

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERDE
PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI

Yüksek Lisans Tezi

Yunus Emre KOYUNCU

Ankara, 2025

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERDE
PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI

Yüksek Lisans Tezi

Yunus Emre KOYUNCU

Tez Danışmanı

Dr. Öğr. Üyesi GÖKHAN AYDOĞAN

Ankara, 2025

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERDE
PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI

Yüksek Lisans Tezi

Yunus Emre KOYUNCU

Tez Danışmanı

Dr. Öğr. Üyesi GÖKHAN AYDOĞAN

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

- 1- Dr. Öğr. Üyesi GÖKHAN AYDOĞAN**
- 2- Dr. Öğr. Üyesi Harun KESKİN**
- 3- Dr. Öğr. Üyesi Aybüke DEMİR YEŞİLBAĞ**

Tez Savunması Tarihi

04/07/2025

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Dr. Öğr. Üyesi GÖKHAN AYDOĞAN danışmanlığında hazırladığım “Halka Açık Anonim Şirketlerde Pay Geri Alım Programları (Ankara, 2025) ” adlı yüksek lisans tezimdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Tarih: 14/08/2025

Yunus Emre KOYUNCU

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans sürecim boyunca “2210-A Genel Yurt İçi Yüksek Lisans Burs Programı” kapsamında bursiyeri olduğum Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumuna (TÜBİTAK) teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	I
İÇİNDEKİLER.....	II
KISALTMALAR	XIV
GİRİŞ.....	1
I. KONUNUN TAKDİMİ VE SINIRLANDIRILMASI	1
II. KONUNUN İNCELEME PLANI	3

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETİN KENDİ PAYINI İKTİSABI

I. ANONİM ŞİRKETLER HUKUKUNDA PAY KAVRAMI VE PAYIN

EDİNİLMESİ (İKTİSABI).....	5
1. Pay Kavramı	5
2. Pay Senedi ve Çeşitleri	7
3. Payın İktisabı	8
4. Anonim Şirketin Kendi Payını İktisabı.....	9

II. TÜRK HUKUKUNDA ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI İKTİSAP

ETMELERİNİN TARİHÇESİ	10
1. 865 Sayılı Türk Ticaret Kanunu	10
2. 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu	12
3. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	13

III. KENDİ PAYINI İKTİSAP ETMENİN SEBEPLERİ 14 |

1. Sinyal Teorisi ve Düşük Değerleme	15
--	----

2. Likidite Fazlalığı/Yatırım Fırsatları Eksikliği	17
3. İdeal Finansal Kaldıraç Oranına Ulaşma.....	18
4. Düşmanca Ele Geçirmeyi Önleme	19
5. Vergisel Avantajlar.....	21
6. Borsadaki Ani Dalgalanmalara Müdahale.....	23
7. Çalışanlara Pay Opsiyonları	24
8. Haklı Sebep Fesih Davası (TTK m. 531)	25
IV. KENDİ PAYINI İKTİSAP ETMENİN SAKINCALARI.....	28
1. Sermayenin İadesi Yasağına Aykırılık	28
2. Eşit İşlem İlkesine Aykırılık	32
3. Piyasa Dolandırıcılığı	35
4. Bilgi Suistimali Tehlikesi	38
5. Yönetim Kurulunun Şirkete Müdahale Etmesi.....	41
V. 6102 SAYILI TÜRK TİCARET KANUNU'NA GÖRE ANONİM	
ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI.....	43
1. Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Yasaklanıp Yasaklanmadığı Sorunu.....	43
2. İktisabın Şartları	47
A. Yönetim Kurulunun Yetkilendirilmesi.....	47
B. Şirket Net Aktifinin Uygun Olması	52
C. Pay Bedellerinin Tamamen Ödenmiş Olması	53
D. Yedek Akçenin Ayrılması.....	54
E. Şirketin Tek Pay Sahibi Olacak Şekilde Paylarını İktisap Edememesi.....	56

F. Eşit İşlem İlkesi	56
3. Yasağın İstisnaları.....	57
A. Yakın ve Ciddi Kayıp Hali (TTK m. 381)	57
B. Diğer İstisnalar (TTK m. 382)	59
a. Sermayenin Azaltılması	60
b. Külli Halefiyet	62
c. Kanuni Satın Alma Yükümlülüğü.....	64
d. Cebri İcra	64
e. Şirketin Menkul Kıymet Şirketi Olması Halinde	66
4. Payların Bedelsiz Olarak Edinilmesi.....	68
5. Payların Elden Çıkarılması.....	69
A. Kanuna Uygun Olarak İktisap Edilen Payların Elden Çıkarılması	69
a. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olmadığı Haller	70
b. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olduğu Haller	71
B. Kanuna Aykırı Olarak İktisap Edilen Payların Elden Çıkarılması.....	73
C. Elden Çıkarılmayan Payların İtfası Gerektiği.....	76
6. Kanuna Aykırı İktisabın Sonuçları.....	76
A. Tasarruf İşlemi Bakımından.....	76
B. Borçlandırıcı İşlemler Bakımından.....	78
7. İktisap Edilen Paylara İlişkin Haklar.....	79
A. Katılma Haklarına İlişkin	81

a. Genel Olarak	81
b. Oy Hakkı Donmuş Payların Genel Kurulda Temsili	82
c. Oy Hakkı Donmuş Payların Karar Yetersayılarına Etkisi	84
B. Malvarlıksal Haklara İlişkin	85
a. Kâr Payı	85
b. Rüçhan Hakkı	86
c. Tasfiye Payı.....	88
d. Bedelsiz Payları Edinme Hakkı.....	89
C. Koruyucu ve Aydınlatıcı Haklara İlişkin	89
VI. KENDİ PAYINI İKTİSAP ETMENİN YÖNTEMLERİ	90
1. Borsa Üzerinden Yapılan Alımlar (<i>Open Market Repurchase</i>)	90
2. Aleni Pay Alım Teklifi Yoluyla Yapılan Alımlar (<i>Self Tender Offer</i>)	91
A. Sabit Fiyattan Pay Alım Teklifi (<i>Fixed Price Tender Offer</i>).....	91
B. Fiyat Aralığı Belirleme Yoluyla Pay Alım Teklifi (Hollanda Usulü Açık Arttırma Yolu – Dutch Auction Tender Offer).....	92
C. Devredilebilir Satım Opsiyonu Hakkı (<i>Put Rights</i>) Tanınması Yoluyla Pay Alımı	94
3. Birebir Müzakereler Yoluyla Yapılan Alımlar (<i>Privately Negotiated Repurchases</i>).....	95
4. Hızlandırılmış Pay Geri Alımları (<i>Accelerated Share Repurchase</i>)	97

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI SATIN ALMASI VE PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI

I. KONUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA DÜZENLENİŞ

BİÇİMİ 99

1. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Halka Açık Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Alması 99

A. Türk Ticaret Kanunu Hükümleri ile Sermaye Piyasası Mevzuatı Hükümlerinin Karşılaştırılması 99

B. SerPK'ya Göre Halka Açık Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Alması..... 100

2. Geri Alınan Paylar Tebliğine Göre Halka Açık Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Alması ve Pay Geri Alım Programı 101

A. Genel Olarak..... 101

B. Tebliğ'in Hukuken Geçerli Olup Olmadığı Problemi..... 103

II. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARINA İLİŞKİN ŞARTLAR VE

SINIRLAR..... 104

1. Tebliğ'in Kapsamı 104

2. Geri Alım Programına İlişkin Yetkilendirme ve Yetkili Organ 106

A. Genel Kural: Genel Kurulun Yetkilendirmesi 106

a. Yönetim Kurulu Tarafından Pay Geri Alım Programının Hazırlanması..... 106

b. Genel Kurul Tarafından Pay Geri Alım Programının Onaylanması 110

B. İstisna: Yakın ve Ciddi Kayıp Hali 112

3. Geri Alım Programının Süresi	118
4. Geri Alım Programına Dayanılarak Yapılacak Geri Alım İşlemlerine İlişkin Sınırlar, Koşullar ve İşlem Yapılamayacak Haller.....	120
A. İşlem Sınırları	120
a. Yüzde Onluk Sınır	121
b. Payların Niteliğine İlişkin Sınır.....	123
c. Geri Alınan Payların Toplam Bedeline İlişkin Sınır	124
B. İşleme İlişkin Diğer Şartlar	125
a. Payların Bedelinin Tamamen Ödenmiş Olması.....	125
b. Yedek Akçenin Ayrılmış Olması.....	125
C. İşlem Yapılamayacak Haller	128
a. Açıklanmamış İçsel Bilgiler Bulunması	128
aa. İçsel Bilgi Kavramı	129
bb. Açıklanmamış İçsel Bilgi Bulunması Halinde Pay Geri Alımı Yapılamayacağı.....	130
b. Sermaye Artırımı Kararı Bulunması.....	132
c. Yönetim Kontrolünü Elinde Bulunduran Ortakların İşlem Yapamaması	132
d. İdari Sorumluluğu Bulunan Kişilerin İşlem Yapamaması.....	134
e. İlk Halka Arzdaki Kısıtlar.....	136
5. İstisnalar	137
A. TTK ile Benzer Olan İstisnalar.....	137
B. TTK'dan Farklı Olan İstisnalar.....	138

a. Mahkeme Kararı ile Şirket Alacağıın Tahsili Amacına Yönelik Olarak.....	138
b. Ödenmiş Sermayenin Azaltılması Çerçevesinde.....	139
c. Azınlık Haklarının Korunması Sebebiyle.....	139
d. Ayrılma veya Ortaklıktan Çıkarma/Satma Hakkının Kullandırılması Nedeniyle.....	141
aa. Ortaklıktan Ayrılma Hakkı.....	141
bb. Ortaklıktan Çıkarma/Satma Hakkı.....	144
aaa. Ortaklıktan Çıkarma Hakkı.....	144
bbb. Hâkim Ortağa Satma Hakkı.....	146
e. Sabit Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Şirketlerinin Durumu.....	147
C. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Basın Açıklamaları ve İlke Kararları ile Getirdiği İstisnalar.....	148
a. 21 Temmuz ve 25 Temmuz 2016 Basın Duyuruları ile Getirilen İstisnalar .	152
b. 23 Mart 2020 Tarihli Basın Duyurusu.....	154
c. SPK.22.7 (14.02.2023 tarih ve 9/177 s.k.) Sayılı İlke Kararı ile Getirilen İstisnalar.....	157
d. SPK.22.9 (19.03.2025 tarih ve 16/531 s.k.) sayılı İlke Kararı ile Getirilen İstisnalar.....	159
e. Kurul'un 23/03/2025 tarih ve 18/574 sayılı İlke Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru.....	161
f. Değerlendirme.....	162
g. Yatırım Kuruluşları Bakımından Getirilen İstisnalar.....	163

6. Geri Alınan Paylara İlişkin Haklar	165
A. Kural: Geri Alınan Paylara İlişkin Hakların Donması.....	165
B. Genel Kurul Toplantı Nisabına İlişkin	165
C. Rüçhan Hakkı	167
D. Kâr Payı Hakkı	168
7. Elden Çıkarma	169
A. Tebliğ Hükümlerine Uygun Olarak Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması .	169
a. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olmadığı Durum.....	169
b. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olduğu Durum.....	170
B. Tebliğ Hükümlerine Aykırı Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması	172
C. Elden Çıkarmaya İlişkin Usul.....	173
a. Kural: Payların Borsa Üzerinden Elden Çıkarılması.....	173
b. İstisna: Payların Borsa Dışında Elden Çıkarılması.....	174
aa. Payların Satışının Bağlı Şirketler Arasında Olması	174
bb. Çalışanlara Pay Edindirme veya Paya Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası Araçları	174

III. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARINDA BULUNMASI GEREKEN

UNSURLAR.....	175
1. Geri Alımın Amacı	176
2. Programın Süresi	179
3. Azami Pay Sayısı.....	180
4. Azami Pay Sayısına Ulaşılmasıyla Programın Sonlandırılması	182

5. Alt ve Üst Fiyat Limitleri.....	183
6. Geri Alınan Payların Satış Esasları.....	185
7. Geri Alım İçin Ayrılan Fonun Tutarı ve Kaynağı	186
8. Önceki Geri Alımlara İlişkin Bilgiler	188
9. Geri Alımın Finansal Duruma ve Faaliyet Sonuçlarına Muhtemel Etkisi.....	188
10. Geri Alımda Bulunabilecek Bağlı Şirketlere İlişkin Bilgiler.....	189
11. Pay Fiyatı Bilgisi	189
12. İlişkili Tarafların Sağlayacağı Faydalar.....	190
IV. GERİ ALIM PROGRAMINDA BULUNMASI GEREKEN	
UNSURLARIN EKSİK OLMASININ YAPTIRIMI.....	190
V. İŞLEM ESASLARI.....	192
VI. PAYLARI BORSADA İŞLEM GÖRMEYEN HALKA AÇIK ANONİM	
ŞİRKETLERDE PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI.....	194
1. Genel Olarak.....	194
2. Yakın ve Ciddi Kaybın Önlenmesi Nedeniyle Geri Alım Yapılamaması	194
3. Payların Geri Alınması İlişkin Esaslar.....	195
4. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri.....	197
5. Payların Elden Çıkarılması.....	199
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	
PAY GERİ ALIM PROGRAMLARINDA ÖZELLİK ARZ EDEN DURUMLAR	
I. KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ.....	200
1. Genel Olarak.....	200

A. Tanımı	200
B. Amacı ve İşlevi	200
C. Kamuyu Aydınlatma Belgeleri.....	202
a. Genel Olarak.....	202
b. Özel Durum Açıklamaları.....	203
2. Pay Geri Alım Programlarının Kamuyu Aydınlatma Belgesi Niteliği.....	208
3. Tebliğ ile Getirilen Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri	210
A. Geri Alım Programına İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri.....	210
B. Geri Alım İşlemlerine İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri.....	212
C. Payların Elden Çıkarılmasına İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri...	214
D. Yakın ve Ciddi Kaybın Önlenmesi Amacıyla Yapılan Geri Alımlara İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri.....	215
4. Tebliğ Kapsamında Getirilen Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüklerinin Hiç veya Gereği Gibi Yerine Getirilmemesi Halinde Doğan Sorumluluk	216
A. Sorumluluğun Şartları.....	217
a. Fiil.....	217
b. Hukuka Aykırılık	218
c. Kusur.....	219
d. Zarar.....	220
e. İlliyet Bağı	221
B. Davacılar	222
C. Davalılar.....	223

D. Zamanaşımı ve Sorumsuzluk Anlaşmaları	224
II. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARININ BİLGİ SUİSTİMALİ VE PİYASA DOLANDIRICILIĞI İLE İLİŞKİSİ.....	225
1. Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçları.....	225
A. Bilgi Suistimali Suçu	225
B. Piyasa Dolandırıcılığı Suçu	227
2. Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçlarının Pay Geri Alım Programlarıyla İlişkisi	229
3. Tebliğ'e Göre Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Sayılmayan Haller ..	233
A. Tebliğ Düzenlemesinin Hukukiliği Sorunu	233
B. Tebliğ'de Belirtilen Şartlar.....	235
a. Şirketin Borsada İşlem Görmesi	235
b. Geri Alımların Tebliğ Hükümlerine Uygun Olarak Yapılması	235
c. Geri Alımın Genel Kurul Tarafından Onaylanmış Bir Geri Alım Programı Çerçevesinde Yapılması	236
d. Geri Alımın Belli Bir Amaca Özgülenmesi	237
e. Program Süresince Payların Satışının Yapılmaması	238
III. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARININ BENZER HUKUKİ KONULARLA İLİŞKİSİ	239
1. Fiyat İstikrarını Düzenleyici Amaçlarla Yapılan Pay Geri Alımları	239
2. Çalışanlara Pay Edindirme Amacıyla Yapılan Pay Geri Alımları	240
SONUÇ	243

KAYNAKÇA.....	250
ÖZET	273
ABSTRACT	275

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APOK	: Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu
BIST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bkz.	: Bakınız
Bülten	: Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni
C.	: Cilt
c.	: Cümle
dp.	: Dipnot
E.	: Esas
E.T.	: Erişim Tarihi
eSerPK	: 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
eTTK	: 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
GVK	: 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu
H.D.	: Hukuk Dairesi
K.	: Karar
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
par.	: Paragraf
S.	: Sayı
s.	: Sayfa
SerPK	: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TBK	: 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu

TFRS	:	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMK	:	4721 Sayılı Türk Medeni Kanunu
TMS	:	Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	:	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
Tebliğ	:	Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1)
vd.	:	ve devamı
Y.	:	Yargıtay

GİRİŞ

I. KONUNUN TAKDİMİ VE SINIRLANDIRILMASI

Anonim şirketler, payların piyasa değerinin korunması, düşmanca devralmaların önlenmesi veya ideal kaldıraç oranına ulaşılması gibi nedenlerle kendi paylarını iktisap etmek isteyebilirler. Bununla birlikte, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin, anonim şirketlerin kuramsal yapısına ters düşen yönleri de bulunmaktadır. Örneğin, bu işlemin sermaye iadesi niteliği taşıyıp taşımadığı, şirket alacaklıları açısından risk oluşturup oluşturmadığı veya eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil edip etmediği hususları tartışmalıdır. Bu nedenle, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesine izin verilip verilmemesi konusu, uzun süredir devam eden bir tartışma alanı oluşturmaktadır.

Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin içerdiği sakıncalar nedeniyle, geçmişte Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde bu uygulamaya izin verilmemekteydi. Buna karşılık, Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesine olumlu yaklaşım ve bu uygulamaya izin verilmiştir. Ancak, AB'nin son dönemde yaptığı düzenlemelerle birlikte, adım adım daha liberal bir anlayış benimsenmiş ve anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin yasaklar kademeli olarak hafifletilmeye başlanmıştır.

Türk hukuku bakımından da anonim şirketlerin kendi payını iktisap etmesine her ticaret kanunu döneminde farklı bir anlayış hâkim olmuştur. Kısaca belirtmek gerekirse, 865 sayılı Kanun döneminde bir serbesti hakimken, 6762 sayılı Kanun döneminde yasakçı bir anlayışa geçilmiş ve nihayet 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)¹ ile AB düzenlemelerine/direktiflerine paralel olarak ilgili yasak yumuşatılmış ve sınırlı bir serbestinin hâkim olduğu yeni bir düzene geçilmiştir.

¹ RG. 14.02.2011, S. 27846.

Sınırlı serbestinin geçerli olduğu mevcut rejimde, anonim Őirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin doğurabileceği sakıncaların azaltılması veya önlenmesi amacıyla, payların iktisabı belirli Őartlara bađlanmıŐtır. Bununla birlikte, Őirketin yapacağı bazı özel iktisap hallerinde, bu Őartların tamamı veya bir kısmı ačíısından istisnalar öngörölmüŐtür. Ayrıca, konunun barındırdığı riskler nedeniyle, Őirketin iktisap ettiği paylarını kural olarak süresiz biçimde elinde tutmaması ilkesi benimsenmiŐtir.

