Level Group of Company Law Experts, s. 68.

¹²²² IA b. 251’de “shadow director” (*gölge yönetici*) tanımlanmıştır. İlgili tanıma göre, gölge yönetici, bir şirkete ilişkin olarak, şirket yöneticilerinin talimatlarını veya yönlendirmelerini yerine getirmeye alışkın olduğu kişi anlamına gelir.

¹²²³ The High Level Group of Company Law Experts, s. 68.

¹²²⁴ Cork Review Committee Report on Insolvency Law and Practice 1982, (Cmnd 8558), Bölüm 44, paragraf 1775-1806.

¹²²⁵ Bachner, Wrongful, s. 297.

uygulama alanı bulabilmektedir¹²²⁶. Kavram ilk tanıtıldığında büyük ilgi görmüştür¹²²⁷. PRENTICE'e göre¹²²⁸, “...özellikle bölüm 214, şirketler hukukunun topografyasını büyük ölçüde değiştirmiştir. Yöneticilere, alacaklıları pahasına işlem yapmaya devam eden bir şirketin borçlarından şahsen sorumlu olacakları tehdidi, sınırlı sorumluluk ilkesini önemli ölçüde aşındırmıştır. Bu, pek çok açıdan, tartışmasız şirketler hukukundaki bu yüzyılın en önemli gelişmelerinden biridir”.

IA b. 214'te haksız ticaret tanımlanmamıştır. Doktrinde, Profesör Ian Fletcher'ın tanımı yaygın biçimde kabul görmektedir. FLETCHER'a göre¹²²⁹, haksız ticaretin özü, “yöneticiler tarafından aciz hâli sebebiyle tasfiyenin kaçınılmaz olduğunun ya da bu yönde en azından makul bir olasılık bulunduğu bilindiği veya farkına varılması gerektiği andan itibaren şirketin ticarete ve borç ilişkilerine girmeye devam etmesi faaliyetlerinden oluşur”.

IA b. 214, tasfiye memurunun, tasfiyedeki bir şirket için belirli koşulların karşılanması hâlinde, şirket yöneticilerinin (ve gölge yöneticilerin) şirket malvarlığına mahkemenin uygun bulduğu katkıyı yapmalarını sağlamak için başvuruda bulunma imkânını düzenler. Bu koşullar şunlardır¹²³⁰: 1- Şirket aciz hâli sebebiyle tasfiyeye girmiş olmalıdır, ve 2- tasfiyeye başlamadan önce, şirket yöneticilerinin, şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyeden veya aciz hâli yönetimine (*insolvent administration*) girmekten kaçınabilmesi için makul hiçbir olasılığın olmadığını bilmeleri veya biliyor olmaları gerekir.

IA b. 214 mahkemeye, aciz hâli sebebiyle tasfiyeye giren ve tasfiyeye başlamadan bir süre önce şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyeye girmekten kaçınabilmesi için makul bir ihtimal olmadığını bilen ya da bilmesi gereken yöneticilere¹²³¹, şirket malvarlığına katkıda bulunma emrini verme yetkisi tanır¹²³². IA b. 214, yöneticilerin ve gölge yöneticilerin, şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyeye girmekten kaçınamayacağı çıkarımına ulaştığı veya ulaşması gerektiği anda bu kişilere potansiyel sorumluluk yükler¹²³³. Ancak, IA b. 214/3 uyarınca, yöneticiler her adımı olması gerektiği gibi şirket alacaklılarının uğrayacakları olası zararı en aza indirmek için attırlarsa yöneticilerin hukuki sorumluluğu doğmayacaktır. PRENTICE, bu noktada ispat yükümlülüğünün muhtemelen yöneticiler üzerinde olacağı görüşündedir¹²³⁴. IA b. 214/1'de öngörülen hukuki sorumluluk, şirket malvarlığına, mahkemenin uygun bulduğu

¹²²⁶ Hannigan, s. 354.

¹²²⁷ Bachner, Wrongful, s. 297.

¹²²⁸ Prentice, D. D., “Creditor's Interests and Director's Duties”, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 10, Issue 2, Summer 1990, pp. 265–277, s. 277.

¹²²⁹ Fletcher, s. 858 paragraf 27-036.

¹²³⁰ Hannigan, s. 354.

¹²³¹ IA b. 214/7 uyarınca, “yöneticiler” kavramı “gölge yöneticileri” de içerir.

¹²³² Prentice, s. 267.

¹²³³ Prentice, s. 267.

¹²³⁴ Prentice, s. 268 dn. 23.

katkının yapılmasıdır. Kanun, bu noktada hâkime geniş takdir yetkisi tanımaktadır¹²³⁵. Bu geniş takdir yetkisi, mahkemelerin çeşitli ahlaki faktörleri göz önünde bulundurmasına ve sorumluluk yükünü buna göre dağıtmasına izin vermektedir¹²³⁶.

*Re Produce Marketing Consortium Ltd.*¹²³⁷ davasına göre, ilk bakışta (*prima facie*), bir yöneticinin katkıda bulunmakla sorumlu olduğu beyan edilen uygun tutar, şirketin malvarlığında yöneticinin idaresinden kaynaklı olduğu anlaşılabilen azalmaz¹²³⁸. Bu ilke kararına, tüm mahkemelerin sıkı bir şekilde bağlı kaldığını söylemek güçtür. *Cohen v. Selby*¹²³⁹ davasında hâkim Lord Chadwick, IA b. 214 uyarınca yapılan bir başvuruda, haksız ticaret ile belirli bir zarar arasında neden-sonuç ilişkisi kurulmasının gerekli olmayabileceğini varsaydığını ifade etmiştir¹²⁴⁰.

Azaltılan malvarlığı miktarının hangi oranda haksız ticaret olarak yöneticilere atfedilebileceği önemli bir sorundur. İlk olarak, yöneticilerin zamanında ticari faaliyetlere son vermemesi şirketin kendisine zarar verebilir¹²⁴¹. İkincisi, kararın gecikmesi dolaylı olarak alacaklılara da zarar verecektir¹²⁴². Miktarın hesaplanmasına ilişkin önemli bir dava olan *In Re Continental Assurance*¹²⁴³ davasında hâkim Park, toplam aktifler ile toplam yükümlülükler arasındaki aritmetik farkı temel alan bir hesaplama yapmıştır¹²⁴⁴.

IA b. 214/4'te, şirket yöneticilerinin, şirketin tasfiye öncesi aciz hâli sebebiyle tasfiyeye girmekten kaçınabilmesi için makul bir ihtimalin olmadığını bilmelerine, bilmeleri gerektiği hakkında bir karara varmalarına (IA b. 214/2) ve alacaklıların olası zararını en aza indirmek için atmaları gereken her adımı atıp atmadıklarına (IA b. 214/3) ilişkin değerlendirmede uygulanacak standart düzenlenmiştir¹²⁴⁵. IA b. 214/4 uyarınca, “*fıkra (2) ve (3)'teki amaçlar doğrultusunda, bir şirketin yöneticisinin bilmesi veya tespit etmesi gereken gerçeklerin, ulaşması ve atması gereken adımlardan oluşan sonuçların, şu ikisine sahip olan makul derecede özenli bir kişi tarafından bilinmesi veya tespit edilmesi veya ulaştırılması veya atılması gerekir: (a) Şirketle ilgili olarak o yönetici tarafından yerine getirilenlerle aynı işlevleri yerine getiren bir kişiden makul derecede beklenebilecek genel bilgi, beceri ve tecrübe, ve (b) o yöneticinin sahip olduğu genel bilgi, beceri ve deneyim*”. Düzenlemenin (a)

¹²³⁵ **Bachner**, Wrongful, s. 310.

¹²³⁶ **Bachner**, Wrongful, s. 318.

¹²³⁷ *Re Produce Marketing Consortium Ltd (No 2)* [1989] 5 BCLC.

¹²³⁸ *Re Produce Marketing Consortium Ltd (No 2)* [1989] 5 BCLC (Sealy, L. S., “Insolvent Company. Wrongful Trading”, **The Cambridge Law Journal**, Vol. 48, No. 3 (Nov., 1989), pp. 375-377, s. 377).

¹²³⁹ *Cohen v Selby* [2001] 1 BCLC 176.

¹²⁴⁰ *Cohen v Selby* [2001] 1 BCLC 176 (**Bachner**, Wrongful, s. 310).

¹²⁴¹ **Bachner**, Wrongful, s. 311.

¹²⁴² **Bachner**, Wrongful, s. 311.

¹²⁴³ *Re Continental Assurance Co of London plc* [2001] BPIR 733.

¹²⁴⁴ Davaya ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **Bachner**, Wrongful, s. 311.

¹²⁴⁵ **Prentice**, s. 269.

bendinde objektif koşul, (b) bendinde ise, sübjektif koşul düzenlenmiştir¹²⁴⁶. Kanaatimce, standart tespit edilirken, iş adamı kararı kuralından (*business judgment rule*) yararlanmak isabet olur.

Haksız ticaret İngiliz hukukunda, yöneticilerin görevlerinden (*directors' duties*) ziyade, işlemden kaçınma yükümlülüğünün unsurlarını çeşitli hükümlere dağıtan aciz hâli hukukunun bir enstrümanı olarak tasarlanmıştır¹²⁴⁷. Ancak, geleneksel olarak İngiliz mahkemeleri ticari kararlara müdahalede bulunma konusunda isteksizlerdir¹²⁴⁸.

Diğer taraftan, İngiliz haksız ticaret kuralına benzer bir kural Alman hukukunda da yer almaktadır¹²⁴⁹. AktG § 92/2 uyarınca, “*şirket vadesi gelen borçları ödeyemez duruma geldiğinde*¹²⁵⁰ *veya borca batıklık belirginleştiğinde, yönetim kurulunun herhangi bir ödeme yapması yasaklanır. Kural, görevlerine sadakatle bağlı tedbirli bir yöneticinin gereken özene uygun olarak yaptığı ödemeler için geçerli değildir. Aynı yükümlülük, § 93/1-c. 1’de belirtilen özen gösterilmiş olsa bile, şirketi ödemededen aciz duruma getirdiğini öngöremediği sürece pay sahiplerine yapılan ödemeler için de geçerlidir*”. Ancak, limited şirketler için benzer düzenlemenin yer aldığı GmbHG § 64/c. 1 uyarınca, “*yöneticiler, şirket likidite yetersizliğine*¹²⁵¹ *düşükten veya borca batık varsayıldıktan sonra yapılan ödemeleri şirkete tazmin etmek zorundadır*”. Görüldüğü üzere, AktG düzenlemesinden farklı olarak GmbHG § 64/c. 1’de yöneticilerin sorumluluğuna yol açan ödemelerin şirkete yapılması gerektiği düzenlenmiştir. Ayrıca, bu düzenlemeler pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımlar için anonim şirketlerde yönetim kurulunun, limited şirketlerde ise müdürlerin ödeme gücü testi yapmasını gerektirir. Zira şirketin vadesi gelecek olan borçlarını ödeyemez duruma getiren dağıtımlar, dağıtım kurallarına ilişkin diğer şartlar karşılanmış olsa bile, bu organların sorumluluğuna yol açacaktır.

Alman hukukçuları, iflas sürecinin başlatılmasındaki gecikme sebebiyle uğranılan zararlar üzerinde düşünürken, şirketin durumundan ziyade alacaklıların pozisyonunu dikkate

¹²⁴⁶ **Keay**, Wrongful, s. 66; **Bachner**, Insolvency, s. 447.

¹²⁴⁷ **Bachner**, Insolvency, s. 448.

¹²⁴⁸ **Bachner**, Wrongful, s. 318.

¹²⁴⁹ Limited şirketler açısından GmbHG § 64 ile anonim şirketler için AktG § 92/2 birbirine paralel düzenlemelerdir.

¹²⁵⁰ Alman hukukunda borca batıklık dışında, ödeme gücünün dikkate alınması aciz hâlinin de yasak kapsamında yönetim kurulu üyelerince hesaba katılmasını gerektirir.

¹²⁵¹ Düzenlemede geçen “*zahlungsunfähigkeit*” sözcüğü “likidite yetersizliği” dışında başka anlamlara da gelmektedir. Ancak, Federal Adalet Bakanlığı’na bağlı Bundesamt für Justiz (*Federal Adalet Ofisi*) tarafından yapılan İngilizce çeviride “*become illiquid*” sözcükleri kullanıldığı için “likidite yetersizliği” olarak Türkçe’ye çevirmek uygun görülmüştür.

alırlar¹²⁵². Zararı hesaplarken, şirketin iflas talebinde bulunması gerektiği anda alacaklılarına ödemesi gereken varsayımsal tutar ile gerçekte ödenen tutarı karşılaştırırlar¹²⁵³.

IA b. 214 bazı alacaklıların, diğer alacaklılara ödeme önceliği gibi imtiyaz sağlanması sebebiyle uğradıkları zarara ilişkin bir çözüm öngörmez. Nitekim *In Re Continental Assurance*¹²⁵⁴ davasında hâkim, imtiyaz sorununu özellikle IA b. 214'ün kapsamı dışında tutmuştur¹²⁵⁵. Alman hukukunda ise, aksi görüş benimsenmiştir¹²⁵⁶.

Türk hukukunda ise, TTK m. 376/3 uyarınca, “*şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartır. Bu bilançodan aktiflerin, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine bildirir ve şirketin iflasını ister. Meğerki, iflas kararının verilmesinden önce, şirketin açığını karşılayacak ve borca batık durumunu ortadan kaldıracak tutardaki şirket borçlarının alacaklıları, alacaklarının sırasının diğer tüm alacaklıların sırasından sonraki sıraya konulmasını yazılı olarak kabul etmiş ve bu beyanın veya sözleşmenin yerindeliği, gerçekliği ve geçerliliği, yönetim kurulu tarafından iflas isteminin bildirileceği mahkemeye atanan bilirkişilerce doğrulanmış olsun. Aksi hâlde mahkemeye bilirkişi incelemesi için yapılmış başvuru, iflas bildirimi olarak kabul olunur*”¹²⁵⁷. Anonim şirketin borca batık olduğu kuşkusunu uyandırıcı emarelerin mevcut olmasına rağmen, yönetim kurulu söz konusu ara bilançoyu hazırlamaz ve aktiflerin pasifleri karşılamayı yetmediği bilançodan anlaşılmasına rağmen mahkemeye başvurmazsa, özen yükümlülüğünün ihlali kapsamında TTK m. 553/1 uyarınca sorumlu olur¹²⁵⁸. Ancak, bu yükümlülüklerin ihlali sebebiyle doğan bir sorumluluktur. İflastan kaçınmak için makul bir ihtimalin bulunmadığı şirketlerde yönetim kurulu üyelerinin yeni borçlardan kaçınma yükümlülüğü düzenlenmemiştir. Dolayısıyla haksız ticaret Türk hukukunda düzenlenmemiştir.

Ayrıca, Türk hukukunda soruna ilişkin alternatif çözüme İİK’da rastlamak mümkündür. Yakın bir zaman içerisinde mallarına haciz konulması ihtimali bulunan veya

¹²⁵² **Bachner**, Wrongful, s. 311.

¹²⁵³ **Bachner**, Wrongful, s. 311.

¹²⁵⁴ *Re Continental Assurance Co of London plc* [2001] BPIR 733.

¹²⁵⁵ *Re Continental Assurance Co of London plc* [2001] BPIR 733 (**Bachner**, Wrongful, s. 312). İngiliz hukukunda imtiyazlar sorunu ayrı bir bölüm olarak IA b. 239’da düzenlenmiştir.

¹²⁵⁶ BGH 18 March 1974, II ZR 2/72 (**Bachner**, Wrongful, s. 313 dn. 66). Dava, limited şirketler hakkındadır. Kararda, GmbHG § 64 gereği, tazminat talebinin yalnızca şirkete ait olmasına rağmen; iflas sürecinin geç başlatılması ve belirli alacaklıların tatmin edilerek malvarlığının azaltılması sebebiyle, avantajsız duruma gelen alacaklılara karşı yöneticilerin bir yükümlülüğü olduğu belirtilmiştir.

¹²⁵⁷ İsvBK m. 725/2 uyarınca, çıkarılacak ara bilançonun denetçinin incelemesine sunulması zorunludur. Başta, TTK’da da öngörülmüş bulunan denetçinin incelemesi şartı 6335 Sayılı Kanun’un 16. maddesi ile kaldırılmıştır.

¹²⁵⁸ **Pulaşlı**, Cilt II, s. 1564.

iflas etmek üzere olan borçluların, şirketin varlıklarını alacaklılardan kaçırmak için, bazı şüpheli tasarruflarda bulunmaları sık rastlanan bir durum olduğu için İİK m. 277-284 düzenlemelerinde alacaklılara iptal davası¹²⁵⁹ adı altında bir dava açma hakkı tanınmıştır¹²⁶⁰.

İptal davası iki temel sebebe dayanarak açılabilir. Birincisi, borçlunun alacaklılara zarar verme kastıyla hareket etmesi; diğeri ise, borçlunun alacaklılardan birisini veya bazılarını diğerkileri aleyhine kayırmasıdır¹²⁶¹. Alacaklılardan birinin (veya bazılarının) diğerk alacaklılar karşısında kayırıldığı hâller esas itibarıyla İİK m. 278¹²⁶² ve 279'da¹²⁶³ düzenlenmekle birlikte, anılan hükümlerde sayılmayan ve fakat alacaklılardan birinin veya bazılarının kayırıldığı iddiasının ileri sürüldüğü diğerk tüm durumlarda ise İİK m. 280¹²⁶⁴ uyarınca iptal davası açılabilir¹²⁶⁵. O hâlde, Türk hukukunda imtiyaz sorunu İİK'da düzenlenmiştir¹²⁶⁶.

¹²⁵⁹ Muvazaalı işlemler hakkında iptal davası açılıp açılmayacağı meselesi hakkında bkz. Erdönmez, Güray, **Alacaklılara Zarar Verme Kastıyla Yapılan Tasarrufların İptali**, 2. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 16-46.

¹²⁶⁰ **Kuru**, s. 1396, 1397.

¹²⁶¹ **Erdönmez**, s. 9.

¹²⁶² İİK m. 278 uyarınca, “mütat hediyeler müstesna olmak üzere, hacizden veya haczedilecek mal bulunmaması sebebiyle acizden yahut iflasın açılmasından haczin veya aciz vesikası verilmesinin sebebi olan yahut masaya kabul olunan alacaklardan en eskisinin tesis edilmiş olduğu tarihe kadar geriye doğru olan müddet içinde yapılan bütün bağışlamalar ve ivazsız tasarruflar batıldır. Ancak, bu müddet haciz veya aciz yahut iflastan evvelki iki seneyi geçemez. Aşağıdaki tasarruflar bağışlama gibidir. 1. Karı ve koca ile usul ve fîru, neseben veya sıhren üçüncü dereceye kadar (bu derece dahil) hısımlar, evlat edinenle evlatlık arasında yapılan ivazlı tasarruflar, 2. Akdin yapıldığı sırada, kendi verdiği şeyin değerine göre borçlunun ivaz olarak pek aşağı bir fiyat kabul ettiği akitler, 3. Borçlunun kendisine yahut üçüncü bir şahıs menfaatine kaydı hayat şartıyla irat ve intifa hakkı tesis ettiği akitler ve ölünceye kadar bakma akitleri”.

¹²⁶³ İİK m. 279 uyarınca, “aşağıdaki tasarruflar borcunu ödemeyen bir borçlu tarafından hacizden veya mal bulunmaması sebebiyle acizden yahut iflasın açılmasından evvelki bir sene içinde yapılmışsa yine batıldır: 1 - Borçlunun teminat göstermeği evvelce taahhüt etmiş olduğu haller müstesna olmak üzere borçlu tarafından mevcut bir borcu temin için yapılan rehinler; 2 - Para veya mutat ödeme vasıtalarından gayri bir suretle yapılan ödemeler; 3 - Vadesi gelmemiş borç için yapılan ödemeler. 4 - Kişisel hakların kuvvetlendirilmesi için tapuya verilen şerhler. Bu tasarruflardan istifade eden kimse borçlunun hal ve vaziyetini bilmediğini ispat eylerse iptal davası dinlenmez”.

¹²⁶⁴ İİK m. 280 uyarınca, “malvarlığı borçlarına yetmeyen bir borçlunun, alacaklılarına zarar verme kastıyla yaptığı tüm işlemler, borçlunun içinde bulunduğu malî durumun ve zarar verme kastının, işlemin diğerk tarafınca bilindiği veya bilinmesini gerektiren açık emarelerin bulunduğu hâllerde iptal edilebilir. Şu kadar ki, işlemin gerçekleştiği tarihten itibaren beş yıl içinde borçlu aleyhine haciz veya iflâs yoluyla takipte bulunulmuş olmalıdır. Üçüncü şahıs, borçlunun karı veya kocası, usul veya fîru ile üçüncü dereceye kadar (bu derece dahil) kan ve sıhri hısımları, evlat edineni veya evlatlığı ise borçlunun birinci fıkra da beyan olunan durumunu bildiği farz olunur. Bunun hilafını üçüncü şahıs, ancak 279 uncu maddenin son fıkrasına göre isbat edebilir. Ticari işletmenin veya işyerindeki mevcut ticari emtianın tamamını veya mühim bir kısmını devir veya satın alan yahut bir kısmını iktisapla beraber işyerini sonradan işgal eden şahsın, borçlunun alacaklılarını ızzar kasdını bildiği ve borçlunun da bu hallerde ızzar kasdıyla hareket ettiği kabul olunur. Bu karine, ancak iptal davasını açan alacaklıya devir, satış veya terk tarihinden en az üç ay evvel keyfiyetin yazılı olarak bildirildiğini veya ticari işletmenin bulunduğu yerde görülebilir levhaları asmakla beraber Ticaret Sicili Gazetesiyle; bu mümkün olmadığı takdirde bütün alacaklıların ıttılını temin edecek şekilde münasip vasıtalarla ilan olunduğunu ispatla çürütülebilir”.

¹²⁶⁵ **Erdönmez**, s. 9.

¹²⁶⁶ “Borçlunun karşı tarafla arasındaki anlaşmaya uygun biçimde borcunu ifa etmesi dahi iptal davasına konu olabilir. Bu çerçevede, borçlunun muaccel borcunu ifa etmesi, sahip olduğu malın milkiyetini hukuki bir yükümlülük icabı üçüncü kişiye devretmesi, kambiyo senedinde yazılı bedeli ödemek suretiyle kefil (aval vereni) kayırması ve önceden doğan rehin tesis etme borcunu yerine getirmesi zarar verme kastından kaynaklanan iptal davasına konu olabilecek işlemlere örnek verilebilir” (**Erdönmez**, s. 129, 130).

Özellikle İİK m. 280 ayrı bir öneme sahiptir. Zira bu hüküm borçlunun alacaklılara zarar verme kastıyla yaptığı bütün tasarruflara karşı iptal davasının kapısını aralayarak bu davanın uygulama alanını genişletmiştir¹²⁶⁷. Ancak, İİK m. 278 ve 279 hükümlerine dayanarak iptal davası açılabilmesi alacaklıların zarar görmesi (objektif şart) yeterliyken, İİK m. 280 uyarınca iptal davası açıldığında borçlunun zarar verme kastıyla bu kastın üçüncü kişi tarafından bilindiğinin de (sübjektif şart) ispat edilmesi zorunludur¹²⁶⁸.

İİK’da yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu öngörülmemiş; bunun yerine yapılan işlemin iptali için dava yolunun sağlanması ile yetinilmiştir. Şirketin menfaati gereği, alacaklıların menfaatini gözetmekle yükümlü olan yönetim kurulu üyelerinin özen yükümlülüğüne ilişkin düzenlemeler başvuru yolu olarak düşünülebilir. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin haksız ticaret sebebiyle oluşan zararlardan kaynaklı sorumluluğuna gidilebilmesi için başka bir normatif çözüm daha vardır. TCK m. 162 uyarınca, “*tacir olmanın gerekli kıldığı dikkat ve özenin gösterilmemesi dolayısıyla iflasa sebebiyet veren kişi, iflasa karar verilmiş olması halinde, iki aydan bir yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır*”. Gerekli dikkat ve özen yükümlülüğüne aykırı davranış sebebiyle zarara uğrayan alacaklılar, cezai yaptırım için bu düzenlemeye istinaden şikayette bulunabilecekleri gibi, kusurlarıyla zarara sebebiyet veren yönetim kurulu üyelerinin ve yönetimle görevli üçüncü kişilerin haksız fiil (TBK m. 49/1) kapsamında sorumluluklarına başvurabileceklerdir. Bunun yanı sıra, şirket malvarlığının alacaklılara zarar vermek amacıyla kasten azaltılması ahlaka aykırıdır. TBK m. 27 gereği, ahlaka aykırı işlemler kesin hükümsüzdür ve TBK m. 49/2 uyarınca, zarar verici fiili yasaklayan bir hukuk kuralı bulunmasa bile, ahlaka aykırı bir fiille başkasına kasten zarar veren yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, bu zararı gidermekle yükümlüdür.

Tüm bunlara rağmen, Türk hukukunda hangi ticaretten, hangi andan itibaren ve ne kadar miktarla yönetim kurulu üyelerinin ve diğer yöneticilerin sorumlu olacağı belirsizdir. Şirketin aciz hâlden kaçınamayacağı öngörülebilir olduğu andan itibaren, yönetim kurulunun ve durumdan haberdar olan üçüncü kişi yöneticilerin, iş adamı kararı ilkesine uymayan yeni borç ilişkilerinden doğan zararlardan sorumlu olduklarına ilişkin açık bir düzenlemenin getirilmesi ve böylece “haksız ticaret” düzenlemesinin iç hukuka aktarılması yerinde olur.

3.2.2.2.1. “Yeni Alacaklı” Meselesi

Şirket, ticareti durdurma ve tasfiye işlemlerini başlatma aşamasına gelmesine karşın, yeni borç ilişkilerine girmeye devam ederek, mevcut alacaklıların durumunu ağırlaştırabilir.

¹²⁶⁷ Erdönmez, s. 8.

¹²⁶⁸ Erdönmez, s. 9.

Ayrıca, anılan aşamadan itibaren finansal yapının farkında olmayan alacaklılar, yeni borç ilişkileri kurmaya devam edebilirler. Bu alacaklılar borçlunun iflas sürecine girmesi gerektiğini bilirlerse, muhtemelen borç ilişkisine girmekten kaçınacaklardır¹²⁶⁹. Almanya’da bu kişiler “yeni alacaklılar” olarak ifade edilir¹²⁷⁰. Şirketin haksız ticarete yol açmamak için yerine getirmesi gereken kanuni yükümlülüklerini ihlal etmesi hâlinde, hukuka aykırılığın farkında olmayan yeni alacaklıların zarar görme riski doğacaktır.

Haksız ticaretin tarafı olan yeni alacaklılar ile şirket arasında kurulan sözleşmeler, borçlu şirkete yeni varlıklar enjekte ederek, mevcut varlıklarını artırabilir; böylece “eski alacaklıların”¹²⁷¹ lehine bir tablo oluşabilir¹²⁷². Ancak, eski alacaklılara yapılacak dağıtım miktarı, şirketin ticaretini durdurması ve tasfiyeye başlaması gerektiği andaki toplam malvarlığına göre belirlenmelidir. Dağıtım yapılması gereken bu malvarlığı yeni alacaklıların taleplerine karşılık teşkil etmez. Yeni alacaklılar bu dağıtımın tarafı değildirler. Borçlu şirket yöneticilerinin haksız ticaret oluşturan uygulamaları neticesinde yeni alacaklılardan elde edilen malvarlığı unsurlarının tüm alacaklılar arasında dağıtılması adil bir çözüm olmayacaktır. Başka bir ifadeyle, eski alacaklıların taleplerine karşılık dağıtım, haksız ticaretin başlangıcı öncesindeki malvarlığı unsurlarından yapılmalıdır; yeni alacaklılardan elde edilen değerlerin bu dağıtıma eklenmesi adil değildir. Ayrıca, eski alacaklılar yakın tarihte ödemedi aciz duruma geleceği öngörülebilir olmayan şirketle borç ilişkisine girerek, hukuka uygun bir fiilin tarafı olmuşlardır¹²⁷³; buna karşın, yeni alacaklılar, borçlu şirket yöneticilerinin gereken özeni göstermemeleri ve şirketin ticareti durdurulmaması fiilerinden oluşan hukuka aykırılıktan sonra o şirketle borç ilişkisine girerek haksız ticaretin kusursuz tarafı olmuşlardır.

IA b. 214’te eski alacaklı-yeni alacaklı ayrımı öngörülmemiştir. Gerçekten *Re Purpoint Ltd*¹²⁷⁴ davasında mahkeme, tasfiye memurunun bu yöndeki savını reddetmiştir. Almanya’da ise, doktrinin aksi düşüncüyü benimsemesine ve eleştirilerine rağmen, mahkemeler 1994 tarihine kadar eski alacaklı-yeni alacaklı ayrımını kabul etmemiştir¹²⁷⁵. 1994 yılında verilen karara göre¹²⁷⁶, zamanında iflas için gerekli işlemleri başlatmayarak görevini ihlal eden şirket yöneticileri, gerçekte ödemedi aciz durumda olan borçlunun

¹²⁶⁹ **Bachner**, Wrongful, s. 316.

¹²⁷⁰ **Bachner**, Wrongful, s. 316.

¹²⁷¹ Eski alacaklılarla kastedilen yeni olmayan alacaklılardır.

¹²⁷² **Bachner**, Wrongful, s. 316.

¹²⁷³ Hukuka uygun bu fiilden kaynaklı alacaklıların zarara uğraması, ticari riskten kaynaklı kayıp olarak değerlendirilebilir. Risk ticaretin kaçınılmaz bir parçasıdır ve alacaklılar şirketin ödemedi aczine ilişkin tüm risklere karşı korunamaz (**Rickford**, Restricting Distributions, s. 139).

¹²⁷⁴ *Re Purpoint Ltd* [1991] BCC 121.

¹²⁷⁵ **Bachner**, Wrongful, s. 317.

¹²⁷⁶ BGH 6 Haziran 1994, II ZR 292/91 (**Bachner**, Wrongful, s. 317).

ödeme gücüne güvenerek bu şirketle yeni borç ilişkisine giren alacaklıların güvenlerinin boşa çıkması sebebiyle uğradıkları zararı tazmin etmekle yükümlüdürler¹²⁷⁷.

3.2.2.3. The West Mercia İlkesi

İngiliz hukuku, aciz hâline yakın olan bir şirkette, yöneticilerin kötü yönetiminden kişisel olarak sorumlu tutulabilmeleri için haksız ticaret düzenlemesine benzeyen alternatif bir yol sunar¹²⁷⁸. Ancak, bu yol kanuni bir düzenlemeye dayanmaz; içtihadi nitelik taşır. İlk olarak, Yeni Zelanda¹²⁷⁹ ve Avustralya'da¹²⁸⁰ gelişen bu yaklaşım, İngiliz hukukunda adını İstinaf Mahkemesi'nin (*Court of Appeal*) *West Mercia Safeywear v Dodd*¹²⁸¹ davasından alır¹²⁸². The West Mercia ilkesi uyarınca, aciz hâlimden sonra veya aciz hâline yaklaşan şirketin yöneticileri, alacaklıların menfaatlerini şirketin menfaati olarak değerlendirmekle yükümlüdürler¹²⁸³.

BACHNER, The West Mercia ilkesinin iki açıdan haksız ticaret (*wrongful trading*) düzenlemesinden ayrıldığını belirtir¹²⁸⁴: Birincisi, haksız ticaret düzenlemesinin kapsama almadığı imtiyaz¹²⁸⁵ sorunu The West Mercia ilkesinin kapsamı içerisindedir. *West Mercia Safeywear v Dodd* davasında, davalı yönetici, hâkim şirkete olan mevcut borcun ifa edilmesi amacıyla yapılan ödeme tutarından şahsen sorumlu tutulmuştur¹²⁸⁶. Anılan davaya konu olayda, hâkim şirketin ödeme yapabilecek nitelikte malvarlığı bulunmadığı için tasfiye memuru görevini ihlal ettiği gerekçesiyle yöneticiye karşı mahkemeye başvurmuştur¹²⁸⁷. İkincisi, The West Mercia ilkesinin yöneticilere öngördüğü sorumluluk için zaman çerçevesi haksız ticaretten daha geniştir. The West Mercia ilkesinin, yöneticileri her zaman aciz hâli tehlikesini düşünmek zorunda bıraktığını belirten Rickford Grubu'nun şu ifadeleri dikkat çekicidir¹²⁸⁸: “*Bununla birlikte, Yeni Zelanda ve daha yakın bir zamanda İngiliz hukuku, aciz*

¹²⁷⁷ Bachner, Wrongful, s. 317.

¹²⁷⁸ Bachner, Insolvency, s. 449.

¹²⁷⁹ *Nicholson v Permakraft (NZ) Ltd [1985]* 1 New Zealand Law Reports 242 (Yeni Zelanda İstinaf Mahkemesi).

¹²⁸⁰ *Kinsela v Rusell Kinsela Pty Ltd (1986)* 4 Australian Company Law Cases 215 New South Wales Law Reports 722 (Yeni Güney Galler İstinaf Mahkemesi).

¹²⁸¹ *Liquidator of West Mercia Safetywear v Dodd (1988)* BCC 30 (Birleşik Krallık).

¹²⁸² Bachner, Insolvency, s. 449, 450.

¹²⁸³ Bachner, Insolvency, s. 450. *Nicholson v Permakraft (NZ) Ltd [1985]*, *Kinsela v Rusell Kinsela Pty Ltd (1986)* ve *Liquidator of West Mercia Safetywear v Dodd (1988)* davalarına ilişkin kararların üçünde de yöneticilerin, alacaklıların menfaatlerini hesaba katma görevi olduğu ifade edilmiştir (Keay, Creditors, s. 162).

¹²⁸⁴ Bachner, Insolvency, s. 450.

¹²⁸⁵ İmtiyaz (*preference*), bazı alacaklıların imtiyazlı şekilde önceden tatmin edilmeleri veya tatmin edilmelerini sağlayacak teminat verilmesidir. Böylece, şirket bazı alacaklıları (özellikle pay sahibi alacaklıları) tatmin ederek, diğer alacaklıların zarara uğramasına yol açmaktadır.

¹²⁸⁶ *Liquidator of West Mercia Safetywear v Dodd (1988)* BCC 30 (Birleşik Krallık) (Keay, Creditors, s. 190).

¹²⁸⁷ *Liquidator of West Mercia Safetywear v Dodd (1988)* BCC 30 (Birleşik Krallık) (Keay, Creditors, s. 190).

¹²⁸⁸ Rickford, Reforming Capital, s. 985. İlgili paragrafın önemli olduğu düşünülen bölümleri Türkçe'ye çevrilmiştir.

hâli öncesinde alacaklıları koruma yolunda daha ileri gitti. Son davalar, şirketin yöneticilerinin, yalnızca aciz hâlinin kaçınılmaz olduğu durumda değil, aynı zamanda önemli bir aciz hâli riski söz konusu olduğunda da alacaklıların menfaatlerini gözetme yükümlülüğü bulunduğunu belirtmiştir. Bu, yöneticilerin aciz hâli tehdidini her zaman göz önünde bulundurmalarını gerektiren The West Mercia davalarını çevreleyen içtihat hukukudur. ... Britanya hükümeti, bu hukuki kurumu yerinde bırakıp bırakmama veya kanunlaştırma veya bunlardan ziyade uygulamada şirketler için çok sert ve girişimcilik faaliyetini “soğutucu” muhtemel kavram olarak ele alan hâkim ticari görüşe cevaben onu yürürlükten kaldırma üzerine hâlâ düşünüyor”.

KEAY, haksız ticaretten daha öncesini hesaba katan The West Mercia ilkesiyle haksız ticaret arasındaki zaman dilimi farkını şu şekilde ifade etmiştir¹²⁸⁹: “Şirketin iyileştirilmesiyle ilgili tüm makul umutlar sona erene kadar haksız ticaret oluşmazken, tasfiye memurları, alacaklıların menfaatlerini göz önünde bulundurma yükümlülüğünü ihlal eden yöneticilere karşı harekete geçebilirler ve haksız ticaret başlamadan önce oluşan zararlar için talepte bulunabilirler. Bu, şirketin ödeme gücü sorgulanabilir olduğunda, ödemededen acze düşme riski bulunduğunda veya finansal istikrarsızlık olduğunda bile söz konusu olabilir. Bu finansal durum, muhtemelen yöneticinin, şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyeye girmesinden kaçınmasının makul bir ihtimalinin bulunmadığı sonucuna varması veya bilmesi gerektiği andan önce ortaya çıkar”. Öyleyse, The West Mercia ilkesi gereği yöneticilerin sorumluluğunun başladığı an olarak şirketin ödeme gücünün sorgulanabilir olduğu veya aciz hâli riskinin veya finansal istikrarsızlığın bulunduğu dönemleri dikkate almak gerekir¹²⁹⁰.