Konu, sermaye piyasası mevzuatında da ayrıca düzenlemeye alınmıştır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK)² m. 22 ile Şirketlerin kendi paylarını satın alabileceği kabul edilerek detaylı düzenleme Sermaye Piyasası Kuruluna (Kurul) bırakılmıştır. Kurul bu yetkiye dayanarak Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1)'ni (Tebliğ)³ düzenleyerek yürürlüğe sokmuŐtur. Bu sebepten sermaye piyasası mevzuatına tabi Şirketlerin yapacağı pay geri alımlarının Tebliğ hükümlerine yapılması esastır. Tebliğ'de kimi zaman TTK ile paralel düzenlemeler yer almaktayken kimi zaman TTK'ya tamamen zıt düzenlemeler yer almaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatına göre pay geri alımları, kural olarak bir pay geri alım programı çerçevesinde yapılabilecektir. Pay geri alım programları, Őirketin yapacağı pay geri alımlarına iliŐkin bir çerçeve teŐkil eder. Őirket ačíklamıŐ olduğu programla ve programdaki Őartlarla kendi paylarını geri alabilir. Pay geri alım programlarının içeriği ise boş bırakılmamıŐ olup Tebliđ'de belirtilmiŐ olan unsurlara sahip olması gerekir. Tezimiz kapsamında bu unsurlar, uygulamadaki geri alım programlarıyla birlikte değerlendirilerek incelenmiŐtir. Bunun yanında pay geri alım programları bir kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahiptir. Bu sebepten pay geri alım programlarının ačíklanması sebebiyle bir zarar doğduğu takdirde, Őartları oluŐmuŐsa kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk (SerPK m. 32) hükümlerine baŐvurulabilecektir.

² R.G. 30.12.2012, S. 28513.

³ R.G. 03.01.2014, S. 28871.

Tez kapsamında da anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin ardında yatan nedenler ve sakıncaları, konunun Türk hukukundaki tarihsel süreci, mevcut TTK'da düzenlenişi ile doktrindeki tartışmalar ve nihayet konunun sermaye piyasası mevzuatında düzenleniş biçimi ele alınacak ve pay geri alım programlarına ilişkin inceleme yapılacaktır. Payların şirket tarafından geri alınması, TTK hükümlerinde “şirketin kendi paylarını iktisap etmesi” olarak ifade edilirken, sermaye piyasası mevzuatında “ortaklıkların kendi paylarını satın alması”, “payların geri alınması”, “pay geri alımı” gibi kavramlarla ifade edilmiştir. Tez kapsamında bu kavramlar kimi zaman birbirleri yerine kullanılmıştır.

II. KONUNUN İNCELEME PLANI

Tez çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde kısaca pay kavramına değinilecek, ardından anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmelerindeki sebepler ve içinde barındırdığı riskler incelenecektir. Devamında, TTK hükümlerine göre anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabına değinilecektir. Son olarak, bu bölümde şirketin kendi paylarını geri alması yöntemleri ile bunların avantajları ve dezavantajları ele alınacaktır.

İkinci bölümde pay geri alım programlarının ne olduğu, pay geri alım programlarının SerPK ve Tebliğ hükümlerinde düzenlenişi, pay geri alım programına ilişkin şartlar ve istisnalar ve bu programa bağlı olarak geri alınan paylara ilişkin hükümler incelenecektir.

Çalışmamızın son bölümü olan üçüncü bölümde pay geri alım programına ilişkin özellik arz eden hallere değinilecektir. Bu başlık altında pay geri alım programı ile kamuyu aydınlatma belgeleri arasındaki ilişkiye, pay geri alım programının kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip olup olmadığı ve bundan doğan sorumluluğa değinilecektir. Yine bu bölümde geri alım programı ile piyasa dolandırıcılığı ve bilgi suistimali suçları arasındaki ilişkiye, bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı sayılmayan

hallere ve Tebliğ hükümlerine göre piyasa dolandırıcılığı ve bilgi suistimali sayılmayan pay geri alım programlarına değinilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETİN KENDİ PAYINI İKTİSABI

I. ANONİM ŞİRKETLER HUKUKUNDA PAY KAVRAMI VE PAYIN EDİNİLMESİ (İKTİSABI)

1. Pay Kavramı

Anonim şirketler, belirli bir sermayenin toplanması ve buna ilişkin riskin paylaştırılması suretiyle kâr elde etmek amacıyla kurulan tüzel kişiliklerdir. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi, aynı hak ve yetkilere sahip birden fazla unsurun bir araya getirilerek bütünleşmesiyle mümkündür. Sermayenin tamamının tek bir kişi tarafından taahhüt edilmesi yerine, birden çok kişi tarafından paylar hâlinde taahhüt edilmesi hem daha kolaydır hem de riskin farklı kişiler arasında paylaşılmasını sağlar. Bu yönüyle anonim şirketler, özünde kapitalist bir birlik sistemidir⁴. Burada bahsedilen parça, pay şeklinde karşımıza çıkar. Buradaki parçalarla(paylarla) birlikte bir bütün haline gelen sermaye oluşur. Ancak bir parçaya sahip olmakla birlikte pay sahibi olunabilir. Bu sebepten pay, anonim şirketlerin merkez kavramıdır. Anonim şirketlere ilişkin bütün hüküm ve konular pay ile bir anlam kazanır. Diğer bir deyişle pay olmadan anonim şirket olmaz⁵. Paya ilişkin genel hükümler TTK m. 476-479 arasında düzenlenmiştir; ancak paya ilişkin düzenlemeler bunlarla sınırlı değildir. TTK m. 480-483 arasında pay bedelini ifa borcu, TTK m. 484-501 arasında pay senetleri ve TTK m. 502-503 arasında yer alan intifa senetleri paya ilişkin düzenlemelerden bazıları olup paya ilişkin diğer düzenlemeler de TTK içinde yer almaktadır. Bunun yanında SerPK hükümlerinde birçok yerde paya

⁴ **Göksoy**, Can Y.: Anonim Ortaklıkta Payın Rehni, Ankara 2001, s. 34; **Pulaşlı**, Hasan: Şirketler Hukuku. Genel Esaslar, 8. Baskı, Ankara 2022, s. 239 (Şirketler Hukuku).

⁵ **Göksoy**, s. 33 vd; **Özdamar**, Mehmet: Anonim Ortaklıkların Kendi Payını İktisap Etmesi (TTK. md. 329), Ankara 2005, s. 41; **Çeliktaş**, İlyas: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, İstanbul 2006, s. 12; **Türk**, Ahmet: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, Ankara 2016, s. 11; **Sevi**, Ali Murat: Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 4. Baskı, Ankara 2018, s. 29; **Tekinalp**, Ünal (**Poroy**, Reha/**Çamoğlu**, Ersin): Ortaklıklar Hukuku, C. 1, 15. Baskı, İstanbul 2021, s. 615 (2021).

ilişkin düzenlemeler bulunduğu gibi ikincil düzenleme niteliğindeki Pay Tebliği'nde (VII-128.1)⁶ paya ilişkin detaylı düzenlemeler bulunmaktadır.

Pay anonim şirketler açısından birden çok anlama gelebilir. İlk olarak pay esas veya çıkarılmış sermayenin ayrılmış bir birimini ifade eder⁷. Örneğin 1.000.000 TL'lik esas sermaye 1.000.000 adet, 1 TL'ye bölünmüşse bu durumda her 1 TL bir adet payı ifade eder. Buradaki bir birimlik değere nominal (itibari) değer adı verilir⁸. Bu bakımdan pay sermayenin bir parçasıdır ve bütün payların toplamı sermayeyi ifade eder⁹. İkinci olarak pay, paya bağlanan hak ve borçları ifade eder. Pay, pay sahibine birçok hak sağlar ve bu hakların kaynağı payın kendisidir. Bu sebepten pay içerdiği bu hak ve borçların yerine de (kâr payı veya tasfiye payı gibi) kullanılabilir¹⁰. Üçüncü olarak pay, eğer senede bağlanmışsa pay senedini ifade eder¹¹. Bu durum TTK m. 493 gerekçesinde açıkça ifade edilmektedir. Gerekçeye göre borsaya kote edilmemiş şirketlerde pay da pay senedi de bulunabilir. Ancak nama yazılı paylar için senede bağlanma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu sebepten nama yazılı paylar için pay senedi ifadesinin kullanılması da doğru değildir. Borsaya kote edilmiş şirketlerdeki nama yazılı paylar için ise pay senedi ifadesini kullanmak daha da zordur. Zira sermaye piyasası mevzuatına göre payların Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde kaydileştirilmesi sistemi öngörülmüş olup, pay senedi çıkarılması uygulaması kaldırılmıştır. Bu itibarla gerekçeye göre pay senede bağlanmışsa pay senedini ifade edecek olsa da nama yazılı paylar için bu sonuca ulaşmak her zaman mümkün değildir.

⁶ R.G. 22.06.2013, S. 28685.

⁷ **Pulaşlı**, Hasan: Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri, Ankara 1992, s. 4 (Pay); **Özdamar**, s. 42; **Çelikleş**, s. 14; **Sevi**, s. 31.

⁸ **Göksoy**, s. 34; **Özdamar**, s. 42; **Çelikleş**, s. 14; **Sevi**, s. 32.

⁹ **Pulaşlı**, Pay, s. 4; **Sevi**, s. 32; **Tekinalp**, 2021, s. 615.

¹⁰ **Pulaşlı**, Pay, s. 6; **Göksoy**, s. 37; **Özdamar**, s. 42; **Sevi**, s. 34; **Tekinalp**, 2021, s. 681.

¹¹ **Göksoy**, s. 39; **Özdamar**, s. 43; **Çelikleş**, s. 24; **Sevi**, s. 36; **Tekinalp**, 2021, s. 616.

Anonim şirketin kuruluşu veya sermayenin artırılması tescil edildiği anda pay da kendiliğinden ortaya çıkar. Bu paylar daha sonra TTK m. 486'da işaret edilen şekilde nama veya hamiline olacak şekilde bastırılarak senede bağlanır. Bu suretle nama veya hamiline pay senetleri ortaya çıkmış olur¹². Herhangi bir senede bağlanmamış paylara ise senede bağlanmamış pay ya da *çıplak pay* adı verilir¹³.

2. Pay Senedi ve Çeşitleri

Yukarıda da ifade edildiği üzere şirketin kurulması veya sermaye artırımını sonrasında paylar nama veya hamiline olacak şekilde senede bağlanabilmektedir. Bu şekilde ortaya pay senedi ortaya çıkar. Pay senetlerinin ve payların birden çok çeşidi bulunmaktadır. Bunlardan bazıları şu şekildedir:

İlk olarak pay senetleri (paylar) nakit karşılığı veya ayın karşılığı çıkarılmasına göre bir ayrıma sahiptir. Nakit karşılığı çıkarılan pay senetleri nakit sermaye ortaya konulduğunda ortaya çıkarılan pay senetleridir. Ayın karşılığı pay senetleri ise aynı sermaye ortaya koyulduğunda çıkarılan pay senetlerini ifade eder¹⁴.

Diğer bir ayrıma göre pay senetleri oy hakkı bulunan ve bulunmayan olarak ikiye ayrılrsa da Türk hukuku açısından oysuz pay senetleri bulunmamaktadır. Türk hukukunda oysuz pay sahibi olmaz ilkesi gereğince her pay sahibinin en az bir oyu bulunmalıdır¹⁵. Bu durum TTK m. 434/2' de "*Her pay sahibi sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkını haizdir. Şu kadar ki, birden fazla paya sahip olanlara tanınacak oy sayısı esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir.*" şeklinde ifade edilmiştir.

Başka bir ayrıma göre pay senetleri itibari değerli ve itibari değerden yoksun olarak iki çeşide ayrılır. TTK'da benimsenen sistemde her payın en az bir kuruş olmak

¹² Hamiline ve nama yazılı pay senetleri hakkında bkz. **Göksoy**, s. 42 vd.

¹³ **Tekinalp**, 2021, s. 617.

¹⁴ **Tekinalp**, 2021, s. 629.

¹⁵ **Tekinalp**, 2021, s. 630.

üzere itibari değeri bulunmalıdır¹⁶. Bu sebepten TTK'ya göre itibari değeri bulunmayan pay mümkün değildir¹⁷. Ancak SerPK m. 12/2'nin son cümlesinde, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal (itibari) değerinin altında olması hâlinde, payların nominal değerinin altında ihraç edilebileceği düzenlenmiştir¹⁸. İhraca ilişkin izin Kurul tarafından verilecektir. Konuya ilişkin detaylı düzenlemeler Kurul tarafından çıkarılan Pay Tebliği (VII-128.1) m. 18'de yer almaktadır. Bu düzenlemeler gereği SerPK bakımından itibari değerden yoksun pay ihracına izin verildiği söylenebilir. Bu durum *Tekinalp* tarafından itibari değer ilkesine ve sermayenin korunmasına ilkesine aykırı ve tehlikeli bir durum olarak değerlendirilerek eleştirilmiştir¹⁹.

Bunlarında dışında pay senetlerinin agiolu (primli), gratis (bedelsiz), imtiyazlı paylar olmak üzere diğer başka çeşitleri de bulunmaktadır. Ancak bunlar çalışmamızın kapsamını aştığı için burada tek tek incelenmeyecektir²⁰.

3. Payın İktisabı

Paylar aslen veya devren iktisap edilebilirler. Payın aslen iktisap edilmesi kuruluş aşamasında veya sermaye artırımında payın taahhüt edilmesiyle gerçekleşir. Bu hallerde pay, kuruluşun veya artırımın ticaret siciline tesciliyle aslen iktisap edilir. Bunun yanında birleşme ve tür değiştirme hallerinde de paylar aslen iktisap edilir²¹.

¹⁶ Bu düzenleme doktrinde bir kuruluşun çok küçük bir değer olması nedeniyle eleştirilmiştir. Bkz. **Moroğlu**, Erdoğan: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, İstanbul 2016, s. 293. İtibari değer altında bir bedelle pay çıkarılmamasının temel sebebi payların itibari değerleri toplamının şirket esas sermayesini oluşturmasıdır (Ayrıntılı bilgi için bkz. **Demir Yeşilbağ**, Aybüke: Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Sistemi ve Sürdürülebilirliği, Ankara 2023, s. 120.).

¹⁷ **Demir Yeşilbağ**, s. 123.

¹⁸ Ayrıca SerPK m. 18/5'te de kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık anonim şirketler bakımından da itibari değerden yoksun pay düzenlenebileceği belirtilmiştir.

¹⁹ **Tekinalp**, 2021, s. 631.

²⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Tekinalp**, 2021, s. 631 vd.

²¹ **Özdamar**, s. 54; **Sevi**, s. 39; **Tekinalp**, 2021, s. 651.

Devren iktisap ise payların aslen iktisap edilen kişiden devralınmasıyla olur. Farklı bir anlatımla aslen kazanma dışında bir şekilde elde edilen pay devren iktisap edilmiştir. Devren iktisap çıplak pay veya pay senedinin devralınması yoluyla gerçekleşir. Payların cebri icradan, mahkeme kararıyla, ıskat sebebiyle veya miras yoluyla kazanılması da devren iktisap türleridir²².

4. Anonim Şirketin Kendi Payını İktisabı

Anonim şirketin kendi payını iktisabı, şirket paylarının yine bizzat şirket tarafından iktisap edilmesi anlamına gelmektedir. Kavram, TTK m. 379 vd. “şirketin kendi payını iktisap etmesi” şeklinde düzenlenirken, SerPK m. 22’de “ortaklıkların kendi payını satın alması” şeklinde düzenlenmiştir. Tebliğ’de ise kavram “ortaklıkların kendi payını satın alması” ve “geri alım” ifadeleriyle düzenlenmiştir. Bununla birlikte Tebliğ’de bulunan “geri alım işlemi” kavramı bunlardan farklı bir anlama gelmektedir. “Kendi payını satın alma” veya “geri alım” ifadesi şirketin kendi payını iktisap etmesine ilişkin bütün süreci ifade eden genel bir ifadeyken “geri alım işlemi” ifadesi pay geri alım programına veya pay geri alım kararına istinaden yapılan her bir pay geri alım işlemi ifade etmektedir. “Pay geri alım programı” ise Tebliğ düzenlemesine göre pay geri alım işlemlerinin dayanağını oluşturan çerçeve niteliğindeki belgedir. Tebliğ sistemine göre halka açık bir anonim şirketin kendi paylarını satın alabilmesi için kural olarak bir geri alım programının bulunması gerekmektedir. Geri alım programı, geri alım işlemlerinin dayanağını oluşturma işlevine sahip olduğu gibi kamuyu aydınlatıcı bir işleve de sahiptir.

Anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi anonim şirketler hukukuna hâkim olan bazı ilkeler (sermayenin korunması, sermayenin iadesi yasağı, alacaklıların korunması, eşit işlem ilkesi gibi) sebebiyle tereddütle yaklaşılacak bir konu olmuştur. ABD ve İngiltere hukukunda şirketin kendi paylarını iktisap etmesi olağan bir uygulama olarak

²² Sevi, s. 40; Tekinalp, 2021, s. 651; Payın devren kazanılması hallerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Özdamar, s. 54; Sevi, s. 41-53.

görülmüş ve buna izin verilmiştir. Buna karşılık, Kıta Avrupası hukukunda şirketin kendi paylarını iktisap etmesine daha temkinli yaklaşmış ve çoğunlukla bu uygulamaya izin verilmemiştir. Ancak yakın zamanlarda Avrupa Birliği düzenlemeleri gereği yapılan değişikliklerle anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi konusundaki yasak gevşetilmiş ve daha yumuşak bir anlayışa geçiş yapılmaya başlanmıştır²³. Türk hukuku bakımından da 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu (eTTK)²⁴'nda Kıta Avrupası sistemine benzer şekilde anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesine kural olarak izin verilmemiştir. Ancak Kıta Avrupası sisteminde olduğu gibi Türk hukukunda da TTK ile daha yumuşak bir sisteme geçiş yapılmıştır. Bu bölüm aşağıda daha detaylıca incelenecektir²⁵.

II. TÜRK HUKUKUNDA ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI İKTİSAP ETMELERİNİN TARİHÇESİ

1. 865 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

Türk ticaret hukukunda anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmelerine ilişkin ilk düzenleme 865 sayılı Türk Ticaret Kanunu²⁶'nda yer almaktadır²⁷. İlgili konu Kanun'un 346. maddesinde "*Meclisi idare, şirket hesabına şirket hisse senedatını iştirah veya işbu senedatı rehin mukabilinde kabul ederek para ikraz veya avans ita edemez. Şu kadar ki heyeti umumiye, usulü dairesinde tahakkuk eden temettüattan tefrik olunan meblâğ mukabilinde bedelleri tamamen tediye olunan hisse senedatının iştirahı için meclisi idareye mezuniyet verebilir.*" şeklinde hüküm altına alınmıştır. İlgili madde

²³ Turan, Gökçen: Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabının Genel Esasları, Ankara 2018, s. 19.

²⁴ R.G. 09.07.1956, S. 9353.

²⁵ Bkz. aşağıda Birinci Bölüm V.

²⁶ R.G. 28.06.1926, S. 406 (https://www.kanunum.com/Kanun/865/TICARET-KANUNU_xxciid15681, E.T. 11.12.2024).

²⁷ 1850 tarihli ilk ticaret kanunumuz olan Kanunname-i Ticaret-i Beriyye'de ise konuya ilişkin bir düzenleme yer almamaktaydı.

düzenlemesinin anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin yasaklayıp yasaklamadığı doktrinde tartışma konusu olmuştur.

Bir görüşe göre maddede anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri kural olarak yasaklanmıştır. Ancak bu yasak mutlak değildir ve bir istisnaya yer verilmiştir. İstisnaya göre genel kurul kârdan ayrılan paralarla, yönetim kuruluna bedelleri tamamen ödenmiş payları iktisap etmesi için izin verebilir. Ancak payların rehin olarak kabul edilmesine ilişkin bir istisna bulunmamaktadır²⁸. Bu ilgili düzenlemede yasağa aykırılığın yaptırımını belirtilmemiştir. Bu durumda zarar doğması halinde m. 332 düzenlenen yönetim kurulunun genel sorumluluğuna ilişkin düzenlemelere gidilebilecektir²⁹.

Bizim de katıldığımız görüşe göre, ise maddede mali ve yetkisel bazı sınırlar bulunsa bile anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri kural olarak serbesttir. Buna göre genel kurulun yetkilendirmesi yetkisel bir şart, bedeli tamamen ödenmiş payların yalnız kârdan alınabileceği ise mali bir şarttır. Diğer bir deyişle kanundaki düzenleme bir yasaklamayı değil yalnızca edinimin şartlarını düzenlemektedir³⁰. Fakat bu görüşte maddeye aykırı işlemlerin akıbetinin ne olacağı hakkında bir bilgi bulunmaması, maddeye aykırılık halinin herhangi bir yaptırıma bağlanmamış olması ve eşit işlem ilkesine ilişkin bir düzenleme bulunmaması eksiklik olarak görülmüştür. Ancak yine bu görüşe göre 865 sayılı Kanun'daki hüküm eksiklerine rağmen gerek 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'ndan, gerek Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'ndan [6102 sayılı mevcut Türk Ticaret Kanunu] ve hatta o dönemki Alman ve İsviçre hukuklarından daha liberal ve daha ileride bir düzenlemedir³¹.

Ancak birinci görüşe göre istisna halinin kanunda yazılı olanlarla sınırlı olmadığı sebebiyle, ikinci görüşe göre ise bazı hallerde kanundaki şartlara uyulması gerekmediği

²⁸ Özdamar, s. 145.

²⁹ Özdamar, s. 146.

³⁰ Aydın, Alihan: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008, s. 179.

³¹ Aydın, s. 182.

sebebiyle bazı durumlarda anonim şirketlerin kendi paylarını kanundaki yasağa ya da yetki şartına takılmaksızın iktisap edebileceği kabul edilmiştir³². Bu hallerden ilki, yönetim kurulu üyelerinin görevlerine başlamadan önce sorumluluklarına karşılık olarak şirket sermayesinin yüzde biri oranında pay senedini şirkete tevdi etmeleridir³³. Bu durum, anonim şirketin kendi paylarına sahip olması sonucunu doğurmaktadır. İkinci hal, sermaye koyma borcunu yerine getirmeyen ortağın paylarının satılmak amacıyla şirkete devredilmesidir³⁴. Sonuncu hal ise anonim şirket şeklinde kurulmuş bir bankanın, komisyoncu sıfatıyla müşterisine ait payları kendi adına ancak müvekkili hesabına satın alması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, alınan pay senetlerinin mülkiyeti bankaya geçtiğinden anonim şirketin kendi payını iktisabı söz konusu olmaktadır³⁵.

2. 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

Kaynağını İsviçre Borçlar Kanunu m. 659'dan alan eTTK m. 329'da anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap edebilmeleri kural olarak yasaklanmıştır³⁶. Bu yasak maddede “*Şirket, kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Bu senetlerin temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran akitler hükümsüzdür.*” şeklinde hüküm altına alınmıştır. Ancak istisna konusunda önceki kanundan farklı olarak maddenin devamında altı adet istisnaya yer verilmiştir³⁷.

³² Özdamar, s. 145; Aydın, s. 180.

³³ Özdamar, s. 145; Aydın, s. 180.

³⁴ Özdamar, s. 145; Aydın, s. 180.

³⁵ Özdamar, s. 145; Aydın, s. 180.

³⁶ Özdamar, s. 148.

³⁷ “Şu kadar ki; aşağıda gösterilen akitler bu hükümden müstesnadır:

1. Hisse senetleri şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa;
2. Hisse senetleri şirketin kurulması veya esas sermayesinin çoğaltılması dolayısıyla vakı olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi maksadıyla devralınmışsa;
3. Hisse senetleri bir mamelekin veya işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber temellük edilmesi neticesinde şirkete geçmişse;
4. Hisse senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti esas mukaveleye göre şirket konusuna giren muamelelerden ise;

Madde gerekçesinde, hükmün getirilme amacı olarak üçüncü şahısların durumlarının tehlikeye düşürülmesinin önlenmesi gösterilmiştir. Doktrinde hükmün getirilme amacı olarak; bir görüşe göre sermayenin korunması ilkesi, bir görüşe göre şirketin tehlikeli borsa ticaretine girmesinin engellenmesi ve bir görüşe göre de pay sahiplerinin korunması gösterilmiştir³⁸. Yine gerekçede yasağa aykırılığın butlanla sonuçlanacağı belirtilmiştir. Önceki kanunda yer almayan yaptırım, bu kanunda yer almıştır. Maddenin altıncı bendinde belirtilen istisnai hal olan ivazsız tasarrufların da İsviçre Borçlar Kanunu'nda yer almamasına rağmen Alman Kanunu'ndan alınarak maddeye eklendiği gerekçede belirtilmiştir.

3. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmelerine ilişkin herhangi bir hüküm içermemektedir. Ancak bu Kanun'a göre daha genel düzenleme niteliğindeki Türk Ticaret Kanunu'nun bu kanunda hüküm bulunmayan hallerde uygulanacağı kabul edilmiştir. Bu durum Kanun'un ikinci maddesinin ikinci fıkrasında açık bir şekilde hüküm altına alınmıştır³⁹. Bu sebepten eSerPK döneminde anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap edemeyeceği yönündeki yasak halka açık anonim şirketler bakımından da geçerlidir⁴⁰.

5. Hisse senetleri idare meclisi azaları, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılmış ise;

6. Temellük ivazsız ise.

Devralınan hisse senetleri, 1 numaralı bentte yazılı halde derhal imha edilir ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilir. Diğer hallerde bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır. Bu muameleler yıllık raporda gösterilir. Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir."

³⁸ Bu görüşlere ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Aydın**, s. 200 vd.

³⁹ "MADDE 2. — Menkul kıymetlerin halka ara ve bu yolla satışı, bunları çıkaran anonim ortaklıklar ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren yardımcı kuruluşlar bu Kanun hükümlerine tabidir.

Bu Kanunda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır."

⁴⁰ **Karacan**, Ali İhsan/**Erişir Karacan**, Esra: Halka Açık Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Alımı, İstanbul 2015, s. 103.

Ancak Kurul'un 01.09.2009 tarih ve 27/48 sayılı İlke Kararı'yla İMKB'de işlem gören aracı kurumlar ve yatırım şirketlerinin kendi paylarını satın almasının yolu açılmıştır. Bu İlke Kararı eTTK ile paralel bir nitelikte göstermekte ve eTTK ile çelişen bir durum içermemektedir. Zira İlke Kararı esasen eTTK m. 329/1/4⁴¹ kapsamında kalan şirketlere yöneliktir⁴².

Bunun yanında Kurul'un 10.08.2011 tarih ve 27/767 sayılı İlke Kararı'yla payları borsada işlem gören anonim şirketler bakımından 6102 sayılı TTK'ya paralel birtakım düzenlemeler getirilmiştir. Ancak o tarihte halen eTTK yürürlükte bulunmaktadır. Bu sebeple İlke Kararı eTTK ile çelişkili birçok düzenleme içermektedir. Bu nedenle doktrinde İlke Kararı'nın eTTK'ya aykırı hükümlerinin uygulanmaması gerektiği ifade edilmiştir⁴³.

III. KENDİ PAYINI İKTİSAP ETMENİN SEBEPLERİ

Anonim şirketler ve halka açık anonim şirketler birçok sebebe veya amaca bağlı olarak kendi paylarını iktisap edebilmektedirler. Yukarıda da belirtildiği gibi Kıta Avrupası hukuku ve Türk hukukunda anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap edebilmesi yakın bir zamana kadar yasaklanmış ve ancak istisnai durumlarda buna izin verilmiştir. Bu sebepten konuya ilişkin bilimsel çalışmaların birçoğu ABD

⁴¹ "Hisse senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti esas mukaveleye göre şirket konusuna giren muamelelerden ise".

⁴² **Türk**, s. 394.

⁴³ **Özkorkut**, Korkut: Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2011, C. 27, S. 3, s. 32 vd; **Yanlı**, Veliye/**Okutan Nilsson**, Gül: Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih Ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararınının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Arslanlı Bilim Arşivi (<http://www.arslanlibilimarsivi.com>, E.T. 08.02.2025), s. 2 vd.

hukuku/şirketleri üzerinde yapılan incelemelere dayanmaktadır⁴⁴. Ancak yakın zamanda Kıta Avrupası⁴⁵ ve Türk hukukunda yapılan çalışmalarda da artış gözlenmektedir.

Doktrinde şirketleri kendi payını geri almaya iten sebeplerden bazıları; sinyal teorisi, şirketin düşük değerlendirilmesi, likidite fazlalığı/başka yatırım fırsatlarının eksikliği, düşmanca ele geçirmenin önlenmesi, çalışanlara hisse opsiyonları, vergi avantajları ve borsadaki ani dalgalanmalar müdahale şeklinde gösterilmiştir. Şirketler bu sebeplerden bir veya birkaçına bağlı olarak kendi paylarını iktisap edebilmektedirler⁴⁶.

1. Sinyal Teorisi ve Düşük Değerleme

Şirket yöneticileri, sahip oldukları konum gereği şirketin durumu ve geleceği hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptir⁴⁷. Bu durum bilgi asimetrisi olarak ifade edilmektedir⁴⁸. Bilgi asimetrisi nedeniyle şirketler, pay senetlerinin düşük değerlendirildiği veya geleceğe ilişkin olumlu beklentileri olduğu sinyalini vermek için kendi

⁴⁴ Aydın, s. 67; Karacan/Erişir Karacan, s. 8-9.

⁴⁵ Karacan/Erişir Karacan, s. 8.

⁴⁶ Dittmar, Amy K.: Why Do Firms Repurchase Stock?, The Journal of Business 2000, C. 73, S. 3, s. 332; Aydın, s. 67; Dizkırıcı, Ahmet Selçuk: Stock Repurchasing in Turkey, International Journal of Business and Social Science 2013, C. 4, S. 11, s. 76; Karacan/Erişir Karacan, s. 6; Durmaz, Aziz Bora: Anonim Ortaklığın Kendi Payını İktisabı, İstanbul 2024, s. 7.

⁴⁷ Dittmar, s. 334; Oded, Jacob: Why Do Firms Announce Open-Market Repurchase Programs?, The Review of Financial Studies 2005, C. 18, S. 1, s. 272; Hsieh, Jim/Wang, Qinghai: Stock Repurchases: Theory and Evidence, SSRN Electronic Journal 2009, s. 13 (<https://ssrn.com/abstract=1395943> E.T 01.05.2024); Ergin, Emre: İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011, S. 49, s. 68; Gökgöz, Ahmet: Hisse Senedi Geri Alımı ve Muhasebesi, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi 2014, C. 7, S. 2, s. 3; Yallapragada, RamMohan R.: Stock Buybacks: Good or Bad For Investors?, Journal of Business & Economics Research 2014, C. 12, S. 2, s. 195; Karakuş, Rifat/Zor, İsrail/Yılmaz Küçük, Şeyma: Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2017, S. Temmuz 2017 Özel Sayı, s. 56; Chen, Alvin/Obizhaeva, Olga: Stock Buyback Motivations and Consequences A Literature Review, CFA Institute Research Foundation, 2022, s. 15.

⁴⁸ Dittmar, s. 334; Oded, s. 273; Hsieh/Wang, s. 13; Gökgöz, s. 3.

paylarını iktisap etmek isteyebilirler⁴⁹. Bu sinyalden etkilenen yatırımcılar, şirketin pay senetlerinin düşük değerlendirildiğini veya şirketin geleceğe ilişkin olumlu beklentileri olduğunu düşünerek şirkete yönelebilirler⁵⁰. Bunun sonucunda şirketin değeri artmaktadır⁵¹. Sinyal etkisinin gücü, geri alım yöntemine, büyüklüğüne ve fiyatına göre değişebilmektedir⁵².

Sinyal teorisine göre, pay geri alımı yoluyla şirket yöneticilerinin aslında düşük değerlendirilmeyen bir şirketin düşük değerlendirildiği sinyalini vermesi, yani manipülasyon yapması düşük bir ihtimal olarak görülür⁵³. Çünkü pay geri alımları genellikle yüksek tutarlarda yapılır ve bu nedenle manipülasyon amacıyla bu yola başvurmak çok maliyetlidir⁵⁴. Örneğin, bir şirketin 1.000.000 payını pay başına 100 TL'den geri aldığı durumda, şirketin bu işlem için 100.000.000 TL ödemesi gerekir. Böyle yüksek bir maliyeti manipülasyon için göze almak ekonomik açıdan mantıklı değildir. Bu nedenle, sinyal teorisi kapsamında pay geri alımı yoluyla manipülasyon riskinin düşük olduğu savunulmaktadır⁵⁵.

⁴⁹ **Ikenberry**, David L./**Vermaelen**, Theo: The Option to Repurchase Stock, Financial Management 1996, C. 25, S. 4 , s. 10; **Dittmar**, 334; **Çelikleş**, s. 119; **Aydın**, s. 78; **Hsieh/Wang**, s. 13; **Ergin**, s. 68; **Aktan**, Mehmet Fatih: Şirketlerin Kendi Hisselerini Geri Satın Alması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2012, s. 116; **Çapa**, Mehmet Sadık: Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, İstanbul 2013, s. 31; **Dizkırıcı**, s. 77; **Yallapragada**, s. 195.

⁵⁰ **Dittmar**, s. 334; **Çelikleş**, s. 119; **Aydın**, s. 73; **Çapa**, s. 31; **Palta**, Nihan: Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, İstanbul Barosu Dergisi 2017, C. 91, S. 4, s. 51.

⁵¹ **Gökgöz**, s. 4. Bu çalışmada yalnızca konunun hukuki boyutuna değinilmiştir, konunun iktisadi yönüne ilişkin için bkz. **John**, Kose/**Williams**, Joseph: Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium, The Journal of Finance 1985, C. 40, S. 4, s. 1053-1070; **Dittmar**, s. 334; **Hsieh/Wang**, s. 13-24.

⁵² Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Ergin**, s. 68.

⁵³ **Vermaelen**, Theo: Share Repurchases, Foundations and Trends in Finance 2005, C. 1, S. 3, s. 240; **Oded**, s. 272; **Chen/Obizhaeva**, s. 15.

⁵⁴ **Comment**, Robert/A. **Jarrell**, Gregg: The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, The Journal of Finance 1991, C. 46, S. 4, s. 1253; **Vermaelen**, s. 240; **Chen/Obizhaeva**, s. 15.

⁵⁵ **Vermaelen**, s. 240; **Chen/Obizhaeva**, s. 15.

Sinyal vermeye yönelik en uygun geri alım yöntemi ise sabit fiyatlı geri alım yöntemidir⁵⁶. Çünkü borsa üzerinden geri alım yönteminde, şirketler açıkladığı geri alım programlarına uymak zorunda olmadığı için sinyal verme potansiyelleri düşüktür. Ancak sabit fiyatlı geri alım yönteminde şirket açıkladığı geri alım programını uygulamak zorundadır ve bu nedenle sinyal verme potansiyeli daha yüksektir⁵⁷.

2. Likidite Fazlalığı/Yatırım Fırsatları Eksikliği

Şirketler bazen gereğinden fazla likit kaynaklara sahip olabilir. Bu likit fazlalığı yeni yatırımlar yapmak için kullanılabilir⁵⁸. Ancak bir şirket için yatırım yapmak her zaman kârlı bir seçenek değildir⁵⁹. Diğer bir deyişle her yatırım kârlı bir yatırım anlamı taşımaz. Kârlı bir yatırım fırsatı olmadığı durumlarda şirketler likidite fazlalığını temettü dağıtarak veya kendi payını iktisap ederek ortaklara dağıtma yoluna gidebilir⁶⁰.

⁵⁶ Hsieh/Wang, s. 19; Chen/Obizhaeva, s. 15-16.

⁵⁷ Comment/A. Jarrell, s. 1266; Hsieh/Wang, s. 19; Chen/Obizhaeva, s. 16.

⁵⁸ Özdamar, s. 57; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 551; Chen/Obizhaeva, s. 21.

⁵⁹ Hsieh/Wang, s. 10; Çapa, s. 30; Palta, s. 50.

⁶⁰ A. Guthart, Leo: Why Companies Are Buying Back Their Own Stock, *Financial Analysts Journal* 1967, C. 23, S. 2, s. 106-107; Jensen, Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review* 1986, C. 76, S. 2, s. 324 (Yazar çalışmada likidite fazlalığının temsil maliyeti doğurduğunu ve bu temsil maliyetinin kendi payını edinme veya temettüler yoluyla giderilebileceğini aktarmaktadır. [Temsil maliyeti ve likidite fazlalığı arasındaki daha fazla bilgi için bkz. Yücel, Emel: Sermaye yapısı, temsil maliyeti ve firma çeşitlendirmesi: Dinamik panel veri analizi, *ODTÜ Gelişme Dergisi* 2014, C. 41, s. 223-253; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 551; Şahin, Eyyüp Ensari/Başaran, Nizamettin: Nakit Akışı Kaynaklı Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Lojistik Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 2018, C. 11, S. 2, s. 247-256; Yıkılmaz Erkol, Aslı/Korkmaz, Turhan: Temsil Maliyetleri ve Yönetim Kurulu Yapısı: BIST Kurumsal Yönetim Endeksindeki İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 2019, C. 15, S. 3, s. 797-813.]); Dittmar, s. 333; Özdamar, s. 57; Çeliktaş, s. 120; Çapa, s. 30; Palta, s. 50-51; Chen/Obizhaeva, s. 21. Temettü ve pay geri alımlarının karşılaştırılmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Barclay, Michael J./Smith Jr., Clifford W.: Corporate payout policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases, *Journal of Financial Economics* 1988, C. 22, S. 1, s. 61-82; Vermalen, s. 254.