Rickford Grubu’nun, The West Mercia ilkesinin girişimcilik faaliyetlerinde “soğutucu” (*chill*) etkiye yol açabileceğine ilişkin uyarısı önemlidir. Gerçekten hukukçular iş insanlarına kıyasla bu ilkenin daha kolay üstesinden gelerek, sınırlarını çizip sorumluluğu belirginleştirebilirler¹²⁹¹. Hukuki açıdan baktığımızda, sorumluluk tesis etmek kolaydır. Ancak, bu sorumluluğu üstlenen kişilerden beklenebilecek özen yükümlülüğü gerçek dışı olmamalıdır. Kanaatimce, The West Mercia ilkesi için uygulanabilecek ölçüt iş adamı kararı (*business judgment*) ilkesidir. Adil olmaktan uzak sorumluluklar ticari hayata zarar verir ve Rickford Grubu’nun ifade ettiği gibi, girişimcilik faaliyetlerini soğutur.

İngiliz mahkemeleri haksız ticaret davalarında karar verirken oldukça muhafazakârlardır ve aciz hâli sebebiyle tasfiyenin ortaya çıkışından çok öncesi bir tarihte

¹²⁸⁹ Keay, Creditors, s. 129.

¹²⁹⁰ Keay, Creditors, s. 129.

¹²⁹¹ Bachner, Insolvency, s. 452.

haksız ticaret sorumluluğunu başlatma konusunda isteksizlerdir¹²⁹². *Re Purpoint Ltd*¹²⁹³ davasında hâkim Vinelott'ın şu anlama gelen ifadeleri dikkat çekicidir¹²⁹⁴: “*Makul bir tedbirli yöneticinin şirketin ticarete başlamasına izin verip vermeyeceği hususunda bazı şüphelerim var. Şirketin sermaye dayanağı yok. ...Bununla birlikte, davalının, şirketin ticarete başladığı andan itibaren aciz hâli sebebiyle tasfiyeye mahkûm olduğunu bilmesi gerektiği sonucunun doğru olduğunu düşünmüyorum*”. Hâkim Vinelott, sermayesi olmayan¹²⁹⁵ şirketin ödemeden aciz durumda olması sebebiyle tasfiyeden kesin olarak kaçınamayacağı düşüncesinde değildir. Nitekim şirket sermayesinin dışında da finansman kaynakları oluşturabilir ve yöneticilerin sermaye dışı kaynaklara güvenmesi mümkündür. Örneğin, yönetici şahsi teminat göstermek suretiyle bankadan şirket lehine kredi çekebilir ve böylece şirketin ödeme gücüne uygun biçimde borç finansmanı (*debt financing*) sağlayabilir. O hâlde, şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyesine başlanması gerekeceği zamanı tespit ederken, esas sermayenin kaybının ya da yokluğunun dayanak gösterilmesi suretiyle tüm vakialarda uygulanabilir genel bir kural tesis edilmesi sağlıklı değildir. Somut olayın koşullarının dikkate alınabilmesi için hâkime takdir yetkisi tanınması en makul tercih olacaktır.

3.2.2.4. Değerinin Altında İşlemler (*Transactions at an undervalue*)

IA b. 238, tasfiye memurlarının (ve yöneticilerin), tasfiye öncesi belirli işlemlerin düşük değerde yapılmış olmaları kaydıyla, bu işlemlere karşı hukuki girişimde bulunmaları imkânını düzenler. Hükmün uygulanabilmesi için bir tasfiye memuru veya yönetici bazı koşulları karşılamalıdır¹²⁹⁶: 1- Şirket tasfiyeye girmiş veya iflas idaresinin yönetimi altına alınmış olmalı¹²⁹⁷ (IA b. 238/1), 2- şirket, aciz hâli sebebiyle tasfiye süreci başlatılmadan (*onset of insolvency*¹²⁹⁸) önceki iki yıl içerisinde düşük değerli bir işleme girmiş olmalı (IA b. 238/2, 240/3), 3- işleme girildiği tarihte şirket borçlarını ödeyemeyecek durumda olmalı veya

¹²⁹² Keay, Creditors, s. 128, 129.

¹²⁹³ *Re Purpoint Ltd* [1991] BCC 491.

¹²⁹⁴ *Re Purpoint Ltd* [1991] BCC 491 (Keay, Creditors, s. 129).

¹²⁹⁵ Türk ve İsviçre hukukunda esas sermaye sistemi gereği, sermayenin kaybı hâlinde genel kurul çağrısı yapılması gibi bir takım yükümlülükler düzenlenmiştir (bkz. TTK m. 376 ve İsvBK m. 725). Ancak, İngiliz hukukunda pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olduğu *private company*'de asgarî sermaye şartı yoktur. Başka bir ifadeyle, *private company* herhangi bir asgarî tutar sağlanmaksızın kurulabilir. İkinci Yönerge ve devamında 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nin öngörmüş bulunduğu asgarî sermaye şartı halka açık şirketler hakkında olduğu için İngiltere, halka açık olmayan şirketlerde asgarî sermaye şartı düzenlememiştir.

¹²⁹⁶ Keay, Creditors, s. 190, 191.

¹²⁹⁷ IA b. 238'de şirketin tasfiyeye girmesi (*the company goes into liquidation*) ve şirketin iflas idaresinin yönetimi altına alınması (*the company enters administration*) iki ayrı durum olarak ele alınmıştır. “Liquidation” (tasfiye) sürecini “liquidator” (tasfiye memuru) yürütürken; “administration” sürecini “licensed insolvency practitioner” (lisanslı iflas uygulayıcısı) yönetir. “Administration” süreci sadece iflas sebebiyle tasfiyeye ilişkindir. İflas süreci şirketin ödemeden acze düşmesi sebebiyle başlatılır.

¹²⁹⁸ “Onset of insolvency” IA b. 240/3'te tanımlanmıştır. “Onset of insolvency”den önceki iki içerisinde yapılan işlemler IA b. 238 kapsamında yer alır.

girilen işlem sebebiyle şirket borçlarını ödeyemez duruma gelmeli (IA b. 240/2), 4- bir taraftan, işlem bir hediye niteliği taşımalı veya işleme giren şirket herhangi bir bedel almamış olmalı; diğer taraftan, şirketin işlem karşılığında elde ettiği -para veya ayni- değer, şirketin sağladığı değerden önemli ölçüde az olmalıdır (IA b. 238/4)¹²⁹⁹. Şu durumda, değerinin altında bir işlemden bahsedebilmek için; ya şirket, bir kişiye hediye vermiş olmalı veya ivaz elde etmediği bir işlem yapmalı, ya da şirketin işlem karşılığında elde ettiği -para veya ayni- değer, şirketin sağladığı (para veya ayni) değerden önemli ölçüde az olmalıdır¹³⁰⁰.

IA b. 238'e başvurabilmek için değerinin altında yapılan işlemin dolandırıcılık unsurunu taşıması gerekmez¹³⁰¹. Kavramın özü, taraflar arasındaki pazarlığın objektif olarak orantısız olmasıdır¹³⁰². Şirket varlıklarının tam değerinin altında elden çıkarılması suretiyle malvarlığının azaltılması, sonuç olarak alacaklıların taleplerinin karşılanmasını engeller¹³⁰³.

IA b. 238 gereği, mahkeme, şirketi işleme girmeden önceki pozisyonuna geri getirmek için uygun olduğunu düşündüğü kararı verebilir¹³⁰⁴. Değerinin altında işlem başvurusu yapıldığında mahkeme, IA b. 241'de düzenlenen emirlerden (*orders under ss. 238, 239*) birine hükmedebilir.

IA b. 238/5'te yapılan işlemin geçersizlikten muaf tutulduğu bir düzenleme getirilmiştir. Şirket ticaretini yapmak amacıyla ve iyiniyetle bir işleme girerse (sübjektif şart) ve işlemi yaptığı anda bu işlemin şirketin menfaatine uygun olduğuna inanmak için makul gerekçeler varsa (objektif şart) yapılan işlem hukuka uygundur.

Lordlar Kamarası'nda (*House of Lords*) görülen *Philips v Brewin Dolphin Bell Lawrie Ltd*¹³⁰⁵ davasında hâkim Lord Scott, isabetle şu tespitte bulunmuştur: “*Satışa sunulan bir varlığın değeri, ilk bakışta (prima facie), makul derecede iyi bilgilendirilmiş bir alıcının “arm’s length” müzakereler neticesinde ödeme yapmak için hazır olduğu miktardan az olamaz*”. Kanaatimce, bir malın satış işleminin gerçek olup olmadığını tespit etmede satış bedelini ölçüt alırsak, “arm’s length” testini uygulamak yerinde olur.

¹²⁹⁹ IA b. 238, İİK m. 278'e benzer yönler taşır. İflas tasfiyesi öncesindeki iki yıllık süre içerisinde kurulan sözleşmelerde, şirket sağladığı değerden önemli ölçüde az değer el etmişse IA b. 238 ve İİK m. 278 uygulama alanı bulur. İİK m. 278 iptal davası yoluyla işlemin batıl sayılmasına olanak tanır.

¹³⁰⁰ Hannigan, s. 364.

¹³⁰¹ Bachner, *Insolvency*, s. 437.

¹³⁰² Bachner, *Insolvency*, s. 437.

¹³⁰³ Bachner, *Insolvency*, s. 437.

¹³⁰⁴ Hannigan, s. 363.

¹³⁰⁵ *Phillips and Another v. Brewin Dolphin Bell Lawrie and Another* [2001] UKHL 2; [2001] 1 All ER 673; [2001] 1 WLR 143 (18 Ocak 2001).

3.2.2.5. İmtiyazlar (*Preferences*)

Şirketin bazı alacaklılara (özellikle pay sahibi alacaklılara) imtiyaz tanımak suretiyle, onlara olan borcu ödeyip diğer alacaklıları tatminsiz bırakması mümkündür. Bu davranış, şirketin aciz hâli sebebiyle tasfiyesine zamanında başlanması sonrasında alacaklılara dağıtılacak malvarlığı unsurlarını, bazı alacaklılar aleyhine azaltır. Böylece, şirket tarafından seçilmiş bazı alacaklılar lehine gerçekleşen, adil olmayan bir dağıtım ortaya çıkar.

İmtiyaz sadece ödeme önceliği şeklinde görülmez. Bazı alacaklılara sonradan aynı teminat verilmesi suretiyle, diğer alacaklıların güvencesi olan malvarlığı unsurları zayıflatılabilir.

IA b. 239’da imtiyazlar düzenlenmiştir¹³⁰⁶. Anılan hüküm, imtiyaz teşkil eden halleri ve şartlarını ortaya koyar. IA b. 239 uyarınca, imtiyazdan bahsedebilmek için¹³⁰⁷: 1- Şirket tasfiyeye girmiş veya iflas idaresinin yönetimi altına alınmış olmalı, 2- şirket bir (gerçek veya tüzel) kişiye imtiyaz (= ayrıcalık) vermiş olmalı, 3- imtiyaz verilen kişi şirketin alacaklılarından biri ya da şirketin borçları veya diğer yükümlülüklerinden herhangi biri için garanti veya kefalet vereni olmalı, 4- imtiyaz, aciz hâli sebebiyle tasfiyenin başlamasıyla (*onset of insolvency*¹³⁰⁸) sona eren altı ay veya şirketle bağlantılı kişi¹³⁰⁹ durumunda aciz hâli sebebiyle tasfiyenin başlamasıyla (*onset of insolvency*) sona eren iki yıl içerisinde verilmiş olmalı, 5- imtiyaz verildiği anda şirket borçlarını ödeyemez durumda olmalı veya verilen imtiyaz sebebiyle şirket borçlarını ödeyemez duruma gelmeli, 6- şirket, karşı tarafın imtiyaz almasını mümkün kılma isteğiyle, işleme girmeye karar vermiş olmalı (bağlantılı kişiyle yapılan işlemlerde bu isteğin olduğu varsayılır), 7- şirketin vermiş olduğu imtiyaz, aciz hâli sebebiyle tasfiye söz konusu olduğunda, alıcısına, imtiyazın verilmemiş olmasından daha iyi bir pozisyon sağlamış olmalıdır.

IA b. 239 büyük ölçüde subjektif şartlara dayanır¹³¹⁰. Tasfiye memurları, “şirketin karşı tarafa imtiyaz sağlama isteğiyle işleme girmeye karar vermiş olması” şartını ispatlamada özellikle zorlanmaktadırlar¹³¹¹.

KEAY, aciz hâlinin her zaman kolaylıkla belirlenebilmesi mümkün olan bir evre olmadığına ve bir imtiyazın varlığına ilişkin olarak IA b. 239’da aranan tüm koşullar sağlansa

¹³⁰⁶ Türk hukukunda imtiyaz sorunu İİK m. 278-280 düzenlemelerinde ele alınmıştır. Bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

¹³⁰⁷ **Hannigan**, s. 368; **Keay**, *Creditors*, s. 187.

¹³⁰⁸ Kavramın tanımı için bkz. IA b. 240/3.

¹³⁰⁹ Kanunda “person connected with a company” olarak geçen ifadeyi “şirketle bağlantılı kişi” olarak Türkçe’ye çevirmek uygundur. İlişkili taraf (*related party*) kavramıyla karışıklığa yol açabilecek bu kavram IA’da tanımlanmıştır. Gerçekten IA b. 249 uyarınca, “connected with a company” (*bir şirketle bağlantılı*) kişiler şirketin yöneticileri, gölge yöneticileri, bu kişilerin yardımcıları ve şirket ortaklarıdır.

¹³¹⁰ **Bachner**, *Insolvency*, s. 439.

¹³¹¹ **Keay**, *Creditors*, s. 188.

bile altı aylık sürenin yetersizliğine dikkat çekmektedir¹³¹². Ancak, yazar, yöneticilerin yükümlülüklerinin ihlallerine bağlanan hukuki sorumluluk kurumuyla kanundaki bu yetersizliğin aşılabileceğini belirtmiştir¹³¹³.

3.2.3. Şirket Tüzel Kişiliği Perdesinin Aralanması (*Piercing the corporate veil*)

Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu, sermaye şirketlerinin önemli özelliklerinden biridir. Bu özelliğin, genel olarak sermaye şirketlerinin cazibesini artırdığı kabul edilir. Ancak, günümüzde sınırlı sorumluluk unsuru ihtiva ettiği riskler sebebiyle önemli sayıda eleştiriye maruz kalmaktadır. Nitekim doktrinde, en azından belirli alacaklılar için sınırlı sorumluluğun kaldırılması önerilmiştir¹³¹⁴.

Sınırlı sorumluluğun risklerine karşı alacaklıları korumanın bir yolu da tüzel kişilik perdesinin aralanmasıdır. Şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması, alacaklıların taleplerini karşılayabilmek için şirketin ayrı bir tüzel kişiliği haiz olduğu dikkate alınmadan pay sahiplerine yönelebilmek anlamına gelir. Hukuk, şirket tüzel kişiliğini, ticari açıdan, hayati derecede önemli kabul ettiği için tüzel kişiliğin aralanması istisnai bir başvuru yöntemidir¹³¹⁵. Buna karşın, ABD pratiğinde, ödemedi aciz durumdaki şirket alacaklılarının sıklıkla mahkemelerden tüzel kişilik perdesinin aralanmasını ve pay sahiplerinin şirket yükümlülüklerinden kişisel olarak sorumlu tutulmasını talep ettiklerinden bahsedilir¹³¹⁶. ABD’de, her yıl tahminen sayıca dört bin civarında şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması davası görülür¹³¹⁷. ABD mahkemeleri, kontrol sahibi pay sahiplerinin şirket tüzel kişiliğini kötüye kullandıklarını tespit ettikleri ender davalarda, tüzel kişilik perdesinin aralanması yöntemini uygularlar¹³¹⁸. Mahkemeler, sözleşmeden doğan davalardan ziyade haksız fiil davalarında tüzel kişilik perdesini aralamayı kabul etmektelerdir¹³¹⁹.

Doktrinde şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanmasına yol açan bir sebep olarak, varlıkların yerinin değiştirilmesi (*shift of assets*) riskinden söz edilir. Bu risk, (tek) pay sahibi ile şirket arasında varlıkların önemli bir bölümünün bir taraftan diğerine (genellikle pay sahibinden bu amaç için oluşturulmuş bir şirkete) devredilmesini içeren işlemleri kapsar¹³²⁰.

¹³¹² Keay, Creditors, s. 189.

¹³¹³ Keay, Creditors, s. 189.

¹³¹⁴ Bkz. Hansmann/Kraakman.

¹³¹⁵ Ferran/Ho, s. 13.

¹³¹⁶ Millon, David K., “Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability”, *Emory Law Journal*, Vol. 56, Number 5, (2007), pp. 1305-1382, s. 1307.

¹³¹⁷ Lutter, s. 12.

¹³¹⁸ Mülbert/Birke, s. 724.

¹³¹⁹ Mülbert/Birke, s. 724, 725.

¹³²⁰ Merkt, Hanno/Spindler, Gerald, “Direct Liability of Controlling Parties (Piercing the Corporate Veil) and Related Legal Constellations”, *Legal Capital in Europe*, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 166-231, s. 200. Şirketten pay sahiplerine veya ilişkili bir tarafa değer aktarımını konu edinen işlemler,

Varlıkların yerinin değiştirilmesine ilişkin işlem, varlıkların kaydırılması (yer değişirmesi) objektif şartının yanı sıra, belirli yükümlülüklerin yerine getirilmesinden kaçınma amacını (sübjektif şart) taşır¹³²¹. Sadece tek pay sahibiyle şirket arasında değil, başka şekillerde tezahür edebilecek ilişkili taraflar arasında da varlıkların yeri değiştirilmiş olabilir. Bir pay sahibi ile şirket arasında veya pay sahipleri tarafından kontrol edilen iki şirket arasında varlıkların önemli bir kısmının yerinin değiştirilmesinin, bu davranışın oluşması için bir ön koşul olduğu kabul edilir¹³²². İki şirket arasında gerçekleşen varlıkların yerinin değiştirilmesi işlemiyle sınırlı sorumlu bir şirketin aktifleri başka bir şirkete aktarılacak suretiyle azaltılarak alacaklılar güvencesiz bırakılmaktadır. Böylece, ticari başarısızlığa uğramış bir şirketin varlıkları, pay sahiplerinin menfaatleri lehine “kurtarılmaktadır”. İngiltere’de ilk kez *Jones v. Lipman*¹³²³ davasında, varlıkların yerinin değiştirilmesi fiili şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanmasına yol açmıştır¹³²⁴. Dava konusu olayda, davacı ile davalı gayrimenkul satışı için sözleşme yapmış; ancak davacı, daha sonra devir borcunu yerine getirmemek için fikrini değiştirmiştir. Davalı, davacının satışa konu malvarlığı unsurunu talep edememesi için onu, bu amaçla kurduğu bir şirkete devretmiştir. Şirketin herhangi bir gerçek ekonomik amacının olmadığı ve borçlunun yükümlülükten kaçınmak amacıyla bu tüzel kişiliği kullandığı açık olduğu için mahkeme tüzel kişilik perdesini aralayarak ifanın yerine getirilmesine karar vermiştir.

Ayrıca, şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması şirket tüzel kişiliğinin istismar edilmesi, pay sahiplerinin malvarlığıyla şirketin malvarlığının birbirine karıştırılması gibi başka pek çok sebebe dayandırılabilir. Ancak, bu hukuki yol için koşullar formülize edilmediğinden, başvurunun hangi ölçütleri karşılaması gerektiği normatif değildir. Doktrinde, şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanmasına ilişkin gerekçenin tespitinde *Laya v. Erin Homes, Inc.*¹³²⁵ davasında hâkim McHugh’ın sıraladığı kriterler listesinin dikkate alınması gerektiği ileri sürülür¹³²⁶. Hâkim McHugh’ın tespit ettiği ölçütlere göre:

- 1- Şirketin malvarlığı ile pay sahiplerinin malvarlığı birbirine karıştı mı (finansal kaynaklar ve malvarlığının birbirine karışması)?
- 2- Şirketin malvarlığı unsurları pay sahiplerinin özel amaçları için kullanıldı mı?

yürürlükteki hukukta sermayenin korunması ilkesi bağlamında dağıtım kuralları içerisinde düzenlendiği için bu tür işlemlerde doğrudan şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması yolundan ziyade özel hüküm niteliğini taşıyan sermayenin korunması kuralları çerçevesinde çözüme gitmek gerekir.

¹³²¹ Merkt/Spindler, s. 200.

¹³²² Merkt/Spindler, s. 201.

¹³²³ *Jones v. Lipman* [1962] 1 W.L.R. 832.

¹³²⁴ Merkt/Spindler, s. 200.

¹³²⁵ *Laya v. Erin Homes, Inc.* 352 S.E.2d 93, 98 (W.Va. 1986).

¹³²⁶ Merkt/Spindler, s. 213.

- 3- Şirket paylarının çıkarılması veya sermayenin taahhüdüne ilişkin gerekli olan hukuki koşulları başarıyla sağladı mı?
- 4- Bir pay sahibi, üçüncü kişilere şirketin yükümlülüklerinden şahsen sorumlu olduğu izlenimini verdi mi?
- 5- Şirketin muhasebesi uygun şekilde tutuldu mu ve yönetim kurulu ve genel kurul toplantıları kurallara uygun olarak toplantı tutanaklarına ve kayıtlara geçirildi mi¹³²⁷?
- 6- Resmî açıdan iki ayrı teşebbüsün ekonomik sahipliği tek elde mi toplanmıştı?
- 7- Aynı yöneticiler ve icrai görevliler iki farklı teşebbüsün yönetiminde görevlendirildi mi?
- 8- Üstlenilen ticaretin makul riskleri dikkate alındığında, şirketin sermayesi yetersiz miydi?
- 9- Şirket, pay sahiplerinininkinden ayrı bir malvarlığına sahip değil miydi?
- 10- Şirket bir girişimin veya bir kişinin ya da başka bir şirketin belirli yönlerden ticareti için sadece bir kılıf veya yol olarak mı kullanıldı?
- 11- Şirketin tüm payları bir kişi veya bir ailenin elinde mi?
- 12- Şirket ve pay sahipleri aynı ofis veya işletmeyi işlemleri için kullanıyorlar mı?
- 13- Şirket ve pay sahipleri aynı çalışanlara veya aynı avukata mı sahipti?
- 14- Şirkette mülkiyet hakkı sahipleri ve yönetimin kimliği veya finansal menfaatler hakkında eksik veya yanlış açıklamalar yapıldı mı? Şirketle pay sahipleri arasında teminatsız kredi verilmesi gibi işlemler gizlendi mi?
- 15- Şirket kanuni formaliteleri ve ilişkili taraflar arasında arm's length kuralını dikkate aldı mı?
- 16- Şirket yalnızca başka bir gerçek veya tüzel kişilik için iş, hizmet veya mal tedariki için kullanıldı mı?
- 17- Şirketin varlıkları, alacaklılarının zararına olarak pay sahiplerine veya üçüncü kişilere dağıtıldı mı?

¹³²⁷ Özellikle tek ortaklı anonim şirkette, şirketin malvarlığı ile ortağın malvarlığının karışması riski daha yüksektir. TTK'da bu riske karşı bir dizi tedbir alınmıştır. Sözleşmenin yapılması sırasında, şirket tek pay sahibi tarafından ister temsil edilsin ister edilmesin, tek pay sahipli anonim şirketlerde, bu pay sahibi ile şirket arasındaki sözleşmenin geçerli olması sözleşmenin yazılı şekilde yapılmasına bağlıdır (TTK m. 371/6). Şirket malvarlığını tek ortağa karşı korumak amacıyla bu hüküm tesis edilmiştir. Ayrıca, TTK m. 408/3 uyarınca, “*tek pay sahibinin genel kurul sıfatıyla alacağı kararların geçerlilik kazanabilmeleri için yazılı olmaları şarttır*”. Aslında, sadece tek pay sahipli olanların değil bütün anonim şirket genel kurullarının geçerli olabilmesi için yazılı olmaları gerekir. Zira TTK m. 422/1 gereği, “*tutanak, pay sahiplerini veya temsilcilerini, bunların sahip oldukları payları, gruplarını, sayılarını, itibarı değerlerini, genel kurulda sorulan soruları, verilen cevapları, alınan kararları, her karar için kullanılan olumlu ve olumsuz oyların sayılarını içerir. Tutanak, toplantı başkanlığı ve Bakanlık temsilcisi tarafından imzalanır; aksi hâlde geçersizdir*”.

18- Bir tarafa tüm varlıkların, öteki tarafa ise yükümlülüklerin yığıldığı şekilde varlıklar ve yükümlülükler birkaç işletme arasında bölündü mü? Şirket izin verilmeyen işlemleri yapmak veya sözleşmelerin yerine getirilmemesi riskinden doğan yükümlülüklerden kaçınmak amacıyla kullanıldı mı?

19- Şirket, başka bir gerçek veya tüzel kişinin yükümlülüklerini üstlenmek için mi kuruldu?

Hâkim bu ölçütleri ve somut olayın koşullarını değerlendirerek, tüzel kişilik perdesinin aralanması hususunda karar vermelidir. Ancak, tüzel kişilik perdesinin aralanması istisnai bir yol olduğu için hâkim karar verirken, ölçütlerin çıtasını oldukça yüksek tutmalıdır.

3.2.4. Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu aydınlatma, anonim şirketin yönetimi tarafından işletmenin durumu ve ekonomik faaliyeti konusunda verilen bilgilerin, yapılan açıklamaların tümüdür¹³²⁸. Başka bir tanıma göre¹³²⁹, kamuyu aydınlatma, “yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek her türlü bilginin tamlık, açıklık, doğruluk ve dürüstlük çerçevesinde aynı kapsamda ve eş zamanlı olarak sermaye piyasasının tüm muhataplarına sunulmasını” ifade eder.

Kamuyu aydınlatma, genellikle pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunun tesis edilmesi karşılığında şirket kurucuları tarafından ödenecek bir bedel olarak görülmüştür¹³³⁰. Nitekim sınırlı sorumluluğu esas alan şirketler bakımından, kamunun aydınlatılmasındaki öncelikli amacın, alacaklıların korunması olduğu kabul edilir¹³³¹. Daha önce ifade edildiği üzere, ABD’de, pay sahipleri, genel olarak kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle korunmaktadır¹³³². Ancak, kamuyu aydınlatmadaki tek amaç alacaklıları korumak değildir. Kamuyu aydınlatmanın kilit hedefleri şunlardır¹³³³: 1- Alacaklıların riskleri değerlendirmesine yardımcı olmak, 2- pay sahiplerine ve diğer menfaat sahiplerine kaynakları uygun biçimde tahsis etme ve yönetimi sorumlu tutma konularında yardımcı olmak, 3- sermaye piyasalarının faaliyetlerini kolaylaştırmak. Pay sahiplerinin ve ilişki tarafların alacaklılar için riskli görünen davranışları bakımından kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, alacaklılar açısından etkili bir güvencedir.

¹³²⁸ Tekinalp, Yedek Akçeler, s. 13.

¹³²⁹ İhtiyar, Mustafa, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, 1. Bası, Beta, İstanbul, 2006, s. 63.

¹³³⁰ Hannigan, s. 442.

¹³³¹ Hannigan, s. 442.

¹³³² Mäntysaari, Vol. III, s. 143.

¹³³³ Hannigan, s. 442, 443.

Finansal bilgilerin açıklanması, kamuyu aydınlatma yöntemlerinin sadece bir yönüdür¹³³⁴. Kamuyu aydınlatma, sadece şirketin performansı hakkında bilgi sağlamakla kalmaz, dolandırıcılığı önlemeye de yardımcı olur¹³³⁵. Aynı zamanda, şirketin işleri hakkında kamuya bilgi verme zorunluluğu, piyasaların, şirket yönetiminin performansını izleme yeteneğini artırdığı için kurumsal yönetimi sağlamada önemli rol oynar¹³³⁶.

Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na (TFRS) kaynaklık eden IFRS, finansal raporlamaya ilişkin olarak kamuyu aydınlatmada uluslararası standartları ortaya koyar. IFRS gereği finansal tablolar dönem sonunda bir finansal durum tablosu, dönem için kapsamlı bir gelir tablosu, dönem için bir özkaynak değişim tablosu, dönem için bir nakit akış tablosu ve muhasebe politikalarının ve diğer açıklayıcı materyallerin bir özetini içeren notlardan oluşur¹³³⁷.

Şirketin münferit yıllık muhasebe hesaplarını, Türk hukukunda yönetim kurulu (TTK m. 514), İngiliz hukukunda yöneticiler hazırlar (CA b. 394). İngiliz hukuku kaynaklı dürüst resim ilkesinin (*true and fair view*) düzenlendiği TTK m. 515 uyarınca, “*anonim şirketlerin finansal tabloları, Türkiye Muhasebe Standartlarına göre şirketin malvarlığını, borç ve yükümlülüklerini, öz kaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak; gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak şekilde çıkarılır*”. CA b. 393 gereği, şirket hesaplarını onaylamadan önce, yöneticilerin bu hesapların şirketin varlıklarını, yükümlülüklerini, finansal durumunu ve kâr veya zararını doğru ve adil bir şekilde yansıttığı (*true and fair view*) hususunda tatmin edilmeleri gerekir. Aksi halde, yöneticiler hesapları kabul ve tasdik etmemelidirler.

3.2.5. Riskli Sektörler İçin Düzenleme, Zorunlu Sigorta ve Yönetici Sorumluluk Sigortası

Şirketlerin aşırı riskli davranışlarına karşı, bazı sektörlerin düzenlenmesi ve gerekli görülen bazı sektörlerde ise zorunlu sigorta yükümlülüklerinin öngörülmesi isabetli olacaktır¹³³⁸. Kanun koyucular, riskli sektörlerde kapsamlı düzenlemeler tesis ederek, alacaklılar için etkili bir koruma sağlayabilirler. Riskli sektör düzenlemeleri için tipik örnekler, nükleer santral düzenlemeleri, çoğu ülkede benimsenen bankacılık sektöründeki ağır

¹³³⁴ Lowry/Reisberg, s. 194.

¹³³⁵ Lowry/Reisberg, s. 194.

¹³³⁶ Lowry/Reisberg, s. 194.

¹³³⁷ Ferran/Ho, s. 63.

¹³³⁸ Mülbert/Birke, s. 725.

düzenlemeler ve sigortacılık düzenlemeleridir¹³³⁹. Aralarında Birleşik Krallık, ABD, Rusya, Japonya, Çin, Kanada, Suudi Arabistan, Almanya, Hollanda ve Türkiye gibi üyelerin bulunduğu Basel Komitesi yayınladığı, bağlayıcılığı olmayan tavsiye niteliğini haiz kriterler ve açıklamalarla, uluslararası bankacılık standartlarını tespit etmektedir. Bu standartlar başta alacaklılar olmak üzere tüm menfaat sahiplerini korumayı hedefler. 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu bankacılık sektöründen, 5684 Sayılı Sigortacılık Kanunu sigortacılık faaliyetlerinden doğan riskleri minimize etme amacı taşırlar. O hâlde, kanun koyucu riskli sektörlere ilişkin özel düzenlemeler getirmek suretiyle alacaklıları ve diğer menfaat sahiplerini koruyabilir.

Benzer şekilde, zorunlu sigorta genellikle zarar verme ve yükümlülük doğurma eğiliminde olduğu bilinen ticari faaliyetlere uygulanır¹³⁴⁰. Taşıma sektöründeki riskli işletmecilik alanları bunun bir örneğini oluşturabilir¹³⁴¹. Dikkat çekici bir düzenleme olarak, Türk kanun koyucunun tehlikeli faaliyet yürüten işletmelerdeki riskleri göz önünde bulundurarak tesis ettiği TBK m. 71/1 gereği, “*önemli ölçüde tehlike arz eden işletmenin faaliyetinden zarar doğduğu takdirde, bu zarardan işletme sahibi ve varsa işleten müteselsilen sorumludur*”. Bu düzenlemede ifade edilen önemli ölçüde tehlike arz eden işletmeler¹³⁴² için ayrıca zorunlu sigorta düzenlemesi ihtiyaç olabilir. Özellikle önemli ölçüde tehlike arz eden işletmecilik faaliyetleri yürüten pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olduğu şirketlerde, zorunlu sigorta yönünden bir düzenleme ihtiyacı daha belirgindir. Nitekim şirketin korumakla yükümlü olduğu asgarî sermaye bu tip işletmelerin risklerine karşı sembolik bir değer ifade etmekten öte bir anlam taşımayabilir. Zorunlu sigorta yoluyla esas sermaye sistemine oranla alacaklılar için daha etkili bir güvence temin edilmesi mümkündür. Ancak, zorunlu sigorta primlerinin yüksek olması hâlinde, bu yükümlülüğün öngörüldüğü riskli sektörlere yatırımcının ilgisi azabilir. Bunun sonucu olarak, bu sektörlere ilişkin piyasalarda rekabet oluşmayabileceği için “race to the bottom” sağlanamayabilir ve böylece tüm menfaat sahipleri zarar görebilir.

Esas sermaye sistemine ve bu sistemin bir unsuru olan sermayenin korunmasına yönelik kuralları piyasa aksaklığına (*market failure*) müdahale olarak değerlendirebiliriz¹³⁴³. Ancak, esas sermaye sistemi, tüm sektörleri kapsayacak şekilde ham bir düzenleme sağlar; buna karşın, sektör düzenlemesi veya zorunlu sigorta yoluyla sorunun çözümünde daha hassas

¹³³⁹ Mülbert/Birke, s. 725.

¹³⁴⁰ Mülbert/Birke, s. 725.

¹³⁴¹ Mülbert/Birke, s. 725.

¹³⁴² TBK m. 71/2 uyarınca, “*bir işletmenin, mahiyeti veya faaliyette kullanılan malzeme, araçlar ya da güçler göz önünde tutulduğunda, bu işlerde uzman bir kişiden beklenen tüm özenin gösterilmesi durumunda bile sıkça veya ağır zararlar doğurmaya elverişli olduğu sonucuna varılırsa, bunun önemli ölçüde tehlike arzeden bir işletme olduğu kabul edilir. Özellikle, herhangi bir kanunda benzeri tehlikeler arzeden işletmeler için özel bir tehlike sorumluluğu öngörülmüşse, bu işletme de önemli ölçüde tehlike arzeden işletme sayılır*”.

¹³⁴³ Bkz. “Sözleşme”.

bir ayarlama yapılabilir¹³⁴⁴. Örneğin, riskli sektörler tespit edilerek, bu sektörlerdeki riskleri engellemeye veya bertaraf etmeye yönelik özel düzenlemeler getirilebilir. Piyasa aksaklığına müdahale olarak pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu esasına dayanan tüm şirketler için esas sermaye sisteminin öngörölmüş olması hükümet başarısızlığına (*government failure*)¹³⁴⁵ yol açmaktadır. Zira esas sermaye sisteminin gereği olarak, risk derecesi yüksek sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerle risk derecesi göreceli olarak daha düşük sektörlerde faaliyet gösteren şirketler arasında ayırım yapılmaksızın, tümü için katı ve maliyetli kurallar getirilmiştir¹³⁴⁶. Aynı zamanda, alacaklıları koruma yönünden sistemin işlevselliği de tartışmalıdır.

Ayrıca, yöneticilerin hukuki sorumluluğunun etkinleştirilebilmesi için zorunlu sorumluluk sigortası yükümlülüğünün tesis edilmesi alacaklıların korunması mekanizmasını güçlendirir. Özellikle, şirket yöneticilerinin kişisel malvarlığı unsurları içerisinde değerli hakların bulunmaması veya az olması, yöneticilerin hukuki sorumluluğu kurumunu etkisiz hâle getirir. Ancak, yöneticiler için sorumluluk sigortası işlem maliyetlerini artırır¹³⁴⁷. Gerçekten yönetici sorumluluk sigortalarının primleri oldukça yüksektir¹³⁴⁸. Sigorta ve esas sermaye maliyetlerini kıyaslayan MANKOWSKI'ye göre¹³⁴⁹, şüphesiz, sigorta kapsamındaki maliyetler, şirketin faaliyetlerinin başlangıcında sabit bir sermaye koyma maliyetlerine kıyasla daha yüksek olacaktır. Doktrinde, esas sermaye sisteminin alternatifi olarak zorunlu yönetici sorumluluk sigortası önerisinin ileri sürölmesi hususunda, bu tür sigortalardan kaynaklı işlem maliyetleri sebebiyle henüz hâkim bir görüş oluşmamıştır. Aslında, sigorta priminin belirlenmesinde piyasa etkili olacaktır. Sigorta primi, özellikle pay sahiplerinin ve yöneticilerin ilgili önlemleri alarak, sigortanın kapsadığı zararın meydana gelmesini engellemedeki başarıları doğrultusunda oluşan piyasa koşullarına göre belirlenir¹³⁵⁰. Bunun

¹³⁴⁴ Mülbert/Birke, s. 726.