Şirketler, temettü dağıtmak yerine kendi paylarını iktisap etmeyi iki nedenle tercih ederler. Birinci sebep, pay geri alımının kâr dağıtım politikasında sağladığı esnekliktir⁶¹. Özellikle payları borsada işlem gören anonim şirketler açısından, yönetim kurulunun temel hedeflerinden biri kâr dağıtımında istikrar sağlamaktır⁶². Sürekli ve düzenli bir kâr dağıtım politikası olmadan temettü dağıtımının yapılması ya da temettü miktarının artırılması, yatırımcılar arasında temettülerin devam edeceği veya artarak süreceği beklentisi yaratabilir⁶³. Oysa temettülerin devam edeceğine dair herhangi bir garanti yoktur⁶⁴. Temettülerin devam edeceği beklentisine sahip olan yatırımcı, yeni dönemde temettü dağıtılmadığı durumunda şirketten kaçış suretiyle şirketi cezalandıracaktır⁶⁵. Bu nedenle pay geri alımı, temettü dağıtımına kıyasla daha esnek ve avantajlı bir yöntem olarak görülmektedir.

İkinci sebep ise, borsa üzerinden gerçekleştirilen pay geri alımlarının şirket açısından herhangi bir yükümlülük doğurmamasıdır⁶⁶. Bu esneklik, pay geri alımını temettü dağıtımına kıyasla daha cazip hale getirerek şirketlerin bu yöntemi tercih etmelerine neden olabilmektedir.

3. İdeal Finansal Kaldıraç Oranına Ulaşma

Bir şirketin toplam borçlarının toplam kaynaklarına olan oranına finansal kaldıraç oranı denir⁶⁷. Şirket finansmanında borçtan faydalanıyorsa finansal kaldıraç (*leverage*

⁶¹ Dittmar, s. 333; Aydın, s. 72.

⁶² Aydın, s. 72; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 551.

⁶³ Jensen, s. 324; Dittmar, s. 333; Aydın, s. 72.

⁶⁴ Jensen, s. 324.

⁶⁵ Aydın, s. 72.

⁶⁶ Dittmar, s. 333.

⁶⁷ Uyanık, Senan: Sermaye Yapısının Seçiminde Kaldıraçların Rolü, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 1993, C. 11, s. 43; Uluçol, Osman/Lebe, Fuat/Akbaş, Yusuf Ekrem: Firmaların Finansal Kaldıraç Oranları ile Öz Sermaye Karlılığı Arasındaki İlişki: Hisseleri Borsa İstanbul (BİST)'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Sektörler Bazında Bir Araştırma, İşletme Araştırmaları Dergisi 2014, C. 6, S. 1, s. 71; Omağ, Aclan: Finansal Kaldıraç Derecesi ve Seçilmiş Sektörlere Yönelik Bir

effect) etkisi ortaya çıkabilir⁶⁸. Örneğin şirketin bir yıl içinde 100 TL ile 120 TL kazanç elde etmeyi planladığını varsayalım. Şirket bankadan yıllık yüzde on faiz ile 100 TL borç alıp bu finansman ile de aynı işe yaparak 120 TL kazanç elde edebilir. Bu şekilde yıl sonunda bankaya ödenen faiz düşüldükten sonra toplamda 10 TL kar elde edilmiş olur. Bu duruma kaldıraç etkisi denir. Şirketin faiz düşüldükten sonra elde ettiği kısım öz sermaye karlılığında artışa neden olur⁶⁹. Kaldıraç oranının ideal seviyenin üstünde veya altında olması, şirketin özsermaye kârlılığını doğrudan etkiler.⁷⁰

Şirketin kendi payını iktisap etmesi durumunda, özsermayenin sermaye içindeki payı azalacağı için yabancı kaynaklardan borçlanma oranı artar. Bu sayede, özsermaye miktarı küçüleceği için özsermaye kârlılığında bir artış meydana gelir⁷¹. Örneğin, kaldıraç oranı düşük bir şirket, kasasında bulunan nakitle kendi paylarını satın alarak özkaynaklarını azaltabilir ve bu şekilde kaldıraç oranını artırmayı tercih edebilir⁷².

4. Düşmanca Ele Geçirmeyi Önleme

Bazı durumlarda hâkim grup, başka bir grubun şirketin paylarını piyasadan toplaması sebebiyle çoğunluğu kaybetme riskiyle karşı karşıya kalabilir⁷³. Özellikle payları borsada işlem gören şirketler bakımından bu risk daha fazladır⁷⁴. Kapalı tip

Uygulama, Maliye Finans Yazılar 2015, C. 105, s. 206/207. Kaldıraç oranı faiz ve vergi önceki kar ile hisse başına kardaki değişim arasındaki ilişkiyi ifade etmek için de kullanılabilir (Uyanık, s. 42; Uluoy/Lebe/Akbaş s. 71).

⁶⁸ Uyanık, s. 43; Çeliktaş, s. 120; Palta, s. 52.

⁶⁹ Çeliktaş, s. 120; Aydın, s. 75; Palta, s. 52.

⁷⁰ Uyanık, s. 43; Çeliktaş, s. 120; Aydın, s. 75; Uluoy/Lebe/Akbaş, s. 71-72; Omağ, s. 207; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 553.

⁷¹ Palta, s. 52.

⁷² Dittmar, s. 335. Burada bahsedilen pay geri alım sebebi ideal bir kaldıraç oranının bulunduğu varsayımına dayanmaktadır. İdeal kaldıraç oranının bulunup bulunmadığına ilişkin bir çalışma için bkz. Hovakimian, Armen/Opler, Tim/Titman, Sheridan: The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2001, C. 36, S. 1, s. 1-24; Çeliktaş, s. 120; Hsieh/Wang, s. 23; Palta, s. 52; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 553.

⁷³ Çeliktaş, s. 124; Özdamar, s. 65.

⁷⁴ Özdamar, s. 65; Palta, s. 51.

anonim şirketlerde bu duruma çok rastlanmasa da ortak sayısının fazla olduğu kapalı tip anonim şirketlerde de düşmanca ele geçirmeye rastlanabilir⁷⁵.

Bu hallerde şirketlerin kendi payını iktisap etmesi düşmanca ele geçirmeye karşı bir önlem olarak kullanılabilir⁷⁶. Geri alım yapılan grup, ele geçirme faaliyetinde olan grup veya bunların dışında bir grup olabilir. Bazı durumlarda ise şirketler, “*greenmail*” olarak adlandırılan bir şantaj yöntemiyle karşılaşabilir. *Greenmail*, piyasadaki payların bir grup tarafından toplanıp, ardından bu grubun şirketi, söz konusu payları yüksek bir bedelle (premium) satın almazsa şirketi ele geçireceği yönünde tehdit etmesi şeklinde tanımlanır⁷⁷. Şirketler bu tarz bir durumla karşı karşıya kaldığında, bu payları yüksek bedelle (*premium*) geri almak zorunda kalabilir ya da başka hissedarların paylarını geri alarak *greenmail* işlemleri savuşturabilirler⁷⁸.

Başka hissedarların paylarının alınmasıyla düşmanca ele geçirmenin önlenmesi şu şekilde gerçekleşir: öncelikle şirket kendi payını iktisap ettiğinde pay sahibi sayısı azalır⁷⁹. Şirketin kendi iktisap ettiği paylar da herhangi bir hak sağlamayacağı için kalan pay sahiplerinin oylarının etkisi artar⁸⁰. Böylece, şirketi ele geçirmek isteyen grupların oy hakları zayıflatılabilir. Örneğin bir şirkette 1000 pay olduğunu farz edelim. Bu payların 500 adeti A grubunda, 400 adeti B grubunda, kalan 100 adeti ise C grubunda olsun.

⁷⁵ Özdamar, s. 66.

⁷⁶ Dittmar, s. 335; Özdamar, s. 65; Ayan, Özge: Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013, C. 17, S. 1-2, s. 191; Çapa, s. 32; Palta, s. 52; Hsieh/Wang, s. 27; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 553.

⁷⁷ Çeliktaş, s. 124; Chen/Obizhaeva, s. 26.

⁷⁸ Çeliktaş, s. 124; Chen/Obizhaeva, s. 27.

⁷⁹ Ayan, s. 191.

⁸⁰ Şirket tarafından iktisap edilen payların herhangi bir hak sağlamayacağı TTK m. 389’da açıkça belirtilmiştir. Anılan maddeye göre: “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.”, Çapa, s. 32. Karşı bkz. Türk, s. 231.

Mevcut durumda A grubu pay sahipleri şirketin yüzde elli paylarına sahiptir. Ancak şirketin C grubu payları iktisap ettiğini düşünelim. Bu durumda şirketin iktisap ettiği 100 adet pay herhangi bir hak sağlamayacağı için şirkette toplam 900 adet pay kalacaktır. Böylece son durumda A grubu oylar 900 adet oyun 500 adetine sahip olduğu için A grubunun oy oranı yüzde elliden, yüzde elli beşe çıkmış olacaktır.

Şirketler, düşmanca ele geçirmeyi önlemek amacıyla, şirket içinde memnuniyetsiz olan pay sahiplerinin paylarının yabancı bir grubun eline geçmesini engellemek için de pay geri alım yoluna başvurabilirler⁸¹.

Tekinalp tarafından, Türk hukukunda düşmanca devralmaya yönelik TTK m. 381 dışında başka hiçbir koruyucu hüküm bulunmaması eleştirilmektedir⁸². Yazar SerPK m. 137/3'te TTK m. 493 ve 494 hükümlerinin halka açık anonim şirketlerde uygulanmayacağı hükmüne yer verilmesini eleştirmektedir. Bu durumun “*maceracı gruplara, uluslararası ölçekteki spekülörlere veya bazı sıradışı işlemlerin peşindeki yatırım bankalarına davetiye çıkardığını*” belirtmiştir. Yazar pay sahiplerinin korunması için şirketlerin kontrolünün el değiştirmesinin normal ve hukuki görülmemesini, zaten hiçbir ülke tarafından da düşmanca devralmalara sempati ile bakılmadığını vurgulamaktadır⁸³.

5. Vergisel Avantajlar

Bazı ülkelerde paylara ait kâr payları vergilendirilirken payların alım satımı vergilendirilmemiştir. Yine bazı ülkelerde her iki tür kazanç da vergilendirildiği halde şirketin kendi paylarını iktisap etmesi halinde vergisel birtakım avantajlar ortaya

⁸¹ Çeliksa, s. 124; Ayan, s. 191; Tekinalp, 2021, s. 669. Karş. bkz. Özdamar, s. 78.

⁸² Tekinalp, 2021, s. 669.

⁸³ Tekinalp, 2021, s. 669. Yazar ayrıca bu durumu yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla yapılabilecek bir iktisap hali olarak görmektedir. Karş. bkz. Durmaz, s. 167-170. Yazar Türk ve Alman hukuku bakımından kontrol değişikliğinin serbest olduğunu belirtmektedir.

çıkabilmektedir⁸⁴. Bu nedenle ülkedeki vergilendirme politikasına göre şirketlerin kendi payını iktisap etmesi, kâr payı dağıtımına göre daha avantajlı olabilmektedir.

Türk Vergi Hukuku'nda konu birçok unsura bağlı olarak değişebilmektedir⁸⁵. İlk olarak pay senetleri üzerinden kazanılan kar payları Gelir Vergisi Kanunu (GVK)⁸⁶ m. 75/II-1'de menkul sermaye iradı sayılmıştır⁸⁷. Bazı hallerde ise istisnalar yaratılarak kâr payları vergilendirilmemiştir⁸⁸. Pay senetlerinin elden çıkarılmasına ilişkin kazançlar ise GVK mükerrer m. 80/I/1'de değer artış kazançları başlığı altında hükme alınarak gelir vergisine tabi tutulmuştur. Burada da bazı istisnalar yaratılarak bazı hallerde pay senetlerinin elden çıkarılması vergilendirilmemiştir⁸⁹.

Borsa İstanbul Anonim Şirketi (BİST)'nde işlem gören şirketler yönünden şirket paylarının elden çıkarılmasında uygulanacak vergi oranı hem elden çıkaran kişinin tam/dar mükellef gerçek kişi veya tam/dar mükellef kurum olması hem de elden çıkarılan payın menkul kıymet yatırım şirketlerine ilişkin olup olmamasına ilişkin olmak üzere birden çok ayrıma sahiptir⁹⁰. Örneğin BİST'te işlem gören menkul kıymet yatırım şirketi dışındaki şirketler paylarının elden çıkarılmasına ilişkin kazançlar yönünden herhangi bir stopaj oranı kesilmez. Elden çıkarılan pay menkul kıymet yatırım şirketi ise yüzde on oranında stopaj uygulanacaktır. Eğer elden çıkarılan paylara ilişkin şirket BİST'te işlem görmeyen şirketse genel hükümlere tabii olacak ve gelir vergisi beyanında bulunması

⁸⁴ **Dittmar**, s. 334; **Vermaelen**, s. 213; **Çelikaş**, s. 116; **Aydın**, s. 76; **Hsieh/Wang**, s. 6; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 551.

⁸⁵ İlgili konunun teknik ve hacimsel boyutu nedeniyle bu tezde yalnızca genel bilgiler verilmekle yetinilecektir.

⁸⁶ 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu, RG. 06.01.1961, S. 10700.

⁸⁷ Pay senedi kar paylarının vergilendirilmesine ilişkin detaylı bilgi için bkz. **Özdamar**, s. 61; **Akdoğan**, Abdurrahman: Vergi Hukuku ve Türk Vergi Sistemi, 16. Baskı, Ankara 2023, s. 350 vd.

⁸⁸ İlgili istisnalar için bkz. GVK m. 86/1-c ve m. 86/1-d, **Akdoğan**, s. 354.

⁸⁹ **Akdoğan**, s. 361.

⁹⁰ Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi 2023, s. 18

(https://www.vergidegundem.com/files/ebooks/2024/mar/MKGV/files/downloads/MKGV_2023.pdf, E.T. 04.05.2025).

gerekecektir⁹¹. Benzer şekilde kâr payı dağıtımının vergilendirilmesi; şirketin BİST’te işlem görüp görmemesine, mükellefin türüne göre veya kâr payı miktarının istisna miktarına girip girmemesine göre farklı vergi oranlarına tabii tutulmuştur.

Nitekim şirketler kendi durumlarına uygun olanı tercih ederek vergisel avantajlar sağlaması halinde kendi paylarını iktisap etmeyi, kâr payı dağıtmaya tercih edebilecektir.

6. Borsadaki Ani Dalgalanmalara Müdahale

Payları borsada işlem gören anonim şirketler bakımından geçerli olmak üzere şirketlerin kendi payını iktisap etmesinin bir diğer nedeni borsada oluşan ani fiyat dalgalanmalarına müdahale etmektir⁹². Bu durum şirketin “*market maker*”lık (piyasa yapıcılık) rolü olarak ifade edilmiştir⁹³. Bir görüşe göre şirketler market maker rolü oynayabilmeli ve piyasada oluşan suni fiyat düşüşlerine müdahale edebilmelidir⁹⁴. Bu müdahale genellikle fiyatları düşen payların şirket tarafından satın alınıp paylara yönelik talebi artırma ve böylelikle fiyat dalgalanmalarının önlenmesi şeklinde gerçekleşmektedir⁹⁵. Bu şekilde şirketler hem likiditeyi arttırarak piyasanın korunmasına yardımcı olabilmekte⁹⁶ hem de şirket paylarının değerini koruyabilmektedirler⁹⁷.

TTK m. 379 gerekçesinde payları borsada işlem gören şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi manipüle edilmiş kur değerlerine engel olmada etkin bir araç olarak belirtilmiştir. Bu durum gerekçede şirketin “*market maker*” rolü oynayabilmesi olarak ifade edilmiştir.

⁹¹ Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesi 2023, s. 19.

⁹² A. Guthart, s. 109; Aydın, s. 78; Ayan, s. 190; Çapa, s. 31; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 551.

⁹³ Çelikleş, s. 121,130; Pay geri alımlarının pay-fiyat verimliliği arasındaki ilişkiye ilişkin bir çalışma için bkz. Busch, Pascal/Obernberger, Stefan: Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices, *The Review of Financial Studies* 2017, C. 30, S. 1, s. 324-362.

⁹⁴ Çelikleş, s.130; Aydın, s. 78; Turan, s. 19. Karş bkz. Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 552.

⁹⁵ Çelikleş, s. 121; Aydın, s. 78.

⁹⁶ Haholu, Bülent Murat: Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase), *Yeterlilik Etüdü (15-14)*: Ankara, 2000, s. 38; Çelikleş, s. 131.

⁹⁷ Çelikleş, s. 121; Çapa, s. 31;

Tekinalp'e göre Avrupa'da geçtiğimiz yüzyılın başına kadar şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesine izin verilmemesinin sebebi şirketin borsada tehlikeleri oyunlara girmesini ve pay sahiplerinin borsadan bir kayıp yaşamasını önlemektir. Asıl amaç sermayenin korunması değildir. Zira amaç sermayenin korunması olsaydı pekâlâ birikmiş kârlardan şirketin kendi payını iktisap etmesine izin verilebilirdi⁹⁸. Yazara göre mevcut düzende getirilen yüzde onluk sınırlama ile pay sahipleri, alacaklılar ve anonim şirketin kendisi korunmaktadır⁹⁹. Şirketin onda bir oranla kendi payını iktisap edebilmesine şirketin piyasayı manipüle etmesine, borsa oyunları oynamasına ya da pay ticareti yapmasına müsaade etmek amacıyla izin verilmemektedir. Buradaki amaç “*pay sahibi değerinin yükseltilmesi, dağıtılmamış kârlara akıcılık kazandırılması ve âtil sermayenin geri çekilebilmesidir.*”¹⁰⁰. Aksi halde yönetim kurulu SerPK m. 106 vd. hükümlerinde yer alan sermaye piyasası suçlarını işleyebilir. Ancak bu görüşe göre ülkemiz gibi borsa derinliğinin hacimce düşük olduğu ülkelerde yapay fiyat oluşumunu engellemek adına şirketin *market maker* olarak piyasaya müdahale edebilmesine kabul etmek gerekmektedir¹⁰¹.

7. Çalışanlara Pay Opsiyonları

Şirketler gerek çalışanlarının gerek yöneticilerinin performansını arttırmak amacıyla onları şirketin dönem sonu karına ortak etmek isteyebilirler¹⁰². Zira kâra ortak etmek hem çalışanların yüksek verimlilikte çalışmasını hem de yöneticilerin işlerini kaliteli ve dikkatli yapmalarını sağlar¹⁰³. Çalışanların kâra ortak edilmesi ise onlara şirket

⁹⁸ **Tekinalp**, 2021, s. 652-655.

⁹⁹ **Tekinalp**, 2021, s. 652-655.

¹⁰⁰ **Tekinalp**, 2021, s. 657- 658.

¹⁰¹ **Tekinalp**, 2021, s. 657- 658.

¹⁰² **Özdamar**, s. 69; **Çeliktaş**, s. 125; **Çapa**, s. 32; **Chen/Obizhaeva**, s. 24.

¹⁰³ **Özdamar**, s. 69; **Chen/Obizhaeva**, s. 24.

payı verilmesi yoluyla sağlanır¹⁰⁴. Çalışanlara paylar iki şekilde verilebilir. İlk olarak sermaye arttırımı yoluyla yeni paylar çıkarılabilir ve yeni paylar üzerinde çalışanlara bedelsiz rüçhan hakkı tanınabilir¹⁰⁵. İkinci yol ise şirket kendi paylarını geri alıp daha sonra bunları çalışanlarına ücretsiz olarak vermesi şeklinde oluşur¹⁰⁶.

8. Haklı Sebep Fesih Davası (TTK m. 531)

Anonim şirkette pay sahipleri, bazen şirkette bulunmaktan memnun kalmaz ve şirketten ayrılmak isteyebilirler. Ancak TTK'da anonim şirketlerde ortaklara, limited, kollektif, komandit şirketlerde veya kooperatiflerde olduğu gibi herhangi bir çıkma veya çıkarılma hakkı tanınmamıştır. Anonim şirket pay sahiplerinin şirketten ayrılabilmesi kural olarak payını bir başkasına devretmesiyle mümkün olur. Ancak özellikle kapalı tip veya aile tipi anonim şirketlerde pay sahibinin her zaman payını devredebilecek birini bulması mümkün olmayabilir. Bu hallerde şirkette kalmaya devam etmesi kendisi bakımından çekilmez hale gelen ortağın şirketin haklı nedenle feshinin isteyip isteyemeyeceği tartışma konusu olmuştur.

eTTK döneminde anonim şirketler ortaklarının haklı sebep feshine istemesine ilişkin bir hüküm bulunmamaktaydı. Bu problem 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile hükme bağlanarak çözüme kavuşturulmuştur. Haklı sebep feshin düzenlendiği TTK m. 531 şu şekildedir: *“Haklı sebeplerin varlığında, sermayenin en az onda birini ve halka açık şirketlerde yirmide birini temsil eden payların sahipleri, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden şirketin feshine karar verilmesini isteyebilirler. Mahkeme, fesih yerine, davacı pay sahiplerine, paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip davacı pay sahiplerinin şirketten*

¹⁰⁴ TTK m. 380'de şirketin payların iktisap edilmesi amacıyla yaptığı avans, ödünç veya teminatlara ilişkin hukuki işlemler batıl kabul edilmiştir. Ancak maddenin devamında ilgili hükmün çalışanlara pay edindirme amacıyla yapılan işlemlere uygulanmayacağı kabul edilerek bu tarz işlemler yapılmasına cevaz verilmiştir.

¹⁰⁵ Özdamar, s. 69; Çelikleş, s. 125.

¹⁰⁶ Özdamar, s. 69; Çelikleş, s. 125.

çıkartılmalarına veya duruma uygun düşen ve kabul edilebilir diğer bir çözüme karar verebilir.”

Ancak maddede haklı sebebin ne olduğuna ilişkin bir tanımlama yapılmamıştır. Madde gerekçesinde de haklı sebeplerin ne olduğunun yargı kararlarına ve doktrine bırakıldığı ifade edilerek İsviçre doktrininde haklı sebep olarak kabul edilen bazı haller belirtilmiştir¹⁰⁷.

Maddede şirketin feshi yerine davacılara payların karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerlerinin ödenip davacı pay sahiplerinin şirketten çıkarılabileceği veya duruma uygun ve kabul edilebilir başka bir çözüme karar verilebileceği düzenlenmiştir. Bu sebepten ötürü fesih kararının son çare (*ultima ratio*) olması gerektiği kabul edilmektedir¹⁰⁸.

Her ne kadar maddede fesih yerine davacılara paylarının karar tarihine en yakın tarihteki gerçek değerinin ödenip şirketten çıkarılabileceği belirtilmişse de bu ödemenin şirket tarafından mı yoksa diğer ortaklar tarafından mı yapılacağı belirtilmemiştir. Madde gerekçesinde payları kimin ve nasıl ödeyeceği, davacıların paylarının şirket tarafından geçici olarak iktisap edilip edilemeyeceğinin yargı kararlarına bırakıldığı ifade edilmiştir.

Doktrinde bizim de katıldığımız görüşe göre bu durumda davacıların payları ancak şirket tarafından alınabilir. Haklı sebeple fesih davasında davalı şirkettir bu sebepten davanın tarafı olmayan pay sahiplerinin, mahkeme kararıyla davacıların

¹⁰⁷ Haklı sebeplerin neler olup olamayacağı hakkında bkz. **Nomer Ertan**, Füsün: Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davası -TTK m. 531 Üzerine Düşünceler-, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2015, C. 73, S. 1, s. 425-427.

¹⁰⁸ **Çelik**, Aytekin: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerin Haklı Sebeple Feshi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2009, C. 25, S. 4, s. 576; **Nomer Ertan**, s. 429; **Ayoğlu**, Tolga: Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013, S. 2, s. 225 (Fesih); **Tekinalp**, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 3. Baskı, İstanbul 2015, s. 333 (Sermaye Ortaklıkları); **Hanağası**, Emel: Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi Davasının Medeni Usul Hukuku Perspektifinden Değerlendirilmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 1, s. 260.

paylarını almaya zorlanması usul hukuku bakımından mümkün değildir¹⁰⁹. Bunun yanında tek borç ilkesi gereğince pay sahiplerine pay bedelini ödeme dışında bir yükümlülük getirilemez¹¹⁰. Diğer bir görüşe göre ise pay kural olarak şirket tarafından alınacaktır. Ancak pay sahipleri payları almak istediklerini mahkemeye bildirirse, mahkeme payların bunlar tarafından da alınabileceğine hükmedebilmelidir¹¹¹.

Yargıtay kararlarında da pay bedellerinin kimin tarafından ödeneceğine ilişkin herhangi bir tartışmaya girmeden bunların şirket tarafından ödenmesine hükmedilmektedir¹¹².

Dava sonucunda şirketten çıkarılan¹¹³ ortağın paylarının akibeti konusunda da maddede bir açıklık bulunmamaktadır. Baskın görüşe göre burada payların şirket tarafından iktisap edilmesi (TTK m. 379 vd.) hükümlerinin uygulanması

¹⁰⁹ **Oruç**, Murat: 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıktan Haklı Sebep ile Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2011, C. 27, S. 1, s. 227; **Sümer**, Ayşe: Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2012, C. 18, S. 2, s. 846; **Nomer Ertan**, s. 431; **Ayoğlu**, Fesih, s. 240; **Tekinalp**, *Sermaye Ortaklıkları*, s. 340; **İlbasmış Hızlısoy**, Özlem: Anonim Şirketin Haklı Sebep ile Feshi, Ankara 2016, s. 294; **Hanağası**, s. 256; **Yiğit**, Merve: Anonim Şirketin Haklı Sebep ile Feshi Davasında Mahkemenin Davacı Pay Sahibinin Çıkarılmasına Hükmetmesi, Yaşar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2024, s. 78.

¹¹⁰ **İlbasmış Hızlısoy**, s. 294; **Hanağası**, s. 256.

¹¹¹ **Sümer**, s. 846. Karş bkz. **Hanağası**, s. 256. (Yazara göre çoğunluk pay sahipleri davaya fer'i müdahil olarak katılsa bile onların payları almasına hükmedilemez. Çünkü fer'i müdahil olarak davaya katılmak davalı sıfatı kazandırmaz.). Konunun limited şirketler bakımından incelenmesi için bkz. **Yıldırım**, Ali Haydar: 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Ortaklığın Haklı Sebep ile Feshi, Bursa 2013, s. 276 (Yazara göre limited ortaklıklar bakımından da davanın tarafı olmayan pay sahiplerine böyle bir yükümlülük yüklenemez. Ancak limited şirket iki ortakta oluşmaktaysa davalı diğer ortak olarak gösterileceğinden usul hukukuna bir aykırılık oluşmayacaktır.).

¹¹² İlgili kararlar için bkz. Y. 11. H.D., E. 2019/362, K. 2019/4087, T. 22.05.2019; Y. 11. H.D., E. 2018/3410, K. 2020/695, T. 23.01.2020; Y. 11. H.D., E. 2022/7419, K. 2024/1381, T. 22.02.2024; Y. 11. H.D., E. 2015/2255, K. 2015/8166, T. 11.06.2015; Y. 11. H.D., E. 2015/9088, K. 2016/2352, T. 03.03.2016 (Lexpera).

¹¹³ Dava sonucunda şirketten çıkma kavramının mı çıkarma kavramının mı kullanılması gerektiğine ilişkin tartışma için bkz. **İlbasmış Hızlısoy**, s. 285; **Turan**, s. 194.

gerekmektedir¹¹⁴. Bu görüşün temel argümanı usul ve esas bakımından ikiye ayrılmaktadır. Usul bakımından dava şirkete açıldığı için paylar ancak şirket tarafından iktisap edilebilir. Esas bakımından ise payların diğer paydaşlar tarafından alınmasına hükmedilmesi tek borç ilkesine (TTK m. 480) aykırılık teşkil edecektir. Bu sebepten haklı sebeple fesih davası sonucunda verilen çıkarma kararında paylar şirket tarafından ödendiği için şirketin kendi payını iktisap etmesi sonucunu doğurmaktadır.

Bu durumda şirketin kendi payını geri almasının bir diğer nedeni olarak haklı sebeple fesih davasını kabul etmek gerekecektir. Hâkim haklı sebeple fesih yerine davacının paylarının bedelinin şirket tarafından ödenmesine hükmetmişse şirketin bu payları geri alması gerekecektir. Yargıtay kararlarında ilgili payların bedellerinin şirket tarafından tazminat olarak davacıya ödenmesi gerektiğine ve davalının paylarının iptal edilmesi gerektiğine hükmetmektedir. Her ne kadar Yargıtay pay bedellerinin şirket tarafından geri alınması şeklinde değil de tazminat olarak ödenmesine hükmetse de bu durumun işlemin şirketin kendi payını iktisap etmesi olarak değerlendirmek gerekmektedir.

IV. KENDİ PAYINI İKTİSAP ETMENİN SAKINCALARI

1. Sermayenin İadesi Yasağına Aykırılık

Anonim şirketler kâr elde etme amacıyla belirli bir sermayenin şirkete özgülmesiyle ortaya çıkarlar. Pay sahiplerinin borcu yalnız belirlenmiş olan sermayeyi

¹¹⁴ **Oruç**, s. 229; **Sümer**, s. 846; **Nomer Ertan**, s. 431; **Ayoğlu**, *Fesih*, s. 240; **Tekinalp**, *Sermaye Ortaklıkları*, s. 341 (Ayrıca yazara göre fesih yakın ve ciddi bir kayıp olarak nitelendirilebileceği için TTK m. 381'in de uygulanması gerekmektedir.); **Turan**, s. 199. Karş bkz. **Yıldırım**, s. 287; **Cenkci**, Esra: Çıkan ya da Çıkarılan Limited Ortağına Ayrılma Akçesinin Ödenmesi, Ankara Barosu Dergisi 2018, C. 76, S. 4, s. 11; **Yiğit**, s. 70.

şirkete özgülemek olup şirketin borçlarından dolayı kişisel sorumlulukları bulunmamaktadır¹¹⁵. Bu durum TTK m. 329/2’de açık bir biçimde ifade edilmiştir¹¹⁶.

Bu durumda şirketin alacaklıları, şirketin borçları için yalnız şirketin malvarlığına başvurabilirler. Bu sebepten şirket alacaklılarına bir güvence teşkil etmesi için şirket sermayesinin korunması esastır¹¹⁷. Bu durum “sermayenin korunması ilkesi” olarak ifade edilir. Sermayenin korunması ilkesi birkaç unsurdan oluşur¹¹⁸. Bu unsurlardan biri de sermayenin iadesi yasağıdır¹¹⁹.

Sermayenin iadesi yasağı TTK m. 480/3 “*Pay sahipleri sermaye olarak şirkete verdiklerini geri isteyemezler; tasfiye payına ilişkin hakları saklıdır.*” şeklinde ifade edilmiştir. Bu maddede pay sahiplerinin şirkete özgüledikleri sermayenin geri verilemeyeceği açık bir biçimde ifade edilmiştir. Buradaki yasak çift taraflı bir yasaktır. Sermaye pay sahipleri tarafından geri istenemeyeceği gibi şirket de pay sahiplerine sermayelerini hiçbir şekilde geri veremezler¹²⁰.

Kanun koyucular ilk başta şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinin, sermayenin iadesi yasağını ihlal ettiğini düşünerek şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesini ya yasaklamış ya da çok sıkı şartlara tabi tutmuştur¹²¹. Ancak bu yasak zamanla

¹¹⁵ **Doğan**, Beşir Fatih: Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı, Türkiye Barolar Birliği Dergisi 2005, S. 56, s. 48 (Sermaye); **Mülazımoğlu**, Mehmet: Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020, s. 17.

¹¹⁶ “*MADDE 329- (1) Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir.*

(2) Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur.”.

¹¹⁷ **Doğan**, *Sermaye*, s. 48; **Özdamar**, s. 77; **Ayan**, s. 194; **Mülazımoğlu**, s. 104; **Demir Yeşilbağ**, s. 131.

¹¹⁸ Sermayenin korunması ilkesinin diğer unsurları bu tez kapsamını aşacak genişliktedir, diğer unsurlar için bkz. **Mülazımoğlu**, s. 105-168; **Eryiğit**, Harun: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020, s. 152-198.

¹¹⁹ **Özdamar**, s. 78; **Demir Yeşilbağ**, s. 131.

¹²⁰ **Doğan**, *Sermaye*, s. 49; **Yalçınkaya Oral**, Sultan Feryal: Türk Ticaret Kanunu Hükümlerine Göre Anonim Şirketlerin Kendi Payını İktisabı, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2012, s. 47.

¹²¹ **Eryiğit**, s. 177.

özellikle AB, Almanya ve İsviçre hukukunda gevşetilmiş, İngiltere ve ABD’ de ise halka açık olmayan şirketler bakımından kaldırılmıştır¹²².

Türk hukukunda ise yasak eTTK m. 329’da “*Şirket, kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Bu senetlerin temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran aktler hükümsüzdür.*” şeklinde hükme alınarak hukukumuza girmiştir¹²³. Ancak diğer ülkelerdeki esnemeler sebebiyle bu yasak yeni TTK’da terk edilerek şirketlerin belli şartlar altında kendi paylarını iktisap etmelerine izin verilmiştir¹²⁴.

Bu şartlardan biri de TTK m. 379/3’ de ifade edilen şirketin kendi paylarını ancak esas sermayesinin ve zorunlu yedek akçelerinin toplamını aşan miktar üzerinden iktisap edebileceğidir. Kanun koyucu bu şart ile sermayenin korunmasını istemiş ve esas sermayenin altına düşecek şekilde pay geri alımlarını yasaklamıştır¹²⁵. Bu durumda TTK m. 379/3’te belirtilen şarta göre şirketler esas sermayesinin altına düşecek şekilde kendi paylarını iktisap edemeyeceği için sermayenin iadesi yasağı da gündeme gelmeyecektir.

Bunun yanında TTK m. 520’de şirketin iktisap ettiği pay değerlerini karşılayacak miktarda yedek akçe ayırması gerektiği düzenlenmiştir. Maddenin devamında, bu sebeple ayrılan yedek akçelerin, iktisap edilen paylar devredildiğinde veya yok edildiğinde çözüleceği düzenlenmiştir. Görüldüğü üzere, kanun koyucu gerek TTK m. 379/3 ile gerek TTK m. 520’deki düzenlemeler ile şirketlerin kendi payını iktisabı yoluyla sermayenin iadesini önlemeye çalışmış, sermayenin ve alacaklıların korunmasına özen göstermiştir¹²⁶.

¹²² Mülazımoğlu, s. 170; Eryiğit, s. 177-180.

¹²³ eTTK’daki yasağa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Çelikleş, s. 135.

¹²⁴ Eryiğit, s. 179.

¹²⁵ Mülazımoğlu, s. 178; Eryiğit, s. 182.

¹²⁶ Ayan, s. 195; Turan, s. 39.

Doktrinde kanunda belirtilen şartlara uyulması durumunda dahi sermayenin iadesi yasağının gündeme gelip gelmeyeceği tartışmalıdır¹²⁷. Bir görüşe göre bazı hallerde şirket kanuni şartlara uyararak kendi payını iktisap etse bile sermayenin iadesi gündeme gelebilir. Bu durum özellikle şirketin kendi paylarını çok yüksek bir fiyat üzerinden iktisap etmesi halinde oluşur. Diğer bir deyişle şirket esas sermayesinin üzerinde kalacak şekilde kendi payını iktisap etse bile payları çok yüksek bir fiyattan iktisap etmişse kanunu dolanarak sermaye iadesi yapmış olacaktır¹²⁸. Bu durumda sermayenin iadesi oluşmaması için şirketin kendi paylarını iktisap ederken makul bir bedel üzerinden iktisap etmelidir¹²⁹. *Doğan*'a göre makul bedel borsada işlem gören şirketler bakımından payın borsa değeri, borsada işlem görmeyen şirketler bakımından ise üçüncü kişinin paya vereceği değerdir¹³⁰.

Karşıt görüşe göre ise sermayenin korunması ilkesi şirket alacaklılarının bir güvencesidir¹³¹. Bu güvence bazı şirket malvarlıklarına dokunulmamasıyla sağlanır. Diğer bir deyişle kanunen belirlenmiş olan bazı malvarlıklarına dokunulmadığı sürece sermaye korunmuş olacak ve alacaklılar güvenceye sahip olmuş olacaktır. Bu durumda şirketin bağlı malvarlıkları korunduğu sürece kalan sermayesi ile ne yaptığı alacaklılar açısından önemsizdir ve hiçbir şekilde sermayenin iadesi kapsamında değerlendirilemez. Çünkü alacaklılar açısından güvence teşkil eden malvarlıklarına dokunulmamış olacaktır¹³². Biz de bu görüşe katılmaktayız. Zira yukarıda da ifade edildiği gibi TTK m. 379/3'te getirilen düzenlemenin amacı sermayenin korunmasıdır. Bu durumda madde

¹²⁷ Bu konuya ilişkin uluslararası tartışmaları da içeren detaylı inceleme için bkz. **Demir Yeşilbağ**, s. 189 vd.

¹²⁸ **Doğan**, *Sermaye*, s. 55; **Özdamar**, s. 79; **Çelikleş**, s. 135; **Yalçınkaya Oral**, s. 49; **Çapa**, s. 32; **Ayan**, s. 195.

¹²⁹ **Doğan**, *Sermaye*, s. 56.

¹³⁰ **Doğan**, *Sermaye*, s. 57.

¹³¹ **Aydın**, s. 100-101, **Tekinalp**, 2021, s. 652-655; **Demir Yeşilbağ**, s. 190,257.

¹³² **Aydın**, s. 100-101, **Tekinalp**, 2021, s. 652-655; **Demir Yeşilbağ**, s. 190,257.

kapsamında kalarak yapılan geri alımlarda sermaye ve bu sonucunda alacaklılar korunmuş olacaktır. Ayrıca, şirket tarafından belirli bir tutar kâr payı dağıtımı yoluyla tüm ortaklara dağıtılabılırken, aynı tutarın yalnızca yüksek fiyattan yapılan bir geri alım yoluyla ortaklara verilmesinin sermayenin iadesi olarak değerlendirilmemesi gerektiği kanaatindeyiz. Ancak aşağıda da anlatılacağı üzere payların belli bazı ortaklardan çok yüksek fiyattan alınmasının eşit işlem ilkesine aykırı olabileceği unutulmamalıdır¹³³.