¹³⁴⁵ Devletin piyasa aksaklığı olarak nitelendirilen durumlara müdahalesi her zaman başarılı sonuçlar vermeyebilir. Piyasa aksaklığına müdahalenin verimsiz sonuçlar doğurması hâlinde “government failure” (*hükümet başarısızlığı*) oluşur. Devletin hiç müdahale etmemesi gerekmesine rağmen müdahalede bulunması ya da eksik veya hatalı veyahut etkisiz müdahalesi bu tür başarısızlığın sebeplerindendir (Winston, Clifford, **Government Failure versus Market Failure Microeconomics Policy Research and Government Performance**, AEI-Brookings, Washington, D.C., 2006, s. 2, 3). Sermayenin korunması kurallarını piyasa aksaklığına müdahale olarak değerlendirdiğimizde, bu kuralların hükümet başarısızlığına yol açıp açmadığını da ele almamız gerekir. Bu kuralların pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan şirketler arasında ayırım yapmaksızın tümü için getirdiği maliyetler ve ihtiva ettiği katı yapı serbest piyasa sisteminde başka sorunlara yol açmaktadır. Bunun sonucu olarak, sermayenin korunması kurallarının hükümet başarısızlığına sebep olduğundan bahsedilebilir. Ayrıca bkz. “Sakıncaları ve Eleştiriler”.

¹³⁴⁶ Ayrıca, daha önce ifade edildiği üzere, İkinci Yönerge ve devamında 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nde sadece halka açık şirketler için esas sermaye sisteminin düzenlenmiş olmasına karşın, AB'ye üye ülkelerin çoğunda ve Türkiye'de halka açık olmayan anonim şirketler de esas sermaye sistemine tabidir.

¹³⁴⁷ Pentz/Priester/Schwanna, s. 71 dn. 67.

¹³⁴⁸ Lutter, s. 10.

¹³⁴⁹ Mankowski, s. 399.

¹³⁵⁰ Merkt/Spindler, s. 229.

sonucu olarak, daha sık sigorta ettiren şirketin daha fazla sigorta primi ödemek zorunda kaldığından ve bu sebeple, sigorta yoluyla korumanın, yükümlülük riskini azaltmak için bir teşvik sağlayacağından bahsedilir¹³⁵¹. Gerçekten yöneticiler için zorunlu sigortanın öngörüldüğü bir sistemde, şirketler sigortaya ilişkin işlem maliyetlerini azaltmak için sorumluluk bilinci gelişmiş daha profesyonel yönetici kadroları oluşturmaya özen gösterecektir. Kanaatimce, şirketin finansal büyüklüğüne ve taşıdığı riske göre değerlendirme yapılarak, şartlar elverişliyse ve özellikle şirketin finansal yapısına göre önemli bir külfet teşkil etmeyecekse zorunlu yönetici sorumluluk sigortası öngörülmesi yararlı olacaktır. Ancak, TTK m. 361'in gerekçesinde¹³⁵² dikkat çekildiği üzere, bu değerlendirme yapılırken, sigorta şirketlerinin bu riski taşıma kapasiteleri de göz önünde bulundurulmalıdır.

TTK m. 361'de¹³⁵³ yönetici sorumluluk (D&O) sigortaları için çekingen de olsa bir adım atılmıştır. Bu düzenleme, yönetici sorumluluk sigortasını düzenleyen bir hükümden ziyade, kanun koyucunun bu sigortanın yaptırılmasını tavsiye ve teşvik ettiği bir hükümdür¹³⁵⁴. Düzenlemede, yönetici sorumluluk sigortası tanımına, şartlarına, unsurlarına ve hukuki sonuçlarına yer verilmemiştir¹³⁵⁵. TTK m. 361'de öngörülen sigorta, isteğe bağlıdır ve şirketin zararını güvence altına alır¹³⁵⁶.

3.2.6. Yönetim Kurulu Üyelerinin ve Yönetimle Görevli Üçüncü Kişilerin Hukuki Sorumluluğu

Alacaklıların, şirketin aşırı risk almasından kaynaklı oluşabilecek zararlarına karşı korunmalarına yönelik diğer önemli mekanizma, yöneticilerin kişisel sorumluluk alanlarının genişletilmesidir. Gerçekten yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler, bir çatı kavram olan şirket menfaatinin bir unsuru olarak alacaklıların menfaatlerini de korumakla

¹³⁵¹ Merkt/Spindler, s. 229.

¹³⁵² Gereğe göre, "yeni olan 361 inci madde ile yönetim kurulu üyelerinin şirkete verecekleri zararların güvencesi olarak, isteğe bağlı zarar sigortası getirilmiştir. Bu hükümde yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yerine getirirken şirkete verebilecekleri zararların güvence altına alınması konusunda ilk çekingen adım atılmıştır. Batıda yaygın olan bu sigortanın, zararların karşılanmasından çok, profesyonel, sorumluluk bilincine sahip ve görevin gereklerine uygun yetenekleri haiz kişilerden oluşan yönetim kurullarının oluşmasında etken rol oynadığı şüphesizdir. Ancak Ülkemizde bu sigortanın bugün yaptırılması olanakları hemen hemen yok gibidir. Çünkü bu kadar büyük bir riski Türk sigorta endüstrisinin taşıyabilmesi mümkün görülmemektedir. Bütün riskin yurtdışına reasüre edilmesi ise üzerinde düşünülmesi gereken bir diğer noktadır. Ancak hükmün yavaş ve tedricen de olsa gereksinimlere cevap vermesi olasılığı toplumsal politika ve yarar açısından ihmal edilemeyecek bir katkı olarak değerlendirilmiştir".

¹³⁵³ Yönetim kurulu üyelerinin, görevlerini yaparken kusurlarıyla şirkete verebilecekleri zarar, şirket sermayesinin yüzde yirmibeşini aşan bir bedelle sigorta ettirilmiş ve bu suretle şirket teminat altına alınmışsa, bu husus halka açık şirketlerde Sermaye Piyasası Kurulunun ve ayrıca pay senetleri borsada işlem görüyorsa borsanın bülteninde duyurulur ve kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk değerlendirmesinde dikkate alınır (TTK m. 361).

¹³⁵⁴ Sopacı Öztuna, Birgül, **Yönetici Sorumluluk Sigortası D&O-Sigortası**, 2. Tıpkı Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015, s. 101.

¹³⁵⁵ Sopacı Öztuna, s. 100.

¹³⁵⁶ Sopacı Öztuna, s. 101.

yükümlülerdir. ABD’de, “business judgment rule” kapsamında yönetimle görevli kişilerin şirketin menfaatini en iyi şekilde korumaları beklenir.

Ticari kararlar ileriye yönelik ve risklidir. Yöneticilerin başarısızlık riskinden kaynaklı sorumluluklarının artırılması, şirketlerdeki yönetici pozisyonlarını daha az cazip hâle getirebilir¹³⁵⁷. Şirketler yönetici yeteneği olan kişileri kendilerine çekmek için daha fazla para ödemek zorunda kalacağından bu mekanizma da önemli maliyetlere yol açabilir¹³⁵⁸. Yöneticilere daha yüksek ölçüde kişisel sorumluluk öngörülmesinin sonucu olarak, yönetimle görevli kişiler aşırı riskten kaçınabilirler¹³⁵⁹. Bu da yatırımcıların, daha fazla getiri sağlayabilmek için riskli yatırımlar tercih edebilme imkânına zarar verebilir. Ancak, diğer taraftan, yöneticilerin kişisel sorumluluk alanlarının genişletilmesi, profesyonel yönetim kadrolarının oluşumuna katkı sağlar. Zira şirketler, kişisel sorumluluk riskini azaltmak için ticari kararlar öncesinde uzman görüşleri alabilirler. Böylece, şirketlerin yapısal olarak daha güçlü konuma gelmeleri sağlanabilir.

Türk hukuku pratiğinde, yöneticiler için yeni hukuki sorumluluk alanları öngörülmesinden ziyade, mevcut hukuki sorumluluk düzenlemelerinin etkin şekilde uygulanması konusunda sorunlar göze çarpmaktadır. Yöneticilerin hukuki sorumluluğuna başvurulması imkânının tesis edilmiş olması, bu kişilerin herhangi bir malvarlığı unsuruna sahip olmamaları hâlinde anlamsızlaşmaktadır. Nitekim uygulamada sıklıkla karşılaşılan bir durum da iflasa yaklaşan (ya da daha önceki bir aşamada) şirket yöneticilerinin kişisel malvarlığı unsurlarını başkalarına devretmesidir. Bu sorunun aşılması için ilk olarak, yönetici sorumluluk sigortası öngörülmesi uygun olabilir¹³⁶⁰. İkincisi, kamuyu aydınlatma kapsamında, periyodik olarak şirket yöneticilerinin kişisel malvarlığı bilgilerini ve malvarlıklarındaki önemli değişiklikleri kamuya açıklama yükümlülüğü düzenlenebilir. Üçüncüsü, yöneticilerin alacaklıları zarara uğratma kastıyla kişisel malvarlığı unsurlarını “arm’s length” müzakereler neticesinde elde edilebilecek bir bedelin altında veya bedelsiz devretmelerine cezai müeyyide bağlanabilir ve yakınlarıyla yapmış oldukları işlemlerin geçerliliğinde arm’s length ölçütü kullanılabilir.

3.2.7. Ultra Vires

Ultra vires kuralı gereği, şirket konu (*object*) itibarıyla yetkili (*power*) olduğu iş ve işlemler için faaliyette bulunabilir. Ancak, geniş anlamda ultra vires, bir şirketin işletme konusu dışında kalan eylemler anlamına gelen “dar anlamda ultra vires”ten ayırt

¹³⁵⁷ Mülbert/Birke, s. 726.

¹³⁵⁸ Mülbert/Birke, s. 726.

¹³⁵⁹ Mülbert/Birke, s. 726.

¹³⁶⁰ Bkz. “Riskli Sektörler İçin Düzenleme, Zorunlu Sigorta ve Yönetici Sorumluluk Sigortası”.

edilmelidir¹³⁶¹. Tarihsel olarak, geniş anlamda ultra vires kuralı İngiliz mahkemeleri tarafından alacaklıları korumak için sermayenin pay sahiplerine iadesi yasağına ek olarak kullanılmıştır¹³⁶². FERRAN/HO'nun isabetle belirttiği üzere, şirketlerin hukuk kurallarınca izin verilenin dışında pay sahiplerine dağıtım yapmaları ultra viresdir¹³⁶³.

İngiliz hukukunda, örtülü dağıtım¹³⁶⁴ içeren işlemler tarihsel olarak ultra vires kavramı içerisinde gelişmiştir¹³⁶⁵. *Ridge Securities v I.R.C.*¹³⁶⁶ davasında hâkim Pennycuick, pay sahiplerinin kâr payı dağıtımı, esas sermayenin azaltılması ve tasfiye yollarıyla şirketten malvarlığı unsuru elde edebileceği tespitinde bulunmuştur¹³⁶⁷. Kanun ve esas sözleşmede öngörülme-yen yollara başvurarak pay sahiplerine varlıkların devredilmesi veya kâr payı dağıtımı yapılması haklı biçimde ultra vires olarak kabul edilmiştir¹³⁶⁸. Ancak, pay sahiplerinin şirket varlıklarının tam bedelini ifa etmesi karşılığında bu unsurları edinebileceği kabul edilir¹³⁶⁹. Ayrıca, İngiliz yüksek mahkeme kararlarında farklı yaklaşımlar bulunmakla birlikte, yapılan hukuki işlemin intra vires kabul edilebilmesi için *Re Lee Behrens & Co Ltd*¹³⁷⁰ davasında hâkim Eve, analitik olduğunu düşündüğüm, üç aşamalı test öngörmüştür: 1- Yapılan iş veya işlem makul derecede şirketin ticaretiyle ilgili olmalı, 2- işlem gerçek hukuki işlem (*genuine/ bona fide transaction*) niteliğinde olmalı, 3- işlem şirketin menfaati için ve zenginliğini artırmak amacıyla yapılmış olmalıdır (bu üçüncü kayda kısaca “şirketin menfaatine uygun olma şartı” diyebiliriz)¹³⁷¹. Anılan testler, *Charterbridge Corporation v Lloyds Bank Ltd*¹³⁷² davasında hâkim Pennycuick tarafından daha rasyonel bir zemine oturtulmuştur¹³⁷³. Hâkim Pennycuick’e göre, şirket esas sözleşmesindeki yetkinin açık (*express*) ya da örtülü (*implied*) olmasına göre ayırım yapılmalıdır. Örtülü yetkiye dayanılarak yapılan işlemin hukuka uygun kabul edilebilmesi için üç testin de uygulanması gerekir. Açık yetkiye dayanılarak yapılan işlem için ise, “makul derecede şirketin ticaretiyle ilgili olma” testi uygulanmaz ve bu işlemin “gerçek” (*genuine/ bona fide*) olması hâlinde işlem hukuka uygun kabul edilir. Ayrıca, hâkim Pennycuick şirketin konusunda aksi belirtilmedikçe, açık

¹³⁶¹ Ferran/Ho, s. 162.

¹³⁶² Ferran/Ho, s. 162.

¹³⁶³ Ferran/Ho, s. 161.

¹³⁶⁴ İngiliz hukukunda “örtülü dağıtım” (*disguised distribution*) terimi yerine “sermayenin örtülü iadesi” (*disguised return of capital*) veya “örtülü sermaye kazancı” (*disguised returns of capital*) terimlerinin de kullanıldığı görülmektedir.

¹³⁶⁵ Micheler, s. 153.

¹³⁶⁶ *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

¹³⁶⁷ *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

¹³⁶⁸ *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

¹³⁶⁹ *Ridge Securities Ltd v Inland Revenue Commissioners* [1964] 1 WLR 479, 495.

¹³⁷⁰ *Re Lee, Behrens & Co Ltd* [1932] 2 Ch 46, 51.

¹³⁷¹ *Re Lee, Behrens & Co Ltd* [1932] 2 Ch 46, 51 (Micheler, s. 154).

¹³⁷² *Charterbridge Corporation v Lloyds Bank Ltd* [1970] Ch. 62.

¹³⁷³ *Charterbridge Corporation v Lloyds Bank Ltd* [1970] Ch. 62 (W., “Ultra Vires in Modern Company Law”, *The Modern Law Review*, Vol. 46, No. 2 (Mar., 1983), pp. 204-213, s. 206; Micheler, s. 157).

yetkiye dayanılarak yapılan işlemin “şirketin menfaatine uygun olma” testine tabi tutulmasını oldukça uygunsuz (*quite inappropriate*) olarak nitelendirmiştir.

İngiliz hukukunda, *Trevor v Whitworth*¹³⁷⁴ davası tarihi bir öneme sahiptir. Bu davaya göre, bir şirketin yetkilerinin sınırlarını açıklama işlevi gören şirket esas sözleşmesinde belirtilmiş konulara¹³⁷⁵ sahip olmak, şirketler hukukunun temel ilkelerinden biridir; esas sözleşmede belirtilen konular dışında kalan işlem ve fiiler ultra viresdir. Ultra viresle geleneksel sermayenin korunması kuralları arasında ilişki kuran hâkim Lord Herschell tarafından kaleme alınan tespitlere göre¹³⁷⁶, “*şirketin esas sözleşmesinde belirtilen konularla makul derecede ilgili olarak ortaya çıkan masrafları sebebiyle hiç şüphesiz sermayesi azalabilir. Sermayenin bir kısmı şirketin yetkili olduğu ticari işler gerçekleştirilirken kaybedilebilir. Şirkete güvenen tüm kişiler bu durumun farkındadır ve risk alırlar. Ancak, bu sınırların dışındaki harcamalarla veya bir kısmının pay sahiplerine iade edilmesi yoluyla sermayenin azaltılmamış olarak aynen kalacağına güvenmeye haklarının olduğunu düşünüyorum ve kanun koyucu tarafından onların bu güvenden doğan hakka sahip olmaları amaçlandı*”. Hâkim Lord Herschell’in sermayenin pay sahiplerine iadesine ilişkin anılan tespitleri, günümüz sermayenin korunması ilkesinin özünü yansıtır.

İngiliz hukukunda, CA’nın kabulüyle birlikte ilk kez şirketler, esas sözleşmesinin dışında kalan iş ve işlemler için sınırlandırılmamıştır¹³⁷⁷. Bir şirketin esas sözleşmesinde, şirketin konusu özel olarak kısıtlanmadığı sürece, şirket konu bakımından herhangi bir kısıtlamaya tabi değildir (CA b. 31/1). CA b. 40 uyarınca, esas sözleşmesel kısıtlamalar yöneticilerin şirket adına hareket etme yetkisini iç ilişkiler açısından sınırlayabilir; dış ilişkiler bakımından, iyiniyetli üçüncü kişilerin şirket yöneticileriyle yapmış olduğu işlemler herhangi bir sınırlamaya tabi olmaksızın şirketi bağlar. Aynı yaklaşım TTK’da da kabul edilmiştir. Ultra viresle ilgili bu düzenlemeler Avrupa Ekonomi Topluluğu’nun (EEC) 68/151 sayılı Yönergesi dikkate alınarak kaleme alınmıştır. Bu düzenlemeler sebebiyle ultra vires kuralı,

¹³⁷⁴ *Trevor and Another v Whitworth and Another* House of Lords 11 July 1887 (1887) 12 App. Cas. 409.

¹³⁷⁵ CA’da ve İngiliz doktrininde şirketin yetki alanı ifade edilirken kullanılan “object” sözcüğü Türkçe’de “konu”, “amaç” ve “gaye” anlamlarına gelmektedir. Öğretiye ve içtihatlarla göre, maksat ya da yeni terimiyle amaç, genel olarak elde edilmek istenilen gayeyi ifade eder; yani amaç şirketlerde kazanç elde etmek ve paylaşmaktır; konu ise bu gayeye varmak için icra edilecek faaliyetlerdir (TTK m. 529/1 Gerekeşi). UZUNALLI’nın isabetle ifade ettiği üzere, “*uygulamada, esas sözleşmelerde işletme konusu yerine, amaç ve konu kavramı birlikte, aynı anlamı ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Anonim şirketin esas sözleşmesinde, faaliyetlerini yürütürken “çevrenin korunması” gibi bir konu tanımlanması halinde çevrenin korunması amaç değil, yönetimin işletme konusunu yerine getirirken dikkate alması gereken ve işletme konusunun bir parçasını oluşturan genel bir talimatı ifade eder*” (Uzunallı, Sevilay, **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2013, s. 9).

¹³⁷⁶ *Trevor and Another v Whitworth and Another* House of Lords 11 July 1887 (1887) 12 App. Cas. 409.

¹³⁷⁷ **Ferran/Ho**, s. 162. İngiliz hukukunda ultra viresin büyük oranda kaldırılması, CA öncesinde başlayan bir sürece dayanır. Avrupa Ekonomi Topluluğu’nun (EEC) 68/151 sayılı Yönergesi gereği, ultra viresi yürürlükten kaldırmak zorunda kalan İngiltere’de, *Company Act 1985* b. 35 ve b. 35A uyarınca, ultra vires önemli ölçüde etkisini kaybetmiştir.

esas sözleşmesel sınırlamalarla ilgili olarak, artık alacaklıları korumada anlamlı bir rol oynamamaktadır¹³⁷⁸.

İyiniyetli olmayan kişilerle yapılan iş ve işlemlerin sınırının tespitinde intra vires kuralı Türk ve İngiliz hukukunda hâlâ geçerlidir. Ayrıca, iyiniyetli üçüncü kişiyle şirketin amacı ve işletme konusu dışında yapılan işlemler de şirketi bağlar¹³⁷⁹ ve üçüncü kişiye karşı şirket sorumludur; ancak, sınırı aşan temsil yetkisini haiz kişiye karşı şirket rücu talebinde bulunabilir (TTK m. 371 Gerekçesi). Aynı şekilde, CA b. 40/5 uyarınca, ultra viresi büyük oranda kaldıran CA b. 40 hükmü, yöneticilerin yetkilerini aşmak suretiyle şirketi bağlayıcı işlem yapmalarından doğan hukuki sorumluluklarını ortadan kaldırmaz.

Sonuç olarak, yürürlükteki ultra vires kuralı bağlamında, dağıtım kurallarında öngörülen yönteme uyulmaksızın, şirket değerlerinin kötü niyetli pay sahiplerine aktarımını konu edinen işlemler ultra viresdir¹³⁸⁰. Böylece pay sahiplerinin, satış vb. hukuki işlemler vasıtasıyla değerinin altında bir bedel karşılığında ve kötüniyetle şirketten değer elde etmesi ultra vires kuralı kapsamında yasaklanmıştır.

3.2.8. Dağıtım Sistemleri

Esas sermaye sistemine yöneltilen önemli eleştirilerden birisi de, dağıtım kurallarının şirketin ödeme gücünü yansıtmayan esas sermaye üzerine kurulu olmasıdır. Gerçekten İkinci Yönerge kapsamında öngörülen ve hâlen korunan dağıtım sistemi, bilanço testi ile kısmen birikmiş kârlar testinden ibarettir¹³⁸¹. Mevcut sisteme karşı çıkan yazarlar, AB üyesi olmayan çok sayıda ülkede uygulanan ödeme gücüne dayalı sistemlerin AB hukukunda da kabul edilmesi gerektiğini savunurlar. Bununla birlikte, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nin tamamıyla farklı bir dağıtım sistemini engellemesine rağmen, bazı yazarların esas sermaye ölçütüne ilaveten ödeme gücü testinin uygulanmasını uygun buldukları görülür¹³⁸². RICKFORD, AB yönergelerinin dağıtımlar açısından getirdiği asgarî standartların ilave kısıtlamaları engellemeyeceğini ifade etmiş ve İngiliz hukukundaki haksız ticaret (*wrongful trading*) ve güvene dayalı görevlerden (*fiduciary duties*) doğan sorumluluklar gibi düzenlemeleri örnek göstermiştir¹³⁸³. Nitekim Almanya'da da dağıtımlar için sermayenin

¹³⁷⁸ Ferran/Ho, s. 163.

¹³⁷⁹ TTK m. 371/2 uyarınca, “*temsile yetkili olanların, üçüncü kişilerle, işletme konusu dışında yaptığı işlemler de şirketi bağlar; meğerki, üçüncü kişinin, işlemin işletme konusu dışında bulunduğunu bildiği veya durumun gereğinden, bilebilecek durumda bulunduğu ispat edilsin. Şirket esas sözleşmesinin ilan edilmiş olması, bu hususun ispatı açısından, tek başına yeterli delil değildir*”.

¹³⁸⁰ Dağıtım kurallarıyla sadece pay sahiplerine yapılan dağıtımın değil ilişkili taraflara yapılabilecek dağıtımın da sınırlandırıldığına ilişkin bkz. “Örtülü Dağıtım Yasağı”.

¹³⁸¹ Santella/Turrini, s. 453.

¹³⁸² Mäntysaari, Vol. III, s. 154.

¹³⁸³ Rickford, Restricting Distributions, s. 140, dn. 15.

korunması ilkesine ilave bir sınırlama getirilmiştir¹³⁸⁴. AktG § 92/2 gereği yönetim kurulunun ve GmbHG § 64/3 gereği ise müdürlerin şirketi ödemeden aciz duruma getiren dağıtım yapmaları hâlinde hukuki sorumlulukları doğacaktır¹³⁸⁵.

Ödeme gücü testleri (*solvency tests*), şirketin borçlarını karşılayıp karşılayamadığına ilişkin yeterlilik ölçütleridir. Aslında, ödeme gücü kavramı, bir şirketin, ticaretin olağan akışı içerisinde vadesi gelen borçlarını (taşınmazları gibi duran varlıklarını satmadan) ödeyebilme yeterliliğidir. Bu test, ödemeden aciz durumda olan veya dağıtımlar sebebiyle ödemeden aciz duruma gelecek olan şirketlerin dağıtım yapmalarını engellemek amacıyla uygulanmaktadır¹³⁸⁶. Bilançoda toplam varlıkların muaccel olsun ya da olmasın toplam borçlarla karşılaştırılmasında ise (bilanço testi), genellikle dağıtım sonrasında şirketin “aşırı borçlu” duruma gelip gelmeyeceği test edilmektedir¹³⁸⁷. Ödeme gücü testinde, merkez malvarlığı unsurunu likitide değerler oluştururken; bilanço testinde, şirketin aktifleştirilmesi mümkün olan¹³⁸⁸ tüm malvarlığı unsurları dikkate alınır. Bilanço testinde, şirketin varlıklarıyla vadesi gelince ödenecek olan borçları eşleştirmeye tabi tutulmaz ve bu sebeple bilanço testi şirketin borçlarını vadesinde ödeyebilme gücü hakkında sağlıklı bilgi vermez. Bu olgudan hareketle, genellikle yazarlar, bilanço testini ödeme gücü testlerinden bağımsız bir şekilde ele almaktadır¹³⁸⁹.

¹³⁸⁴ İlgili sınırlama 2008 tarihli Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) kapsamında öngörülmüştür.

¹³⁸⁵ Ayrıca bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

¹³⁸⁶ Pellens, Bernhard/Sellhorn, Thorsten, “Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 365-393, s. 380.

¹³⁸⁷ Burada, borca batık olma durumunu da içerisini alan bir yüksek borçluluk durumunu ifade etmek için “aşırı borçlu” sözcükleri kullanılmıştır. Nitekim pasiflerin tutar olarak aktiflerden fazla olması bazen borca batıklık anlamına gelmeyebilir. Dolayısıyla, aktiflerle pasiflerin karşılaştırıldığı bilanço testi kesin biçimde borca batıklığı ölçmez. Zira şirketin alacaklılara karşı borcu niteliğinde olmayan esas sermaye gibi kalemler de şirketin borçları olarak dikkate alınarak, aktiflerin borçları geçip geçmediği ölçülür. Pasiflerden özkaynak kalemlerinin çıkarılarak aktiflerle pasiflerin karşılaştırılması, genellikle şirketin borca batık olup olmadığını gösterecektir. Ancak, bu olgu, ilgili özkaynak kalemlerinin de şirketin birer yükümlülüğü olduğu gerçeğini değiştirmez. Konuya ilişkin olarak, ATALAY’a göre, “borca batık olma, şirketin mevcut ve alacaklarının şirket borçlarını karşılamaya yetmemesi anlamına gelir. Borca batıklık, şirket pasifinin aktifinden fazla olması hâli olarak da tanımlanmaktadır. Ancak bu tanım, sermaye şirketlerinde bazı tereddütlere yol açabilir, zira anonim şirket bilançosunun pasif tarafında, “alacaklıların alacağı” olarak nitelendirilemeyecek bazı unsurlar da bulunmaktadır ki, bunlar borca batık olma hâlinin tespitinde, pasifi oluşturan unsur olarak nitelendirilemezler. Örneğin, esas sermaye, yedek akçeler, yenileme, yardım ve hayır işleri için ayrılmış fonlar (TK. m. 463) yıllık bilançonun pasifinde yer alırlar, fakat şirket borcu değildirler. Kısaca, şirketin borçları ile pasifi aynı şey değildir ve bu yüzden borca batıklığın tanımında birbiri yerine kullanılmaları uygun olmaz. Borca batıklık için, şirketin üçüncü kişilere olan borçları önemlidir; bilançonun pasif tarafında yer alan diğer kalemler borçların hesabına katılmaz” (Atalay, s. 20).

¹³⁸⁸ TTK m. 74 uyarınca, “(1) Türkiye Muhasebe Standartlarında aksi öngörülmemişse, işletmenin kuruluşu ve özkaynak sağlanması amacıyla yapılan harcamalar için bilançoya aktif kalem konulamaz. (2) Bedelsiz olarak elde edilmiş, maddi olmayan duran varlıklar için bilançonun aktifine kalem konulamaz; meğerki, Türkiye Muhasebe Standartlarında aksi öngörülmüş olsun. (3) Sigorta sözleşmelerinin yapılması için gerekli olan giderler aktifleştirilemez; meğerki, Türkiye Muhasebe Standartlarında aksi öngörülmüş olsun”.

¹³⁸⁹ Bkz. Schön, Wolfgang, “Balance Sheet Tests or Solvency Tests - or Both?”, **European Business Organization Law Review**, 7, 2006, pp. 181-198, (Schön, Solvency Tests); Rickford, Restricting Distributions, pp. 135-179.

ABD doktrinde HEATON¹³⁹⁰, bilanço testini de kapsama alacak biçimde üç tip ödeme gücüne dayalı testten bahseder. HEATON'nın ifadesiyle bu testler¹³⁹¹: 1- Bir firmanın vadesi gelen borçlarını ödeyebilmesinin makul bir beklenti olup olmadığına dair bir test [ödeme kabiliyeti testi (*ability to pay solvency test*), bazen nakit akışı ödeme gücü (*cash-flow solvency*), bazen adil ödeme gücü (*equitable solvency*), bazense özkaynak aciz hâli testi (*equity insolvency test*) olarak da adlandırılır], 2- bir firmanın varlıklarının gerçeğe uygun değerinin (*fair value*), yükümlülüklerinin görünür değerini (*face value*) aşp aşmadığına dair bir test [bilanço ödeme gücü testi bir diğer adıyla bilanço (net malvarlığı) testi, işletmenin devamlılığı veya tasfiye esasına göre gerçekleştirilir], 3- bir firmanın yeterli sermayeye sahip olup olmadığına dair sınırları daha az belirli olan bir test (sermaye yeterliliği ödeme gücü testi). Bu üç testin teorik olarak belirlenmesinin zor olmadığı, ancak pratikte uygulamanın zor olduğu ifade edilir. Genel olarak, üç test farklı şeyleri ölçmektedir; ödeme gücüne veya ödemedi acze ilişkin sağladıkları göstergelerin birbirleriyle uyumlu olmaları gerekmez¹³⁹². HEATON, doğru varsayımlarda bulunulursa, “ödeme kabiliyeti” testinin en uygun ödeme gücü testi olduğu sonucuna varmanın kolay olduğu görüşündedir¹³⁹³. Yazara göre¹³⁹⁴, bu test, vadesi gelen yükümlülükler ile şirketin nakit akışı arasındaki eşleşmeyi dikkate alarak alacaklıların en çok önemsedikleri unsurları en iyi şekilde yakalar ve karmaşıklığa yol açmaz; buna karşın, diğer testler, aciz hâline işaret ettiğinde bile, şirketin, aslında borçlarını vadesinde ödeyebilmesi makul bir beklenti olabilir veya tam tersine, vadesi geldikçe borçlarını ödeyemeyecek durumda olan bir şirketi, ödeme gücüne sahip olarak gösterebilirler. Ancak, diğer iki test terk edilirse, oldukça uzak olabilecek gelecekteki nakit akışlarının olasılığını ve miktarını ölçmek için güvenilir bir yöntemin bulunması gerekliliği önemli bir sorundur.¹³⁹⁵ Gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek çoğu zaman zordur. Ayrıca, bu testi ihtiyatlılık kavramıyla ortak bir zeminde buluşturmak kolay olmayacaktır. Bununla birlikte, bu testin uzun vadeli yükümlülükleri kapsama alıp almadığı yönünde kuşklar bulunur. Bu sebeple, tek bir test olarak ödeme kabiliyeti testi (daha yaygın kullanılan ifadeyle ödeme gücü testi) rasyonel sonuçlar vermeyebilir.

FEE (*Fédération des Experts Comptables Européens*) ödeme gücüne dayalı bir sistemin yararları olarak ifade edilebilecek unsurları beş maddede sıralamıştır¹³⁹⁶. Birincisi,

¹³⁹⁰ Heaton, J. B., “Solvency Tests”, *The Business Lawyer*, American Bar Association, Vol. 62, No. 3 (May 2007), pp. 983-1006.

¹³⁹¹ Heaton, s. 983.

¹³⁹² Heaton, s. 984.

¹³⁹³ Heaton, s. 985.

¹³⁹⁴ Heaton, s. 985.

¹³⁹⁵ Heaton, s. 985.

¹³⁹⁶ FEE, s. 33, 34.

şirket, mevcut sermayenin korunması ilkesi kapsamında kâr dağıtımının mümkün olmadığı koşullar içerisindeyken kâr dağıtımını yapmak istediğinde daha fazla esnekliğe sahip olabilecektir¹³⁹⁷. İkincisi, kâr dağıtımını ile reel ekonomik performans arasında daha yakın bir ilişki olabilir¹³⁹⁸. Üçüncüsü, yatırımcılara daha fazla önem verilen ve bu sebeple sermaye piyasaları ve yatırımcılar için daha fazla yetki alanının tanındığı bir iklim oluşturabilir¹³⁹⁹. Dördüncüsü, işler sebebiyle ihtiyaç duyulmayan fazla sermaye miktarı pay sahiplerine dağıtılarak, aşırı sermaye birikiminden kaçınılabılır¹⁴⁰⁰. Örneğin, şirketin yatırım yapabileceği pozitif net bugünkü değerli projesi yoksa fazla sermayeyi pay sahiplerine dağıtabilir. Beşincisi, IFRS'ye dayalı münferit hesaplar için kapsamlı düzenlemeler yapmaya gerek kalmayabilir¹⁴⁰¹. Öte taraftan FEE, ödeme gücüne dayalı sistemlerin ana eksikliği olarak görülebilecek unsurları dört maddede sıralamıştır¹⁴⁰². Birincisi, pay sahiplerine belirgin olmayan gelecekteki kârları (işletme değeri dâhil) ödeme riski daha fazladır¹⁴⁰³. İkincisi, ödeme gücü testine dayalı bir sistemin ileriye yönelik bilgilerin dikkate alınmasını gerektirmesinin sonucu olarak bu test, mevcut sisteme göre daha fazla sübjektif unsurlar içeren ve daha az iyi tanımlanmış bir ölçüt sunar¹⁴⁰⁴. Üçüncüsü, uygulaması mevcut sistemden daha zor ve maliyetlidir¹⁴⁰⁵. Dördüncüsü, mevcut sistemden daha fazla muğlaklık içerir¹⁴⁰⁶.

Yukarıda anılan üç testten özellikle ilk ikisi, alternatif dağıtım sistemlerinin önemli bir bölümünde kullanılır. Aşağıda bu sistemler incelenecektir. Üçüncü test olarak sermaye yeterliliği testi ise, kesin çizgileri olan bir ölçüt değildir. ABD mahkemeleri, yetersiz sermayeyi, ödemedен aciz hâli (özkaynak ve iflas anlamında) haricinde, ancak ödemedен aciz durumunun makul şekilde öngörülebilir olmasını sağlayan bir finansal zayıflık koşulu olarak ele almışlardır¹⁴⁰⁷. Mahkeme kararlarına göre, bir işlem şirketi makul olmayan derecede küçük bir sermayeyle bıraktığında, bu aşırı yüksek bir ödemedен aciz riski oluşturur; ancak, ödemedен aciz durumunun gerçekleşmesi ihtimali yüzde yüz değildir¹⁴⁰⁸. Öte taraftan, mahkemelerin hangi miktarda sermayenin yeterli olduğu sorusunu cevapsız bıraktığı ve

¹³⁹⁷ FEE, s. 33.

¹³⁹⁸ FEE, s. 33.

¹³⁹⁹ FEE, s. 33.

¹⁴⁰⁰ FEE, s. 33.

¹⁴⁰¹ FEE, s. 34.

¹⁴⁰² FEE, s. 34.

¹⁴⁰³ FEE, s. 34.

¹⁴⁰⁴ FEE, s. 34.

¹⁴⁰⁵ FEE, s. 34.

¹⁴⁰⁶ FEE, s. 34. FEE'nin önerdiği dağıtım sistemi için bkz. "Çalışma Grubu Önerileri".

¹⁴⁰⁷ Heaton, s. 995.

¹⁴⁰⁸ İlgili mahkeme kararları ve hâkim görüşleri için bkz. Heaton, s. 995.

bunun sermaye yeterliliği konusunda sınırların çizilmesini zorlaştırdığı belirtilir¹⁴⁰⁹. Sermaye yeterliliği özellikle bankacılık sektöründe Basel kriterleri açısından önemlidir. Basel I gereği, bankalar sermaye yeterliliği rasyosu olarak yüzde sekizi yakalamak zorundalardır.

Aşağıda, alternatif dağıtım sistemleri incelenecek olup, bu sistemlerdeki dağıtım kurallarıyla şirketin kendi paylarını iktisabı konusundaki kurallar arasında benzerlik bulunup bulunmadığına değinilecektir. Zira şirketin kendi paylarını iktisabı da pay sahiplerine yapılan bir tür dağıtımdır.