Sonuç olarak, şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi, ilk başta sermayenin iadesine yol açacağı endişeleri ile hem ülkemizde hem de uluslararası hukukta yasaklanmış olsa da mevcut düzenlemelerde sermayenin iadesi yasağı kapsamında görülmemektedir. Ayrıca TTK'ya göre şirketler esas sermayesinin altına düşecek şekilde kendi paylarını iktisap edemeyeceği için sermayenin iadesi kapsamında olacak bir durum söz konusu olmamaktadır.

2. Eşit İşlem İlkesine Aykırılık

Şirketler hukuku bakımından eşit işlem ilkesi, çoğunluğu elinde bulunduran pay sahiplerinin bizzat veya yönetim kurulu aracılığıyla, azınlık üzerinde hakimiyet kurmasını engelleyen ve azınlığın haklarını koruma amacı güden genel bir ilkedir¹³⁴. Bu ilke yalnız malvarlığı hakları yönünden değil yönetsel ve aydınlatıcı haklar yönünden de uygulanır¹³⁵.

¹³³ *Demir Yeşilbağ*'a göre anonim şirketin kendi payını iktisabı sonucunda ortaya çıkabilecek eşitsizliklerin önlenmesi için yönetim kurulunun sorumluluğu belirginleştirilmeli ve kötüye kullanımlara karşı sorumluluk artırılmalıdır (**Demir Yeşilbağ**, s. 258.).

¹³⁴ **Özdamar**, s. 79; **Erdem**, Ercüment: *Türk ve İsviçre Hukuklarında Eşit İşlem İlkesi*, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009, s. 394; **Akdağ Güney**, Necla: Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 3-4, s. 121 (Eşitlik); **Eminoğlu**, Cafer: Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından "Eşit Şartlarda Eşit İşlem" İlkesi, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2015, C. 1, S. 1, s. 80; **Korkut**, Ömer: m. 357, Şirketler Hukuku Şerhi Türk Ticaret Kanunu Md. 124 – 644(Ed.: Kemal Şenocak), C. II, Ankara 2023, s. 1631.

¹³⁵ **Yıldız**, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara 2004, s. 99, 173.

Eşit işlem ilkesi TTK m. 357’de “*Pay sahipleri eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulur.*” şeklinde hüküm altına alınmıştır. Madde gerekçesinde¹³⁶ de eşit işlem ilkesinin ancak şartların eşit olması halinde uygulanacağı ancak bazı hallerde eşit işlem ilkesinin mutlak olacağı belirtilmiştir. Bu durumda eşit işlem ilkesiyle bütün eşitsizlikler değil aynı zamanda bulunanlara farklı muameleleri yasaklanmaktadır¹³⁷.

Doktrindeki hâkim görüşe göre mutlak eşitliğin uygulandığı istisnai durumlar bir kenara bırakılırsa maddede düzenlenen eşitlik türü nisbi eşitliktir¹³⁸. Oransallık ilkesinin uygulandığı pay sahipliği haklarında da eşit işlem ilkesi nisbi bir şekilde uygulanır¹³⁹. Kâr payı hakkı, rüçhan hakkı veya oy hakkı gibi haklarda nisbi eşitlik ilkesi uygulanır¹⁴⁰.

Nisbi eşitlikte, eşitsizlik objektif bir kritere dayanıyorsa, haklı bir gerekçe varsa ve keyfi değilse, eşit işlem ilkesine aykırı bir hal olduğu söylenemez¹⁴¹. Hangi durumda eşitsizliğe izin verilip verilemeyeceğindeki temel kriter şirket menfaatleridir¹⁴². Örneğin şirket menfaatine olan bir karar çoğunluk tarafından verilmişse eşit işlem ilkesine aykırılık olduğu söylenemeyecektir.

Eşit işlem ilkesinin bir diğer görünümü olan mutlak eşitlikte ise pay sahipleri tamamen aynı hak ve yükümlülöklere sahiptir¹⁴³. Diğer bir deyişle pay sahipleri arasında hiçbir şekilde eşitsizlik oluşturulamaz. Mutlak eşitlik özellikle iptal davası açma, genel kurula katılma, bilgi alma, özel denetçi talebi, sorumluluk davası açma gibi koruyucu

¹³⁶ Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu (1/324), Dönem: 23, Yasama Yılı: 2, Sıra Sayı No: 96, <https://www.tbmm.gov.tr/Yasama/KanunTeklifi/f72877be-1e9f-037b-e050-007f01005610> (E.T. 06.10.2024).

¹³⁷ **Özdamar**, s. 81; **Erdem**, s. 395; **Akdağ Güney**, *Eşitlik*, s. 123; **Yağmur**, Setenay: Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, İstanbul 2020, s. 21; **Korkut**, s. 1632.

¹³⁸ **Erdem**, s. 395; **Akdağ Güney**, *Eşitlik*, s. 123; **Yağmur**, s. 20; **Korkut**, s. 1633.

¹³⁹ **Eminoğlu**, s. 80; **Korkut**, s. 1633.

¹⁴⁰ **Yağmur**, s. 21; **Korkut**, s. 1633.

¹⁴¹ **Akdağ Güney**, *Eşitlik*, s. 122; **Korkut**, s. 1634.

¹⁴² **Akdağ Güney**, *Eşitlik*, s. 122; **Korkut**, s. 1634.

¹⁴³ **Erdem**, s. 395; **Yağmur**, s. 17; **Korkut**, s. 1633.

hakların varlığında devreye girer ve hiçbir şekilde sınırlanamaz veya ortadan kaldırılamaz¹⁴⁴.

Anonim şirketler kendi paylarını iktisap ederken de eşit işlem ilkesine uygun davranmak zorundadır¹⁴⁵. Özellikle şirketin kendi payını iktisap ederken bir gruba diğerlerinden farklı olarak herhangi bir yönden öncelik tanınması eşit işlem ilkesine aykırılığa yol açabilir¹⁴⁶. Eşit işlem ilkesine aykırı bir durum olmaması için bütün paydaşlar bilgilendirilmeli ve paylarını satma konusunda eşit şansa sahip olmalıdır¹⁴⁷. Örneğin yalnız bazı ortakların payları alınmışsa, paya gerçek değerinden daha fazla bir bedel ödenerek alınmışsa veya yalnız belirli ortaklara teklif götürülmüşse eşit işlem ilkesine aykırı bir durum oluşur¹⁴⁸. Payın gerçek değerinden daha fazla bir bedel ödenerek geri alınmasında iki yönden eşit işlem ilkesine aykırılık oluşabilir. İlk halde şirket geri alım yaparken bir grubun paylarını diğerlerinden daha yüksek bir bedelle alarak eşitsizlik yaratabilir¹⁴⁹. İkinci halde ise şirket payı gerçek değerinin üzerinde alarak şirket özkaynaklarının azalmasına ve şirkette kalan ortakların zarara uğramasına neden olarak eşitsizlik yaratabilir¹⁵⁰.

Eşit işlem ilkesi anonim şirketin, paydaşlardan yalnız bir grubun payını satın almasıyla da ihlal edilebilir. Anonim şirketlerde kural olarak ortaklıktan çıkma hakkı tanınmadığı için ortaklar ancak payını bir başkasına devrederek ortaklıktan çıkabilirler¹⁵¹.

¹⁴⁴ **Erdem**, s. 395; **Akdağ Güney**, *Eşitlik*, s. 123; **Gürbüz Gökberk**, İdil Nur: Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Bakımından Eşit İşlem İlkesi, İstanbul 2020, s. 31; **Korkut**, s. 1633.

¹⁴⁵ **Aydın**, s. 106; **Yalçınkaya Oral**, s. 51,80; **Ayan**, s. 196; **Tekinalp**, s. 658; **Bahar Sayın**, Hediye: Pay Sahibi Haklarının Korunması Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, İstanbul 2015, s. 123.

¹⁴⁶ **Çeliktaş**, s. 140; **Aydın**, s. 106; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 555.

¹⁴⁷ **Yılmaz**, Asuman: Alman Hukuku'nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve "KonTraG" ile Getirilen Değişiklikler, İstanbul Hukuk Mecmuası 2005, C. 63, S. 1-2, s. 266; **Bahar Sayın**, s. 123.

¹⁴⁸ **Yılmaz**, s. 266; **Çeliktaş**, s. 141; **Aydın**, s. 106; **Ayan**, s. 196; **Bahar Sayın**, s. 123.

¹⁴⁹ **Özdamar**, s. 82; **Çeliktaş**, s. 141; **Çapa**, s. 34.

¹⁵⁰ **Çeliktaş**, s. 141; **Ayan**, s. 196.

¹⁵¹ **Özdamar**, s. 81.

Ancak şirketin durumunun iyi olmadığı durumda, ortaklar payını devredecek birini bulamazlar. Bu durumda şirket bir ortağın payını alarak onu şirketten çıkarabilir. Böyle bir durumda şirkette kalan ortaklar şirketin bütün zararını üstlenmek zorunda kalırlar¹⁵². Bu şekilde şirkette kalan ortaklar bakımından hem kendileri payını satamadıkları için hem de şirketin yükü arttığı için eşit işlem ilkesine aykırı bir durum oluşmaktadır¹⁵³.

Buradaki bahsedilen eşitlik ilkesi nisbi eşitliktir. Bu durumda şirket haklı ve objektif bir gerekçeye dayanarak ortaklar arasında eşitsizlik yaratmışsa eşit işlem ilkesine aykırı bir hal oluşmayacaktır¹⁵⁴. Örneğin şirketin düşmanca devralmalara karşı korunması amacıyla, şirketin karar almasını engelleyici küçük pay sahibi hareketlerini sonlandırma amacıyla ya da azınlığın haklarını korumak amacıyla yapılan geri alımlar eşitlik ilkesine aykırı bir hal oluşturmayabilir¹⁵⁵.

Eşit işlem ilkesinin en kolay uygulanacağı şirketler borsaya kote olmuş şirketlerdir. Zira şirketin borsa üzerinden yapılan geri alımlarda eşit işlem ilkesine uygun davranıldığı kabul edilmektedir¹⁵⁶.

3. Piyasa Dolandırıcılığı

SerPK m. 107’de piyasa dolandırıcılığı (manipülasyon) dolaylı bir şekilde “*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapmak, emir vermek, emir iptal etmek, emir değiştirmek veya hesap hareketleri gerçekleştirmek*” olarak tanımlanmıştır.

¹⁵² Aydın, s. 107; Çapa, s. 34.

¹⁵³ Özdamar, s. 81; Aydın, s. 107.

¹⁵⁴ Özdamar, s. 83; Yılmaz, s. 267; Çeliktaş, s. 141; Aydın, s. 108; Yalçınkaya Oral, s. 80; Ayan, s. 198; Gürbüz Gökberk, s. 117; Tekinalp, s. 659.

¹⁵⁵ Özdamar, s. 83; Çeliktaş, s. 141; Aydın, s. 109; Ayan, s. 198.

¹⁵⁶ Ayan, s. 197.

Özellikle borsaya kote edilmiş anonim şirketlerin, borsadaki manipülatif hareketleri önlemek amacıyla pay geri alım yoluna başvurmak isteyebileceğinden yukarıda bahsedilmiştir¹⁵⁷. Ancak şirketler her zaman bu niyetle hareket etmeyip kendisi manipülatif faaliyetlerde bulunabilir¹⁵⁸. Özellikle şirketin ekonomik durumunun kötü olduğu zamanlarda yapılan pay geri alımlarıyla şirketin borsadaki değeri yükseltilerek gerçekte olduğundan daha yüksek fiyatlara çıkarılabilir¹⁵⁹. Bu şekilde bir yanıltma ile yatırımcıların paya olan ilgisini canlı tutabilir ve alacaklıların da şirkete güveni devam ettirilebilir¹⁶⁰. Bu durumda bu yanlış bilgiye kapılarak şirkete yatırım yapan yatırımcı, şirketin gerçek değerine ulaşması sonucunda zarara uğrayabilir¹⁶¹. Alacaklılar ise şirketin kötü mali durumu nedeniyle alacaklarını tahsil edememe riskiyle karşı karşıya kalabilirler¹⁶². Türkiye gibi mali piyasaların yerine oturmadığı ülkeler açısından bu tarz piyasa dolandırıcılığı riskleri çok daha fazladır¹⁶³.

Başka bir manipülasyon şekli olarak şirket, sermaye artırımında önce payların değerini manipülatif bir şekilde arttırarak payları olduğundan daha yüksek bir fiyata satarak daha fazla gelir etmek isteyebilir¹⁶⁴.

Diğer bir neden olarak, yönetim kurulu üyelerine pay opsiyonu tanınması halinde, üyeler şirketin kendi paylarını satın alarak pay değerlerinin yükselmesini sağlayabilirler. Böylece, pay opsiyonu kapsamında kendilerine verilecek ya da verilmiş payların değerinin artmasına neden olabilirler¹⁶⁵. Ayrıca, yönetim kurulunun pay opsiyonu

¹⁵⁷ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm III.6.

¹⁵⁸ **Özdamar**, s. 88; **Çeliktaş**, s. 150; **Aydın**, s. 111; **Chan**, Konan/**Ikenberry**, David L/**Lee**, Inmoo/**Wang**, Yanzhi: Share Repurchases as a Potential Tool to Mislead Investors, Journal of Corporate Finance 2010, C. 16, S. 2, s. 154; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 555.

¹⁵⁹ **Özdamar**, s. 88; **Aydın**, s. 111.

¹⁶⁰ **Aydın**, s. 111.

¹⁶¹ **Özdamar**, s. 88; **Aydın**, s. 111.

¹⁶² **Aydın**, s. 112.

¹⁶³ **Özdamar**, s. 88.

¹⁶⁴ **Aydın**, s. 111.

¹⁶⁵ **Aydın**, s. 111; **Busch/Obernberger**, s. 325.

bulunmasa dahi, performanslarının pay değerlerine göre ölçüldüğü durumlarda da pay geri alımına başvurması mümkündür¹⁶⁶.

Bu tarz manipülasyonları önlemek için şirketlerin pay geri alımı yapmalarını yasaklamak yerine bazı önlemler getirilebilir. Örneğin, şirketlerin yapabileceği pay geri alımları belirli bir oranla ve gün içindeki bazı işlem limitleriyle sınırlanabilir, güçlü ve şeffaf bir sermaye piyasası ile yatırımcıların yanlış izlenime kapılmaları engellenebilir ya da cezai yaptırımlarla manipülasyonların engellenmesi sağlanabilir¹⁶⁷.

Türk hukuku bakımından gerek TTK m. 379, gerek SerPK m. 22 gereğince düzenlenen Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1) m. 9/1 uyarınca şirketlerin satın alabileceği paylar belirli bir orana tabi tutulmuştur.

Benzer şekilde SerPK m. 107’de manipülasyonlar, piyasa dolandırıcılığı suçu şeklinde düzenlenerek cezai yaptırıma bağlanmıştır. Ancak m. 108’de yaratılan istisna ile bazı pay geri alım programları bakımından piyasa dolandırıcılığı suçunu oluşturmayacağı belirtilmiştir.

Ayrıca SerPK m. 101 ve m. 104’te manipülasyona ilişkin bazı idari yaptırımlara da yer verilmiştir. SerPK m. 101’de piyasa bozucu eylemler ile piyasa dolandırıcılığına ilişkin bazı tedbirlere yer verilmiştir¹⁶⁸. SerPK m. 104’te ise piyasa bozucu eylemin

¹⁶⁶ Busch/Obernberger, s. 325.

¹⁶⁷ Özdamar, s. 89; Çeliktaş, s. 130; Aydın, s. 113; Çapa, s. 38.

¹⁶⁸ Maddeye göre ilgili tedbirler örnek olarak sayılmıştır ve şu şekildedir:

- a) Borsalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapılmasının yasaklanması,
- b) Takas yöntemlerinin değiştirilmesi,
- c) Kredili alım, açığa satış, ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirilmesi,
- ç) Teminat yükümlülüğü getirilmesi veya yükümlülüğün değiştirilmesi,
- d) Farklı pazar veya piyasalarda işlem görmesi veya farklı işlem esaslarının belirlenmesi,
- e) Piyasa verilerinin dağıtım kapsamının sınırlanması,
- f) İşlem veya pozisyon limiti getirilmesi, ”.

tanımı yapılmış ve suç oluşmadığı takdirde ilgili eylemi yapan kişilere uygulanacak idari para cezası belirtilmiştir¹⁶⁹.

Bunun yanında Geri Alınan Paylar Tebliği'nde pay geri alımının yapılacağı saatlere, gün içinde yapılabilecek işlem miktarına, fiyata ve türev işlemlere ilişkin bazı sınırlamalar getirilerek piyasa dolandırıcılığı faaliyetlerini önlenmeye çalışılmıştır.

4. Bilgi Suistimali Tehlikesi

Sermaye piyasasındaki araçların değerini belirleyen en önemli unsur bilgidir. Yatırımcılar sahip oldukları bilgiye dayanarak bu araçlara ilişkin işlemler yapabilir. Bu işlemlerin isabetli bir şekilde yapılabilmesi için ise doğru bilgiye sahip olmak oldukça önemlidir. Bu bakımdan sermaye hukuku açısından bilgi kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri ile doğrudan ilgilidir¹⁷⁰.

Doğası gereği şirketin yöneticileri ve çalışanları, yatırımcılara göre bilgi bakımından daha avantajlıdır. Kural olarak bu bilgi asimetrisi, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri ile giderilir. Ancak bazı hallerde bilgiye sahip olanlar bilgileri, kamuya açıklanmadan önce kendi lehine işlem yaparak ya da bu bilgiyi hukuka aykırı olarak başkalarına açıklayarak, kendilerini veya bu bilgilere sahip kişileri yatırımcılara nazaran daha avantajlı bir duruma sokabilirler¹⁷¹. Bu avantajlı durum nedeniyle fırsat eşitliği

¹⁶⁹ İlgili maddeye göre “*makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler, bir suç oluşturmadığı takdirde, piyasa bozucu nitelikte eylem sayılır*”.

¹⁷⁰ **Usluadam**, Asena Kamer: Bilgi Suistimali Suçu, Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, C. 5, S. 1, s. 231; **Okuyucu Ergün**, Güneş: Bilgi Suistimali Yasağı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2021, C. XXXVI, S. 1, s. 7; **Duman**, Buminhan: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Bilgi Suistimali (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti) Suçu, Kırıkkale Hukuk Mecmuası 2022, C. 2, S. 2, s. 390; **Özdemir Dursun**, Gizem: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Düzenlenen Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçları, Ankara 2022, s. 91.

¹⁷¹ **Usluadam**, s. 231; **Okuyucu Ergün**, s. 7,20; **Özdemir Dursun**, s. 91.

bozular ve diğer yatırımcılar aleyhine haksız kazanç elde edilmiş olur¹⁷². Bu sebeple bu durum ülkemizde ve birçok ülkede hukuka aykırı kabul edilerek cezalandırılmıştır¹⁷³.

Bilgi suistimali suçu 2499 sayılı Sermaye Piyasa Kanunu (*eSerPK*)¹⁷⁴ m. 47’de içeriden öğrenenlerin ticareti (*insider trading*) olarak düzenlenirken 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 106’da suç tipinde önemli değişiklikler yapılmış ve bilgi suistimali başlığı altında düzenlenmiştir¹⁷⁵.