3.2.8.1. ABD

ABD’de tek bir şirketler kanunu ve bu sebeple yalnız bir tane dağıtım sistemi bulunmaz. Aşağıda, “The Committee of the Business Law Section of the American Bar Association” (*Amerikan Barolar Birliği Ticaret Hukuku Bölümü Komitesi*) tarafından hazırlanan ve yaklaşık 30 eyalette şirketler kanunu olarak kabul edilen MBCA’nın öngördüğü dağıtım sistemiyle birlikte, Delaware, New York ve Kaliforniya’daki dağıtım sistemleri incelenecektir.

3.2.8.1.1. MBCA

MBCA § 1.40/(6) gereği, “dağıtım”, doğrudan veya dolaylı olarak para ya da diğer malların devri (kendi payları hariç) veya paylarla ilgili olarak pay sahiplerinin adına ve menfaatine şirketin borç altına girmesi anlamına gelir. Ayrıca MBCA § 1.40/(6) uyarınca, pay sahiplerine yapılan dağıtım kâr payı ödemesi, şirketin kendi paylarını iktisabı, şirketin pay sahipleri için borca girmesi veya başka şekillerde tecelli edebilir.

MBCA’da şirketin kendi paylarını iktisabı, kâr payı dağıtımı ve pay sahiplerine başka yollarla yapılan dağıtımların koşulları aynıdır. Nitekim alacaklıların uğrayabilecekleri olası zarar, hem şirketin kendi paylarını iktisabında hem de kâr payı dağıtımında aynıdır; zira her iki işlemde de alacaklıların taleplerini karşılamak için mevcut olan varlıklar pay sahiplerine devredilir¹⁴¹⁰. Gerçekten şirketin kendi paylarını iktisabı, kâr payı dağıtımında olduğu gibi şirket varlıklarının pay sahiplerine devredilmesi anlamına gelir¹⁴¹¹. Bu sebeple, anılan model kanunda, gerek kâr payı dağıtımı gerek şirketin kendi paylarını iktisabı gerekse başka yollar

¹⁴⁰⁹ İlgili mahkeme kararları ve hâkim görüşleri için bkz. **Heaton**, s. 996.

¹⁴¹⁰ **Murphy**, s. 315. MBCA gereği, şirketin iktisap ettiği paylar, herhangi bir idari veya mali hak sağlamaz. Kayıtlı pay (*authorized share*) sisteminin benimsendiği bu kanun uyarınca, bir şirket piyasada tedavül etmekte olan paylarını (*outstanding shares*) iktisap ettiğinde, bu pay “authorized”, ancak “unissued” pay konumuna gelir. Ayrıntılı bilgi için bkz. “Değerlendirme ve Türk Hukuku için Öneriler/Kayıtlı Pay (*Authorized share*)”.

¹⁴¹¹ **Murphy**, s. 315; **Lafarre**, s. 27.

üzerinden pay sahiplerine yapılan tüm dağıtımlar eşit şekilde ele alınır¹⁴¹². Şirketin kendi paylarını iktisabı hakkında özel bir kural bulunmamaktadır¹⁴¹³.

MBCA'da pay sahiplerine yapılan tüm dağıtımlar için aynı testlerin uygulanması öngörülmüştür. Dağıtım yapılabilmesi için iki testin geçilmesi gerekir. MBCA § 6.40/(c) uyarınca, 1- dağıtım sonrası şirket, işlerin normal seyri çerçevesinde vadesi gelen borçlarını ödeyemez konuma gelmemeli (*equity insolvency test*) ve 2- dağıtım sonrası şirketin toplam aktifleri, yükümlülüklerinin toplamından daha az olmamalıdır (*balance sheet (net assets) test*).

İşletmenin devamlılığı yönünden şirketin faaliyetleri için “özkaynak aciz hâli” testinin (*equity insolvency test*) çoğu kez ihtiyaç olduğu açıktır¹⁴¹⁴. MBCA § 6.40/(c)-1’de düzenlenen özkaynak aciz hâli testi uyarınca, şirketin dağıtım yapabilmesi için, dağıtım sonrası vadesi gelen borçlarını ödeyebilmesi gerektiğine ilişkin şart yalnızca bugünün borçlarını kapsamaz, gelecekte muaccel olacak borçları da kapsar¹⁴¹⁵. MANNING/HANKS, yönetim kurulunun bu testi uygulamasının zor bir görev olduğunu belirtmesine rağmen; bu zorluğun, yönetim kurulunun, şirketin uzun vadeli borçlarını ödeme kabiliyetini belirleme konusundaki hareket özgürlüğünün sınırlandırılması gerektiği anlamına gelmeyeceğini ifade etmiştir¹⁴¹⁶. Yazarlara göre¹⁴¹⁷, yönetim kurulu, gelecekteki satışları ve olası borç finansmanını dikkate almanın yanı sıra, muhtemel varlık satışlarını, talep ve fiyat eğilimlerini, birikmiş siparişleri, gelişmekte olan yeni ürünleri, özkaynak artışlarını, mevcut borçların iskonto edilmiş ön ödemelerini ve şarta bağlı yükümlülüklerle ilişkin sulhleri göz önünde bulundurabilir. Yönetim kurulu, ayrıca şirketin ticari stratejisini ve planını, gelecekteki beklentilerini, mevcut ve tahmini finansal tablolarını (nakit akış tablosu da dâhil olmak üzere) ve maddi risk unsurlarını dikkate alabilir¹⁴¹⁸.

“Bilanço (net malvarlığı) testi”ne (*balance sheet (net assets) test*) ilişkin öngörülen hesaplama MBCA § 6.40/(c)-(2)’de ayrıca bir ayarlama yapılmıştır. Düzenlemedeki ayarlamaya göre: Aksi şirket esas sözleşmesinde belirtilmedikçe, şirketin tasfiye payında imtiyazlı haklar ihtiva eden, tedavülde bulunan (*outstanding*) payları varsa; bu hakların Amerikan Doları (USD) olarak karşılığı, bu amaç için bir yükümlülük (pasif) olarak dikkate alınarak hesaplama yapılır¹⁴¹⁹. Bu nedenle, tedavülde bulunan payları tasfiye payında

¹⁴¹² Manning/Hanks, s. 187.

¹⁴¹³ Booth, s. 633.

¹⁴¹⁴ Manning/Hanks, s. 187.

¹⁴¹⁵ Manning/Hanks, s. 187.

¹⁴¹⁶ Manning/Hanks, s. 188.

¹⁴¹⁷ Manning/Hanks, s. 188.

¹⁴¹⁸ Manning/Hanks, s. 188, 189.

¹⁴¹⁹ Manning/Hanks, s. 189.

imtiyazlı hak ihtiva etmeyen, ödeme gücüne sahip (*solvency*) bir şirket, hiçbir özkaynak (*shareholders' equity*) bırakmayacak bir kâr dağıtımı ilan edebilir¹⁴²⁰. Buna karşın, tasfiye payında imtiyaz tanınmış payların içerdiği haklar, kâr payı dağıtımına ve kâr dağıtımına anlamına gelen diğer yollara (şirketin kendi payını iktisabı gibi) karşı emredici olmayan hükümle korunmaktadır. Sonuç olarak, “bilanço (net malvarlığı) testi” gereği, şirket esas sözleşmesinde aksi öngörülmemişse, -eğer varsa- tasfiye payında imtiyaz tanınmış paylar için bilançoda yükümlülükler (pasifler) içerisinde bir kalem oluşturulur ve bu kalem de hesaplama dâhil edilerek toplam aktiflerin toplam yükümlülükleri aşp aşmadığı test edilir.

MBCA § 6.40/d uyarınca, yönetim kurulu MBCA § 6.40/(c) kapsamındaki yasak olmayan dağıtımların belirlenmesinde; 1- mevcut koşullar altında makul olan muhasebe uygulamaları ve ilkeleri temelinde hazırlanan finansal tablolara veya 2- gerçeğe uygun değerlendirme (*fair valuation*) yöntemine veya 3- makul olan herhangi bir başka yöntemle dayanabilir¹⁴²¹. Böylece, şirket aktiflerine değer biçerken, tarihi maliyet (ilk alış maliyeti) esasının getirdiği fazla ihtiyatlı yöntem yerine daha özgür ve gerçekçi bir değerlendirme yöntemi kullanabilmektedir.

Hukuka aykırı dağıtımların düzenlendiği MBCA § 8.33/(a) uyarınca, yöneticinin sorumlu olduğunu iddia eden taraf, yöneticinin MBCA § 8.30'da¹⁴²² düzenlenen yükümlülüklerine uygun hareket etmediğini kanıtlarsa, MBCA § 6.40/(a)¹⁴²³ veya 14.09/(a)¹⁴²⁴ uyarınca yetkili olunabilecek ve yapılabilecek olandan fazla bir dağıtım için oy veren veya uygun görüş bildiren ilgili yönetici, MBCA § 6.40/(a) veya 14.09/(a) düzenlemelerini ihlal etmeden dağıtılacak olan miktarı aşan dağıtımdan şahsen sorumlu olur. Hukuka aykırı dağıtımdan kaynaklı zararı telafi etmekle yükümlü olan yönetici, bu

¹⁴²⁰ KPMG, s. 158.

¹⁴²¹ MBCA'nın resmi şerhine göre, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine (GAAP) uygun olarak hazırlanan finansal tablolar, koşullar altında her zaman makuldür ve diğer yöntemler ise makul olabilir (Scriggins, Larry P., “The Model Business Corporation Act Financial Provisions: A Historical Snapshot”, **Law And Contemporary Problems**, Vol. 74, Number 1, Winter 2011, pp. 121-128, s. 127 ve yazarın dn. 35'te belirttiği çalışma).

¹⁴²² MBCA § 8.30'da şirket yönetim kurulu üyelerinin görevlerini icra ederken dürüstlük kuralına uygun hareket etme ve şirketin menfaatlerini koruma yükümlülükleri gibi yöneticilerin davranışlarında esas almaları gereken çeşitli standart yükümlülükler düzenlenmiştir. MBCA § 8.30/(b) gereği, yönetim kurulu üyeleri özen yükümlülüğü içerisinde görevlerini icra etmekle yükümlüdür. Hukuka aykırı dağıtımlardan kaynaklı yöneticilerin sorumluluğu özen yükümlülüğünün ihlaline dayandırılabilir.

¹⁴²³ MBCA § 6.40'da pay sahiplerine yapılan dağıtımın kuralları düzenlenmiştir. Dağıtımlara ilişkin sistemlerin incelendiği bölümde bu kurallar incelenmiştir.

¹⁴²⁴ MBCA § 14.09/(a)'da, feshedilen (*dissolved*) şirketin yöneticilerinin, alacaklıların hakları için ödeme yapmaları veya makul miktarda karşılık ayırmaları ve ödeme veya karşılık ayırma işleminden sonra tasfiye bakiyesini pay sahiplerine dağıtmaları gerektiği düzenlenmiştir. Düzenlemede, yöneticilerin görevleri “*directors shall cause...*” sözcükleriyle ifade edilmiştir. Bu sözcüklerle, yöneticilerin feshedilmiş şirkette, konu bakımından yetki ve görevleri anlatılmak istenmektedir. Başka bir deyişle, şirket feshedilmiş olmasına rağmen yöneticiler, şirket alacaklıları için ödeme yapma veya makul miktarda karşılık ayırma ve ödeme veya karşılık ayırma işleminden sonra tasfiye bakiyesini pay sahiplerine dağıtma amacıyla şirkette görevli ve yetkili kalmaya devam edeceklerdir.

dağıtımdan sorumlu tutulabilecek diğer tüm yöneticilerden iane (*contribution*)¹⁴²⁵ alma yetkisine sahiptir (MBCA § 8.33/(b)-1). Ayrıca, hukuka aykırı dağıtımdan sorumlu yöneticinin, pay sahipleri tarafından hukuka (MBCA § 6.40/(a) veya 14.09/(a)'ya) aykırı olduğu bilinerek kabul edilen dağıtım miktarının payları oranına tekabül eden kısmını geri alma yetkisi bulunur (MBCA § 8.33/(b)-2). Ancak, dağıtımın hukuka aykırı olduğunu bilmeyen yönetici konumunda olmayan pay sahipleri zararı telafi etme yükümlülüğünden muaftır¹⁴²⁶.

MBCA, alacaklıları koruyacak herhangi bir tampon (*cushion*) gerektirmediği için eleştirilmiştir¹⁴²⁷. Zira MBCA'da düzenlenen dağıtım testi gereği, şirketin kâr payı dağıtımını yapabilmesi için dağıtımdan sonra, yalnızca net değerinin negatif olmaması yeterlidir¹⁴²⁸. Başka bir deyişle, dağıtım yapılabilmesi için dağıtım sonrasında şirket varlıklarının yükümlülüklerini tam olarak karşılaması yeterli kabul edilmiş ve herhangi bir ihtiyat payı öngörülmemiştir. Buna karşın, Kaliforniya'da kâr payının birikmiş kârlardan (*retained earnings*) ödenmemesi hâlinde, dağıtım sonrasında kalan varlıkların toplam yükümlülükleri en az % 25 aşması gerekmektedir¹⁴²⁹. Sonuç itibarıyla, Kaliforniya'da alacaklıları daha etkili biçimde korumak için bir tür ihtiyat payı ayrılması gerekliliği öngörülmüştür. Ancak, ihtiyat payının hiç öngörülmemesi hâlinde (MBCA'daki gibi) asıl problem belki de alacaklıları korumaktan ziyade, işletmenin devamlılığı (*going concern*) açısından gündeme gelecektir. Dağıtım sonrası, şirketin borçlarını karşılayan miktar haricinde varlığa sahip olmaması, şirketin faaliyetleri ve yeni projelerin finansmanı açısından sorun doğurabilir. Diğer taraftan, böyle bir ihtiyat payı kâr dağıtımını zorlaştıracığı için bu durum yatırımın cazibesini azaltarak özkaynak ile finansmanı olumsuz yönde etkileyebilir.

3.2.8.1.2. Delaware

Delaware'in genel olarak şirket dostu bir hukuka sahip olduğu kabul edilir. Ticaret hukuku oldukça esnek kurallar üzerine kuruludur. Yargı sistemi ticaret hukuku odaklıdır. Bu sebeple, uyuşmazlık çözümünde hızlı ve etkili kararlar alınır. Delaware'de kurulan şirketler, özellikle vergi yükümlülüğü bakımından çok ciddi avantajlara sahiptir. Halka açık olan tüm ABD şirketlerinin yaklaşık yarısı Delaware'de kurulmuştur¹⁴³⁰.

¹⁴²⁵ İaneyi (*contribution*) hukuka aykırı dağıtımdan sorumlu yöneticinin kusuruna göre belirlemek gerekir.

¹⁴²⁶ MBCA Resmî Şerhi (*Official Comment*) (**Manning/Hanks**, s. 197).

¹⁴²⁷ **Emanuel**, s. 362.

¹⁴²⁸ **Emanuel**, s. 362.

¹⁴²⁹ **Emanuel**, s. 362.

¹⁴³⁰ **Booth**, s. 634.

Delaware General Corporation Law (DGCL) § 154 uyarınca, her şirket kuruluş belgesinde (*certificate of incorporation*) belirtildiği gibi veya kuruluş belgesi hükümleri kapsamında açıkça verilen yetkiye dayanarak yönetim kurulu kararıyla, itibarî değerli ya da itibarî değersiz pay çıkarabilir.

Şirketin yöneticileri, kuruluş belgesinde yer alan herhangi bir kısıtlamaya tabi olarak, sermaye payları üzerinden kâr dağıtımını ilan edebilir ve ödeyebilirler (DGCL § 170/(a)). DGCL § 170/(a)'da hukuka uygun dağıtımlar için iki alternatif test düzenlenmiştir: 1- Fazlalık testi ("surplus test" veya "impairment of capital test" olarak anılır), 2- net kârlar testi (hızlı kâr payları anlamına gelen "nimble dividends" olarak da anılır). Kanunda, ödeme gücü testine ilişkin açık bir düzenleme yoktur¹⁴³¹. Ayrıca, ödemededen aciz durumda olan veya dağıtım sebebiyle ödemededen aciz duruma gelecek olan şirketlerde kâr dağıtımını yasaklayan açık bir düzenleme bulunmamaktadır¹⁴³². Ancak, aciz hâli içerisinde veya dağıtım sebebiyle bu duruma gelecek olan bir şirketin yöneticileri kâr dağıtımını yaparsa, şirketin menfaati olarak alacaklıların menfaatlerini korumadıkları için güvene dayalı görevlerini (*fiduciary duties*) ihlal ettikleri gerekçesiyle hukuki sorumluluklarına başvurulabilecektir¹⁴³³.

DGCL § 170/(a)-1'de düzenlenen fazlalık testi gereği, yönetim kurulu üyeleri şirket fazlalığa sahip oldukça kâr dağıtımını yapabilirler. DGCL § 154 uyarınca, eğer varsa, herhangi bir zamanda, şirketin net malvarlığının sermaye olarak belirlenen tutarı aşan kısmı "fazlalık"tır (*surplus*). Şu durumda, DGCL'de sermaye kavramının hangi anlamda kullanıldığını tespit etmek gerekir. Mesele DGCL § 154'te düzenlenmiştir. Yönetim kurulu şirketin payları karşılığında aldığı bedelin sadece bir kısmının "sermaye" olacağına karar verebilir. Ancak, şirket paylarını itibarî değerli olarak ihraç edecekse, ihraç edilecek tüm paylar itibarî değerli olmadıkça; sermaye, payların itibarî değerinin toplamından fazla olmalıdır. Payların tamamı itibarî değerli olarak ihraç edilecekse, belirlenecek olan sermaye sadece payların itibarî değerinin toplamına eşit olacaktır. Her iki durumda da yönetim kurulu, şirketin aldığı bedellerin sermaye olarak belirlenecek kısmını Amerikan Doları cinsinden belirtecektir. Şayet yönetim kurulu böyle bir belirlemede bulunmazsa, itibarî değerli payların itibarî değerlerinin toplamı artı itibarî değersiz payların gelirleri sermaye olarak değerlendirilir. İtibarî değersiz paylar bakımından, sermaye olarak tespit edilen pay ihracı geliri miktarı bu payların taahhüt edilen sermayesi olarak işlem görecektir. Sonuç olarak, fazlalık testinde, kâr payı dağıtımına izin verilmesi için şirketin özkaynaklarının pozitif olması yeterli değildir. Aynı zamanda, şirketin özkaynakları sermayesinden fazla olmalıdır.

¹⁴³¹ Booth, s. 635.

¹⁴³² KPMG, s. 167.

¹⁴³³ KPMG, s. 167.

Yöneticiler, fazlalıkları hesaplama konusunda sınırlandırılmamıştır. Delaware Yüksek Mahkemesi (*The Delaware Supreme Court*) kabul edilebilir veriler temelinde, yöneticilerin makul derecede mevcut değerleri yansıttığına inandıkları yöntemlerle ve doğrudan ya da dolaylı olarak sahtekârlık teşkil edecek nitelikte olmayan bir fazlalığın belirlenmesi kaydıyla, varlıklar ve borçlar dürüstlük kuralına uygun değerlendirildikleri süreçte, fazlalığı göstermek için varlıklara yeniden değer biçilmesine izin verir¹⁴³⁴.

DGCL § 170/(a)-2’de düzenlenen net kârlar testi gereği ise, şirket fazlalığa (*surplus*) sahip olmasa bile, kâr dağıtımının ilan edildiği ve / veya bir önceki mali yılın net kârlarından mali yıl için dağıtım yapabilir. Bunun anlamı, şirketin bilançosunda geçmiş yıllarda meydana gelen zararlardan kaynaklı bir açık olsa bile, yine de, kazançlar iki yıl boyunca pozitif seyretmiş olabilir, şirketin geleceği daha parlak görünebilir ve yöneticiler birikmiş kârlar hesabındaki net açık kapatılmadan önce pay sahiplerinin oluşan bu yeni zenginlikten pay almalarını isteyebilirler¹⁴³⁵. Ancak, imtiyazlı payları temsil eden sermaye zarar görürse, bu net kârlar ödenemez.

DGCL § 170/(b)’de ticareti gereği doğal kaynaklar (petrol, maden gibi), patentler ve telif hakları gibi belirli bir ömre sahip varlıklar (*wasting assets*) işleten şirketlerin kâr ödeme kapasitesini hesaplamak amacıyla özel bir kural düzenlenmiştir. Anılan düzenleme gereği, yöneticiler bu tür varlıkların işletilmesinden elde edilen net kârları veya varlığın paraya çevirilmesinden sağlanan net gelirleri hak düşürücü süre, tüketim, paraya çevirme veya bu varlıkların işletilmesi hususlarından dolayı varlıkların tükenmesi durumunu dikkate almadan belirleyebilirler.

Son olarak, Delaware hukuku, genellikle şirketin belirli kanuni kısıtlamalara uyması koşuluyla kendi paylarını iktisabına izin verir¹⁴³⁶. Bir şirket, kural olarak, sadece fazlalıklardan (*surplus*) kendi paylarını iktisap edebilir (DGCL § 170). Kanunda belirtilen istisnalar dışında¹⁴³⁷, şirketin kendi paylarını iktisabı konusundaki finansal sınırlamalar kâr dağıtımı için olanlarla aynıdır. Sermayesi zarar görmemiş ya da işlem sonrası zarar görmeyecek olan Delaware şirketleri, kendi paylarını iktisap edebilirler (DGCL § 170). Ödemeden aciz durumda olan veya şirketin kendi paylarını iktisabı sebebiyle bu konuma gelebilecek şirketlerde, şirket kendi paylarını iktisap ederse, yöneticiler alacaklılara karşı olan

¹⁴³⁴ KPMG, s. 175.

¹⁴³⁵ Santella/Turrini, s. 450 ve yazarların dn. 105’te belirttikleri çalışma.

¹⁴³⁶ Ayrıca DGCL’de, kaldırılmalı devralma gibi işlemlerle doğrudan ilgili bir düzenleme bulunmamaktadır. Buna rağmen, kanunda, bir şirket ile “ilgili pay sahibi” (*interested stockholder*) arasındaki bazı ticari birleşmeler kısıtlanmıştır. DGCL § 203/(a) uyarınca, ilgili pay sahibiyle kastedilen, genellikle tedavüldeki oy hakkına sahip payların en az % 15’ine sahip bir pay sahibidir.

¹⁴³⁷ Sermayesi paylara bölünmüş şirketlerde bazı istisnalar düzenlenmiştir: 1- İmtiyazlı payların iktisabında ve 2- dolaşımda imtiyazlı payı olmayan şirketlerde iktisap edilen payların itfa edilmesi suretiyle DGCL § 243 ve § 244 uyarınca sermayenin azaltılması durumunda, şirket sermayesinden paylarını iktisap edebilir (DGCL § 170/1).

yükümlülüklerini ihlal etmiş olurlar¹⁴³⁸. Şu durumda, şirketin hukuka aykırı biçimde kendi paylarını iktisabıyla hukuka aykırı dağıtımına bağlanan hukuki sorumluluk benzerdir.

3.2.8.1.3. New York

New York Business Corporation Law (NYBCL), 1998’de önemli ölçüde gözden geçirilerek değiştirilmesine rağmen, taahhüt edilen sermayeye ilişkin geleneksel kuralların çoğunu korumaktadır.

Şirket, kuruluş belgesinde (*certificate of incorporation*) belirtilmek üzere, itibarî değerli veya itibarî değersiz pay ihraç edebilir (NYBCL b. 501). Şirket paylarını itibarî değerli olarak ihraç ederse, payların itibarî değerleri kapsamında alınan bedeller taahhüt edilen sermayeyi oluşturur (NYBCL b. 506/(a)). Şayet paylar itibarî değersiz olarak ihraç edilirse, yönetim kurulu ihraçtan sonra altmış günlük bir süre içerisinde alınan bedellerin bir kısmını (ancak, hepsini değil) “fazlalık” (*surplus*) olarak tahsis etmedikçe, pay karşılığında alınan bedellerin tamamı taahhüt edilen sermaye (*stated capital*) teşkil eder (NYBCL b. 506/(b)).

Bir şirket, hâlihazırda ödemededen aciz durumda veya dağıtım sebebiyle ödemededen aciz duruma gelebilecek olması ya da açıklama, ödeme veya dağıtımın kuruluş belgesinde yer alan kısıtlamalara aykırı olması durumları hariç olmak üzere, tedavülde olan payları üzerinden, diğer şirketlerin payları veya tahvilleri de dâhil olmak üzere, nakit veya tahvil veya mal yoluyla kâr payı dağıtımını açıklayabilir ve ödeyebilir veya başka dağıtımlar yapabilir (NYBCL b. 510/(a)).

NYBCL b. 510/(b)’de şirketin dağıtım yapabilmesi için iki alternatif test düzenlenmiştir: 1- Fazlalık testi (*surplus test*) gereği, kâr payı açıklaması, ödemesi veya dağıtımını sonrasında şirketin kalan net malvarlığı en azından taahhüt edilen sermayesine eşit olmalıdır. 2- Net kâr testi gereği, şirket fazlalığa sahip değilse bile, kâr dağıtımının ilan edildiği ve / veya bir önceki mali yılın net kârlarından, mali yıl için kâr dağıtımını yapılabilir.

Piyasada tedavül eden payları arasında, kâr dağıtımında imtiyaza sahip olan payları bulunan şirketlerde net kâr testi için bir düzenleme yapılmıştır. Mallarının değerindeki düşüş veya zararlar veya başka sebeplerden ötürü, şirketin sermayesi, kâr dağıtımında bir imtiyaza sahip olan ihraç edilmiş ve dolaşımdaki tüm pay sınıflarının temsil ettiği taahhüt edilen sermayesinin toplam miktarının altına inmişse, böyle bir şirketin yöneticileri bu mali açık kapatılıncaya kadar, net kârlar arasından kâr payı açıklayamaz ve ödeyemezler (NYBCL b. 510/(b)).

¹⁴³⁸ KPMG, s. 175.

Doğal kaynakların veya diğer belirli bir ömre sahip varlıkların¹⁴³⁹ (patentler dâhil) işletilmesiyle meşgul olan bir şirketin, kâr ödemesi veya dağıtımlar sonrası net malvarlığı “zorunlu tasfiyede” imtiyaza sahip payların imtiyazlarını karşılamaya yeterliyse, tükenme ve amortismanlar dikkate alınarak hesaplanan fazlalıklar arasından dağıtım yapılabilir (NYBCL b. 510/(b)).

Kuruluş belgesinde yer alan bir yetkiye rağmen, bir şirket ödemedenden aciz durumdaysa veya kendi paylarını iktisabı sonucunda ödemedenden aciz duruma gelecekse kendi paylarını iktisap edemez (NYBCL b. 513/(a)). Şirket kendi paylarını sadece fazlalıklardan (*surplus*) satın veya geri alabilir. Geri alınabilir, dönüştürülebilir veya takas edilebilir paylar öngörülen süre içerisinde şirket tarafından satın alınırsa, satın alma fiyatı kuruluş belgesinde belirtilen tatbik edilebilir geri alma, dönüştürme veya takas fiyatını aşamaz (NYBCL b. 513/(b)). Bununla birlikte, NYBCL b. 513/(c)’de, NYBCL b. 912’ye tabi olan yerli şirketler bakımından, bir pay sahibinden şirket paylarının yüzde onundan daha fazlasının piyasa değerinin üzerinde bir bedel karşılığında iktisabının şartı olarak, şirket yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun olumlu oyu ve kuruluş belgesinde daha yüksek bir oran öngörülmemişse dolaşımdaki oy hakkına sahip olan payların çoğunluğunun olumlu oyunun arandığı bir genel kurul kararı gerekliliği öngörülmüştür.

3.2.8.1.4. Kaliforniya

Kaliforniya’da itibarî değerli pay ve esas sermaye sistemleri bulunmamaktadır. California Corporations Code (CCC) § 500’de kâr dağıtımı için iki alternatif test düzenlenmiştir: 1- Birikmiş kârlar testine (*retained earnings test*) göre, dağıtım kârın mevcut olup olmadığına bağlıdır. Şirket birikmiş kârları kadar dağıtım yapabilir. 2- Kalan varlıklar testine (*remaining assets test*)¹⁴⁴⁰ göre kâr dağıtılabilmesi için ilk olarak, dağıtım sonrasında kalan varlıklar (*remaining assets*) yükümlülüklerin en az % 125’ine tekabül etmeli ve ikincisi, dağıtım sonrasında dönen varlıklar¹⁴⁴¹ (*current assets*) kısa vadeli borçlarla¹⁴⁴² (*current liabilities*) en azından eşit olmalıdır¹⁴⁴³. Ancak, şirketin ortalama geliri ortalama faiz giderinden düşükse, kâr payı dağıtımı sonrası dönen varlıkların kısa vadeli borçların en az %

¹⁴³⁹ “Belirli bir ömre sahip varlıklar” Türkçe’ye çevrilen ifade kanunda “wasting assets” olarak geçmektedir.

¹⁴⁴⁰ “Kalan varlıklar testi” olarak Türkçe’ye çevirdiğim “remaining assets test”, şirketin olası kâr payı dağıtımı sonrasında kalan varlıkları ölçüt alınarak, dağıtım karar verilmesini sağlayan bir uygulamadır.

¹⁴⁴¹ Şirketin kasada ve bankada bulundurduğu paralarla normal koşullarda bir yıl içerisinde ya da şirketin normal faaliyet dönemi içinde paraya çevrilmesi veya tasarrufta bulunulması öngörülen varlıklar; şirketin (ticari işletme işletiyorsa ticari işletmenin) dönen varlıklarını oluşturur (Sevilengül, s. 161).

¹⁴⁴² Kısa vadeli borçlar, cari dönemi izleyen bir yıl içinde ödenecek borçlardır (Sevilengül, s. 480). Bir başka tanımla, bir yıla kadar vadeye sahip borçlara kısa vadeli borçlar denir (Aydın/Başar/Coşkun, s. 193).

¹⁴⁴³ Booth, s. 637, 638.

125'ine tekabül etmesi gerekir¹⁴⁴⁴. Bu hesaplamada, bilanço tekniğindeki adıyla, aktifler (varlıklar) ve pasiflerin (kaynaklar) karşılaştırılmasında bazı maddi olmayan varlıklar ve yükümlülükler kapsam dışında tutulmuştur¹⁴⁴⁵.

Ayrıca, CCC § 501'de, MBCA'daki "öz kaynak aciz hâli testi"ne benzer bir ödeme gücü testi düzenlenmiştir. Anılan düzenleme uyarınca, bir şirket veya o şirketin bağlı ortaklıkları vadesi gelen yükümlülüklerini muhtemelen karşılayamayacak veya dağıtımın sonucu olarak böyle bir konuma gelebilecek durumdaysa, şirket veya şirketin bağlı ortaklıkları şirketin pay sahiplerine dağıtım yapamaz.

Eylül 2011'den önce, Kaliforniya'da, GAAP'a (*Generally Accepted Accounting Principles*)¹⁴⁴⁶ dayalı bir kâr dağıtım sistemi yürürlükteydi¹⁴⁴⁷. Nitekim o dönemde, CCC 500/(c) gereği, varlıklara değer biçilmesinde, GAAP kapsamında izin verilenler hariç, gerçeğe uygun değerden ziyade tarihi maliyet (ilk alış maliyeti) dikkate alınmaktaydı¹⁴⁴⁸. CCC'deki bu yaklaşım oldukça eleştiri almış ve bunun sonucunda Kaliforniya Hükümeti tarafından 01.09.2011'de imzalanarak kabul edilen California Assembly Bill No. 571'de (Chapter 203), düzenleme daha liberal bir yaklaşımla ele alınarak değiştirilmiştir. İlgili değişikliğe (yeni CCC § 500/(c)) göre, varlıkların değerinin yükümlülüklerin toplamını aşıp aşmadığının belirlenmesinde, yönetim kurulu; 1- mevcut koşullar altında makul olan muhasebe uygulamaları ve ilkeleri temelinde hazırlanan finansal tabloları veya 2- gerçeğe uygun değerlendirme (*fair valuation*) yöntemini veya 3- makul olan herhangi bir başka yöntem kullanabilir. Bu düzenleme, MBCA § 6.40/d'deki anlayışı yansıtır.

Bir şirketin tedavülde imtiyazlı payları varsa, adi paylar için dağıtım sadece şu koşulların karşılanması durumunda yapılabilir: 1- kalan varlıklar en azından yükümlülüklerle ve buna ek olarak tasfiye payında tanınan imtiyazlara eşit olmalı ve 2- dağıtılmamış kârlar en azından önerilen dağıtıma ilaveten vadesi geçmiş borçlar içerisindeki birikmiş imtiyazlı kâr paylarına eşit olmalıdır¹⁴⁴⁹.

CCC § 506'da kendilerine hukuka aykırı yolla dağıtımda bulunulan kötüniyetli pay sahiplerinin hukuki sorumluluğu düzenlenmiştir. Bununla birlikte, CCC § 500 ve devamı kapsamındaki yükümlülüklerini ihlal eden yöneticilerin sorumluluğu doğacaktır.

¹⁴⁴⁴ Booth, s. 638.

¹⁴⁴⁵ Booth, s. 638.

¹⁴⁴⁶ IFRS gibi GAAP da şirketlerin finansal tablolarını hazırlarken uygulaması gereken ortak kabul görmüş bir dizi muhasebe ilkeleri, standartları ve prosedürleridir.

¹⁴⁴⁷ Booth, s. 637.

¹⁴⁴⁸ Booth, s. 639.

¹⁴⁴⁹ Booth, s. 639.

Şirketin kendi paylarını iktisabının düzenlendiği CCC § 500-511’de, bu işleme genel olarak izin verilmiştir¹⁴⁵⁰. Hukuka aykırı dağıtımlar için öngörülen kanuni sorumluluk hükümleri, şirketin hukuka aykırı biçimde kendi paylarını iktisabında da aynen uygulanacaktır¹⁴⁵¹.

CCC § 505’te, kâr dağıtımı veya şirketin kendi paylarını iktisabı konusunda, kanunda öngörülen sınırlamalar dışında, şirketin taraf olduğu sözleşmeler yoluyla ek sınırlamaların getirilebileceği belirtilmiştir.

3.2.8.2. Kanada

Kanada’da geleneksel esas sermaye ve itibarî değerli pay anlayışı terk edilmiştir. Canada Business Corporations Act 1985 (CBCA) § 24/1’de, payların itibarî değersiz olacağı açıkça belirtilmiştir.

Bu ülkede kâr dağıtımı kararı, yönetim kurulunun görevleri arasındadır. CBCA § 42 uyarınca, bir şirket şuna inanmak için makul sebepleri varsa, kâr dağıtımı beyan edemez veya ödeyemez: 1- Şirketin vadesi gelen borçlarını ödemeye gücü yetmiyorsa veya kâr payı ödemesi sonrası böyle bir duruma gelebilecekse (ödeme gücü testi); ya da 2- dağıtım sebebiyle, şirketin varlıklarının cari değeri, yükümlülüklerinin toplamından ve tüm pay sınıflarının taahhüt edilen sermayesinden¹⁴⁵² daha az olaksa (bilanço testi). Şirketin dağıtım yapabilmesi için bu iki testi de karşılaması gerekir. Yönetim kurulu bilançoyu değerlendirmek için uygun bir yol seçebilir¹⁴⁵³.

Bilanço testi gereği şirket, kural olarak, pay ihracından elde ettiği gelirleri dağıtamaz. Nitekim CBCA § 26/1 gereği, şirket taahhüt edilen sermaye hesabını (*stated capital account*) korumalı ve CBCA § 26/2 uyarınca, ihraç ettiği paylar için aldığı bedellerin tamamını taahhüt edilen sermayeye eklemelidir. Arm’s length olmayan işlemler bakımından bir istisna getirilmiştir. CBCA § 26/4’e tabi olarak, bir şirket arm’s length ölçütüne dayanmayan bir bedel mukabilinde pay ihraç ederse, pay karşılığında aldığı bedelin tamamını veya herhangi bir kısmını sınıf veya seri paylar için korunan taahhüt edilen sermaye hesabına ekleyebilir (CBCA § 26/3). Ayrıca, ikinci istisna olarak, pay için alınan bedelden daha yüksek miktar karşılığında pay ihraç edilmesiyle ilgili olarak, bir payın ihracı durumunda taahhüt edilen sermaye hesabına ekleme yapılamaz (CBCA § 26/4). Bu düzenleme, şirketin ihraç edilmiş

¹⁴⁵⁰ Kaliforniya hukukunda, kaldıraçlı devralma gibi işlemlerle doğrudan ilgili bir düzenleme bulunmamaktadır (KPMG, s. 198).

¹⁴⁵¹ KPMG, s. 194.

¹⁴⁵² Kanunda taahhüt edilen sermaye (*stated capital*) ile ifade edilmek istenen, genellikle şirketin pay ihracı karşılığında elde ettiği bedellerdir.

¹⁴⁵³ Santella/Turrini, s. 451.

pay karşılığında elde ettiği bedelden daha fazla miktarla taahhüt edilen sermaye hesabını artırmamasını yasaklar¹⁴⁵⁴.

Bir şirket kendi paylarını iktisap edebilir (CBCA § 34/1)¹⁴⁵⁵. Şirketin kendi paylarını iktisabının koşulları ile kâr dağıtım koşulları aynıdır (CBCA § 34/2). Buna karşın, CBCA § 30'da, şirketin kendi paylarını veya kontrol sahibi pay sahibi konumundaki şirketin paylarını elinde tutamayacağı ve bir şirketin bağlı ortaklıklarının o şirketin paylarını iktisap edemeyeceği düzenlenmiştir. Yasağa aykırı şekilde iktisap edilen paylar itfa edilebilirler veya kayıtlı (*authorized*)¹⁴⁵⁶, fakat çıkarılmamış (*unissued*) paylar sınıfına geri getirilebilirler (CBCA § 39/6).

3.2.8.3. Yeni Zelanda

New Zeland Companies Act 1993 (NZCA) b. 38/1 uyarınca, payların itibarî değeri olamaz. Bu durum, geri alınabilir pay ihraç edilebilmesine engel değildir (NZCA b. 38/2). Payların temsil ettiği sermayeden bahsedilemeyeceği için esas sermaye kuralı Yeni Zelanda'da geçerli değildir.

Yönetim kurulu, dağıtımdan hemen sonra şirketin ödeme gücü testini karşılayacağı konusunda makul gerekçelerle ikna olmuşsa, şirket istediği zaman, istediği miktarda ve uygun olduğunu düşündüğü herhangi bir pay sahibine dağıtım yapabilir (NZCA b. 52/1). Kanunda açıkça ödeme gücü testi tanımlanmış ve dağıtımların hukuka uygun biçimde gerçekleştirilebilmesi için iki ayaklı bir ödeme gücü testi öngörülmüştür (NZCA b. 4/1): 1- İşlerin normal seyri çerçevesinde, şirket borçlarının (*debts*) vadesi geldiğinde ödeyebilmeli ve 2- şirket varlıklarının değeri, şarta bağlı yükümlülükler (*liabilities*) de dâhil olmak üzere yükümlülüklerinin değerinden fazla olmalıdır. Ayrıca, dağıtım kararı lehine oy kullanan yöneticiler gerekçelerini ve dağıtımdan hemen sonra şirketin ödeme gücü testini karşılayacağını açıkladıkları bir belgeye (*solvency certificate*) imza atacaktırlar (NZCA b. 52/2).

Mahkeme içtihatlarında işlerin normal seyri içerisinde vadesi gelen borçların ödenebilmesi şartının karşılanmasının tespitinde, yerine getirilmesi gereken beş unsur belirlenmiştir¹⁴⁵⁷: Birincisi, yakın geçmiş ve özellikle şirketin son haftalardaki pozisyonu dikkate alınarak şu anda, şirketin borçlarını ödeme gücü tesis edilmelidir. İkincisi, ödenmemiş borçlar dikkate alınmalıdır. Üçüncüsü, hukuki anlamda yükümlülüklerinin vadesi gelmelidir.

¹⁴⁵⁴ Sproule, Warren/Yakimowski, Laurance, **Corporate Financing Issues**, Sask. for the Saskatchewan Legal Education Society Inc., seminar, Corporate Organization, April 1998, s. 2.

¹⁴⁵⁵ CBCA'da kaldırılmalı devralmalara uygulanabilir bir düzenleme bulunmamaktadır (**KPMG**, s. 214).

¹⁴⁵⁶ Kayıtlı pay (*authorized share*) şirketin kuruluş belgesinde ihraç etmeye yetkili olduğu gösterilen paylardır.

¹⁴⁵⁷ **KPMG**, s. 242.

Dördüncüsü, gayri nakdi varlıklardan nakit elde etme gücü konusunda önemli bir doğrudanlık unsuru varsa, gayri nakdi varlıklar hesaba katılabilir; gayri nakdi varlıklar dönüştürülürken vadesi gelen borçlar dikkate alınmalıdır. Son olarak, ödeme gücü testi objektif olmalıdır.

NZCA b. 52/4'te dağıtımlara ilişkin amaçlar doğrultusunda ödeme gücü testinde kullanılan borçlar (*debts*) ve yükümlülükler (*liabilities*) kavramları açıklanmıştır. Borçlar, dağıtımlardan öncelikli olan sabit imtiyazlı getirileri (*fixed preferential returns*) içerir (şirketin anayasasında, sabit imtiyazlı getirilerin yöneticilerin dağıtım yapma yetkisine tabi olarak düzenlendiği durumlar müstesnadır); ancak, yetkilendirme (*the authorisation*) nedeniyle ortaya çıkan borçları içermez (NZCA b. 52/4-a). Yükümlülükler, şirket dağıtımdan sonra Yeni Zelanda sicilinden çıkarılacak olsaydı, o zaman ya da daha erken geri satın alma durumunda pay sahiplerine geri ödenmesi gereken ödenebilir tüm sabit imtiyazlı miktarları (*fixed preferential amounts*) içerir (şirketin anayasasında, sabit imtiyazlı miktarların yöneticilerin dağıtım yapma yetkisine tabi olarak düzenlendiği durumlar müstesnadır); ancak, (a) fıkrasına tabi olarak, gelecekte ödenebilecek kâr dağıtımlarını içermez (NZCA b. 52/4-b).

Dağıtımlar konusundaki yükümlülükleriyle uyum sağlamayan yöneticiler için cezai sorumluluk öngörülmüştür (NZCA b. 52/5)¹⁴⁵⁸. Dağıtımdan hemen sonra şirket ödeme gücü testini karşılayamazsa yapılmış olan dağıtımlar pay sahiplerinden telafi edilebilir; meğerki, 1- pay sahibi iyiniyetle ve şirketin ödeme gücü testini karşılamadığını bilmeden dağıtım almış; ve 2- dağıtımın geçerliliğine güvenen pay sahibi, pay sahipliği pozisyonunda değişiklik yapmış; ve 3- tamamen ya da kısmen geri ödemenin istenmesi haksızlık olacak, olsun (NZCA b. 56/1). Dağıtıma ilişkin usulün takip edildiğinden emin olmak için makul adımları atmayan yöneticiler, pay sahiplerinden geri alınamayan hukuka aykırı dağıtım miktarı kadar kişisel olarak sorumludur (NZCA b. 56/2).

NZCA b. 4/2 uyarınca, şirketin varlıklarının değerinin şarta bağlı yükümlülükler de dâhil olmak üzere yükümlülüklerinin değerini aşp aşmadığını tespit ederken, yöneticiler; NZCA uyarınca hazırlanmış son finansal tabloları, şirketin muhasebe kayıtlarını, şirketin değerini ve şarta bağlı yükümlülükler de dâhil yükümlülüklerini etkileyen veya etkileyebilecek yöneticilerin bildiği veya bilmesi gereken tüm koşulları dikkate almalılardır. Yöneticiler, makul temellere dayandıkları sürece, ulusal muhasebe standartları dışında değerlendirme metodları benimseyebilirler¹⁴⁵⁹.

¹⁴⁵⁸ NZCA b. 52/5'te, NZCA b. 373/1'de düzenlenen para cezasına atıf yapılmıştır.

¹⁴⁵⁹ **Santella/Turrini**, s. 452.

NZCA'da, genel olarak şirketin kendi paylarını iktisabına izin verilmiştir¹⁴⁶⁰. Şirket dağıtımlara ilişkin NZCA b. 52 kapsamında öngörülen koşulları karşılamak kaydıyla kendi paylarını iktisap edebilir (NZCA b. 59/1). Ayrıca, bazı ek prosedürler de öngörülmüştür.

3.2.8.4. Avustralya

Australian Corporation Act 2001 (ACA) § 254C uyarınca, şirket paylarının itibarî değeri bulunmaz. Pay sermayesi (*share capital*) taahhüt edilmiş bir değere sahip değildir.

Avustralya'da kâr dağıtımının sadece şirket kârlarından yapılabileceği kabul edilir¹⁴⁶¹. ACA § 254T/1'de kâr dağıtımının koşulları düzenlenmiştir; ilgili üç koşula göre: 1- Şirketin varlıkları, kâr dağıtımını açıklanmadan hemen önce yükümlülüklerini aşmalı ve aşan fazlalık kâr ödemesi için yeterli olmalı; ve 2- kâr payı ödemesi, şirketin bütün pay sahipleri için adil ve makul olmalı; ve 3- kâr payı ödemesi, şirketin alacaklılarına ödeme yapma kabiliyetine maddi olarak zarar vermemelidir. Örnek olarak, kâr payı ödemesi sonucunda şirket ödemedен aciz duruma gelecekse, kâr payı ödemesi, şirketin alacaklılarına ödeme yapma kabiliyetine maddi olarak zarar verecektir (ACA § 254T/1 Note: 1). Ayrıca, şirket yöneticileri kâr dağıtımına karar verirken, ACA § 588G'de düzenlenen “ödemeden aciz durumdaki şirketin ticaretini engelleme görevi” (*director's duty to prevent insolvent trading by company*) göz önünde bulundurulmalıdır (ACA § 254T/1 Note: 2). Bu görev İngiliz hukukundaki haksız ticaret (*wrongful trading*)¹⁴⁶² kuralına benzer¹⁴⁶³.

Varlıklar ve yükümlülükler, kâr dağıtımının amaçları doğrultusunda, ilgili zamanda yürürlükte olan muhasebe standartlarına uygun olarak hesaplanacaktır (ACA § 254T/2). Yöneticiler, ödenebilir kârın miktarını, zamanını ve ödeme yöntemini belirleyebilir ve düzenleyebilirler (ACA § 254U/1). Ödeme yöntemleri arasında nakit ödeme, pay ihracı, opsiyonların verilmesi ve varlıkların devri sayılabilir (ACA § 254U/1). Faiz temettü üzerinden ödenemez (ACA § 254U/2).

Dağıtımlar için mahkeme içtihatlarıyla geliştirilen unsurların da dikkate alınması gerekir¹⁴⁶⁴: 1- Kâr dağıtımı sonucunda şirket borçlarını ödeyemeyecek duruma geliyorsa, kâr ödemesi yapılmamalıdır; ve 2- cari ciro kârları (*current revenue profits*), önceki dönemlerin

¹⁴⁶⁰ NZCA b. 76-81'de şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişiye finansal yardımda bulunması düzenlenmiştir. Finansal yardım tüm pay sahiplerinin rızası, ödeme gücü testinin karşılanması, pay sahipleri fonunun % 5'ini aşmaması, şirketin menfaatine uygun olması ve içinde bulunulan şartlar altında makul ve adil olması gereklilikleri gibi belirli koşullara bağlanmıştır.

¹⁴⁶¹ Santella/Turrini, s. 452; KPMG, s. 222.

¹⁴⁶² Bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

¹⁴⁶³ İngiliz “wrongful trading” kuralıyla Avustralya'nın “insolvent trading” kuralları arasında karşılaştırma için bkz. Keay, Andrew/Murray, Michael, “Making Company Directors Liable: A Comparative Analysis of Wrongful Trading in the United Kingdom and Insolvent Trading in Australia”, *Int. Insolv. Rev.*, Wiley InterScience, Vol. 14, (2005), pp. 27-55.

¹⁴⁶⁴ KPMG, s. 222.

ciro kayıpları (*revenue losses*) iyileştirilmeden dağıtılabilir; ve 3- dağıtılmayan kârlar, sonraki yıllarda dağıtılacak kâr olarak kalırlar. Ancak, bir şirket kâr elde etmesine rağmen, özkaynaklarında açık varsa kâr payı ödemesi yapamayacaktır¹⁴⁶⁵.

Bazı istisnalar haricinde, şirket kendi paylarını iktisap edemez (ACA § 259A)¹⁴⁶⁶. Bu istisnalar şunlardır: 1- ACA § 257A uyarınca, şirket kendi paylarını satın alabilir. ACA § 257A'da satın alma işlemi maddi olarak alacaklılara zarar vermemek başta olmak üzere bazı koşullara tabi tutulmuştur. 2- Şirket tamamen ödenmiş paylar içerisindeki menfaati elde ederken, bu kendi payı veya kontrol ettiği bir işletmenin payı karşılığında herhangi bir bedel ödememişse iktisap hukuka uygundur. 3- Mahkeme kararıyla şirket kendi paylarını iktisap edebilir. 4- ACA § 259B/2 ve 259B/3 kapsamındaki koşulların karşılanması hâlinde şirket kendi paylarını iktisap edebilir. Bu kurallara aykırılık hâlinde, ACA § 259F/3'te öngörülen cezai yaptırım uygulanacaktır.

3.2.8.5. Çalışma Grubu Önerileri

Esas sermaye sistemine ve bu kapsamda sermayenin korunması ilkesine yöneltilen eleştiriler, beraberinde alternatif dağıtım sistemi önerileri de getirmiştir. Sırasıyla 2002'de High Level Grubu, 2004'te Rickford Grubu, 2005'te Hollanda Grubu, 2006'da Lutter Grubu ve 2007'de FEE tarafından bulunulan öneriler ana hatları itibarıyla incelenecektir. 2006 yılında Avrupa Komisyonu tarafından İkinci Yönerge'de düzenlenen sermayenin korunması ilkesinin alternatiflerinin fizibilitesini araştırmakla görevlendirilen KPMG ise, IFRS + ödeme gücüne dayalı bir testin dağıtımlar için kullanılabileceğini ifade etmiş¹⁴⁶⁷; ancak, çalışmasında herhangi bir öneride bulunmamıştır¹⁴⁶⁸.

3.2.8.5.1. High Level Grubu

High Level Grubu'na göre, esas sermaye şirket malvarlığı içerisinde küçük bir bölüm oluşturmakta ve bu sebeple alacaklılara küçük bir koruma sağlamakta; buna karşın, şirket, borç ödeme gücüne bakılmaksızın malvarlığı unsurlarını pay sahiplerine dağıtma konusunda

¹⁴⁶⁵ Manning/Hanks, s. 216.

¹⁴⁶⁶ ACA § 260A-260D hükümlerinde şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişiye finansal yardımda bulunması düzenlenmiştir. ACA § 260A uyarınca, bir şirket: 1- Finansal yardımda bulunmak şirketin ve pay sahiplerinin menfaatlerine veya alacaklılarına ödeme yapabilmesi gücüne zarar vermiyorsa, 2- ACA § 260B hükmü altında, finansal yardım pay sahipleri tarafından onaylanmışsa, 3- finansal yardım ACA § 260C hükmünde muaf tutulmuşsa şirket kendi paylarının veya hâkim şirketin paylarının iktisabı için bir kişiye finansal yardımda bulunabilir. Düzenlemeye aykırılık hâlinde, kötüniyetli kişiye ACA § 260D/3'te düzenlenen cezai yaptırım uygulanır.

¹⁴⁶⁷ www.kpmg.de/Presse/6380.htm (Erişim Tarihi: 12.01.2019).

¹⁴⁶⁸ 2008 yılında yayınlanan ilgili çalışma için bkz. dn. 233. Tezin muhtelif yerlerinde bu çalışmadan yararlanılmıştır.

geniş bir özgürlüğe sahip olmaktadır¹⁴⁶⁹. Gruba göre, herhangi bir kâr ödemesi veya şirketin kendi paylarını iktisabı ve sermayenin azaltılması da dâhil olmak üzere diğer dağıtımların hepsinde geçerli olacak uygun bir ödeme gücü testi yapılması gerekir¹⁴⁷⁰. Grubun önerdiği alternatif dağıtım sistemine göre, dağıtımlar yapılmadan önce en az iki test gerçekleştirilmelidir¹⁴⁷¹: 1- Bilanço testi veya net malvarlığı testi: Bu teste göre, önerilen kâr ödemesi veya dağıtımından sonra şirketin varlıkları -öz kaynaklar (*shareholders' equity*) hariç- yükümlülükleri tamamen karşılamalı veya aşmalıdır. Bu testte uygulanan değerlendirme yöntemi -işletmenin devamlılığı ve tasfiye gibi- şirketin içerisinde bulunduğu duruma uygun olmalıdır. 2- Likidite testi veya cari varlıklar/cari yükümlülükler testi: Bu teste göre, bir şirket, örneğin dağıtımdan sonraki on iki aylık periyod içerisinde, vadesi gelecek olan yükümlülüklerini karşılayabilmek için yeterli likit varlıklara (= kolaylıkla paraya çevrilebilen varlıklar) sahip olmalıdır.

Raporda, anılan iki testin ve kullanılacak değerlendirme yöntemlerinin geliştirilmesi için daha fazla çalışma yapılması gerektiğine dikkat çekilmiştir¹⁴⁷². Grup, ayrıca, belirli bir “ödeme gücü fazlalığı” (*solvency margin*) ve işletmenin devamlılığı kavramıyla uyumluluk gerektirmek suretiyle iki testi güçlendirmeyi düşünmektedir¹⁴⁷³. Böyle bir fazlalık (*margin*), önerilen dağıtımdan sonra varlıkların belirli bir fazlalıkla yükümlülükleri aşmasını ve / veya dağıtımdan sonra dönen varlıkların (*current assets*) belirli bir fazlalıkla kısa vadeli borçları (*current liabilities*) aşmasını sağlayacaktır¹⁴⁷⁴. Raporda, bu fazlalığa ilişkin herkese uyacak tek bir kalıp (*one size fits all*) yaklaşımını eleştiren görüşlere dikkat çekilmiş; buna karşın, bu yaklaşımın yedek akçeleri, esas sermayenin olmadığı bir sistemin bünyesine katmak için uygun bir mekanizma sunabileceği belirtilmiştir¹⁴⁷⁵. Böylece, net malvarlığı testi ek bir ödeme gücü fazlalılığıyla güçlendirildiğinden, yedek akçeler tarafından gerçekleştirilen işlevler mevcut sistemden daha etkili olacaktır¹⁴⁷⁶.

Şirket yöneticileri, önerilen dağıtımın ödeme gücü testini karşıladığını açıkça onayladıkları bir ödeme gücü belgesi (*solvency certificate*) düzenlemelilerdir¹⁴⁷⁷. Şirketin denetlenmiş hesapları, önerilen dağıtımın ödeme gücü testini karşılamadığına işaret ederse, yöneticilerin ödeme gücü belgesi düzenlemesine izin verilmemelidir¹⁴⁷⁸. Ödeme gücü

¹⁴⁶⁹ The High Level Group of Company Law Experts, s. 87.

¹⁴⁷⁰ The High Level Group of Company Law Experts, s. 87.

¹⁴⁷¹ The High Level Group of Company Law Experts, s. 87, 88.

¹⁴⁷² The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

¹⁴⁷³ The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

¹⁴⁷⁴ The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

¹⁴⁷⁵ The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

¹⁴⁷⁶ The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

¹⁴⁷⁷ The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

¹⁴⁷⁸ The High Level Group of Company Law Experts, s. 88.

belgesinin doğruluğu konusundaki yaptırımlar açısından, yöneticilere kişisel sorumluluk öngörülmalıdır¹⁴⁷⁹.

Grup, SLIM Grubu'nun önerdiği gibi¹⁴⁸⁰, şirketin kendi paylarını iktisabının dağıtımını mümkün olan yedek akçelerle sınırlandırılmasını önermiştir¹⁴⁸¹. Böylece, şirket dağıtılabilir tüm malvarlığı unsurlarını, kendi paylarını iktisap etme amacıyla kullanabilecektir. Diğer taraftan, grup, piyasa manipülasyonu riskine dikkat çekmiş ve bu konuda ilgili AB yönergesinin¹⁴⁸² güvenli bir liman sağladığından bahsetmiştir¹⁴⁸³. Ancak, bu yönergenin İkinci Yönerge'deki düzenlemelerden daha sert düzenlemeler gerektireceği ve borsaya kote olmayan şirketlerde daha esnek bir yapıya ihtiyaç olduğuna temas edilmiştir¹⁴⁸⁴. Bu öneriyle uyumlu biçimde, dağıtımını mümkün olan yedek akçeler kapsamında, şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişiye finansal yardımda bulunması önerilmiştir. Grup, şirketin olağan işleri çerçevesinde verilen finansal yardımlara ilişkin İkinci Yönerge m. 23/2¹⁴⁸⁵ saklı kalmak kaydıyla, finansal yardım için genel kurul şartının korunmasından yanadır¹⁴⁸⁶. Öneride, dağıtılabilir yedek akçelerin finansal yardımın sınırı olması kaydıyla, genel kurulun azamî süreler kapsamında (örneğin, 5 yıl) finansal yardım için yönetim kurulunu yetkilendirmesine izin verilmesine olumlu yaklaşmıştır¹⁴⁸⁷. Bu olanağa izin verilmesi hâlinde, bu konuya ilişkin kamuyu aydınlatmada bulunulması gerektiği ifade edilmiştir¹⁴⁸⁸.

¹⁴⁷⁹ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 88.

¹⁴⁸⁰ SLIM Grubu, şirketin kendi paylarını iktisabının, dağıtılabilir net malvarlığı miktarıyla sınırlı olmasını önermektedir. Şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin olarak belirli bir kota uygulama konusunda AB'ye üye ülkelerin özgür bırakılmaları gerektiğini ifade eden grup, şirketin kendi paylarını piyasa fiyatı (*market price*) üzerinden iktisap etmesi gerektiği düşüncesindedir. Grup, ayrıca, finansal yardım yasağının, ya dağıtılabilir net malvarlığı miktarıyla sınırlandırılması ya da yeni çıkarılmış payların taahhüdü yoluyla kullanışlı bir asgarî miktara indirilmesi taraftarıdır (Bkz. Commission Of The European Communities, **Report From The Commission, Results Of The Fourth Phase Of Slim**, Brussels, 04.02.2000 COM(2000) 56 final, s. 13 paragraf 2.4 ve 2.5).

¹⁴⁸¹ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 84, 85.

¹⁴⁸² Piyasa manipülasyonu konusundaki cezai yaptırımlara ilişkin 2014/57 sayılı AB Yönergesi'nde içeriden öğrenenlerin ticareti (*insider dealing*), hukuka aykırı kamuyu aydınlatma ve piyasa manipülasyonu gibi meselelerden doğabilecek yaptırımlar düzenlenmiştir.

¹⁴⁸³ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 85.

¹⁴⁸⁴ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 85.

¹⁴⁸⁵ Bu düzenleme 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 64/6'ya aktarılarak korunmuştur. Anılan düzenlemede, olağan işleri çerçevesinde bankalar ve diğer finans kuruluşları tarafından yapılan işlemlere ya da şirketin çalışanları veya bir bağlı şirketin çalışanları tarafından veya bu kimseler için pay iktisabı amacıyla yapılan işlemlere finansal yardıma ilişkin anılan yönerge m. 64/1-5 kapsamında öngörülen koşulların uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. Bunun sonucu olarak, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 64/6'da düzenlenen istisna kapsamındaki finansal yardımda genel kurul şartı aranmamaktadır.

¹⁴⁸⁶ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 85.

¹⁴⁸⁷ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 85.

¹⁴⁸⁸ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 85.

3.2.8.5.2. Rickford Grubu

Dağıtımlar için Rickford Grubu¹⁴⁸⁹, yöneticilerin, şirketin yıllık raporlarını ve hesaplarını dikkate alarak gerçekleştirecekleri, iki bölümlü ödeme gücü testine dayanan bir sistem önermiştir¹⁴⁹⁰: 1- Dağıtımlardan sonra şirket -öngörülebilir gelecekteki borçları da hesaba katılarak- borçlarını ödemeye devam edebilmelidir. Bu sebeple dağıtım yapılabilmesi için, işlerin normal seyri çerçevesinde makul derecede öngörülebilir olan gelecekteki olasılıklar hesaba katıldığında, şirketin yükümlülüklerini yerine getirebilmesi makul bir beklenti olmalıdır¹⁴⁹¹. Böylece, ödeme gücü testi, şirketin yaşama kabiliyeti hakkında kesin olmayan bir teminat sağlamaktadır¹⁴⁹². 2- Şirket, işletmenin devamlılığı bağlamında, dağıtımları takip eden bir yıl içerisinde vadesi gelecek olan yükümlülüklerini karşılayabilmek için yeterli kaynağa sahip olmalıdır. Bu, gelecek ticari dönemin olağan beklentileri karşısında ticari amaçların katı tahminine ve mevcut kaynaklara dayalı sıkı bir likitide güvencesi sağlar¹⁴⁹³. Burada tüm mevcut yükümlülükler (şarta bağlı ve muhtemel olanlar dâhil) ve dönem içerisinde vadesi gelerek para ödenmesi zorunluluğu doğurması beklenen diğer yükümlülükler dikkate alınmalıdır¹⁴⁹⁴.

SCHÖN, ödeme gücü testinin uzun vadeli yükümlülükler açısından güvenilir bir koruyucu araç sağladığından emin olmadığını belirtir¹⁴⁹⁵. Yazar, ödeme gücüne dayalı testte şirketin mevcut varlıklarının mevcut yükümlülüklerini karşılayıp karşılamadığına bakılmadığı; ancak, hukuken tahakkuk eden mevcut borçların şirketin gelecekteki faaliyetlerine bağlı olarak tahakkuk edecek kârlar ve varlıklarla karşılanacağına varsayımlarına hususunda yöneticilere takdir yetkisi tanıdığı düşüncesiyle Rickford Grubu'nun önerisini eleştirir¹⁴⁹⁶. Yazara göre, çalışanların emeklilik haklarından doğacak olan yükümlülükler gibi şirketin uzun vadeli yükümlülükleri ödeme gücü testlerinde dikkate alınmadığından dolayı bu tip alacaklılara asgarî koruma sağlamak için bilanço testi korunmalıdır¹⁴⁹⁷. Buna karşın, Rickford Grubu bilanço testini dikkate almakla birlikte, tek başına ödeme gücüne dayalı testin dağıtımlar için yeterli olduğu görüşündedir¹⁴⁹⁸. Yazar, net

¹⁴⁸⁹ Bu çalışmada Rickford Grubu'nun hazırlamış olduğu çalışma "**Rickford**, Reforming Capital" olarak kısaltılmıştır. Çalışma grubunun başkanlığını Jonathan Rickford yürüttüğü için bu çalışmaya "Rickford Grubu" yollamasıyla atıfta bulunulmuştur.

¹⁴⁹⁰ **Rickford**, Reforming Capital, s. 921.

¹⁴⁹¹ **Rickford**, Reforming Capital, s. 979.

¹⁴⁹² **Rickford**, Reforming Capital, s. 979.

¹⁴⁹³ **Rickford**, Reforming Capital, s. 980.

¹⁴⁹⁴ **Rickford**, Reforming Capital, s. 980.

¹⁴⁹⁵ **Schön**, Solvency Tests, s. 190.

¹⁴⁹⁶ **Schön**, Solvency Tests, s. 190.

¹⁴⁹⁷ **Schön**, Solvency Tests, s. 190, 191.

¹⁴⁹⁸ **Rickford**, Reforming Capital, s. 921 vd.. AB dışı ülkelerde ödeme gücü testi tek başına yeterli görülmemekte, bilanço testi gibi ilave testler de uygulanmaktadır. Dolayısıyla ödeme gücüne dayalı testlerin tek başına yeterli görülmesi haricinde, bütünlüyci parça olarak ele alınmaları da mümkündür.

malvarlığı (bilanço) testinin sağlıklı sonuçlar vermediğini ifade etmiştir¹⁴⁹⁹. Rickford Grubu'na göre¹⁵⁰⁰, bilanço testi uyarınca, mevcut varlıklar mevcut borçları karşılamıyor olsa bile, yönetim kurulu haklı gerekçelerini belirtmek kaydıyla dağıtım karar verebilir.

Ayrıca, dağıtım yapılabilmesi için yönetim kurulu, bir bütün olarak şirketin hesaplarını dikkate almak suretiyle ödeme gücü belgesi (*certification of solvency*) hazırlamalı ve kamuya ilan etmek üzere yayınlamalıdır¹⁵⁰¹. Şirket hesaplarının dikkate alınması şartı, bilançoda net malvarlığında açık bulunmasına rağmen yöneticilerin şirketin ödeme gücüne sahip olduğunu beyan etmeleri durumunda bu beyanın gerekçelerinin ortaya konulmasını gerektirecektir¹⁵⁰². Böylece, ödeme gücü testi içerisinde uzun vadeli yükümlülüklerin dikkate alınması teminat altına alınmaktadır.

Hukuka aykırı dağıtımlarda pay sahiplerinin sorumluluğundan bahis açılabilmesi için kusurun varlığı şarttır¹⁵⁰³. Ödeme gücü belgesinin hiç ya da gereği gibi hazırlanmamasında da hukuki sorumluluk kusura dayandırılmalıdır¹⁵⁰⁴. Ayrıca, kusurlu yönetici için cezai sorumluluk ve yetkisinin elinden alınması yaptırımını öngörülmelidir¹⁵⁰⁵. Kusur sorumluluğunun kapsamı, yöneticilerin özen, beceri ve dikkat yükümlülükleri altında mütalaa edilmelidir¹⁵⁰⁶.

¹⁴⁹⁹ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980. Rickford Grubu iki sebepten ötürü, ilave bir net malvarlığı testi yapılmasından yana olmadıklarını belirtir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980). Birincisi, bu test yapılacaksa ve eğer gerçek değer dikkate alınacaksa, böyle bir test katı bir şekilde şirket hesaplarına bağlı olamaz; testin etkisi, özünde ödeme gücü bakış açısından biraz farklıdır (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980). İkincisi, bu tür testler, yanlış sonuçlara yol açabilecek bir yaklaşım olan bilanço net malvarlığı değerinin hesaplanmasının yalın mekanik uygulamaları olarak ele alınma eğilimindedir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980). Nitekim bu test, tarihsel bilanço bilgisiyle olan bağlantısı nedeniyle esnek ve ödeme gücüyle düzgün bir şekilde ilintili değildir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975). Bu sebeple, yanlış çıkarımlar üretmeye elverişlidir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975). Bir şirketin bilançosundaki fazlalık, bu şirketin, bu miktarı ihtiyatlı bir şekilde dağıtabileceği anlamına gelmeyebilir; zira bu miktar ihtiyatla dağıtılabilecek azamî tutardan fazla olabilir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975). Ham bilanço testini bu tür mekanik olarak uygulamanın sonucu olarak; bir şirketin varlıklarının ve yükümlülüklerinin niteliği, bunların zaman içerisindeki oynaklıkları (*volatility*) ve bağları ve şirket performansının niteliği doğru şekilde hesaba katılamamaktadır (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975). Örneğin, uzun vadeli borçlar, şirketin konumuna göre gerçekçi bir oranda iskonto edilmeli ve modern ekonomik koşullarda zaman içerisinde genellikle büyük bir nakit akışı kaynağı olan maddi olmayan duran varlıklar buna göre değerlendirilmelidir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975). Bilanço yükümlülükleri dışında, şarta bağlı yükümlülüklerin ve gerileyen piyasaların veya sipariş defterleri gibi diğer risklerin uygun şekilde değerlendirilmesi gerekir (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975). Net malvarlığı testleri, gerçek finansal durumun bu ileriye dönük göstergelerini uygun şekilde kapsama almaz (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975).

¹⁵⁰⁰ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 975, 976.

¹⁵⁰¹ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 972 vd.. Rickford Grubu ödeme gücü belgesinin (*certification of solvency*) Yeni Zelanda'da uygulanmakta olduğuna dikkat çekmiş ve bu belgenin denetçi incelemesinden geçmediğini belirtmiştir. Ayrıca, grup, UK Company Law Review'e yollamada bulunarak, ödeme gücü ve işletmenin devamlılığı hakkındaki kararın, iş adamı kararı kapsamı içerisinde kaldığına işaret etmiştir. Gruba göre, tartışılır şekilde göreceli olarak küçük bir yarar için denetim öngörülmesi ek maliyete ve gecikmeye yol açabilecek ve bu durum denetime tabi olmayan küçük şirketler için hemen hemen kesinlikle kabul edilemez bulunacaktır (**Rickford**, *Reforming Capital*, s. 974).

¹⁵⁰² **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980.

¹⁵⁰³ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 981.

¹⁵⁰⁴ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980.

¹⁵⁰⁵ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980.

¹⁵⁰⁶ **Rickford**, *Reforming Capital*, s. 980.

Öneride, SLIM Grubu'nun, şirketin kendi paylarını iktisabı konusundaki % 10'luk oransal sınırın esnetilmesine ve dağıtılabılır kârlar arasından ödeme yapıldıkça bu tür işlemlere izin verilmesine ilişkin önerisine dikkat çekilmiştir¹⁵⁰⁷. Rickford Grubu, keyfiyete dayalı olarak belirlenen bu sınırla alacaklıların korunması arasında makul bir bağ olmadığını ifade etmiştir¹⁵⁰⁸. Ancak, bu sınırın ilk olarak, şirketlerin olası piyasa manipülasyonlarını sınırlandırma amacıyla kullanıldığı belirtilmiştir¹⁵⁰⁹. Rickford Grubu, bu sınıra ilişkin hükmün piyasa manipülasyonunu sınırlandırmada hâlâ kullanışlı bir araç olarak görüldüğünden bahsetmiştir¹⁵¹⁰. The Winter Grubu'nun kabul ettiği gibi, bu sınırın tüm halka açık şirketlerde değil, sadece borsaya kote şirketlerde geçerli olmasını uygun bulan Rickford Grubu, piyasa manipülasyonu ve kötüye kullanım hakkındaki kuralların bu amaca uygun hâle getirilmiş finansal hizmetler düzenlemesiyle birlikte ele alınmasının en iyi çözüm olacağı düşüncesindedir¹⁵¹¹. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisabı da bir tür dağıtım olduğu için bu işlem de ödeme gücü testi yapılmasını gerektirir¹⁵¹².

3.2.8.5.3. Hollanda Grubu

J. N. Schutte-Veenstra başkanlığındaki Hollandalı bir çalışma grubunun sermayenin korunması ilkesine alternatif olarak sundukları öneride¹⁵¹³; dağıtımlar için iki aşamalı test öngörülmüştür¹⁵¹⁴: 1- Likidite testi (*liquidity test*). Bu test, faaliyetlerine devam ettiği varsayılan şirketin, dağıtım yapıldıktan sonra işlerin olağan akışı çerçevesinde gelecek dönemde (örneğin, on iki ay) vadesi gelecek olan borçlarını karşılayabilmesi için yeterli miktarda nakit varlığa sahip olup olmadığını ölçmektedir¹⁵¹⁵. Likidite testi, nakit akışı testi ile sınırlı değildir¹⁵¹⁶. Şirketin faaliyetleri, varlıkları, yükümlülükleri, nakit parası, varlık satışı veya borçlanma ile sağlanan para ve şirketin sermaye artırma kabiliyeti dâhil olmak üzere tüm finansal durumu gözden geçirilir¹⁵¹⁷. Bazı durumlarda, nakit akışı testi ve bilanço testi bağlantılı olabilir¹⁵¹⁸. 2- Bilanço testi veya net malvarlığı testi (*balance sheet test or net assets test*). Bu test ise, dağıtım yapıldıktan sonra şirketin varlıklarının en azından borçlarına ve

¹⁵⁰⁷ Rickford, Reforming Capital, s. 942.

¹⁵⁰⁸ Rickford, Reforming Capital, s. 942.

¹⁵⁰⁹ Rickford, Reforming Capital, s. 942.

¹⁵¹⁰ Rickford, Reforming Capital, s. 942.

¹⁵¹¹ Rickford, Reforming Capital, s. 942.

¹⁵¹² Öneride, ödeme gücü testinin finansal yardımlara ilişkin işlemlerde kullanılmasının gerekli olup olmadığına ilişkin açık bir ifade yoktur.

¹⁵¹³ Boschma, H. E./Lennarts, M. L./Schutte-Veenstra J. N., **Alternative systems for capital protection**, Institute for Company Law, Groningen, Final report dated 18 August 2005.

¹⁵¹⁴ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69-73.

¹⁵¹⁵ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69.

¹⁵¹⁶ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69.

¹⁵¹⁷ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69.