Eski düzenlemedeki maddede içeriden öğrenenlerin ticareti: “*Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içeriden öğrenenlerin ticaretidir.*” şeklinde tanımlanmıştır.

SerPK m. 106’ya göre bilgi suistimali, “*(d) oğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri vermek veya verdiği emri değiştirmek veya iptal etmek ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek*” şeklinde daha geniş tanımlanarak suçun kapsamı genişletilmiştir. Maddenin devamında ise bu suçu işleyebilecek kişiler şu şekilde sayılmıştır: “a) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri, b) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, c) İş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, ç) Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden

¹⁷² Okuyucu Ergün, s. 7; Özdemir Dursun, s. 91.

¹⁷³ Usluadam, s. 231; Özdemir Dursun, s. 92.

¹⁷⁴ 2499 sayılı Sermaye Piyasa Kanunu, R.G. 30.07.1981, S. 17416.

¹⁷⁵ Usluadam, s. 230.

kişiler, d) Sahip oldukları bilginin bu fıkrada belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler”.

Maddeye göre bilgi suistimali oluşabilmesi için gereken koşullar şu şekilde sıralanabilir:

i) Bir bilgi olması gereklidir.

ii) Bu bilgi doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında olmalıdır.

iii) Bilgi henüz duyurulmamış olmalıdır.

iv) Bilgi ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikte olmalıdır.

v) Bu bilgiye dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri verilmeli veya verdiği emri değiştirmeli veya iptal etmelidir.

vi) Bu fiiller sonucunda kendisine veya bir başkasına bir menfaat temini gerçekleştirilmelidir.

vii) Nihai olarak da bu fiil yukarıda verilen kişiler tarafından gerçekleştirilmelidir.

Yukarıda da bahsedildiği üzere şirketlerin kendi paylarını iktisabı, yatırımcılar açısından şirkette işlerin yolunda gittiği sinyali verdiği için arz-talep dengesi nedeniyle şirketin payları üzerinde olumlu etki doğurur. Bu olumlu etki şirketin kendi paylarını iktisap edeceğini bilen yöneticiler bakımından bilgi suistimali fırsatı doğurabilir¹⁷⁶. Yöneticiler şirketin kendi payını iktisap edeceğini herkesten önce bildiği için bu bilginin yayılmasından önce şirketin paylarını borsadan toplayabilirler. Daha sonra pay senedi fiyatları yükseldiğinde bunları satarak sahip olduğu bilginin verdiği avantajla kendi yararına bir zenginleşme elde etmiş olurlar¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Vermaelen, s. 199; Özdamar, s. 92; Çeliktaş, s. 157; Aydın, s. 113.

¹⁷⁷ Özdamar, s. 92; Çeliktaş, s. 157; Aydın, s. 113.

Bu tarz durumların engellenmesi için doktrinde yönetim kurulunun geri alım duyurusundan itibaren belli bir süre içinde paylarını satmasının yasaklanabileceği belirtilmiştir¹⁷⁸. Bunun tek başına yeterli bir çözüm olmadığını ifade etmek gerekir. Zira yönetim kurulunun bu tarz işlemleri başkaları üzerinden yapabileceği her zaman ihtimal dahilindedir.

Bu durum tam tersi şekilde, şirketin kendi paylarını elden çıkaracağı durumda da gerçekleşebilir. Şöyle ki yöneticiler şirketin kendi paylarını iktisap edeceğini bildiği gibi bunları ne zaman elden çıkaracağını da bilirler. Yöneticiler bu bilgi sebebiyle sahip olduğu payları değeri düşmeden satabilir yahut açığa satış işlemleriyle¹⁷⁹ kendi lehlerine kullanabilirler¹⁸⁰.

Kendi paylarını iktisap nedeniyle oluşacak bilgi suistimalleri sebebiyle kendine yarar sağlayanlar her zaman yöneticiler olmak zorunda değildirler. Bazı hallerde denetçiler ve yöneticilere veya denetçilere yakın kişiler de bilgi suistimali suçunu işleyebilirler¹⁸¹.

Bilgi suistimaline en açık olan iktisaplar borsa kurunu manipülatif etkilerden korumak amacıyla yapılan iktisaplardır. Zira bu işlemler hem çok ani gelişirler hem de borsa kurunu sabit bir seviyede tutarlar¹⁸².

5. Yönetim Kurulunun Şirkete Müdahale Etmesi

Yönetim kurulu, şirketin kendi payını iktisap etmesiyle birkaç farklı şekilde şirkete müdahalede bulunabilir.

¹⁷⁸ Çeliktaş, s. 158.

¹⁷⁹ Açığa satış işlemi, sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışına ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır. (<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/332/kredili-islem-ve-aciga-satis>., E.T. 16.10.2024).

¹⁸⁰ Özdamar, s. 92.

¹⁸¹ Özdamar, s. 92.

¹⁸² Özdamar, s. 93.

Bunların ilki, şirketin kendi paylarını iktisap ettiğinde bu paylara ilişkin oyların şirket tarafından, diğer bir deyişle yönetim kurulu tarafından kullanılabilceğinin kabulü halinde ortaya çıkar. Şirketin iktisap ettiği paylara ilişkin oy hakkını kullanabildiği durumda yönetim kurulunun şirket iç dengesine müdahale edebileceği kaçınılmaz bir sonuçtur¹⁸³. Ancak gerek TTK m. 389'da gerek Tebliğ m. 18'de şirketin kendi paylarını iktisap etmesi halinde bunların şirkete herhangi bir oy hakkı vermeyeceği belirtilmiştir. Bu sebepten Türk hukuku bakımından yönetim kurulunun bu şekilde bir müdahalesinin mümkün olmadığını söylemek gerekir.

İkinci müdahale hali ise şirket paylarının bir yavru şirket tarafından iktisap edilmesi durumunda ortaya çıkabilir. Bu şekilde yönetim kurulu ilk örnekte olduğu gibi şirket üzerinde doğrudan doğruya bir etkiye sahip olmasa da yavru şirketin sahip olduğu payların verdiği oy hakkı nedeniyle dolaylı olarak şirketin iç dengesine müdahalede bulunabilir¹⁸⁴. Ancak yavru şirketin, ana şirket paylarını iktisap etmesi halinde bu payların herhangi bir hak sağlamayacağı ilk örnekte olduğu gibi TTK m. 389 ve Tebliğ m. 18'de hüküm altına alınmıştır. Bu sebepten böyle bir müdahale şeklinin Türk hukuku bakımından mümkün olmadığını söylemek gerekir.

Üçüncü müdahale hali ise yukarıda düşmanca ele geçirme başlığında bahsedilen durumun diğer yüzüne ilişkindir. Yukarıda da anlatıldığı üzere şirket kendi paylarını iktisap ederek düşmanca ele geçirmeyi önleyebilir veya şirketin karar almasını engelleyici grupları ortadan kaldırabilir. Ancak bazı durumlarda yönetim kurulu, hâkim ortakla yaptığı pazarlık sonucunda hâkim ortağın pay oranını arttırmak amacıyla da şirketin kendi paylarını iktisap etmesini sağlayabilir. Bu şekilde hâkim grup eskiden alamadığı kararları alacak güce kavuşmuş olur. Yönetim kurulu ise yaptığı pazarlık sonucunda şirket içinde daha rahat karar alma gücüne sahip olacaktır. Hatta bu güce hem yönetim kurulu hem de

¹⁸³ Özdamar, s. 84; Çelikleş, s. 139; Aydın, s. 103.

¹⁸⁴ Aydın, s. 104.

hâkim grup kendi malvarlığından değil bizzat şirketin malvarlığından karşılayarak ulaşmış olacaktır. Yönetim kurulunun da hâkim grup tarafından seçildiği göz önünde bulundurulursa bu örnekte yönetim kurulunun şirket iç dengesine müdahale etmesi daha görünür olacaktır. Ayrıca yönetim kurulu bu şekilde yönetime karşı pay sahiplerini tasfiye edebilecek hatta bazı durumlarda azınlık haklarının kullanılmasını engelleyecek hale gelebilecektir¹⁸⁵. Ancak Türk hukukunda olduğu gibi iktisap edilebilecek payların sayısına ilişkin sınırlamanın olduğu hukuk düzenleri bakımından bu risk çok azdır¹⁸⁶.

V. 6102 SAYILI TÜRK TİCARET KANUNU'NA GÖRE ANONİM ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI İKTİSABI

1. Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Yasaklanıp Yasaklanmadığı Sorunu

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabı konusunda Kıta Avrupası'nda yaşanan gelişme ve değişiklikler takip edilerek önceki kanun sistemi yumuşatılmıştır. Konu TTK m. 379' de şu şekilde düzenlenmiştir: *“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.”*. Buna göre önceki kanundan farklı olarak TTK şirketlerin sermayesinin onda birine kadar kendi paylarını ivazlı olarak iktisap etmesine izin vermiş görünmektedir.

Kanun düzenlemesinin anonim şirketin kendi payını iktisabına ilişkin halen bir yasak içerip içermediği tartışmalıdır. Bir görüşe göre TTK ile anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap edebilmeleri artık serbest hale gelmiştir¹⁸⁷. Bir başka anlatımla eTTK'da olduğu gibi bir yasaktan söz edilemez. Maddede öngörülen yüzde onluk sınır ise yalnızca iktisabın geçerli olabilmesi için uyulması gereken şart ve sınırlamadan ibarettir. Kanunla

¹⁸⁵ Özdamar, s. 84; Çeliktas, s. 139; Aydın, s. 105.

¹⁸⁶ Özdamar, s. 85.

¹⁸⁷ Çapa, s. 49-50; Karacan/Erişir Karacan, s. 121; Sevi, s. 69-70.

bir kurumun yasaklanması halinde o kuruma her zaman başvurulamaz, yalnızca istisnai hallerde başvurulabilir. Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etme kurumuna her zaman başvurabildiği dikkate alındığında burada bir yasaklamadan söz edilemez. Bu durum sınırlı serbesti hali olarak ifade edilmektedir. Ayrıca madde kenar başlıkları incelendiğinde istisnai haller madde 382’de düzenlenmiştir ancak yüzde onluk sınır istisnai hallerin düzenlendiği madde de değil madde 379’da düzenlenmiştir. Bu sebepten görüşe göre bu durum kanun koyucunun yüzde onluk sınırı bir yasağın istisnası olarak görmediğinin işaretidir.

Çoğunluk görüşüne göre ise ilgili yasak hala devam etmektedir¹⁸⁸. Anonim şirketlerin sermayelerinin onda biri oranında kendi paylarını iktisap edebilmelerine izin verilmesi ise yalnızca bu yasağın bir istisnasıdır. Bu görüşü savunanlardan *Turan*’a göre bir hükmün yasak mı istisna mı olduğu yukarıdaki görüşe göre değerlendirilemez¹⁸⁹. Burada yapılması gereken önce hükmün lafzına daha sonra özüne ve amacına bakmaktır. İfade etmek gerekir ki, 379. maddenin ilk fıkrası açıkça “edemez” şeklinde düzenlenmiştir. Aksinin anlaşılması mümkün değildir. Ayrıca kanun sistematigi açısından da bir sorun yoktur. Çünkü m. 382’de, m. 379’daki sınırlara bağlı kalmadan yapılabilecek istisnalar düzenlenmektedir. Bu sebepten yüzde onluk sınırın m. 382’de düzenlenmesini gerektirecek bir sebep de bulunmamaktadır. Netice itibarıyla hüküm sermayenin yüzde onunu aşan ivazlı iktisapları yasaklamaktadır. Yüzde ona kadar olan kısım ise serbestçe iktisap edilebilecek olup, yasak dışıdır. Ancak bu durumda da iktisabın geçerli olabilmesi için çeşitli koşullar ve prosedürler gerekmektedir.

¹⁸⁸ **Yılmaz**, s. 246; **Kendigelen**, Abuzer: Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Baskı, İstanbul 2012, s. 271 (Tespitler); **Ayan**, s. 187,202; **Türk**, s. 149; **Turan**, s. 20; **Ergün**, Mevci: Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 2021, s. 368; **Tekinalp**, 2021, s. 655; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 550 (Yazar bu durumu sermayenin korunma ilkesi ve yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki yetki sınırlamasına dayandırmaktadır); **Durmaz**, s. 91.

¹⁸⁹ **Turan**, s. 22.

TTK m. 379 gerekçesinde de yasağın kural olarak sermayenin yüzde doksanını oluşturan paylar için geçerli olduğu, yüzde on oranındaki payların ise yasak dışı olduğu ifade edilmiştir. Benzer şekilde gerekçenin birçok yerinde ilgili hükmün bir yasak getirdiği, yüzde onluk sınırın ise yasak dışı kapsamda olduğu ifade edilmiştir¹⁹⁰.

Yukarıda anlatılanlardan anlaşılacağı üzere tartışma yüzde onluk sınırın bir hakkın doğumu ya da kullanılabilmesi veya bir hukuki sonucun ortaya çıkabilmesi için gereken bir şarta ilişkin mi olduğu yoksa bir yasağın istisnası mı olduğuyula alakalıdır. Kanaatimizce ilk durumda bir hakkın doğumu ya da kullanılabilmesi veya bir hukuki sonucun ortaya çıkabilmesi birtakım şartların yerine getirilmesine bağlı tutulmuştur. Bu şartların yerine getirilmemesi kanun koyucunun takdirini bağlı olarak yokluk, kesin hükümsüzlük, kısmı geçersizlik, askıda geçersizlik ve iptal edilebilirlik gibi bazı yaptırımlara tabi tutulabilir. İkinci durumda ise ortada bir hak bulunmamaktadır, aksine bir yasak bulunmakta ve belli bir fiilin yapılması hukuk alemnince mümkün görülmemektedir. Benzer şekilde bu yasağa aykırılığın sonucunda da yokluk, kesin hükümsüzlük, kısmı geçersizlik, askıda geçersizlik ve iptal edilebilirlik gibi bazı yaptırımlar söz konusu olabilir. Bu iki durum arasındaki fark genellikle hükmün lafzında kendini gösterir. İlk durumda hükümde belli bir hak tanınır, fakat hükmün başında bir koşul verilerek veya hükmün devamında “ancak” şeklinde bir bağlaçla hakkın kullanılması bazı şartlara tabi kılınır. Örneğin 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu (TMK)¹⁹¹ m. 3’te iyiniyete hukuki bir sonucun bağlandığı durumlarda, kural olarak iyiniyetin var olduğu kabul edilmiştir. Diğer bir deyişle kanunda iyiniyete bir sonuç bağlanmışsa kural kişilerin iyiniyetli olduklarının kabul edilmesidir. Hükmün ikinci fıkrası ise şu şekildedir: “*Ancak, durumun gereklerine göre kendisinden beklenen özeni göstermeyen kimse*

¹⁹⁰ Ancak TTK’nın genel gerekçe kısmında (par. 65) yasağın kural olarak korunmadığından ancak iktisabın belli şart ve sınırlara bağlandığından bahsedilmiştir. Bu durum madde gerekçesiyle açık bir çelişki içerisindedir.

¹⁹¹ R.G. 08.12.2001, S. 24607.

*iyiniyet iddiasında bulunamaz.”. Bu durumda kural kişinin iyiniyetli olmasıdır ancak iyiniyetin ileri sürülebilmesi için gerekli özenin gösterilmesi gerekmektedir. Nihayetinde kişilere belli bir hak verilmiş ancak bu hakkın ileri sürülebilmesi bir şarta bağlanmıştır. Bu örnek ilk duruma örnektir. İkinci duruma örnek olarak ise 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu (TBK)¹⁹² m. 366’da düzenlenen alt kira yasağı örnek verilebilir. İlgili maddenin ilk fıkrası şu şekildedir: “*Kiracı, kiraya verenin rızası olmaksızın kiralananı başkasına kiraya veremeyeceği gibi, kullanım ve işletme hakkını da başkasına devredemez. Ancak kiracı, kiralanda bulunan bazı yerleri, kiraya veren için zarar doğuracak bir değişikliği gerektirmemek koşuluyla kiraya verebilir.*”. Maddenin ilk cümlesinde kiracı tarafından, kirayı verenin rızası olmaksızın kiralananın başkasına kiraya verilmesi yasaklanmıştır. Maddenin devamında ise kiralanda bulunan bazı yerlerin, kiraya veren için zarar doğuracak bir değişiklik gerektirmemesi durumunda, kiralananın rıza alınmaksızın alt kiraya verebileceği düzenlenmiştir. Kanaatimizce bu durum, yasağın istisnasını teşkil etmektedir. Bu sebeple ikinci duruma bir örnek teşkil eder. Ayrıca maddede yer alan “kiraya verenin rızası” ifadesi, ilk duruma örnek olarak verilebilir. Farklı bir anlatımla, “kiraya verenin rızası” ifadesi, bir hakkın doğumu veya hukuki sonucun ortaya çıkması için gerekli bir şart olarak düzenlenmiştir.*

Tüm bu açıklamalar sonucunda TTK düzenlemesine dönülecek olursa, TTK m. 379/1’de lafzı “şirket esas veya çıkarılmış sermayesinin ondan birini aşan miktarda kendi paylarını iktisap *edemez*” şeklindedir. Bu sebepten, yüzde onluk sınıra ilişkin kanunun lafzen düzenlenişi bir yasağın istisnası şeklinde düzenlenmiş olup yukarıda açıkladığımız ikinci duruma uygun düşmektedir. Bu doğrultuda gerek yukarıda yapılan açıklamalar gerek hükmün özü ve amacı gerek madde gerekçesi sebebiyle biz de ikinci görüşe katılmaktayız. TTK m. 379/2 fıkrası bir şart olarak değerlendirilebilse de ilk fıkrada bulunan yüzde onluk sınırın şart değil yasak olarak düzenlendiğini vurgulamak gerekir.

¹⁹² R.G. 04.02.2011, S. 27836.

2. İktisabın Şartları

A. Yönetim Kurulunun Yetkilendirilmesi

TTK m. 379/2’de anonim şirketlerin kendi paylarını yüzde onluk sınır içinde iktisap etmesi veya rehin olarak kabul edebilmesi için, genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi şartı öngörülmüştür. Madde gerekçesinde genel kurulun bu yetkiyi başkasına veremeyeceği, yönetim kurulunun aldığı yetkiyi başkasına devredip devredemeyeceğinin ise doktrine bırakıldığı ifade edilmiştir. Doktrinde genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirme yetkisinin, TTK m. 408/2’de sayılmasa bile genel kurulun devredilemez yetkilerinden biri olduğu kabul edilmektedir¹⁹³. Limited şirketler bakımından ise genel kurulun devredilmez yetkilerinin düzenlendiği TTK m. 616/1/1 bendinde “*müdürün, şirketin kendi paylarını iktisabı konusunda yetkilendirilmesi veya böyle bir iktisabın onaylanması*” genel kurulun devredilmez yetkilerinden sayılmıştır. Bu sebepten genel kurulun bu yetkisi hem anonim şirketler hem de limited şirketler bakımından devredilemez niteliktedir.

Yönetim kurulu her izin talebinde kanundaki şartların gerçekleştiğini genel kurula bildirmekle yükümlüdür (TTK m. 379/2)¹⁹⁴.