¹⁵¹⁸ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69.

yedek akçelerine (ayrılan karşılıklar) eşit olup olmadığını ölçmektedir¹⁵¹⁹. Sadece fazlalıklar (surplus) dağıtılabılır¹⁵²⁰. İkinci Yönerge’de dağıtımlar için öngörülen “geliştirilmiş bilanço testi” (*enhanced balance sheet test*) reddedilmiştir¹⁵²¹. Zira yönerge kapsamında düzenlenen, dağıtımlardan sonra şirketin net malvarlığının esas sermayeyi aşması gerektiğine ilişkin koşul kabul edilmemiştir¹⁵²². Grup bu test yerine, yalın bilanço testi (*simple balance sheet test*) önermektedir¹⁵²³. Böylece, dağıtımlardan sonra şirketin net malvarlığının belirli bir tutarı aşması gerekmemektedir. Başka bir ifadeyle, dağıtımlardan sonra şirketin net malvarlığının negatif olmaması yeterlidir¹⁵²⁴. Bu testin karşılanıp karşılanmadığı yıllık hesaplardaki bilgilere dayanarak ve bunların içerdiği tüm belirsizlikler göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir¹⁵²⁵.

Hangi muhasebe ilkelerinin benimsenmesinin uygun olacağı ve bu kapsamda özellikle varlıklara ve borçlara değer biçilmesinde tarihi maliyetin (ilk iktisap değeri) mi yoksa gerçeğe uygun değer mi esas alınacağı tartışılmıştır¹⁵²⁶. Ayrıca değerlendirme yapılırken işletmenin devamlılığı esasının dikkate alınmasının gerekip gerekmediği de değerlendirilmiştir¹⁵²⁷. Bu sorunlu alanlara ilişkin grubun önerisine göre, dağıtım kararının verilmesi gerektiği anda, şirket yürürlükte bulunan kurallar çerçevesinde izin verilen muhasebe yöntemlerini uygulamalıdır¹⁵²⁸. Şirket, hukuka uygun olan muhasebe tekniğini seçmekte serbest olmalıdır; bunun sonucu olarak, hem farklı şirket türleri hem de aynı şirket türleri için farklı standartlar uygulanabilir¹⁵²⁹.

Dağıtımlar için önerilen, likitide testiyle basit bilanço testinin, şirketin kendi paylarını iktisabı için de kullanılması teklif edilmektedir¹⁵³⁰. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin sınırlamanın yüzde elliye çekilmesi veya tamamen kaldırılması önerilmektedir¹⁵³¹. Buna karşın, MBCA ve Delaware’nin aksine, İkinci Yönerge’de şirketin kendi paylarını iktisabı için öngörülen yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki yetki dağılımının korunması gerektiği ifade edilmiştir¹⁵³². Buna karşın, şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişiye finansal yardımda bulunmasının, diğer ticari işlerden farklı olmadığı iddia edilerek, yönetim

¹⁵¹⁹ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69.

¹⁵²⁰ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 69.

¹⁵²¹ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 70.

¹⁵²² Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 70.

¹⁵²³ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 70.

¹⁵²⁴ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 70.

¹⁵²⁵ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 70.

¹⁵²⁶ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 71.

¹⁵²⁷ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 71.

¹⁵²⁸ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 71.

¹⁵²⁹ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 71.

¹⁵³⁰ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 72.

¹⁵³¹ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 72.

¹⁵³² Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 72.

kurulunun yetkisi içerisinde değerlendirilmesi gerektiği belirtilmiştir¹⁵³³. Gruba göre, diğer tüm ticari işlerde olduğu gibi finansal yardımda da yönetim kurulu görevini gereklerine uygun olarak yerine getirmese, bu durum sorumluluğunu doğuracaktır¹⁵³⁴. Bu sebeple, grup, finansal yardıma ilişkin ayrı bir kuralın bulunmaması ve mevcut olanın da yürürlükten kaldırılması gerektiğini ileri sürmüştür¹⁵³⁵.

3.2.8.5.4. Lutter Grubu

Lutter Grubu'nun¹⁵³⁶ önerisini Bernhard Pellens ve Thorsten Sellhorn kaleme almıştır¹⁵³⁷. Grup, IFRS'nin gerçeğe uygun değer muhasebesine olan eğilimiyle birlikte yalnızca yatırımcı odaklı ve bilgi verme merkezli olduğu, bu sebeplerle “gerçekleşmemiş” kârların dağıtımına yol açabileceği ve dağıtılabilir kârın hesaplanmasında yetersiz bir zemin sağladığı yönündeki eleştirileri dikkate almıştır¹⁵³⁸. Nitekim Handelsgesetzbuch'a (HGB) dayalı muhasebeye göre IFRS'nin daha esnek bir ihtiyatlılık kavramı anlayışı üzerine kurulu olduğu ifade edilir¹⁵³⁹. Bunun sebebi olarak IFRS Kavramsal Çerçeve gösterilir¹⁵⁴⁰. Adı geçen çerçevede sermayeleştirilebilir (*capitalisation*) varlıkların (*assets*) HGB'deki karşılığından çok daha geniş olduğu ve iddiaya göre, diğer bazı özel tanıma ve ölçüm kurallarının sonucu olarak, *ceteris paribus*, IFRS'de gelir ve özkaynakların sistematik olarak HGB'deki eşdeğerlerinden daha yüksek olduğu belirtilir¹⁵⁴¹.

Öneriye göre, dağıtım özellikle kâr dağıtımını ve şirketin kendi paylarını iktisabı gibi pay sahiplerine yapılan doğrudan veya dolaylı herhangi bir varlık devri anlamına gelir¹⁵⁴². Dağıtımlar kümülatif olarak yerine getirilmesi gereken iki koşula bağlıdır¹⁵⁴³. Birincisi, şirketin IFRS'ye dayanan hesaplarında yeterli miktarda dağıtılabilir özkaynak bulunması gerekir¹⁵⁴⁴. Bu noktada, öneride, şirketin konsolide edilmiş şirketler grubunun bir parçası olması durumunda, muhasebe temelli sermayenin korunmasının, IFRS'ye dayalı bireysel finansal tablolardan ziyade tercihen konsolide tablolar temelinde ölçülebileceğine ilişkin

¹⁵³³ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 73.

¹⁵³⁴ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 73.

¹⁵³⁵ Boschma/Lennarts/Schutte-Veenstra, s. 73.

¹⁵³⁶ Profesör Marcus Lutter'in editörlüğünde gerçekleştirilen “Legal Capital in Europe” adlı çalışma, Lutter Grubu'nun ortak çalışması olarak anılmaktadır.

¹⁵³⁷ Bkz. Pellens/Sellhorn.

¹⁵³⁸ Pellens/Sellhorn, s. 372.

¹⁵³⁹ Pellens/Sellhorn, s. 372.

¹⁵⁴⁰ Pellens/Sellhorn, s. 372.

¹⁵⁴¹ Pellens/Sellhorn, s. 372.

¹⁵⁴² Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁴³ Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁴⁴ Pellens/Sellhorn, s. 392. SANTELLA/TURRINI bu testi geliştirilmiş bilanço testi (*enhanced balance sheet test*) olarak ifade etmiştir (Santella/Turrini, s. 456).

görüşlere dikkat çekilmiştir¹⁵⁴⁵. İkincisi, bir mali bütçe içerisinde özetlenmiş güncel bilgilere ve uzun dönem sermaye bütçesine (*capital budget*) dayanarak gerçekleştirilecek bir ödeme gücü testi, amaçlanan dağıtımın, son derece yüksek olasılıkla, şirketin gelecek iki yıl içerisinde vadesi gelecek olan yükümlülüklerini yerine getirmek için yeterli kaynakla bırakacağını belgelemelidir¹⁵⁴⁶. Ödeme gücü testinin, şirketin varlığını tehlikeye sokma potansiyeli olan bu iki yılın ötesindeki riskleri belirtmesi gerekmez¹⁵⁴⁷. Grup şirket içerisindeki işlemleri dikkate alan ödeme gücü testi, yönetim tarafından yapılır, belgelenir ve şirketin denetçisi tarafından denetlenir¹⁵⁴⁸.

Önerilen bu sistemde, alacaklıları koruma perspektifi üç sütuna dayandırılmaktadır¹⁵⁴⁹. İlk olarak, muhasebe temelli sermayenin korunması ve dağıtım kuralları HGB hesaplarından ziyade IFRS hesaplarına dayanmakla birlikte ana bir yapı olarak kalacaktır. İkinci olarak, bir şirketin likiditesini tehlikeye sokan dağıtımları önlemek için ek bir yapı taşı olarak likidite odaklı, ileriye dönük bir ödeme gücü testi oluşturulacaktır¹⁵⁵⁰. Üçüncüsü, IFRS'ye dayalı finansal raporlama, alacaklıların ve borçluların daha iyi bilgilendirilmesine katkıda bulunan finansal tablolarla bu kişilerin kendi yararlarına daha etkili kararlar vermesini sağlayarak, alacaklıların korunmasını artıracaktır¹⁵⁵¹.

Grup, Rickford Grubu'nun önerisine kıyasla kendi önerilerinin alacaklıların korunmasını artıracığını; tek başına ödeme gücü testinin, bilanço merkezli iflas risklerini gidermeyeceğini belirtmiştir¹⁵⁵².

Diğer taraftan, önerilen model, IFRS uyarınca finansal raporlamada bulunan şirketlere bir seçenek olarak tasarlanmıştır¹⁵⁵³. Modele göre, bir şirket, bu yeni sistemi uygulamaya karar verirse, HGB'ye dayalı finansal raporlamada bulunması gerekmeyecektir¹⁵⁵⁴. HGB kapsamındaki muhasebe standartlarına göre hesaplarını hazırlayan şirketler, öneride takdim

¹⁵⁴⁵ Pellens/Sellhorn, s. 392 dn. 140.

¹⁵⁴⁶ Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁴⁷ Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁴⁸ Pellens/Sellhorn, s. 391, 392.

¹⁵⁴⁹ Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁵⁰ Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁵¹ Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁵² Pellens/Sellhorn, s. 392.

¹⁵⁵³ Pellens/Sellhorn, s. 393. Almanya için bu şirketler; IFRS'ye göre konsolide finansal tablolarını hazırlayan halka açık veya halka açık olmayan ana şirketler ve kamuyu aydınlatmak için kendi istekleriyle IFRS'ye göre hesaplarını hazırlayan şirketlerdir (Pellens/Sellhorn, s. 393). 1606/2002 sayılı AB Yönergesiyle, AB'ye üye bir ülkede borsaya kote hâkim teşebbüslerin konsolide finansal tablolarına 2005'ten itibaren IFRS'nin uygulanmasının zorunlu hâle geldiğine ilişkin bkz "IAS/IFRS Kapsamında Sermaye ve Sermayenin Korunması Kavramları". Lutter Grubu'nun önerisinin benimsendiği bir sistemde, 1606/2002 sayılı AB Yönergesi'nin öngördüğü zorunluluk sebebiyle IFRS'ye uygun konsolide finansal tabloların hazırlanması durumunda bile, önerilen dağıtım sistemi sadece bir seçenek olarak tasarlandığı için öngörülen modelin dışına çıkılması mümkündür.

¹⁵⁵⁴ Pellens/Sellhorn, s. 393.

edilen yeni yaklaşımın kapsamında olmadığı için bu şirketlerin dağıtım yapabilmesi için ödeme testi yapmaları gerekmeyecektir.

3.2.8.5.5. FEE (*Fédération des Experts Comptables Européens*)

FEE, ödeme gücüne dayalı yeni bir sistemin şu amaçları karşılaması gerektiğini beyan etmiştir¹⁵⁵⁵: 1- Dağıtımın doğrudan veya dolaylı bir sonucu olarak şirketlerin ödemedi aciz veya borca batık duruma gelmeleri önlenmeli; 2- özellikle alacaklılar başta olmak üzere tüm menfaat sahipleri korunmalı; 3- esnek, basit, etkili ve verimli olmalı ve şirketlere gereksiz bir yük getirmemeli; 4- şirketlerin münferit dağıtım kararlarında hem kısa hem de uzun vadeli yükümlülüklerini hesaba katmalarını gerektirmeli; ve 5- şu varsayımı bünyesinde barındırmalıdır: Gelecekteki ödeme gücü tahminlerine dayanan zaman dilimi ne kadar uzun olursa, bu tahminlerin güvenilirliğine ilişkin belirsizlik düzeyi o kadar yüksek olacaktır. Bu amaçlardan hareketle FEE, AB üyesi ülkelerde seçenek olarak sunulmak üzere, aşamalı olarak yürürlüğe konulması planlanan, ödeme gücü temeline dayalı alternatif bir sermayenin korunması sistemi önermektedir¹⁵⁵⁶.

Önerinin takdim ettiği ödeme gücüne dayalı sistemde, kâr dağıtımının anlamı ve kapsamının yeniden tanımlanması öngörülmektedir¹⁵⁵⁷. Şirketlerin dağıtım yapma gücüne getirilen kısıtlamalar, dağıtımların şirketin ödeme gücü ve aşırı borçluluğu (*over-indebtedness*) üzerindeki etkisine ve şirketin işletmenin devamlılığı bağlamında korunması ihtiyacına göre belirlenecektir¹⁵⁵⁸. Dağıtımlar artık yalnızca kârlarla sınırlı kalmayacak: Yeni sistem, şirketin ödeme gücü testini aşması kaydıyla, pay sahiplerine her türlü dağıtıma (örneğin, şirketin kendi paylarını iktisabına) izin verecektir¹⁵⁵⁹. Doktrinde genel olarak kabul gören ödeme gücü tanımı öneride de benimsenmiştir. Bu tanıma göre, ödeme gücü: İşlerin normal seyri içerisinde vade gelen borçları -taşınmazları vb. satmadan- ödeyebilme gücünü ifade eder¹⁵⁶⁰.

Ödeme gücü bir test olarak değil içerisinde iki adet test bulunan bir sistem olarak ele alınmıştır. Ayrıca, ödeme gücü testine yöneltilen uzun vadeli borçların dikkate alınmadığı yönündeki eleştiri gözetilerek, bu teste geleneksel yaklaşımın biraz dışında bir anlam yüklenmiştir¹⁵⁶¹. Bu açıdan önerideki şu tespit dikkat çekicidir: Dağıtılabılır sermayenin tespiti yalnızca likidite tahminine dayanılarak yapılamaz; zira sadece öngörülen gelecek

¹⁵⁵⁵ FEE, s. 6.

¹⁵⁵⁶ FEE, s. 6.

¹⁵⁵⁷ FEE, s. 7.

¹⁵⁵⁸ FEE, s. 7.

¹⁵⁵⁹ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁰ FEE, s. 7.

¹⁵⁶¹ Aslında Rickford Grubu da uzun vadeli yükümlülükleri dikkate almıştır. Bkz. “Rickford Grubu”.

zaman sınırları içerisinde beklenen ödemeler ve gelirler hesaba katılacağı için öngörülen dönemden sonra vadesi gelecek olan uzun vadeli borçlar kapsam dışında kalacaktır¹⁵⁶².

Öneriye göre, ödeme gücüne dayalı bir sistem, anlık durum testi (*snapshot test*) ve ileriye bakış testi (*forward looking test*) olmak üzere iki test içermelidir¹⁵⁶³. Anlık durum testi, özellikle ileriye bakış testinin uzun vadeli yükümlülükler açısından barındırdığı noksanlıkları ortadan kaldırmak için tasarlanmıştır¹⁵⁶⁴.

Anlık durum testi gereği, önerilen dağıtımın sonucunda, yükümlülükler varlıkları aşacaksa dağıtım yapılamayacaktır¹⁵⁶⁵. Bu test şirketin uzun vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmesi bakımından işlev görür. FEE'ye göre, dağıtımın sonucu olarak yükümlülüklerin varlıkları geçtiği bir finansal durumun ortaya çıkmaması, ödeme gücüne dayalı bir sistemin agarî şartı olmalıdır¹⁵⁶⁶. FEE, şirket varlıklarına ve yükümlülüklerine değer biçme hususunda bilanço testi ve net malvarlığı testi olmak üzere iki farklı seçenek sunmuştur¹⁵⁶⁷. Bilanço testine göre, şirket değerleri (varlıklar ve yükümlülükler) doğrudan ulusal muhasebe standartları (GAAP) veya IFRS kapsamında hazırlanan bilançodan elde edilebilir¹⁵⁶⁸. Net malvarlığı testine göre ise, yöneticilerin, şirket varlıklarının değeriyle yükümlülüklerinin miktarını, varlıkların o günkü gerçeğe uygun değerinden (*fair value*) veya kullanım değerinden (*value in use*) daha fazla olmayan değerlerini baz alarak, karşılaştırması gerekecektir¹⁵⁶⁹.

İleri bakış testi ise, anlık durum testinden elde edilen bulguları tamamlar¹⁵⁷⁰. Bu test, şirketin finansal durumuna dayanmalı ve -ileriye yönelik olarak- belirlenen zaman dilimi içerisinde yeterince emin şekilde beklenen ödemeleri ve gelirleri içeren bir likidite planı ile geliştirilmelidir¹⁵⁷¹. Başka bir deyişle, bu testte şirketin gelecekte muaccel olacak yükümlülükleri ve alacakları dikkate alınır. Öneride, bu testin farklı şekillerde gerçekleştirilebileceği belirtilmiş ve bu şekiller kısaca açıklanmıştır. Birincisi, yalnızca belirli bir süre zarfındaki nakit gelirleri ve ödemeleri kapsayan yalın bir nakit akış testi (*simple cash flow test*) tasarlanabilir¹⁵⁷². İkincisi, ek olarak, belli bir süre zarfı boyunca ödemelere ve gelirlere sebep olan alacakları ve yükümlülükleri kapsayan geniş bir likidite testi (*broader*

¹⁵⁶² FEE, s. 7.

¹⁵⁶³ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁴ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁵ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁶ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁷ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁸ FEE, s. 7.

¹⁵⁶⁹ FEE, s. 7.

¹⁵⁷⁰ FEE, s. 7.

¹⁵⁷¹ FEE, s. 7.

¹⁵⁷² FEE, s. 7.

liquidity test) uygulanabilir¹⁵⁷³. Son olarak, stoklar gibi tüm dönen varlıkları ve kısa vadeli borçları içeren işletme sermayesi testi (*working capital test*) uygulanabilir¹⁵⁷⁴.

FEE, ayrıca, ileride muaccel olacak borçların ve gelecekteki hakların hesaplanması bakımından dikkate alınması gereken zaman diliminin belirlenmesindeki zorluklara işaret etmiştir. Nitekim bu süre uzun oldukça belirsizlik artacakken; sürenin kısa olması alacaklılara yeterince koruma sağlamayabilir¹⁵⁷⁵. Öneride, herkese uyacak bir süre kalıbı (*one size fits all*) yaklaşımının uygun bulunmadığı, somut olayın koşullarına göre, sürenin belirlenmesinin sağlıklı olacağı; buna karşın, AB'ye üye ülkelerde, bu sürenin dağıtımdan sonrası için asgarî bir yıl olarak belirlenmesi gerektiği ifade edilmiştir¹⁵⁷⁶.

FEE, alacaklılara ve diğer menfaat sahiplerine zarar veren hukuka aykırı dağıtımları, şirketin ve alacaklıların menfaatlerini korumaya yönelik hukuki ve cezai genel hükümler kapsamında ele almış ve şirketin finansal menfaatlerini en iyi şekilde gözetmeyen dağıtımlar için özen yükümlülüğü bağlamında yöneticilerin kişisel sorumluluklarına başvurulabilmesi mekanizmasına işaret etmiştir¹⁵⁷⁷.

Yöneticilerin (yönetim), gerçekleştirilecek her dağıtımda, şirketin ödeme gücüyle ilgili görüşlerini kısa bir ödeme gücü beyanı (*solvency statement*) şeklinde açıklamaları gerekir¹⁵⁷⁸. Bu beyan resmi sicilde yayınlanmalıdır ve ayrıca şirketin internet sitesi aracılığıyla da erişilebilir hâle getirilmesi düşünülebilir¹⁵⁷⁹.

FEE, ödeme gücü beyanında dışsal teminatlar için hukuki düzenlemelerden yana olmadıklarını; ancak, açıklamanın pay sahiplerinin bazı dışsal güvence taleplerini karşılayabilecek nitelikte olmasının düşünülebileceğini ifade etmiştir¹⁵⁸⁰. Ödeme gücü beyanı ileriye yönelik bilgiler içereceğinden, bu açıklama tam denetim gerekliliklerine tabi tutulamaz¹⁵⁸¹.

Yukarıda ifade edildiği üzere, öneride şirketin kendi paylarını iktisabının koşullarıyla kâr dağıtımını koşulları aynıdır; zira her ikisi de bir tür dağıtımdır. Ancak, bunun dışında şirketin kendi paylarını iktisabına veya şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü bir kişiye finansal yardımda bulunulmasına ilişkin açık bir öneride bulunulmamıştır.

¹⁵⁷³ FEE, s. 8.

¹⁵⁷⁴ FEE, s. 8.

¹⁵⁷⁵ FEE, s. 8.

¹⁵⁷⁶ FEE, s. 8.

¹⁵⁷⁷ FEE, s. 8.

¹⁵⁷⁸ FEE, s. 8.

¹⁵⁷⁹ FEE, s. 8.

¹⁵⁸⁰ FEE, s. 8.

¹⁵⁸¹ FEE, s. 8.

3.3. Pay Sahipliği Hakları Bakımından Ölçünün Belirlenmesi

Belirli devredilebilir menkul kıymetlerin ihraç edilmesinin ve şirket sözleşmesinde belirli düzenlemelere izin verilmesinin sermaye ve gücün ayrılmasına olanak tanıyacağı ifade edilir¹⁵⁸². Ayrıca, itibarî değerli payların olmadığı bir sistemde pay sayısına göre pay sahipliği hakları belirlenebilir. İtibarî değersiz paylara ilişkin detaylı inceleme “Gerçek İtibarî Değersiz Pay (*True No Par Value Share*)” başlığı altında yapıldığı için tekrar edilmeyecektir.

3.4. Finansman Kaynakları

Şirket yeni paylar ihraç etmek suretiyle özkaynak ile finansman sağlayabileceği gibi, borçlanma yoluyla da finansman sağlayabilir. Kuruluştaki, esas sermayenin varlığı önemli bir finansal kaynak gibi görünse de, kurucular, şirkete borç verme yoluyla ya da başkaca yollarla finansman sağlayabilirler.

3.5. Pay Sahiplerini Koruma Yolları

Sermayenin korunması ilkesinin itibarî değerli paylar aracılığıyla görüntüde güçlü bir pay sahipleri demokrasisi oluşturduğu iddia edilebilir. Özellikle bu ilkenin eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesini tesis etmeye sevk etmesi, pay sahipliği haklarını etkinleştirerek pay sahipleri demokrasisinin oluşumuna katkı sağlamaktadır. Ancak, High Level Grubu’nun da dikkat çektiği üzere¹⁵⁸³, itibarî değerinin üstünde ancak gerçeğe uygun değerinin çok altında bir bedel karşılığında pay ihraç edilmesi yoluyla mevcut pay sahiplerinin hakları sulandırılabilir. Ayrıca, imtiyazlı paylar ve pay sahipliği hakları bahşetmemesine rağmen intifa senetleri eşitlikçi yapıyı bozmaktadır. Örneğin, TTK m. 348/3 “*dağıtılabilecek kâr mevcut ise şirket kârın dağıtılmamasını kararlaştırmış olsa bile kurucu intifa sahipleri esas sözleşmede öngörülen kâr paylarını alırlar*” hükmü eşitlikten ziyade hiyerarşiyi çağrıştırır. Her ne kadar TTK m. 479/3 gereği, esas sözleşme değişikliğine ve ibra ve sorumluluk davası açılmasına ilişkin genel kurul kararlarında sonuca etki etme bakımından imtiyazlar dikkate alınmasa da; imtiyazlı paylar, pay sahipleri demokrasisine katkı sağlamaz. O hâlde, anonim şirketler hukukunun tamamı göz önünde bulundurulduğunda sermayenin korunması ilkesinin güçlü bir şekilde tüm pay sahiplerini koruduğunu ileri sürmek güçtür.

Pay sahipliği hakları sermayenin korunmasından ayrı bir meseledir. Sermayenin korunması ilkesinin olmadığı bir sistemde de özellikle rüçhan hakkı ve eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesi normatifleştirilerek benimsenmelidir. Buna karşın, SLIM Group (*Simpler Legislation for the Internal Market*) payların piyasa fiyatlarında veya bir miktar

¹⁵⁸² Urbain-Parléani, s. 482.

¹⁵⁸³ The High Level Group of Company Law Experts, s. 89.

altında çıkarılması şartıyla, beş yıldan uzun olmayan bir süre için yönetim kurulunun, rüçhan hakkı olmaksızın nakdi katılma payı karşılığında ek paylar ihraç etmek üzere yetkilendirilebilmesini önermiştir¹⁵⁸⁴. Bu öneriye karşın, High Level Grubu, gerçek itibarı değersiz pay sisteminin kabul edilmesi hâlinde, AB düzeyinde pay sahipliği haklarının sulandırılmasına karşı tek etkili korumayı rüçhan hakkı sağlayabileceği için bu hakkın zayıflatılması konusunun tekrar düşünülmesi gerektiğini belirtmiştir¹⁵⁸⁵. MBCA § 6.30 uyarınca ise, şirket esas sözleşmesinde açıkça belirtilmediği sürece rüçhan hakkı yoktur. Bu sebeple, MBCA’da rüçhan hakkı konusunda “opt-in” yaklaşımının benimsendiği ifade edilir¹⁵⁸⁶. MBCA § 6.30(b) gereği, şirketin esas sözleşmesinde rüçhan hakkına sahip olmayı seçtiği belirtilirse veya benzer anlama gelen ifade kullanılırsa, standart model rüçhan hakkının sağlandığı kabul edilir¹⁵⁸⁷. MBCA’nın yürürlükte bulunduğu ABD eyaletlerinde, şirketin pay çıkarma yetkisinin geniş olduğu ve piyasada tedavül eden payların sayıca az olduğu durumlarda, esas sözleşmede rüçhan hakkının tanınmamış olması, pay sahipliği haklarının sulandırılmasına yol açabilir. Bu ihtimale karşı, şirket esas sözleşmesi ve bu kapsamda çıkarmaya yetkili olunan pay sayısı ve niteliği konusunda kamunun etkili şekilde aydınlatılması son derece elzemdir. Kanaatimce, rüçhan hakkı emredici hükümle korunmalıdır. Nitekim rüçhan hakkı, pay sahiplerinin genel kuruldaki kontrolünün sulandırılmasını engeller¹⁵⁸⁸. Ayrıca, şirket değerlerinin mevcut pay sahiplerinden yeni yatırımcılara aktarılmasını önleyici işlev görür¹⁵⁸⁹. FERRAN, yöneticilere rüçhan hakkını esas almayan pay ihraç edebilme imkânı tanınması durumunda, teorik olarak bu tip pay ihracının pay sahiplerinin menfaatlerine zarar verebileceğinden ve bu sebeple hukuki sorumluluklarına başvurulabileceğinden bahsetmiş; buna karşın, bu tip yönetsel kararlar konusunda başvuru mekanizmasının işlerliği bakımından, mahkemelerin ticari kararları sorgulamada isteksiz davranabileceğine dikkat çekmiştir¹⁵⁹⁰.

3.6. Alarm Sinyali

Özkaynak olarak esas sermayenin korunmasının zorunlu olmadığı bir sistemde, tampon niteliği taşıyan bir fazlalıktan bahis açılmayacağı için esas sermayenin alarm sinyali işlevi yeni sistemde kendisine yer bulamayacaktır. Kanaatimce, şirketin ödeme gücüyle güçlü

¹⁵⁸⁴ Commission Of The European Communities, **Report From The Commission, Results Of The Fourth Phase Of Slim**, Brussels, 04.02.2000 COM(2000) 56 final, s. 5.

¹⁵⁸⁵ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 84.

¹⁵⁸⁶ **KPMG**, s. 157.

¹⁵⁸⁷ **KPMG**, s. 157.

¹⁵⁸⁸ **Ferran**, Legal Capital Rules, s. 128.

¹⁵⁸⁹ **Ferran**, Legal Capital Rules, s. 131.

¹⁵⁹⁰ **Ferran**, Legal Capital Rules, s. 134.

bir ilişki içerisinde olmayan esas sermayenin bu işlevi verimli bir kurumsal yönetim aracı da değildir. Alternatif bir sistemde, haksız ticaret (*wrongful trading*) ve The West Mercia ilkesi gibi yöneticilerin sorumluluğunu içeren düzenlemeler ve uygulamalar ön plana çıkmaktadır.

3.7. Potansiyel Alacaklılar İçin Sinyal Aygıtı

Esas sermayenin olduğu veya olmadığı bir sistemde, potansiyel alacaklılara sinyal göndermenin en etkili yolu kamuyu aydınlatmadan geçer. IFRS'nin bilgi verme amacı ile potansiyel alacaklıları koruma arasında güçlü bir bağ bulunur.

3.8. Değerlendirme ve Türk Hukuku İçin Öneriler

Şirketlerin kuruluş yerlerini kendilerinin tayin edebilmesi, küresel ekonomide esnek hukuk kuralları sunan sistemleri daha cazip hâle getirmektedir. Sadece ABD eyaletleri arasında değil, tüm dünya devletleri arasında bir kanun koyucu rekabeti olduğundan bahsetmek yanlış olmayacaktır. Kanun koyucular, özellikle cazip bedeller karşılığında alan tahsisi ve vergisel avantajlarla kendi coğrafyalarına yatırım yapılmasına teşvik sağlamaktadır. Bunun dışında, şirketler için elverişli hukuk kuralları tesis etmek ve yargının etkinliğini¹⁵⁹¹ sağlamak da bu rekabette ciddi avantajlar sağlayacaktır. Özkaynak piyasalarının verimliliğini azami düzeye çıkaran esnek kurallara dayanan şirketler finansman ihtiyacını daha kolay karşılayabilir ve daha hızlı büyüyebilirler. Gerçekten finansmana ilişkin esnek kurallar şirketlerin rekabet gücünü (*competitiveness*) artıracaktır. Bu olgu, bir taraftan şirketin ödeme gücüne destekte bulunacağı için alacaklıların da menfaatinedir. Nitekim şirketin finansal sorun yaşadığı anlarda alacaklıların zarar görme riski yüksektir. Esas sermaye sistemi ise, şirketin ödeme gücünün korunmasıyla yakından ilgili değildir ve sistemin içerisindeki bazı unsurlar şirketin büyümesini engeller niteliktedir¹⁵⁹². Sistem, alacaklıları koruma adı altında katı kurallar öngörmesine rağmen; tersine, şirketin finansman ihtiyacına sunduğu yetersiz çözümler sebebiyle alacaklıların zarar görme olasılığını güçlendirebilir.

Esas sermayenin belirlenmesindeki ölçüt şirketin karşı karşıya olduğu risklerin orantısıyla ilgili olmadığı gibi, esas sermaye tutarının likit olma zorunluluğu da bulunmamaktadır. Delaware ve New York'ta olduğu gibi, yönetim kurulunun karşı karşıya olunan riskleri analiz ederek ihraç edilen paylardan elde edilen gelirin uygun görülen miktarını esas sermaye olarak ayırabilmesine ilişkin yetkisi de mevcut değildir. Alacaklılar için önemli olan şirketin ödemedi aciz duruma gelmemesidir. Borçların vadesi geldiğinde

¹⁵⁹¹ Etkin yargı ile kastedilen, hızlı işleyen ve vasıflı çalışanlardan oluşan bağımsız bir yargının hukuk sisteminin işleyişinde sağlayacağı verimliliklerdir.

¹⁵⁹² Bkz. "Sakıncalar ve Eleştiriler".

paraya kolaylıkla çevrilebileceği belli olmayan esas sermayenin bu yükümlülükleri karşılayıp karşılayamayacağı tamamen belirsizdir. Herhangi bir sermayesi bulunmayan ya da önemli ölçüde az olan bir gerçek kişinin ticaret yapmasına izin verilmesine karşın, aynı sektörde faaliyet göstermesi planlanan ancak asgarî sermaye yükümlülüğünü karşılayamayan pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu esasına dayanan bir şirketin ticaret yapmasına izin verilmemesi makul şekilde gerekçelendirilemez¹⁵⁹³. Zira her iki durumda da alacaklılar benzer risklerle karşı karşıya kalabilecektir. Sonuçta, tıpkı gerçek kişi gibi pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olduğu bir şirket de tüm malvarlığı unsurlarıyla alacaklılara karşı sorumludur. Şirket tüzel kişiliğinin kötüye kullanılması hâlinde tüzel kişilik perdesinin aralanması ve yöneticilerin hukuki sorumluluğu gibi yollara başvurulabileceği gözden kaçmamalıdır¹⁵⁹⁴.

Esas sermaye sistemi dolandırıcılığa ve hileli ticarete engel olmaz. Asgarî sermaye miktarı ciddiyet testini aşmada yetersizdir. Bu miktarın yüksek belirlenmesi ise, kârlı ve verimli şirketlerin kurulmasına engel olabilir. Dolandırıcılık ve hileli ticareti engelleme ve yaptırıma bağlama başka düzenlemelerle sağlanmalıdır.

İtibarî değerli payların katılma payları açısından pay sahipleri arasında eşitliği güvence altına aldığından bahsedilir¹⁵⁹⁵. Ancak, paylar ihraç edildikten kısa bir süre sonra, genellikle payın işlem göreceği fiyat değişmektedir. Piyasada oluşan fiyatla itibarî değerın örtüşmesi zor bir olasılıktır. İkincil piyasalarda pay alarak şirkete ortak olan kişiler, aynı miktarda pay için diğer pay sahiplerinin ödediği miktarla aynı miktarda katılma payı ödemezler. Bunun yanı sıra, şirket esas sözleşme değişikliğiyle payın itibarî değerini artırabilir veya azaltabilir. Payların esas sözleşmede bulunan hüküm veya genel kurul kararı gereği itibarî değerinden yüksek bir bedelle -primli pay olarak- çıkarılabilmeleri de mümkündür (TTK m. 347/1-c. 2). Görüldüğü üzere, payın ihraç fiyatı birincil piyasalarda da farklılaşabilir. Sonuç olarak, itibarî değerli paylar katılma payları yönünden pay sahipleri arasında eşitliği garanti etmez. Kaldı ki, tüm pay sahiplerinin aynı miktarda pay için şirkete aynı miktarda sermaye getirmesini beklemek ticari hayatın gerçekleriyle bağdaşmaz.

Daha önce de dikkat çekildiği üzere, payın itibarî değeri gerçeğe uygun değeriyle genellikle örtüşmeyeceği için itibarî değerinde veya bu miktarın üstünde yeni pay ihraç edilmesi durumunda pay sahipliği haklarının sulandırılması riski doğabilir. Başka bir ifadeyle, itibarî değerinin üstünde ancak gerçeğe uygun değerinin çok altında bir bedel karşılığında pay ihraç edilmesi yoluyla mevcut pay sahiplerinin hakları sulandırılabilir¹⁵⁹⁶.

¹⁵⁹³ Bkz. “Alacaklıların Korunması ile Nominal Sermayenin Bağlantısız Oluşu”.

¹⁵⁹⁴ Bkz. “Alternatifler”.

¹⁵⁹⁵ Bkz. “İtibarî Değerli Pay”.

¹⁵⁹⁶ **The High Level Group of Company Law Experts**, s. 89.

Sermayenin korunması ilkesi pay sahiplerinin olası fırsatçı davranışlarından kaynaklı riskleri azaltır¹⁵⁹⁷. Ancak, bu ilke pay sahipleriyle şirket veya ilişkili taraflar arasındaki değer aktarımlarını sınırlandırmanın tek yolu değildir. İlkenin benimsenmediği sistemlerde de dağıtımlar kurallara bağlanmış ve ihlallere yaptırımlar öngörülmüştür.

Esas sermaye sistemi, alacaklıları merkeze alarak tasarlanmıştır. Bir şirketin ne şekilde büyüyebileceği, şirket tüzel kişiliğinin cazibesinin nasıl artırılabilceği ve şirket bünyesinde bir projeye ne şekilde finansman sağlanabileceği esas sermaye sisteminin kaygıları arasında bulunmaz. Hâlbuki günümüzde, projelerin kurulacak yeni bir şirket bünyesinde faaliyete geçirilmesi ve geliştirilmesi tasarlanabilmekte ve bu projelere özkaynak ile finansman sağlanması planlanabilmektedir. Esas sermaye sisteminin hantal ve maliyetli yapısı bu yeni ekonomik gerçeklerle bağdaşmaz. Bilgi verme fonksiyonunun sağlıklı bir şekilde işlediği bir sistemde, yatırımcıların riskli yatırımlara yönelebilmelerine engel olmamak gerekir. Tersine, riskli ama umut vadeden projelerin kolay bir şekilde halka arz edilerek özkaynak ile finansman sağlanması teşvik edilmelidir. Bu tür girişimler için şirket tüzel kişiliğinin cezbedici olması küresel rekabette de önemli avantajlar sağlayacaktır.

Kapalı şirketlerde de bulunan asgarî sermaye şartı umut vadeden projelere sahip olan girişimcilerin bu projeleri pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğu esasına dayanan bir şirket bünyesinde değerlendirebilmelerine engel olabilir. Nitekim İngiltere bu olguyu dikkate almış ve 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nin sadece halka açık şirketleri kapsama almış olması sebebiyle, halka açık olmayan “private company”i başta asgarî sermaye şartı olmak üzere büyük oranda yönergenin öngördüğü sermaye kurallarının kapsamı dışında tutmuştur. Muhafazakâr yapısına rağmen Almanya’da bile, bu yaklaşıma fazla direnç gösterilememiş ve 2008 tarihli Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) kapsamında eklenen GmbHG § 5a ile “girişimci şirket” (*Unternehmergesellschaft*) adında asgarî sermaye şartı bulunmayan bir şirket modeli benimsenmiştir. Türkiye’de ise, limited şirketler açısından, kuruluşta sermayenin dörtte birini ödeme zorunluluğu kaldırılmıştır.

Hizmet edimlerinin katılma payı olarak tanınmaması, itibarî değerinin altında pay çıkarılması yasağı, aynı sermayede bilirkşi raporu gerekliliği, esas sermayeye ilişkin değişikliklerde ağır ve maliyetli genel kurul kararı ihtiyacı, şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin Türk hukukundaki katı sınırlama ve finansal yardım yasağı gibi unsurlar esas sermaye sisteminin hantal yapısını ortaya koymaktadır. Ayrıca, sermayenin korunması ilkesi kapsamında öngörülen dağıtım sistemi şirketin borçlarını ödeyebilme gücüne dayanmaz. Esas

¹⁵⁹⁷ Bkz. “Esas Sermaye Sistemi Pay Sahiplerinin Fırsatçı Davranışları Karşısında Etkin midir?”.

sermaye sistemi, özellikle halka açık şirketlerin özkaynak piyasalarından azami düzeyde yarar sağlamasını engellemektedir. Kanaatimce, halka açılış süreci ve özkaynak ile finansman son derece esnek kurallara dayandırılmalıdır. Sermaye piyasası araçlarının hızla halka arz edilebilmesine imkân tanınarak, bu enstrümanların, bilgi verme işlevi sağlıklı işleyen bir menkul kıymetler borsasında esnek kurallar kapsamında işleme sokulabilmesi gerekir. Mevcut yapı, anonim şirketlerin iddia edildiği gibi küçük tasarrufların bir araya getirilerek önemli yatırımlara dönüştürüldüğü bir platform olarak anılmasına ket vurmaktadır. Önemli finansal kaynaktan yoksun kişiler de, değerli olduğunu düşündükleri projelere hızlı finansman sağlayabilmeli ve yatırımcı çekebilmelidir. Sonuç olarak, özkaynak piyasalarından azami düzeyde verim elde etme imkânı tanıyan ve bankacılık ve sigortacılık gibi özel kanunlarla düzenlenen riskli sektörleri kapsama almayan alanlarda faaliyet gösterecek olan esnek bir şirket modelinin benimsenmesi yararlı olacaktır.

2006/68 sayılı AB Yönergesi ile değişikliğe uğramış İkinci Yönerge'nin yürürlükten kalkmasına takiben yürürlüğe giren ve sermayenin korunması ilkesini esas alan 2012/30 ve 2017/1132 sayılı AB Yönergeleri'nin esas sermaye sisteminin tatbiki konusunda AB'de bir izlek bağımlılığı (*path dependence*)¹⁵⁹⁸ oluşturmuş olduğunu ileri sürmek isabetsiz olmayacaktır¹⁵⁹⁹. Dolayısıyla AB'de, İkinci Yönerge'deki kurallar sonraki yönergelerde biraz esnetilmiş olsa da, esas sermaye sistemi yerleşik bir kurallar zinciridir. Bu olgudan hareketle Lutter Grubu, esas sermaye sistemi yerine önerilen alternatif sistemlerin etkisi ve fonksiyonları test edilmeden mevcut kuralların kaldırılmasını tercih edilebilir bulmadıklarını belirtmiştir¹⁶⁰⁰.

AB'ye üye konumda olmayan Türkiye'yi bağlayan AB Yönergeleri'nden söz açılmayacağından dolayı, Türkiye'nin esnek şirketler hukuku kuralları tesis etme hususunda AB üyesi ülkelerden daha özgür konumda olduğu düşünülecek olsa bile¹⁶⁰¹; Türk hukukunda da esas sermaye sistemi önemli bir dogma olarak pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu öngören şirketlerin merkezine yerleşmiştir. Bu kuralların bir anda kaldırılması ciddi zorluklara ve karışıklığa yol açabilir. Nitekim Türkiye'de insan sermayesi büyük oranda esas sermaye sistemi üzerine kuruludur. Yapılacak olan değişikliğin hukukçular ve muhasebeciler

¹⁵⁹⁸ Bir ülkedeki şirket yapısının kısmen daha önceki yapıya dayandığı ve bunun da bir izlek bağımlılığının yansıması olduğu ifade edilir. Başka bir deyişle, kanun koyucuların düzenleme tesis ederken ilerlemekte bulundukları patıkaya bağımlı olmaları beklenir. Daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bebchuk, Lucian Arye/Roe, Mark J., "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", Harvard Law School John M. Olin Center for Law, **Economics and Business Discussion Paper Series**, (1999), 266.

¹⁵⁹⁹ İkinci Yönerge'de öngörülen esas sermaye sisteminin izlek bağımlılığı olarak görülebileceğine dikkat çeken KÜBLER'dir. Bkz. **Kübler**, *The Rules of Capital*, s. 105, 106, 112.

¹⁶⁰⁰ **Lutter**, s. 6.

¹⁶⁰¹ Aslında, Türk kanun koyucu esnek şirketler hukuku kuralları tesis etmek suretiyle Avrupalı yatırımcıları Türkiye'ye çekebilir. Pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu esas alan ve esnek kurallara dayanan bir şirket modeli yatırımcıları cezbederek özkaynak piyasalarını daha verimli hâle getirebilir.

başta olmak üzere piyasanın aktörleri tarafından benimsenmesi zaman alacaktır. Bu sebeple, aşağıdaki öneriye geçmeden önce, yöntem olarak iki seçenek sunulmasının uygun olacağı kanısındayım. Birincisi, aşağıda sıraladığım değişikliklerin pay sahiplerinin sınırlı sorumluluğunu öngören yeni bir paylı şirket bünyesinde tesis edilmesi ve bu paylı şirketle sermaye şirketleri (anonim ve limited şirketler) arasında tür değiştirmeye izin verilmesi; ikincisi, anonim şirketlere ilişkin mevcut kuralların aşağıda sıraladığım içeriklere uygun olarak değiştirilmesidir. Birincisi tercih edilecek olursa; esas sermaye sistemi dışındaki yeni paylı şirketi benimseme hususunda kültür oluşmasına imkân tanınmış olacak ve mevcut şirketlerde değişiklik yapılmayacağı için karışıklık doğmayacaktır. Bununla birlikte, her iki durumda da bankacılık ve sigortacılık gibi riskli sektörlerle ilişkin özel kanunların büyük oranda korunması gerektiği düşüncesindeyim¹⁶⁰². Şayet, bu sektörlerde faaliyet gösteren anonim şirketlerin de esas sermaye sisteminin dışına çıkarılması istenirse, yapılacak değişikliklerin riskli sektörün gerekliliklerine uygun olması gerekecektir. Örneğin, önerdiğim modelin unsurlarından olan aynı katılma payında bilirkşi raporu zorunluluğunun kaldırılması, hizmet edimi mukabilinde pay ihracı ve asgarî sermaye şartının kaldırılması özel kanunlarla düzenlenen riskli sektörler açısından pek uygun görülmeyebileceği için bu öneriler, işletme konuları bakımından riskli olmayan veya az risk barındıran sektörlerde faaliyet gösteren ve bu sebeple (bankacılık veya sigortacılık kanunu gibi¹⁶⁰³) özel kanunlara tabi olmayan şirketler için tasarlanmıştır.

Projelere kolay finansman ve hizmet edimi sağlanabilmesi ve bu kapsamda şirket tüzel kişiliği yapısının cazip hâle getirilebilmesi için esas sermaye sisteminin alternatifi olarak sunduğum öneri aşağıdaki unsurlardan oluşmaktadır:

3.8.1. Genel Kurul Kararı İhtiyacının Azaltılması

Önerilen modelde, şirket esas sözleşmesinde aksi öngörülmemişse, nakit karşılığında yeni pay ihracına, kâr dağıtımına ve şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin görev ve yetki yönetim kurulunda olacaktır. Anılan konular hakkında görev ve yetki esas sözleşmeyle genel kurula verilebilir. İş adamı kararı kuralına (*business judgment rule*) dayanan yönetim kurulu, ticari hayatın esnekliğine uygun şekilde, bu tür ticari kararlarda genel kurul kararı ihtiyacı olmaksızın hareket edebilecektir. Böylece hem işlem maliyetleri azalacaktır hem de yönetim kurulu sadece pay sahiplerinin değil -alacaklılar ve çalışanlar gibi- diğer tüm menfaat sahiplerinin menfaatlerini ve şirketin geleceğini gözeterek karar verecektir. Yönetim

¹⁶⁰² Ayrıca bkz. “Riskli Sektörler İçin Düzenleme, Zorunlu Sigorta ve Yönetici Sorumluluk Sigortası”.

¹⁶⁰³ Örneğin, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu m. 7/1-f gereği, sermayenin nakden ödenmesi zorunludur. Dolayısıyla, bu sektördeki riskler sebebiyle aynı sermayenin katılma payı olarak getirilmesine izin verilmemiştir.

kurulunun buradaki yükümlülüğünü açıklamada tüm menfaat gruplarının çıkarlarını ifade etmede kullanılan bir çatı kavram olan şirket menfaati teriminden yararlanılabilir. Zira iş adamı kararı kuralı kapsamında şirketin menfaatlerini en iyi şekilde gözetmek yönetim kurulunun sorumluluğudur.

3.8.2. Gerçek İtibarî Değersiz Pay

Önerilen modelde, gerçek itibarî değersiz paylar merkez unsurlardandır¹⁶⁰⁴.

3.8.3. Kayıtlı Pay (*Authorized share*)

Yeni sistemde kayıtlı pay sistemi kabul edilmelidir. MBCA § 1.40/(2) uyarınca, “authorized share”, yerli veya yabancı bir şirketin ihraç etmeye yetkili olduğu -bütün gruplarla ilgili- paylar demektir. MBCA § 6.01/(a) uyarınca, şirketin ihraç etmeye yetkili olduğu (*authorized*) her bir pay grubu, grup içerisindeki pay serileri ve grup ve serilerdeki pay sayıları şirket esas sözleşmesinde düzenlenmelidir. MBCA § 2.02/(a)-(2) gereği, şirket esas sözleşmesinde yetki verilmiş (*authorized*) pay sayısı belirtilmelidir. Şirket, her bir pay grubu veya seri için esas sözleşmesinde yetki verilmiş sayı kadar pay ihraç edebilir (MBCA § 6.03/(a)). Tüm bunlardan hareketle, MBCA’da düzenlenen “authorized share” kavramını Türkçe’ye “kayıtlı pay” olarak çevirmek uygun olacaktır. Zira TTK’daki kayıtlı sermaye sistemine benzer şekilde; şirket yönetim kurulu şirket esas sözleşmesinde belirtilen kayıtlı pay (*authorized share*) sayısına kadar, yeni pay ihraç etmek suretiyle piyasada tedavül etmekte olan payları (*outstanding shares*) artırma yetkisine sahiptir (MBCA § 6.21/(b)). Bu yetkinin esas sözleşmeyle genel kurula verilmesi mümkündür (MBCA § 6.21/(a)). Şirket pay ihraç etmeden önce, yönetim kurulu, çıkarılacak paylar için alınacak veya alınabilecek yeterli bedeli tespit etmek zorundadır (MBCA § 6.21/(c)). Dolaşıma sokulacak yeni paylarla özkaynak finansmanı sağlayacak olan şirketin, esas sözleşmesinde öngörülen kayıtlı pay sayısında değişiklik yapma yetkisi genel kuruldadır (MBCA § 10.04/(a)-6). Ancak, şirket esas sözleşmesinde aksi öngörülmemişse, şirketin tedavülde sadece bir pay grubunun bulunması durumunda kâr payı olarak pay ihraç edilebilmesine izin vermek için yönetim kurulu gereken ölçüde kayıtlı pay sayısını artırabilir (MBCA § 10.05/1-4-b). “Unissued share” ise, kâr payı ve oy hakkı gibi mali veya idari haklar barındırmayan, piyasada dolaşımda bulunmayan pay anlamına gelir. Başka bir anlatımla, şirket kendi paylarını iktisap ederse; iktisaba konu bu paylar, şirketin yeniden ihraç etmeye yetkili olduğu, ancak, ihraç edilmemiş (*unissued*) kabul edildiği için herhangi bir hakka konu olmayan paylardır. Şirket kendi paylarını iktisap

¹⁶⁰⁴ Bkz. “Gerçek İtibarî Değersiz Pay (*True no par value share*)”.

ettiğinde, sermayesi hakkında yanlış bir izlenim oluşmaz; zira MBCA’da taahhüt edilen sermaye (*stated capital*) kavramı terk edilmiştir. Şirketin iktisabına konu kendi paylarının temsil ettiği bir sermayeden bahsedilemeyeceği için bu paylara bağlı mali veya idari haklar söz konusu olmaz. Sadece, şirket iktisap ettiği pay kadar yeni pay ihraç etmeye yetkilendirilmiş olur. Şirket kendi paylarının bir kısmını iktisap ettiğinde; bir kısmı kendisine ait olan malvarlığını değil, tamamı yabancılara ait malvarlığını yönetmeye devam ediyor olacaktır. Ancak, MBCA § 6.31/(b) uyarınca, şirket esas sözleşmesinde, şirket tarafından iktisap edilen payların yeniden ihraç edilmesi yasaklanmışsa, iktisap edilen pay sayısı kadar kayıtlı (*authorized*) pay sayısı azaltılır (benzer şekilde bkz. CCC § 510/(a)). Kâr payı ve oy hakkı piyasada tedavül eden paylara (*outstanding shares*) tanındığı için bu paylara takdir edilecek olan kâr payında ve oy hakkının gücünde artış olacaktır. Ayrıca, şirket kendi paylarını iktisap ettiğinde, tedavülde bulunan payların şirket değerindeki oransal karşılığı artacaktır. Şirket kendi paylarını iktisap ettiğinde, tedavüldeki pay sayısı azalacağı için özkaynaklar azalır; bunun sonucunda, özkaynak kârlılık oranı (*return on equity*) artar¹⁶⁰⁵. Bu oran ise, şirketin finansal performansına ilişkin bir göstergedir. Finansal performansına ilişkin bu göstergedeki artışlar, şirketin piyasadaki görünümünü olumlu yönde etkiler. Bunun sonucu olarak, tedavüldeki payların piyasa değerinde artış gözlemlenebilir.

3.8.4. Hizmet Edimi Mukabilinde Pay İhraç Edilebilmesi

Daha önce ifade edildiği üzere, 2017/1132 sayılı AB Yönergesi m. 46 ve TTK m. 342/1-c. 2’nin aksine, MBCA § 6.21/(b) gereği, hizmet edimleri (*services performed*) ve gelecekteki hizmet edimleri için sözleşmeler (*contracts for services to be performed*) payın bedeli olarak alınabilir. Gerçekten “Sermayenin Korunması İlkesinin Ticaretin Esneklik İhtiyacından Yoksun Oluşu” başlığında açıklandığı üzere, özellikle yeni kurulan bir şirketin veya bir teknoloji şirketinin veya belirli hizmet sektörlerinde uzman şirketlerin avukatlık, muhasebe, danışmanlık gibi hizmetler karşılığında pay ihraç edebilmesi bu şirketlere ciddi avantajlar sağlayacaktır. Hizmetin gereği gibi yerine getirilmemesi veya elverişsiz olması durumunda, payın iptali de dâhil olmak üzere çeşitli yaptırımlar uygulanabilmelidir. Ayrıca, kuruluştan sonra hizmet edimi mukabilinde yeni pay ihraçları için genel kurul kararı zorunluluğu öngörülerek, pay sahipliği haklarının sulandırılması önlenabilir. Böylece, sağlanacak hizmetin pay için yeterliliği konusunda pay sahipleri karar verecektir.

¹⁶⁰⁵ Özkaynak kârlılık oranı: Net kâr ÷ Toplam özkaynaklar (Aydın/Başar/Coşkun, s. 115).

3.8.5. Asgarî Sermaye Şartının Kaldırılması

Esas sermaye sisteminin benimsenmediği bu yeni modelde asgarî sermaye şartı öngörülmemektedir. Böylece, örneğin, kuruluştaki pay sahiplerinden sağlanan özkaynak miktarı olarak 1 Türk Lirası karşılığında bile şirket kurulabilecektir. Riskli sektörlerde ise, kanunen belirlenecek asgarî özkaynak miktarının sağlanması gerekir.

3.8.6. Ayni Katılma Payında Bilirkişi Raporu Zorunluluğunun Kaldırılması

MBCA § 6.21/(c)'de olduğu gibi yönetim kurulu pay için alınacak bedeli belirlemeye yetkili olmalıdır. Şirketin taahhüt edilmiş bir sermayesi ve payların itibarî değeri bulunmadığı için, bilirkişi raporu gerekmeksizin ayni katılma payı karşılığında pay ihraç edilebilecektir. Pay sahipliği haklarının sulandırılması ihtimaline karşı çeşitli tedbirler düşünülebilir. Bkz. aşağıda “Yeni Pay İhraç Bedelinin Belirlenmesi”.

3.8.7. Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)

Yukarıda ifade edildiği üzere İngiliz hukukunda IA b. 214'te düzenlenen haksız ticaret (*wrongful trading*) Türk hukukunda da benimsenmelidir¹⁶⁰⁶. Ayrıntılı bilgi için bkz. “Haksız Ticaret (*Wrongful trading*)”.

3.8.8. Örtülü Dağıtım Yasağı

Örtülü dağıtım sorunu istisnai başvuru yolu olarak normatif olmayan tüzel kişilik perdesinin aralanmasına veya pay sahiplerinin kötünietli olması şartına bağlı olarak işlemi hükümsüz kılacak ultra vires kuralına bırakılmamalıdır. Bu sebeple, SerPK m. 21'deki düzenlemenin halka açık olmayan şirketleri de kapsama alacak şekilde genişletilmesi yararlı olur. Zira önerilen modelde sermayenin korunması ilkesinin kaldırılması sebebiyle, pay sahipleriyle şirket veya ilişkili taraflar arasında gerçekleştirilebilecek işlemler aracılığıyla örtülü değer aktarımının yasaklanması gerekir. Dağıtım kurallarının haricinde, halka açık olmayan şirketlerde pay sahipleriyle şirket arasındaki işlemler için arm's length ölçütü benimsenmelidir. Bu ölçüte aykırı işlemler yoluyla pay sahiplerinin şirketten elde ettikleri değerlerin iadesi öngörülmelidir. Sadece pay sahipleriyle şirket arasında değil; ilişkili taraflar arasında da aynı kural geçerli olmalıdır. Halka açık şirketlerde ise; ilişkili taraflar arasındaki işlemleri kapsama alan SerPK m. 21 yeterlidir¹⁶⁰⁷.

¹⁶⁰⁶ Ancak, İngiliz hukukundan farklı olarak yeni alacaklı meselesi dikkate alınmalıdır. Bkz. “Yeni Alacaklı” Meselesi”.

¹⁶⁰⁷ Ancak, maddede arm's length ölçütü dışında başkaca ölçütlerin düzenlenmiş olması yersizdir. Bu konuda bkz. “Örtülü Dağıtım Yasağı/Türkiye”.

3.8.9. Rüçhan Hakkı ve Eşit Konumdaki Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi

Rüçhan hakkının kaldırılması zamansal açıdan işlem maliyetini azaltabilir. Nitekim payların önce pay sahiplerine teklif edilmesi gerekliliği pay ihracı sürecini yavaşlatmaktadır. Ancak, yatırıma olan güveni azaltma riski olduğu için özkaynak piyasalarındaki verimi düşürebilir. Pay sahipliği haklarının sulandırılması riskinin minimize edildiği veya ortadan kaldırıldığı bir hukuki yapıda bu piyasalar yatırımcılar açısından daha güvenilir şekilde işleyebilir. Bu sebeple, rüçhan hakkı ve eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin korunması elzemdir. Önerilen modelde dağıtımlarda, bir dağıtım türü olarak şirketin kendi paylarını iktisabında ve finansal yardımda eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin uygulanması öngörülmektedir. Bkz. “Alternatifler/Pay Sahiplerini Koruma Yolları”.

3.8.10. Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu ve Riskli Sektörlerde Zorunlu Sigorta

Yeni sistemde, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu etkili bir başvuru mekanizmasına dönüşmelidir¹⁶⁰⁸. Özen yükümlülüğünün ölçütü olarak iş adamı kararı kuralı (*bussines judgment rule*) açıkça düzenlenmelidir. İş adamı kararı kuralının bir unsuru olan şirket menfaatine göre hareket etme yükümlülüğü yöneticilerin hukuki sorumluluğunun şartlarından biridir. Yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler şirket menfaati bağlamında alacaklıların menfaatlerini korumakla yükümlüdür. Özellikle iflasa yaklaşan bir şirkette şirket menfaati olarak alacaklıların menfaatleri ön plana çıkacaktır.

MBCA gereği, şirketin ihraç edilen pay karşılığında aldığı bedelin yeterliliği konusunda iş adamı kararı vermek yönetim kurulunun kilit sorumluluklarından biridir¹⁶⁰⁹. Önerilen modelde bu esas temel alınmasına rağmen, pay sahipliği haklarının sulandırılması ihtimaline karşı nakit karşılığı ihraç edilecek olan paylar için bedel belirlerken bazı değerlendirme ölçütlerine uyulması gerekliliği öngörülmektedir. Aynı katılma payı içinse genel kurul kararı gerekliliği de öngörülebilir¹⁶¹⁰. Ayrıca, hizmet edimi mukabilinde pay ihracı için de bir dizi prosedür ve tedbir önerilmiştir¹⁶¹¹. Yöneticilerin genişletilmiş hukuki sorumluluğu, şirket tüzel kişiliği perdesinin aralanması gibi başvuru yollarıyla birlikte etkinleştirildiğinde; sınırlı

¹⁶⁰⁸ Alman hukuku bakımından yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğunun artırılmasının daha etkili bir güvence sağlayıp sağlamayacağını belirsiz olduğu ileri sürülmüştür (Lutter, s. 6). Buna karşın, AktG § 92/2’de şirketin vadesi gelen borçlarını ödeyemez duruma getiren ödemeler sebebiyle yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu öngörülmüştür. Sonuç itibarıyla, günümüzde yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumlulukları ön plana çıkmaktadır. Bu dönüşüm ikliminden etkilenmemek mümkün değildir.

¹⁶⁰⁹ Manning/Hanks, s. 186.

¹⁶¹⁰ Bkz. “Yeni Pay İhraç Bedelinin Belirlenmesi”.

¹⁶¹¹ Bkz. “Hizmet Edimi Mukabilinde Pay İhraç Edilebilmesi”.

sorumluluğun sınırsız sorumluluk karşısındaki dezavantajları büyük oranda ortadan kalkmaktadır.

İşletme konusu bakımından riskli sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için belirli asgarî limitler dâhilinde zorunlu sigorta öngörülmesi haksız fiil alacaklılarının menfaatine olacaktır. Ayrıca, yöneticiler için zorunlu sorumluluk sigortası düşünülebilir. Ancak, bu düzenlemeler maliyetli olacağı için olası düzenlemelerin ekonomik külfetini ve faydalarını göz önünde tutarak hassas bir ayarlama yapılmalıdır. Bu noktada “Riskli Sektörler İçin Düzenleme, Zorunlu Sigorta ve Yönetici Sorumluluk Sigortası” bölümündeki açıklamalara dikkat çekmek isterim.

3.8.11. Yeni Pay İhraç Bedelinin Belirlenmesi

Kuruluştan sonra ihraç edilecek paylara ilişkin bedelin belirlenmesinde High Level Grubu’nun önerisinden yararlanmak uygun olacaktır¹⁶¹². Borsaya kote şirketlerde, mümkün olduğunca payın ihraç bedeli borsadaki rayiç fiyat dikkate alınmak suretiyle, gerçeğe uygun değerine göre yönetim kurulu tarafından belirlenmelidir. Payların gerçeğe uygun değerinin makul bir miktar altında ihracı yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu doğurmamalıdır. Borsaya kote olmayan şirketlerde ise, denetime tabi olanla olmayan arasında ayırım yapılmalıdır. Şayet şirket denetime tabi ise, pay ihraç bedeli belirlenirken denetlenen dönem sonu hesaplarından elde edilen pay değeri, yeni payların ihraç edilebileceği asgarî bedel olmalıdır. Yönetim kuruluna bir miktar takdir yetkisi tanınabilir. Ancak, denetim sonrası aradan geçen zaman içerisinde pay bedelleri düşmüş olabilir. Böyle bir durumda, yönetim kurulu pay bedellerinin düşmüş olduğunu somut biçimde ortaya koyabilirse, daha düşük bedel üzerinden pay ihraç edilebilmelidir. Denetime tabi olmayan şirketlerde ise, yönetim kurulu ihraç edilecek paylardan alınacak bedelin uygunluğunu belgelemelidir. Yönetim kurulu alınacak bedelin yeterliliğinin tespitinde uzmanlara veya danışmanlık şirketlerine başvurabilir. Tedbirli bir yöneticinin özeni doğrultusunda, destek alacağı kişileri seçebilir.

Ayni katılma payı karşılığında ihraç edilecek yeni paylar için elde edilecek bedelin yeterli olduğunun pay sahipleri tarafından da kabul görmesi ve böylece pay sahipliği haklarının sulandırılmaması için bu tür yeni pay ihraçlarında genel kurul kararı zorunluluğu veya alınan bedelin gerçeğe uygun değerle uyumlu olduğu konusunda yönetim kuruluna belgeyle doğrulama yükümlülüğü öngörülebilir. Belgeleme yükümlülüğü bakımından bir önceki paragraftaki açıklamalara bakılabilir.

¹⁶¹² The High Level Group of Company Law Experts, s. 89.

Hizmet edimi mukabilinde pay ihracı konusunda alınabilecek tedbirlere ise, “Hizmet Edimi Mukabilinde Pay İhraç Edilebilmesi” başlığında değinilmiştir.

3.8.12. Dağıtım Sistemi

Önerilen modelde şirket değerlerinin pay sahiplerine aktarımını konu edinen tüm işlemler açısından aynı dağıtım sistemi önerilmektedir. Önerilen dağıtım sistemi iki aşamalı testten oluşmaktadır. Dağıtım yapılabilmesi için iki testin de tamamlanması gerekir. 1- Yalın bilanço testi: Bu test gereği, bilançodaki yükümlülükler varlıkları aşmamalıdır. Başka bir ifadeyle, dağıtım yapılabilmesi için dağıtımdan sonra şirketin özkaynaklarının negatif olmaması yeterlidir. Rickford Grubu’nun bilanço testine ilişkin yaklaşımı uzun vadeli yükümlülükler açısından belirsizlik oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin dikkate alınması hususu yönetim kurulu üyelerinin takdirine bırakılmamalıdır. Nitekim FEE’nin de belirttiği gibi, ödeme gücü testlerinde gelecekte muaccel olacak borçların hesaba katılması bakımından dağıtımdan sonraki zaman dilimi genişletildikçe belirsizlikler artacaktır. Yükümlülükleri aşan fazlalıklar -ikinci testin de aşılması kaydıyla- dağıtılabılır miktarı oluşturur. Finansal tabloların hazırlanmasında ve fazlalıkların belirlenmesinde IFRS’nin ölçüt alınıp alınmayacağı konusunda şirketin yapısına göre karar vermek gerekir. Nitekim IFRS’nin karmaşık ve maliyetli yapısı sebebiyle küçük ve orta büyüklükteki şirketler tarafından hoş karşılanmayacağı belirtilir¹⁶¹³. Borçlanma araçları ve özkaynak piyasalarından yararlanma imkânı zayıf olan şirketlerde IFRS’nin uygulanması zorunlu tutulmamalıdır. Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören şirketler açısından ise, yatırımcılar ve alacaklılar başta olmak üzere tüm menfaat sahipleri için IFRS’nin uygulanması gerekir¹⁶¹⁴. Gerçekten borçlanma araçları ve özkaynak piyasalarından daha etkin şekilde yararlanma imkânı bulunan şirketlerde IFRS güvenilir bir zemin oluşturmaktadır. IFRS’nin bilgi verme fonksiyonu iki amaca hizmet etmektedir. Birincisi, başta yatırımcılar ve potansiyel yatırımcılar olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin riskleri ölçmeleri için güvenilir bir zemin oluşturarak, piyasanın sağlıklı işlemesine destek olur. İkincisi, alacaklıların korunmasına katkı sağlar. 2- Ödeme gücü testi: Bu test kapsamında, şirketin dağıtımdan sonra işlerin olağan akışı çerçevesinde vadesi gelecek olan yükümlülükleri karşılaması gerekir. Bu test, yalın bilanço testinin tek başına ölçüt alınmasından kaynaklı endişeleri giderecektir. Hesaplama dikkate alınması gereken süre dağıtımdan sonraki asgarî bir yıl olmalıdır. Yönetim kurulu mevcut finansal bilgileri de

¹⁶¹³ Haaker, s. 641.

¹⁶¹⁴ Tarihi maliyet yöntemine izin veren muhasebe kuralları gizli yedek akçe oluşumuna yol açarak dürüst resim ilkesine aykırılık oluşturmakta ve dağıtılabılır kâr miktarını azaltmaktadır. Bu sebeple, özkaynak piyasalarından verim elde etme imkânı yüksek olan şirketlerde gerçeğe uygun değerlendirme yöntemini ön plana çıkaran muhasebe standartları teşvik edilmelidir.

göz önünde bulundurmak kaydıyla, geleceğe yönelik şarta bağlı yükümlülükler de dâhil olmak üzere öngördüğü tüm yükümlülükleri, nakit akışını ve muhtemel alacakları dikkate alarak ödeme gücü belgesi hazırlamalıdır. Başka bir ifadeyle, yönetim kurulu bir yıldan daha uzun bir zaman dilimini hesaba katabilir; ancak, bu süre zarfı uzadıkça belirsizliğin artacağı göz önünde bulundurulmalıdır. Yönetim kurulu iş adamı kararı çerçevesinde bir yıldan az olmamak kaydıyla bu süreyi kendisi takdir etmelidir. Böylece, menfaat sahiplerinin lehine olacak biçimde, şirketler arasında bu yönde de bir rekabetin doğması sağlanacaktır. Ödeme gücü belgesi ticaret siciline tescil ve ilân edilmeli ve halka açık şirketlerde KAP’a bildirilmelidir. Belgede, dağıtımın gerekçeleri ortaya konulmalıdır.

Ödeme gücü testi içerisinde, şirketin dağıtımdan sonra vadesi gelecek olan yükümlülüklerini karşılayabilmesi için belirli miktarda işletme sermayesini elinde bulundurma zorunluluğu öngörülebilir. Örneğin, şirket dağıtımdan sonraki altı ay içerisinde vadesi gelecek olan muhtemel yükümlülüklerini karşılamak için bu oranda işletme sermayesi elinde bulundurmak zorunda bırakılabilir ya da dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülükleri karşılaması zorunluluğu öngörülebilir. Ancak, böyle bir zorunluluk dağıtımı güçleştirebilir ve her şirkete uyacak bir kalıp bulmak da kolay olmayacaktır.

Hukuka aykırı dağıtımlar için MBCA § 8.33’de olduğu gibi yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu ve kötü niyetli pay sahiplerinin iade yükümlülüğü öngörülebilir. Bu, anonim şirketlere ilişkin yürürlükteki düzenleme olan TTK m. 512/1’le de örtüşmektedir.

3.8.13. Şirketin Kendi Paylarını İktisabı

MBCA’da olduğu gibi şirketin kendi paylarını iktisabının koşulları ile kâr dağıtımının koşulları aynı olmalıdır. Dolayısıyla önerilen dağıtım koşulları karşılandıkça şirket, herhangi bir sınıra tabi olmaksızın, yönetim kurulu kararıyla kendi paylarını iktisap edebilmelidir. Ancak, şirketin tüm paylarını iktisabı durumunda yönetim kurulu ve genel kurul arasındaki fonksiyon ayrılığı ortadan kalkacağı ve bu durum şirketin temel yapısına aykırılık teşkil edeceği için buna izin verilemez.

Şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin yasağın kaldırılması ve iktisabın dağıtım kurallarına tabi tutulması bu yöntemin esas sermaye sisteminde bir kâr dağıtım aracı olarak kullanılabilip kullanılamayacağı sorununu ortadan kaldıracaktır. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisabı konusunda geniş hareket alanı tanınması, özkaynak piyasalarından daha fazla verim elde edilebilmesi imkânı başta olmak üzere çok sayıda yarar sağlayacaktır¹⁶¹⁵.

¹⁶¹⁵ Bkz. “Şirketin Kendi Paylarını İktisabı”.

Şirketin kendi paylarını iktisabı yoluyla gerçekleştirilebilecek manipülasyonlara ilişkin yaptırımlar ve tedbirler özel hükümler kapsamında düzenlenmelidir. Nitekim AB’de içeriden öğrenenlerin ticareti (*insider dealing*), hukuka aykırı kamuyu aydınlatma ve piyasa manipülasyonu gibi meselelerden doğabilecek yaptırımlar 2014/57 sayılı AB Yönergesi’nde düzenlenmiştir. Türk hukukunda da SerPK m. 103-116’da idari para cezası gerektiren fiiller ve sermaye piyasası suçları düzenlenmiştir. Bununla birlikte, şirketin menfaati yerine şahsi menfaatlerini göz önünde bulundurarak, şirketin kendi paylarını iktisabı yöntemini kullanan yöneticilerin iş adamı kararı kuralını ihlal etmiş olacağı dikkatten kaçmamalıdır.

3.8.14. Finansal Yardım

Şirketin kendi paylarını iktisabı için üçüncü kişiye finansal yardımda bulunması yasağı kaldırılmalıdır. Dağıtımlara ilişkin koşullar karşılandıkça şirket finansal yardımda bulunabilmelidir. Başka bir ifadeyle, şirket kendi paylarının iktisabı için dağıtılabılır malvarlığı unsurlarından finansal yardımda bulunabilir. Böylece şirketler, bir finansman yöntemi olarak kaldıracağı devralma tekniğine başvurma imkânına kavuşmuş olacaktır. Ancak, şirketin kendi paylarını iktisabından farklı olarak, finansal yardım için genel kurulun yönetim kurulunu kanunen belirlenecek azamî süreyle (örneğin, üç yıl) geçerli olmak üzere yetkilendirmesi gerekir. Bu yetki finansal yardımın koşulları, işlemin sebepleri ve şirketin böyle bir işleme girmesindeki menfaati gibi hususları içermeli ve kamuya ilan edilmelidir. Daha önce de belirtildiği üzere, finansal yardımda eşit konumdaki pay sahiplerine eşit işlem ilkesinin gözetilmesi gerekliliği gözden kaçmamalıdır. Finansal yardıma ilişkin endişeler Sermaye Piyasası Kurulu’nun yetkileriyle veya başkaca özel hükümlerle düzenlenecek tedbirler ve yaptırımlarla giderilebilir. Bu noktada varlık sıyırma (*asset stripping*) sorununun düzenlendiği 2011/61 sayılı AB Yönergesi dikkat çekicidir¹⁶¹⁶.

¹⁶¹⁶ Bkz. “Varlık Sıyırma (*Asset stripping*)”.

SONUÇ

Sermayenin korunması ilkesi çok sayıda unsurdan oluşur. İlke, şirketin en az kanunen öngörülen asgarî sermaye ile kurulması, kuruluşta ve sermaye artırımında pay sahiplerince taahhüt edilen katılma paylarının tam ve gerçeğe uygun değeriyle şirkete getirilmesi, pay sahiplerine yapılabilecek dağıtımın esas sermayeyle kanunen bağlı yedek akçelerin toplamının özkaynak olarak korunması esasına dayanan kurallara bağlanması ve esas sermayenin kısmen veya tamamen kaybı hâlinde alınması gereken tedbirler anlamına gelir. İlke, pay sahiplerinin olası fırsatçı davranışlarının oluşturabileceği riskleri ve vekâlet maliyetlerini azaltır. Ayrıca, ilke sadece pay sahipleriyle şirket arasındaki dağıtımları sınırlandırmaz; ilişkili taraflar arasındaki değer aktarımlarını da kapsama alır. Sermayenin korunması ilkesi, alacaklıların pay sahipleri karşısında önceliğe sahip olması esasına dayanır. Ancak, ilkenin sert yorumlanması durumunda, pay sahiplerinin şirkete borçlanma imkânına sahip olup olmadıkları tartışmaya açılabileceği için kanun koyucular TTK m. 358, m. 395/2 ve AktG § 57/1-c. 3 gibi hükümler sevk etmişlerdir. Bu düzenlemelerin ilkeyi yumuşattığı söylenebilir.

Şirketten pay sahiplerine yapılabilecek değer aktarımı açık ya da örtülü olabilir. Açık dağıtımlar tip açısından hukuka uygunken; örtülü dağıtımlar ise, tip açısından hukuka aykırıdır. Bir diğer ifadeyle, örtülü dağıtıma yol açan işlemlerde hukukun izin verdiği dağıtım yöntemlerinin dışına çıkılmaktadır. Bu sebeple, dağıtım kurallarının ağır ihlali anlamına gelen örtülü dağıtıma yol açan işlemler batıldır. Bu yaptırım sermayenin korunması ilkesine bağlanan bir sonuçtur.

Şeklen hukuka uygun bir kâr payı dağıtımında hukuka aykırılık söz konusu ise, özel hüküm olarak TTK m. 512/1 uygulanır ve pay sahiplerinin kötüniyetli olmaları hâlinde iade yükümlülükleri doğar. Bu yaklaşım, sermayenin korunması ilkesini yumuşatan bir anlayışı yansıtır. Buna karşın, hukuka aykırı kâr payı dağıtımı şirketin kanunen bağlı özkaynaklarını (esas sermaye + kanunen bağlı yedek akçeler) azaltmışsa TTK m. 447/1-c gereği, dağıtıma ilişkin genel kurul kararı batıldır.

Esas sermaye sisteminin bir unsuru olarak sermayenin korunması ilkesi, pay senetlerine ilişkin tedavül kabiliyetinin zayıf olduğu piyasalarda hâlen yararlı görülebilir. Ancak, bu ilke gereği, hizmet edimi mukabilinde pay ihracının yasak olması özellikle halka açık olmayan şirketlerde önemli bir sorundur. Zira yeni kurulan bir şirketin gelecekteki hizmet edimleri karşılığında pay ihraç edebilmesi gerekir. Ayrıca, kapalı şirketlerde de bulunan asgarî sermaye şartı umut vadeden projelere sahip olan girişimcilerin bu projeleri pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olduğu bir şirket bünyesinde değerlendirebilmelerine engel

olabilir. Nitekim İngiltere bu olguyu dikkate almış ve İkinci Yönerge'nin -ve aynı yaklaşımı koruyan 2017/1132 sayılı AB Yönergesi'nin- sadece halka açık şirketleri kapsama almış olması sebebiyle, halka açık olmayan “private company”i başta asgarî sermaye şartı olmak üzere büyük oranda yönergenin öngördüğü sermaye kurallarının kapsamı dışında tutmuştur. Muhafazakâr yapısına rağmen Almanya'da bile, bu yaklaşıma fazla direnç gösterilememiş ve 2008 tarihli Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) kapsamında eklenen GmbHG § 5a ile “girişimci şirket” (*Unternehmergesellschaft*) adında asgarî sermaye şartı bulunmayan bir şirket modeli benimsenmiştir. Türkiye’de ise, limited şirketler açısından, kuruluştaki sermayenin dörtte birini ödeme zorunluluğu kaldırılmıştır.

Şirketin kuruluş ve halka açılış süreçlerini, kâr dağıtım prosedürlerini ve kendi paylarını iktisabını azami esnek kurallara dayandırmak, özkaynak ile finansman yöntemini daha verimli hâle getirir. Ayrıca, kaldıracağı devralmalara izin vererek alternatif finansman yöntemlerinin önünü açmak gerekir. Buna karşın, bu esnek kuralların karşılığı olarak bu kurallardan kaynaklı riskleri hafifleten kurallara yer vermek de lazımdır. Alternatif sistemleri incelediğimizde yönetim kurulu üyelerinin genişletilmiş hukuki sorumlulukları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, tüzel kişilik perdesinin aralanması ve alternatif dağıtım sistemleriyle bu risklerle mücadele edilmeye çalışıldığı görülür. Gerçekten bu başvuru yolları, pay sahiplerinin sınırlı sorumlu olduğu şirketlerde alacaklıların korunmasına ilişkin endişelerin giderilmesine katkı sağlayacaktır. Özellikle, alacaklıların menfaatlerinin de şirketin menfaati olarak dikkate alınması gerekliliği ve bu kapsamda yönetim kurulu üyelerinin ve yönetimle görevli üçüncü kişilerin şirketin menfaatini koruma yükümlülüğü önemli bir başvuru mekanizmasıdır. Esas sermaye sisteminin pay sahipliği ve özellikle azlık hakları bakımından sağladığı iddia edilen yararlar ise, alternatif bir sistemde pay sahipliği haklarının bağımsız bir mesele olarak ele alınıp düzenlenmesiyle elde edilebilir. Tüm bunlardan hareketle çalışmanın “Değerlendirme ve Türk Hukuku İçin Öneriler” bölümünde sermayenin korunması ilkesinin işlerliği, faydaları ve maliyetleri ele alınmış ve alternatif bir sistem önerilmiştir.

KAYNAKÇA

Eserler, Çalışma Grubu Önerileri, Makaleler, Raporlar

- Akgüç, Öztin :**Finansal Yönetim**, 9. Baskı, Avcıol Yayınevi, İstanbul, 2013.
- Aksoy, Ahmet/Yalçiner, Kürşat: **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2013.
- Alkin, Erdoğan :**İktisat**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1984.
- Ansary, Tuğrul :**Anonim Şirketler Hukuku**, Altıncı Baskı, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1982.
- Arıcı, M. Fatih :**Alacak Hakkının Anonim Ortaklığa Sermaye Olarak Taahhüdü**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2003.
- Arıcı, M. Fatih/Veziroğlu, Cem: **Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı**, 2. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018.
- Arkan, Sabih :**Ticarî İşletme Hukuku**, Yirmi Dördüncü Bası, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2018.
- Armour, John :“Legal Capital: An Outdated Concept?”, **European Business Organization Law Review**, 2006, 7, pp. 5-27, (Armour, Legal Capital).
- Armour, John :“Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”, **The Modern Law Review**, Vol. 63, No. 3, May 2000, pp. 355-378, (Armour, Share Capital).
- Armour, John/Hertig, Gerard/Kanda, Hideki: **The Anatomy of Corporate Law A Comparative and Functional Approach**, Third Edition, Oxford University Press, United Kingdom, 2017.
- Atalay, Oğuz :**Borca Batıklık ve İflasın Ertelenmesi**, 2. Baskı, Güncel Yayınevi, İzmir, 2007.
- Aydın, Alihan :**Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, Arıkan Basım Yayım, İstanbul, 2008.
- Aydın, Nurhan/Başar, Mehmet/Coşkun, Metin: **Finansal Yönetim**, 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2017.
- Bachner, Thomas :“Creditor protection through insolvency law in England”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 427-479, (Bachner, Insolvency).

- Bachner, Thomas :“Wrongful Trading - A New European Model for Creditor Protection?”, *European Business Organization Law Review*, 5, 2004, pp. 293-319, (**Bachner**, Wrongful).
- Bachner, Thomas :**Creditor Protection in Private Companies, Anglo-German Perspectives for a European Legal Discourse**, First Published, Cambridge University Press, New York, 2009, (**Bachner**, Creditor Protection).
- Bahtiyar, Mehmet :**Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı**, Doktora Tezi, Diyarbakır, 1993.
- Barneveld, J. :“Legal capital and creditor protection: some comparative remarks”, **The European private company (SPE): a critical analysis of the EU draft statute**, *Ius commune Europaeum*; No. 78, pp. 81-102.
- Bebchuk, Lucian Arye/Fried, Jesse M.: “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, **Yale Law Journal**, Vol. 105, Issue 4, pp. 857-934.
- Bebchuk, Lucian Arye/Roe, Mark J.: “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, **Economics and Business Discussion Paper Series**, (1999), 266.
- Biçer, Levent :**Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye**, 1. Bası, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2010.
- Bigus, Jochen :“Bankruptcy law, asset substitution problem, and creditor conflicts”, **International Review of Law and Economics**, 22, (2002), pp. 109-132.
- Bilgili, Fatih/Demirkapı, Ertan: **Şirketler Hukuku**, 9. Basım, Dora Yayım, Bursa, 2013.
- Birsel, Mahmut T. :**Anonim Şirketler Hukukunda Kâr Kavramı Cilt-1**, Ege Üniversitesi İktisadi ve Ticari Bilimler Fakültesi Yayınları No: 64/36, İzmir, 1973.
- Bocutoğlu, Ersan/Berber, Metin: **Genel İktisada Giriş**, 5. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa, 2015.
- Booth, Richard A. :“Capital Requirements in United States Corporation Law”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 620-645.
- Boschma, H. E./Lennarts, M. L./Schutte-Veenstra J. N.: **Alternative systems for capital protection**, Institute for Company Law, Groningen, Final report dated 18 August 2005.

- Bozgeyik, Hayri :**Şirketler Hukuku**, Editör: Sami Karahan, 2. Baskı, Mimoza Yayınları, Konya, 2015.
- Bratton, William W. :“Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”, **European Business Organization Law Review**, 2006, 7(1), pp. 39-87.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin: **Principles of Corporate Finance**, Twelfth Edition, Mc Graw Hill Education, New York, 2017.
- Buckley, F. H. :“When the Medium is the Message: Corporate Buybacks as Signals”, **Indiana Law Journal**, Vol. 65, Issue 3, Article 1, pp. 493-547.
- Cahn, Andreas :**Capital Maintenance in Germany Company Law**, Institute for Law and Finance Goethe-Universität Frankfurt Am Main, Working Paper Series No. 146/2015.
- Cahn, Andreas/Donald, David C.: **Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA**, First Published, Cambridge University Press, New York, 2010.
- Canözü, Salih :**Anonim Şirketlerde Kâr Payının Tespiti ve Dağıtılması**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016.
- Cenkci, Esra :**Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2015.
- Cheng, Thomas K. :“The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines”, **Boston College International and Comparative Law Review**, 5-1-2011, Vol. 34, Issue 2, pp. 329-412.
- Commission Of The European Communities: **Report From The Commission, Results Of The Fourth Phase Of Slim**, Brussels, 04.02.2000 COM(2000) 56 final.
- Cork Review Committee Report on Insolvency Law and Practice 1982, (Cmnd 8558).
- Çağlar, Hayrettin :**Anonim Şirketlerde Esas Sermayenin Azaltılması**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2010, (Çağlar, Sermaye Azaltımı).
- Çonkar, Halil :**Anonim Ortaklıkta Ayni Sermaye**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016.
- Davies, Paul :“Directors’ Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency”, **European Business Organization Law Review**, 7, 2006, pp. 301-337, (Davies, Vicinity of Insolvency).

- Davies, Paul :“Legal Capital in Private Companies in Great Britain”, **Aktiengesellschaft**, (1998), pp. 346-354, (Davies, Legal Capital).
- Deynekli, Adnan :“Aciz Hali ve İflasın İşçi Alacaklarının Tahsiline Etkisi”, Ankara Barosu Dergisi, Yıl:67, Sayı: 2, Bahar 2009, ss. 43-47.
- Dinler, Zeynel :**Mikro Ekonomi**, 20. Basım, Ekin Yayınevi, Bursa, 2009.
- Domaniç, Hayri :**Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması**, 1988 Yılı Birinci Basıdan Tıpkı Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2011.
- Eidenmüller, Horst/Grunewald, Barbara/Noack, Ulrich: “Minimum Capital in the System of Legal Capital”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 17-41.
- Eisdorfer, Assaf :“Risk-shifting and investment asymmetry”, **Finance Research Letters**, 7, (2010), pp. 232-237.
- Ekkenga, Jens/Bayer, Walter: “Fixed Capital under German Stock Corporation Law and its Significance for the Protection of Investors and Minority Shareholders”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 280-307.
- Emanuel, Steven L.: **Emanuel Law Outlines, Corporations and Other Business Entities**, Seventh Edition, Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2013.
- Eminoğlu, Cafer :“Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından “Eşit Şartlarda Eşit İşlem” İlkesi”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, S. 2015/1, ss. 79-88.
- Engert, Andreas :“Life Without Legal Capital: Lessons from American Law”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 646-694.
- Enriques, Luca/Hertig, Gerard/Kanda, Hideki/Pargendler, Mariana: **The Anatomy of Corporate Law A Comparative and Functional Approach**, Third Edition, Oxford University Press, United Kingdom, 2017.
- Enriques, Luca/Macey, Jonathan R.: “Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules”, **Cornell Law Review**, Vol. 86, Issue 6, September 2001, pp. 1165-1204.
- Erdönmez, Güray :**Alacaklılara Zarar Verme Kastiyla Yapılan Tasarrufların İptali**, 2. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019.
- Eren, Fikret :**Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 20. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2016, (Eren, Genel).

- Eren, Fikret :**Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, 2. Baskı, Yetkin Yayınları, Ankara, 2015, (Eren, Özel).
- Eriş, Gönen :**Ticari İşletme ve Şirketler Cilt II Madde 54-424**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, (Eriş, Cilt II).
- Eriş, Gönen :**Ticari İşletme ve Şirketler Cilt III Madde 425-644**, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, (Eriş, Cilt III).
- FEE :**FEE Discussion Paper on Alternatives to Capital Maintenance Regimes**, September 2007.
- Ferran, Eilís :“Legal Capital Rules and Modern Securities Markets – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets”, **Capital Markets and Company Law**, Edited by Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy, First Published, Oxford University Press, New York, 2003, pp. 115-143, (Ferran, Legal Capital Rules).
- Ferran, Eilís :“The Place for Creditor Protection on the Agenda Modernisation of Company Law in the European Union”, **European Company and Financial Law Review**, 2/2006, pp. 178-221, (Ferran, Creditor Protection).
- Ferran, Eilís/Ho, Look Chan: **Principles of Corporate Finance Law**, Second Edition, Oxford University Press, London, 2014.
- Fischel, Daniel R. :“The Law and Economics of Dividend Policy”, **Virginia Law Review**, Vol. 67, (1981), pp. 699-726.
- Fleischer, Holger :“Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 94-11, (Fleischer, Disguised Distribution).
- Fleischer, Holger :“Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship”, **European Business Organization Law Review**, 7, 2006, pp. 29-38, (Fleischer, Legal Capital).
- Fletcher, Ian F. :**The Law of Insolvency**, Fourth Edition, Sweet & Maxwell, London, 2009.
- Fried, Jesse M. :“Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases”, **California Law Review**, Vol. 93, Issue 5, (2005), Article 1, pp. 1323-1386.

- Gamble, George O'Neal: **Concepts Of Capital Maintenance In A Conceptual Framework For Financial Reporting**, The Pennsylvania State University, The Graduate School College of Business Administration, A Thesis in Business Administration, 1980.
- Gavish, Bezalel/Kalay, Avner: "On the Asset Substitution Problem", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 18, No. 1 (Mar., 1983), pp. 21-30.
- Geffen, Cornelis Johannes Anthonius van: **Company Law and IFRS, The Relation Between Financial Reporting and Capital Maintenance; Ties That Bind?**, Wolters Kluwer, Hoofddorp, 2017.
- Gerven, Dirk van : "Community rules applicable to the incorporation and capital of public limited liability companies", **Capital Directive In Europe The Rules on Incorporation and Capital of Limited Liability Companies**, First published, Cambridge University Press, United Kingdom, 2014, pp. 3-52.
- Göle, Celâl : **Anonim Ortaklıklarda Nakdî Sermaye Koyma Borcu ve Bu Borcu İfade Temerrüt**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1976.
- Granato, Michelangelo: "The Myth of the Optimal Capital Structure and the Dogma of Creditor Protection", **European Business Organization Law Review**, Vol. 18, Issue 4, 2017, pp. 617-658.
- Gullifer, Louise/Payne, Jennifer: **Corporate Finance Law Principles and Policy**, Second Edition, Bloomsbury, Oxford and Portland, Oregon, 2015.
- Günay, Ece Deniz : **Sermaye Piyasası Hukuku'nda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018.
- Gürbüz Usluel, Aslı E.: **Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016.
- Gürel, Murat : **Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Madde 380.1**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2014.
- Haaker, Andreas : "The Future of European Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective", **German Law Journal**, Vol. 13, No. 06, (2012), pp. 637-658.

- Hannigan, Brenda :**Company Law**, Fourth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2016.
- Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier: “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”, **Yale Law School Legal Scholarship Repository**, (1991), pp. 1879-1934.
- Healy, Paul M./Palepu, Krishna G.: “Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions”, **Journal of Financial Economics**, 21, (1988), pp. 149-175.
- Heaton, J. B. :“Solvency Tests”, **The Business Lawyer**, American Bar Association, Vol. 62, No. 3 (May 2007), pp. 983-1006.
- Hirş, E. :**Ticaret Hukuku Dersleri**, Üçüncü Bası, Hak Kitabevi, İstanbul, 1948.
- İşıktaç, Yasemin :**Hukukun Kaynağı Olarak Sözleşme**, 2. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2014.
- İhtiyar, Mustafa :**Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, 1. Bası, Beta, İstanbul, 2006.
- İmregün, Oğuz :**Kara Ticareti Hukuku Dersleri (Genel Hükümler-Ortaklıklar-Kıymetli Evrak)**, On Üçüncü Bası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2005.
- Jensen, Michael J./Meckling William H.: “Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, (1976), pp. 305-360.
- John, Kose :“Risk-Shifting Incentives and Signalling Through Corporate Capital Structure”, **The Journal of Finance**, Vol. 42, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 28-30, 1986 (Jul., 1987), pp. 623-641.
- Kalay, Avner :“Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints”, **Journal of Financial Economics**, 10, (1982), pp. 211-233.
- Karaman Coşgun, Özlem: **Anonim Şirketin Tasfiyesi**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2015, (Karaman Coşgun, Tasfiye).
- Karaman Coşgun, Özlem: **Şirketler Hukuku**, Editör: Sami Karahan, 2. Baskı, Mimoza Yayınları, Konya, 2015, (Karaman Coşgun, Şirketler).
- Karayalçın, Yaşar :**Muhasebe Hukuku**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988.

- Kaya, Arslan :“Halka Açık Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağı (SerPK m. 21)”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. LXXI, S. 2, 2013, ss. 193-204.
- Keay, Andrew :“Wrongful trading: problems and proposals”, **Northern Ireland Legal Quarterly**, 65(1), pp. 63-79, (Keay, Wrongful).
- Keay, Andrew :**Company Directors’ Responsibilities to Creditors**, First published, Routledge-Cavendish, New York, 2007, (Keay, Creditors).
- Keay, Andrew/Murray, Michael: “Making Company Directors Liable: A Comparative Analysis of Wrongful Trading in the United Kingdom and Insolvent Trading in Australia”, **Int. Insolv. Rev.**, Wiley InterScience, Vol. 14, (2005), pp. 27-55.
- Kendigelen, Abuzer :**Yeni Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, Güncellenmiş 2. Basıdan 3. (Tıpkı) Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016.
- Kırca, İ./Şehirali Çelik, F. H./Manavgat Ç.: **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1, Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2013.
- Koç Yalkın, Yüksel :**Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulamalar**, 19. Basım, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara, 2013.
- Kortunay, Ayhan :“Alman Limited Şirketler Hukukundaki Yeni Gelişmeler ve Türk Hukukuna Yönelik Bazı Tespitler”, Banka ve Ticaret Hukuku Dersi, 2009, C. XXV, S. 3, ss. 317-344.
- KPMG :**Contract ETD/2006/IM/F2/71 Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime Main Report**, 2008.
- Kuhner, Christoph :“The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law - An Economic Perspective”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 341-364.
- Kuru, Baki :**İcra ve İflas Hukuku El Kitabı**, İkinci Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2013.

- Kübler, Friedrich :“A Comparative Approach to Capital Maintenance: Germany”, **European Business Law Review**, Vol. 15 (2004), Jonathan Rickford (ed.), Issue 4, pp. 1031-1035, (Kübler, Germany).
- Kübler, Friedrich :“A Shifthing Paradigm Of European Company Law?”, **Columbia Journal Of European Law**, Vol. 11, 2005, pp. 219-240, (Kübler, Paradigm).
- Kübler, Friedrich :“The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets”, **Capital Markets and Company Law**, Edited by Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy, First Published, Oxford University Press, New York, 2003, pp. 95-114, (Kübler, The Rules of Capital).
- Lafarre, Anne :**The AGM in Europe: Theory and Practice of Shareholder Behaviour**, First Edition, Emerald Publishing Limited, UK, 2017.
- Lambert, Richard A. :“Executive effort and selection of risky projects”, **The Rand Journal of Economics**, Vol. 17, No. 1 (Spring, 1986), pp. 77-88.
- Lennarts, Loes :“Directors’ and Shareholders’ Liability as a Means of Protecting Creditors of the BV”, **European Business Organization Law Review**, 8, 2007, pp. 131-141.
- Lowry, John/Reisberg, Arad: **Pettet’s Company Law Company Law and Corporate Finance**, Fourth Edition, Pearson, Harlow, 2012.
- Lutter, Marcus :“Executive summary of considerations by the expert group on "Legal Capital in Europe””, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 1-14.
- Manavgat, Çağlar :**Hukuki Bakımından Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016.
- Mankowski, Peter :“Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 394-410.
- Manning, Bayless/Hanks, James J. Jr.: **Legal Capital**, Fourth Edition, Foundation Press, United States of America, 2013.
- Mäntysaari, Petri :**The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume III: Funding, Exit, Takeovers**, Springer, 2010, (Mäntysaari, Vol. III).

- Mäntysaari, Petri :**The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume II: Contracts in General**, Springer, 2010, (Mäntysaari, Vol. II).
- McAdams, Tony/Zucker, Kiren Dosanjh/Neslund, Nancy/Neslund, Kristofer: **Law, Business, and Society**, Eleventh Edition, McGraw-Hill Education, New York, 2015.
- Memiş, Tekin/Turan, Gökçe: **Sermaye Piyasası Hukuku**, 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2017.
- Merkt, Hanno/Spindler, Gerald: “Direct Liability of Controlling Parties (Piercing the Corporate Veil) and Related Legal Constellations”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 166-231.
- Micheler, Eva :“Disguised Returns of Capital - An Arm's Length Approach”, **Cambridge Law Journal**, 69(1), March 2010, pp. 151-185.
- Millon, David K. :“Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability”, **Emory Law Journal**, Vol. 56, Number 5, (2007), pp. 1305-1382.
- Miola, Massimo :“Legal Capital Rules in Italian Company Law and the EU Perspective”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 515-557.
- Moroğlu, Erdoğan :6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (Başlangıç Hükümleri, Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri, Kıymetli Evrak ve Son Hükümler) Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, İstanbul, 2016, (Moroğlu, Öneriler).
- Moroğlu, Erdoğan :**Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018, (Moroğlu, Sermaye Artırımı).
- Moroğlu, Erdoğan :**Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, 8. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2017, (Moroğlu, Hükümsüzlük).
- Murphy, Daniel T. :“Redemption of Stock Under the Model Business Corporation Act and the Virginia Stock Corporation Act”, **University of Richmond Law Review**, Vol. 14, Issue 2, (1980), Article 3, pp. 311-371.

- Mülbert, Peter O./Birke, Max: “Legal Capital - Is There a Case against the European Legal Capital Rules?”, **European Business Organization Law Review**, 2002 (3), pp. 695-732.
- Myers, Stewart C. :“Determinants of Corporate Borrowing”, **Journal of Financial Economics**, 5, (1977), pp. 147-175.
- OECD :**OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations 2010**.
- Oğuzman, M. Kemal/Barlas, Nami: **Medeni Hukuk Giriş Kaynaklar Temel Kavramlar**, 23. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2017.
- Oruç Erdoğan, Eda :“Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerinde Etkisi: BİST Uygulaması”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl: 2016/2, S. 24, ss. 159-181.
- Özdamar, Mehmet :**Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK. m. 329)**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005.
- Paslı, Ali :“Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C. LXVI, S. 2, 2008, pp. 345-358 (**Paslı**, Kontrol).
- Paslı, Ali :**Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)**, 2. Bası, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul, 2004 (**Paslı**, Kurumsal Yönetim).
- Pellens, Bernhard/Sellhorn, Thorsten: “Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Tests”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 365-393.
- Pentz, Andreas/Priester, Hans-Joachim/Schwanna, André: “Raising Cash and Contributions in Kind when forming a Company and for Capital Increases”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 42-74.
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: **Ortaklıklar Hukuku I**, Güncelleştirilmiş 13. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014, (**Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar I).
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin: **Ortaklıklar Hukuku II**, Güncelleştirilmiş 13. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2017, (**Poroy/Tekinalp/Çamoğlu**, Ortaklıklar II).

- Prentice, D. D. :“Creditor's Interests and Director's Duties”, **Oxford Journal of Legal Studies**, Vol. 10, Issue 2, Summer 1990, pp. 265–277.
- Pulaşlı, Hasan :**Şirketler Hukuku Şerhi Cilt I**, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, (**Pulaşlı**, Cilt I).
- Pulaşlı, Hasan :**Şirketler Hukuku Şerhi Cilt II**, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, (**Pulaşlı**, Cilt II).
- Pulaşlı, Hasan :**Şirketler Hukuku Şerhi Cilt III**, 3. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2018, (**Pulaşlı**, Cilt III).
- Rajan, Raghuram G./Zingales, Luigi: “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, **The Journal of Finance**, Vol. 50, No. 5, (December 1995), pp. 1421–1460.
- Rickford, Jonathan :“Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests”, **European Business Organization Law Review**, 7, (2006), pp. 135-179, (**Rickford**, Restricting Distributions).
- Rickford, Jonathan :“Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, **European Business Law Review**, Vol. 15 (2004), Jonathan Rickford (ed.), Issue 4, pp. 919–1027, (**Rickford**, Reforming Capital).
- Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jaffe, Jeffrey F./Roberts, Gordon S.: **Corporate Finance**, Seventh Canadian Edition, McGraw-Hill Ryerson, Canada, 2015.
- Santella, Paolo/Turrini, Riccardo: “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?”, **European Business Organization Law Review**, 9, 2008, pp. 427-461.
- Sarı, Suat :**Vekâlet Sözleşmesinin Tek Taraflı Olarak Sona Erdirilmesi**, 1. Baskı, Beşir Kitabevi, İstanbul, 2004.
- Schön, Wolfgang :“Balance Sheet Tests or Solvency Tests - or Both?”, **European Business Organization Law Review**, 7, 2006, pp. 181-198, (**Schön**, Solvency Tests).
- Schön, Wolfgang :“The Future of Legal Capital”, **European Business Organization Law Review**, 5, 2004, pp. 429-448, (**Schön**, Legal Capital).

- Scriggins, Larry P. :“The Model Business Corporation Act Financial Provisions: A Historical Snapshot”, **Law And Contemporary Problems**, Vol. 74, Number 1, Winter 2011, pp. 121-128.
- Sealy, L. S. :“Insolvent Company. Wrongful Trading”, **The Cambridge Law Journal**, Vol. 48, No. 3 (Nov., 1989), pp. 375-377.
- Sevi, Ali Murat :**Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 3. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2014, (Sevi, Payın Devri).
- Sevi, Ali Murat :**Anonim Ortaklıkta Sermayenin Oluşturulması ve Pay Sahiplerine İade Edilmesi Yasağı**, Birinci Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013, (Sevi, İade Edilmesi Yasağı).
- Sevilengül, Orhan :**Genel Muhasebe**, 18. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2016.
- Siems, Mathias M./Herzog, Leif/Rosenhäger, Erik: “The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)”, **European Business Organization Law Review**, 12, (2011), pp. 147-172.
- Smith, Clifford W./Warner Jerold B.: “On Financial Contracting, An Analysis of Bond Covenants”, **Journal of Financial Economics**, 7, (1979), pp. 117- 161.
- Sopacı Öztuna, Birgül: **Yönetici Sorumluluk Sigortası D&O-Sigortası**, 2. Tıpkı Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015.
- Söylemez, Caner :**İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2007.
- Sproule, Warren/Yakimowsk, Laurance: **Corporate Financing Issues**, Sask. for the Saskatchewan Legal Education Society Inc.. seminar, Corporate Organization, April 1998.
- Steiger, F. Von :**İsviçrede Anonim Şirketler Hukuku**, Çeviren: Tahir Çağa, Üçüncü Baskıdan Çeviri, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1968.
- Şehirali Çelik, Feyzan Hayal: **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008.
- Tandoğan, Haluk :**Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, İstisna (Eser) ve Vekâlet Sözleşmeleri, Vekâletsiz İş Görme, Kefalet ve Garanti Sözleşmeleri Cilt II**, 1989 Yılı Dördüncü Tıpkı Basım’dan Beşinci Tıpkı Basım, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010.

- Tanyeri, Bilal :**Nakit Havuzlama (Cash Pooling) Yöntemi İle Örtülü Kazanç Aktarımı**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlik Etüdü, İstanbul, 2013.
- Tekil, Fahiman :**Anonim Şirketler Hukuku**, İkinci Bası, Alkım Yayınları, İstanbul, 1998.
- Tekinalp, Ünal :“Anonim Ortaklıkta Sermayenin Korunması İlkesi”, **Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan Cilt II**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2010, ss. 1681-1699, (**Tekinalp**, Sermayenin Korunması).
- Tekinalp, Ünal :“Türk Ticaret Hukukunda Küresel Bir Açılım: IFRS/TMS-TFRS”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. XXIV, S. 2, 2007, ss. 33-66, (**Tekinalp**, IFRS).
- Tekinalp, Ünal :**Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, Kamuyu Aydınlatma İlkesi İle**, 2. Bası, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1979, (**Tekinalp**, Yedek Akçeler).
- Tekinalp, Ünal :**Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, 4. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2015, (**Tekinalp**, Yeni).
- Tekinalp, Ünal :**Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, Es Yayınları, İstanbul, 1982, (**Tekinalp**, Sermaye Piyasası).
- Tekinalp, Ünal :**Ünal Tekinalp’in Banka Hukukunun Esasları**, Yeniden Yazılmış 2. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009, (**Tekinalp**, Banka).
- Teoman, Ömer :“Anonim Ortaklıklar Hukukunda Payın Birim (İtibari = Nominal) Değerinin Oy Hakkının Saptanılmasındaki İşlevi ve Türk Sistemi”, **Tüm Makalelerim Cilt I-II (1971-2001)**, 2. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2012, ss. 79-92, (**Teoman**, İtibarî).
- Teoman, Ömer :“Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Dağıtımı Yasağı – SerPK 15/IV’nın Uygulanma Koşulları”, **Tüm Makalelerim Cilt III: 2002-2010**, 1. Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2010, ss. 240-243, (**Teoman**, Örtülü Kazanç).
- Teoman, Ömer :**Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri**, İstanbul Üniversitesi Kitabevi, İstanbul, 1978, (**Teoman**, İntifa Senetleri).
- Teoman, Ömer :**Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, İstanbul, 1983, (**Teoman**, Yoksunluk).

- The Company Law Review Steering Group: **Completing The Structure**, 2000, **The Company Law Review Steering Group**, 2000).
- The Company Law Review Steering Group: **Modern Company Law For a Competitive Economy Company Formation and Capital Maintenance**, October 1999 (**The Company Law Review Steering Group**, 1999).
- The High Level Group of Company Law Experts: **Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe**, Brussels, 4 November 2002.
- The Law Commission and The Scottish Law Commission: **Unfair Terms in Consumer Contracts: Advice to the Department for Business, Innovation and Skills**, March 2013.
- Toroman Çolgar, Emek: **Şirkete Borçlanma Yasası**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019.
- Türk, Ahmet :“Anonim Ortaklıkta Gizli Yedek Akçeler”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Yıl 2002, Cilt 4, Sayı 2, ss. 173-233, (Türk, Yedek Akçe).
- Türk, Ahmet :**Anonim Ortaklıkta Sermaye Kaybı ve Borca Batıklığın Hukuki Sonuçları (TTK. m. 324)**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999, (Türk, Sermaye Kaybı).
- Türk, Ahmet :**Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, Birinci Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2016, (Türk, Kendi Paylarını Edinme).
- Urbain-Parléani, Isabelle: “Working Group on the Share Capital in Europe - French Answers to the Questionnaire”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 480-514.
- Uzunallı, Sevilay :**Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2013.
- Üçışık, H. Güzin/Çelik, Aydın: **Anonim Ortaklıkta Finansal Tablolar Yedek Akçeler ve Kar Dağıtımı**, 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018.
- Veil, Rüdiger :“Capital Maintenance The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems”, **Legal Capital in Europe**, Ed. Marcus Lutter, De Gruyter Recht, Germany, 2006, pp. 75-93.
- Vetter, Jochen/Schwandtner, Christian: “Cash Pooling Under the Revised German Private Limited Companies Act (GmbHG)”, **German Law Journal**, Vol. 09, No. 09, 2008, pp. 1155-1175.

- Virgós, Miguel/Garcimartín, Francisco: **The European Insolvency Regulation: Law and Practice**, Kluwer Law International, Netherlands, 2004, s. 13.
- W. :“Ultra Vires in Modern Company Law”, **The Modern Law Review**, Vol. 46, No. 2 (Mar., 1983), pp. 204-213.
- Wagner, Gerhard :“Distributions to Shareholders and Fraudulent Transfer Law”, **European Business Organization Law Review**, 7, (2006), pp. 217-231.
- Winston, Clifford :**Government Failure versus Market Failure Microeconomics Policy Research and Government Performance**, AEI-Brookings, Washington, D.C., 2006.
- Wymeersch, Eddy :**Reforming the Second Company Law Directive**, Working Paper Series No. WP 2006-15 (2006) Financial Law Institutes.
- Yalçın, Erhan :**Yorum, Açıklama ve Örneklerle Uluslararası Finansal Raporlama (TMS-TFRS)**, 1. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2015.
- Yıldırım, Kamil/Şıklar: İlyas/Bakırtaş, İbrahim/ Koyuncu, Cüneyt/Yılmaz, Rasim/Erdoğan, Zeynep, **İktisada Giriş**, Editör: Kemal Yıldırım, Pelikan Yayıncılık, Ankara, 2012.
- Yıldız, Faruk Onur :**İşletmelerde Borca Batıklık ve Süreklilik Denetimi**, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, İstanbul, 2017.
- Yıldız, Şükrü :“Anonim Ortaklıkta İhraç Primleri (Agio)”, **Makalelerim 1988-2007**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2008, ss. 137-154, (Yıldız, Agio).
- Yücel, Emel :“Sermaye yapısı, temsil maliyeti ve firma çeşitlendirmesi: Dinamik panel veri analizi (Capital structure, agency cost and corporate diversification: A dynamic panel data analysis)”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Vol. 41, No 2, (2014), ss. 223-253.
- Zurek, Michal/Szmíd, Kamil: **Comparative Company Law A Case-Based Approach**, Editors: Mathias Siems, David Cabrelli, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2013, pp. 191-224.

İnternet Siteleri

<https://www.ifrs.org/> (Erişim Tarihi: 18.02.2019)

<https://www.ifrs.org/groups/ifrs-interpretations-committee/> (Erişim Tarihi: 18.02.2019).

<https://www.ifrs.org/groups/ifrs-interpretations-committee/> (Erişim Tarihi: 18.02.2019).

<https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/>
18.02.2019).

(Erişim Tarihi:

<https://www.kpmg.de/Presse/6380.htm> (Erişim Tarihi: 12.01.2019).



ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI	Mehmet MÜLAZIMOĞLU
Doğum Yeri - Tarihi	BURDUR / 1986
EĞİTİM DURUMU	
Mezun Olduğu Lise	Burdur Anadolu Lisesi
Lisans Diploması	Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi
Tezsiz Yüksek Lisans Diploması	-
Proje Konusu	-
Yüksek Lisans Diploması	Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk
Tez/ Dönem Projesi Konusu	Tüketici Sözleşmelerindeki Haksız Şartlar ve Genel İşlem Koşullarının Denetimi
Doktora Diploması	-
Tez/Dönem Projesi Konusu	-
Yabancı Dil / Diller	İngilizce
BİLİMSEL FAALİYETLER	
Makeleler 1. MÜLAZIMOĞLU, M., “Sorumluluk Sigortasında Sigortacının Borç ve Yükümlülükleri”, Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi , Cilt: 5, Sayı: 1, Haziran 2015, Sayfa: 229-243.	
İŞ DENEYİMİ	
Stajlar	Avukatlık stajı
Projeler	-
Çalıştığı Kurumlar	Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi
E-Posta	mulazimoglumehmet@hotmail.com