Madde yalnızca yetkilendirmeye ilişkin bir sınır içermeyip, yönetim kurulunun aldığı yetkiyi kullanma şekli ve süresine ilişkin sınırlamalar da içermektedir. Bu kapsamda, maddeye göre yetki en çok beş yıl için verilebilir¹⁹⁵. Buradaki süre azami süredir, genel kurulun bundan daha kısa bir süre belirlemesi mümkündür¹⁹⁶. Genel kurul kararında süre mutlaka belirtilmelidir. Sürenin belirtilmediği durumda, kanundaki azami süre kendiliğinden uygulanmaz. Çünkü sürenin belirlenmemesi halinde pay sahipleri ve

¹⁹³ **Türk**, s. 165; **Durmaz**, s. 93.

¹⁹⁴ Bu konuya ilişkin detaylı bir açıklama için bkz. **Türk**, s. 173-176.

¹⁹⁵ Yetkiye ilişkin bu sınır kanun tasarısında 18 ay olarak teklif edilse de yetki süresi en fazla 5 yıl olacak şekilde kanunlaşmıştır.

¹⁹⁶ **Türk**, s. 171.

menfaati etkilenen üçüncü kişiler şirket öz sermayesinin ne kadar süre boyunca etkileneceğini bilemezler. Bu durum genel kurul kararının butlanı sonucunu gerektirir¹⁹⁷. Yönetim kurulu bu süre içerisinde pay iktisabına ilişkin hem borçlandırıcı işlemi hem de tasarruf işlemini tamamlamakla yükümlüdür¹⁹⁸.

Ayrıca yetki verilirken toplam iktisap edilecek veya rehin olarak kabul edilecek payların itibari değer sayıları ile her pay için ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırlarının da belirtilmesi gerekmektedir¹⁹⁹. Bu sebepten yüzde onluk sınırın tespitinde de itibari değer dikkate alınacaktır²⁰⁰. Kanunun emredici hükmü gereği, genel kurul kararında iktisap edilecek payların miktarı mutlaka belirtilmelidir²⁰¹. Yalnızca kanunun ilgili hükmüne atıf yapılmış olması yeterli değildir. Yetki kararında bu hususta bir bilgi verilmemişse, karar butlanla batıl olacaktır²⁰². Ancak alt ve üst sınırın belirlenmesinde kesin rakamlar verilmesine gerek olmayıp, belirlenebilir bir fiyat yöntemi tercih edilebilir²⁰³. Örneğin borsada işlem gören bir şirket için üst sınır olarak payın işlem tarihinden önceki belirli bir gün içindeki ağırlıklı fiyatı belirlenebilir²⁰⁴.

Pay değerlerinin alt ve üst sınırları belirlenirken, genel kurul payın o anki borsa değerini ve muhtemel gelişmeleri dikkate almalıdır. Ayrıca yönetim kuruluna belirli bir hareket alanı bırakmak da faydalı olacaktır²⁰⁵. Ancak üst sınırın çok yüksek belirlenmesi,

¹⁹⁷ **Ayan**, s. 208; **Türk**, s. 171,183; **Durmaz**, s. 98-99.

¹⁹⁸ **Durmaz**, s. 99.

¹⁹⁹ Yetkinin iktisap edilecek payları oransal bir şekilde verilmesi halinde, daha sonra gerçekleşen sermaye artırımını ya da azaltımını durumunda, oranın yetkinin verildiği tarihteki sermayeye göre mi yoksa sonradan oluşan sermayeye göre mi belirleneceği hakkında bkz. **Durmaz**, s. 101.

²⁰⁰ **Turan**, s. 26.

²⁰¹ **Ayan**, s. 210; **Durmaz**, s. 100.

²⁰² **Ayan**, s. 210; **Türk**, s. 179; **Durmaz**, s. 111.

²⁰³ **Tekinalp**, 2021, s. 657; **Durmaz**, s. 105.

²⁰⁴ **Durmaz**, s. 105.

²⁰⁵ **Türk**, s. 180.

yapılan pay alımlarını sermayenin iadesi yasağına ve eşit işlem ilkesine aykırı hale getirebilecektir²⁰⁶.

Genel kurul, yönetim kuruluna verdiği yetkinin belirli amaçlar doğrultusunda kullanılmasını şart koşabilir²⁰⁷. Ancak genel kurul, böyle bir karar almadan yönetim kurulunun şirketin mevcut durumuna göre pay alımını takdir etmesini de uygun bulabilir²⁰⁸. Bunun yanında genel kurul, iktisap edilen payların hangi hallerde elden çıkarılacağını belirleme yetkisine de sahiptir²⁰⁹. Ayrıca genel kurul sonradan alacağı bir kararlar yetkiyi her zaman geri alabilir. Ancak yetkinin geri alınması o zamana kadar yapılmış olan tasarrufları geçersiz hale getirmez²¹⁰.

Genel kurul kanunda yer almasa da yetki verirken daha detaylı düzenlemeler yapabilir. Örneğin pay alım fiyatına ilişkin detaylı düzenlemeler yapabileceği gibi payların elden çıkarılması halinde elden çıkarmaya ilişkin bir alt fiyat belirlemesi de yapabilir. Ayrıca genel kurul vereceği yetkiyle payların edinilmesinde aracı kurum seçebilir, blok alım yapılmasını yasaklayabilir, payların hangi yöntem kullanılarak edinileceği belirtilebilir veya payların ne kadar süre içerisinde elden çıkarılacağını belirtilebilir²¹¹. Ancak genel kurul yetkilendirmeyi ilişkin şartlar getirirken kanuna ve ahlaka -özellikle eşit işlem ilkesine ve sermayenin iadesi yasağına- aykırı şart getiremez²¹². Getirmişse yönetim kurulu buna uymamalıdır, aksi takdirde yönetim kurulunun sorumluluğu doğar²¹³.

²⁰⁶ **Türk**, s. 181. Ayrıca *Türk*'e göre eşit işlem ilkesine aykırı yetkilendirme kararları butlanla sakatken (**Türk**, s. 197), *Durmaz*'a göre bu aykırılığın yaptırımını iptal edilebilirliktir (**Durmaz**, s. 113).

²⁰⁷ **Turan**, s. 27; **Tekinalp**, 2021, s. 658; **Durmaz**, s. 109. Ancak bir görüşte genel kurulun borsa ticareti amacıyla yönetim kuruluna yetki vermesinin yasak olduğu ifade edilmektedir (**Türk**, s. 188 vd.; **Durmaz**, s. 109 vd.).

²⁰⁸ **Türk**, s. 184.

²⁰⁹ **Turan**, s. 27; **Tekinalp**, 2021, s. 657; **Durmaz**, s. 107.

²¹⁰ **Türk**, s. 166; **Tekinalp**, 2021, s. 658; **Durmaz**, s. 113.

²¹¹ **Durmaz**, s. 107; **Türk**, s. 186; **Ergün**, s. 369.

²¹² **Türk**, s. 187; **Ergün**, s. 369; **Tekinalp**, 2021, s. 658; **Durmaz**, s. 107-108.

²¹³ **Tekinalp**, 2021, s. 658.

Yetkilendirme olmadan yapılan bir iktisap halinde, sonradan verilen yetkilendirmenin iktisabı geçerli kılıp kılmayacağı hakkında tartışma bulunmaktadır. Bir görüşe göre sonradan verilecek olan yetkilendirme iktisabı geçerli hale getirmelidir. Zira aykırı iktisapların tabi tutulduğu m. 385 ve m. 386 hükümlerini, sonradan da olsa yetki verilmiş iktisaplara uygulamanın herhangi bir hukuki yararı yoktur²¹⁴. Bizim de katıldığımız görüşe göre ise birinci görüşün suistimale açık olması, kanun hükmünün açık emredici hükmü ve yönetim kurulunun böyle bir gücü genel kurula baskı yapmak için kullanabileceği sebepleriyle sonradan verilecek yetkilendirme iktisabı geçerli hale getirmez²¹⁵.

Yukarıda da belirtildiği üzere, madde gerekçesinde yönetim kurulunun aldığı bu yetkiyi başkasına devredip devredemeyeceği meselesi doktrine bırakılmıştır. Baskın görüşe göre, genel kurul yetkiyi verirken devredilemeyeceğine ilişkin açık bir yasak öngörmemişse, yönetim kurulu aldığı bu yetkiyi devredebilecektir. Zira yönetim kurulunun devredilmez görev ve yetkilerinin düzenlendiği TTK m. 375'te söz konusu yetki, yönetim kurulunun devredilmez yetkileri arasında sayılmamıştır²¹⁶. Diğer bir görüşe göre ise yetki, üst düzey yönetim kavramı içine girdiği için TTK m. 375/1/a kapsamında kalır ve bu sebepten devredilemez niteliktedir²¹⁷.

²¹⁴ **Sevi**, s. 80; **Durmaz**, s. 96.

²¹⁵ **Çapa**, s. 59 vd; **Ayan**, s. 206; **Türk**, s. 165,195-196; **Turan**, s. 27.

²¹⁶ **Özkorkut**, s. 22; **Çapa**, s. 57; **Türk**, s. 165,192; **Turan**, s. 28 (Ayrıca *Turan*'a göre yönetim kurulu yetkiyi devretse bile TTK m. 375/1/c ve f bentlerine göre devredilen yetkinin kanuna ve genel kurulun yetkilendirme kararına uygun olup olmadığını denetleme ve gözetimle görevlidir. Bunun yanında TTK m. 553/2 ve 3 gereğince yönetim kurulu devrettiği yetki yönünden yalnızca bu kişilerin seçiminde gösterdiği özen bakımından sorumludur. Ayrıca gözetim ve özen yükümü gerekçe gösterilerek de yönetim kurulunu devrettiği yetki bakımından sorumlu tutmak mümkün değildir); **Durmaz**, s. 118.

²¹⁷ **Ayoğlu**, Tolga: *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmeleri ve Karşılıklı Katılmalar Meselesi*, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009, s. 538, dp. 43; **Akdağ Güney**, Necla: *Anonim Şirket Yönetim Kurulu*, 2. Baskı, İstanbul 2016, s. 148 (Yönetim); **Demirel**, Duygu: *Anonim Şirketlerde Yönetim Yetkisinin Devri*, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 2017, C. 7, S. 2, s. 222-223.

Yetkinin devredip devredilemeyeceği konusunda ise Tebliğ’de özel bir hüküm yer almaktadır. Tebliğ m. 5/1’de yönetim kurulunun aldığı yetkiyi, başka bir gerçek veya tüzel kişiye devredebileceği açıkça düzenlenmiştir. Bu bakımdan, halka açık anonim şirketler açısından yönetim kurulunun aldığı yetkiyi devredebileceği konusunda bir tartışma bulunmamaktadır.

İlaveten yetkilendirme sonucu payların tamamının alınmış olması ve daha sonra elde edilen payların elden çıkarılması halinde, elden çıkarılan pay miktarınca yeni bir yetki kararı gerekmez pay iktisabının mümkün olup olmadığına değinmek gerekir. Bu soruya olumsuz cevap vermek gerekir. Çünkü böyle bir durumun kabulü, genel kurul tarafından verilmesi gereken yetkilendirme şartını neredeyse ortadan kaldıracak şekilde kısıtlar. Bu sebepten yetkilendirmede belirtilen pay miktarı bir kereye mahsustur ve bu miktar kadar pay alımı yapıldıktan sonra paylar elden çıkarılsa bile yetkinin canlanması söz konusu olmaz²¹⁸. Sermaye piyasası mevzuatı bakımından konu aşağıda inceleneceği üzere Tebliğ m. 8/1/ç’de açıkça düzenlemeye alınmıştır.

Bunun yanında yetkilendirme sonrası yetkilendirmede belirtilen orandaki payların tamamı alınmadan paylar elden çıkarılırsa ne olacaktır? Diğer bir deyişle yetkilendirme süresi içerisinde elden çıkarılan paylar miktarınca yeniden pay iktisabı mümkün olacak mıdır? Bu soruya da olumsuz yanıt vermek gerekir. Zira iktisap ile yönetim kurulunun iktisap edilen paylar miktarınca yetkisi sona erer ve elden çıkarma ile yetki canlanmaz. Örneği yüzde on oranında bir yetki verilmesi halinde yönetim kurulu yüzde altı oranında şirket paylarını iktisap etmiş ancak yüzde bir oranında payı elden çıkarırsa iktisap edilebilecek şirket paylarının oranı yine de yüzde dört olacaktır²¹⁹.

²¹⁸ **Türk**, s. 200.

²¹⁹ **Durmaz**, s. 104.

B. Şirket Net Aktifinin Uygun Olması

TTK m. 379'a göre, şirketlerin yüzde onluk iktisap sınırı içinde kendi paylarını iktisap edebilmelerinin bir diğer şartı, şirketin net aktifine²²⁰ ilişkindir. Buna göre, maddenin üçüncü fıkrası uyarınca iktisabın yapılabilmesi için, iktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra kalan şirket net aktifinin, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olması gerekir. Diğer bir deyişle şirket esas sermayesini veya dağıtılamayacak yedek akçeleri²²¹ azaltacak biçimde kendi paylarını iktisap edemez. Şirket kendi paylarını ancak serbest malvarlığını kullanarak iktisap edebilir²²². Serbest malvarlığı değerleri ise, şirket kârları ile belirli bir amaca özgülenmemiş serbest yedek akçelerden oluşur²²³.

Örneğin 1.000.000 TL sermayesi ve 200.000 TL kanuni veya sözleşmesel yedek akçesi olan bir şirketin 100.000 TL'lik pay iktisap etmek istemesi halinde en az 1.300.000 TL net aktifi bulunması gerekmektedir.

Şirketin net aktifinin uygun olup olmadığı bilanço ile anlaşılabilir. Bu sebepten yönetim kurulu, payları iktisap etmeden önce çıkaracağı bir ara bilanço ile net aktifi tespit edip buna göre şirketin iktisap edebileceği payları hesaplamalıdır²²⁴.

²²⁰ Net aktif, şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin üzerindeki aktif değerdir (Ayan, s. 214.). Bir başka tanıma göre de net aktif, şirketin aktifler toplamından yabancı kaynakların (borçların) ve varsa ortaklık zararının düşülmesi sonucu ortaya çıkan değerdir (Türk, s. 202). Net aktif hesabında daha detaylı bilgi için bkz. Durmaz, s. 118-125.

²²¹ Dağıtılamayacak yedek akçeler, TTK m. 519/3'e göre kanuni genel yedek akçenin yarısı, TTK m. 520/1'e göre kendi paylarını iktisap edebilmek için ayrılması gereken yedek akçe ve TTK m. 522'de düzenlenen çalışan ve işçiler lehine ayrılan yedek akçelerden ibarettir (Ayan, s. 213; Turan, s. 38.).

²²² Ayan, s. 213; Türk, s. 201; Turan, s. 37; Sevi, s. 84; Durmaz, s. 123.

²²³ Ayan, s. 213; Türk, s. 201; Durmaz, s. 123.

²²⁴ Ayan, s. 214. Karş. bkz. Durmaz, s. 125. Yazara göre ara bilançonun fiziki sayıma dayanmaz ve sonuç açıklamaz, ara bilanço yalnızca durum tespiti yapar. Bu sebepten ara bilanço çıkarmak gereksiz ve işlevsizdir.

Burada getirilen şartın amacı sermayenin korunması ilkesi ve sermayenin iadesi yasağı ile ilgilidir²²⁵.

Şirketin net aktif durumunun yeterli olması, pay bedellerinin mutlaka buradan karşılanmasını gerektirmez. Şirketin serbest yedek akçeleri yeterli olsa da pay bedelleri yabancı kaynaklardan, başka bir ifadeyle borçlanma yoluyla ödenebilir²²⁶.

C. Pay Bedellerinin Tamamen Ödenmiş Olması

TTK m. 379/4'e göre belirlenen bir diğer şart, iktisap edilecek payların bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekliliğidir. Buna göre bedelleri tamamen veya kısmen ödenmemiş paylar şirket tarafından iktisap edilemez. Madde gerekçesinde, hükmün temel amacının şirketin kendi borçlusu olmasının ve ıskat hükümlerine tabi tutulmasının önüne geçmek olduğu vurgulanmıştır. Bu sebepten şartın şirketin kendi paylarını taahhüt yasağı ve pay bedellerinin şirkete ödetilmesinin engellenmesi ile yakından ilgili olduğu söylenebilir²²⁷. Bunun yanında, bedelleri tamamen ödenmemiş payların şirket tarafından iktisap edilmesi, borçlu ve alacaklı sıfatlarının şirkette birleşmesine yol açacağından, sermaye borcunun ifa edilmesini talep etme hakkı ortadan kalkar. Bu sebeple, söz konusu hüküm doktrinde gerekli ve yerinde bir düzenleme olarak kabul edilmektedir²²⁸.

Pay bedellerinin tamamının ödenmesi koşulu ivazsız iktisaplar bakımından da gerekli bir şarttır (TTK m. 383/1). Ancak TTK m. 381 ve 382'ye göre yapılacak iktisaplarda pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması şartının aranıp aranmayacağı doktrinde tartışmalıdır. Bizim de katıldığımız görüşe göre TTK m. 382 istisnasına giren

²²⁵ **Türk**, s. 200; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 557; **Durmaz**, s. 123.

²²⁶ **Turan**, s. 39.

²²⁷ **Ayan**, s. 214; **Sevi**, s. 88 vd. (Ayrıca yazar, pay bedellerinin tamamen ödenmemiş olması durumunda TTK m. 384 ve m. 385 hükümlerinin değil TBK m. 27 hükümlerinin uygulanması gerektiğini belirtmektedir.); **Turan**, s. 40.

²²⁸ **Yılmaz**, s. 270; **Ayan**, s. 214 (Ayrıca yazara göre ilgili şart sermayenin korunması ilkesinin bir yansımasıdır.); **Türk**, s. 217; **Turan**, s. 40.

iktisaplar bakımından pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekmez. Çünkü pay TTK m. 382, TTK m. 379'da düzenlenen şartların tamamına getirilmiş istisna hükmüdür. Ancak TTK m. 381, yalnızca yetkilendirme şartı için bir istisna içermektedir. Bu sebepten TTK m. 381'e göre yapılacak iktisaplarda pay bedellerinin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir²²⁹. Karşıt görüşe göre ise hem TTK m. 381 hem de TTK m. 382 kapsamında yapılacak iktisaplarda payların bedelinin tümünün ödenmiş olması gerekmez²³⁰.

D. Yedek Akçenin Ayrılması

TTK m. 520/1'de kendi paylarını iktisap edecek şirketlerin bu iktisap değerleri tutarınca yedek akçe ayırması gerektiği düzenlenmiştir. Bu yedek akçe iktisap edilen paylar devredildiğinde veya yok edildiğinde, devredilen veya yok edilen miktar tutarınca çözülecektir.

Burada ayrılan yedek akçe payların iktisap edilmesinde kullanılmak amacıyla ayrılan bir yedek akçe değildir. İlgili yedek akçe TTK m. 379/3'te getirilen şirket net aktifinin uygun olması şartına ek olarak ayrılması gereken ayrı bir mali gerekliliktir²³¹.

Ayrılan yedek akçenin miktarı, payların nominal değeri tutarınca değil, iktisap edilen paylara ödenen miktar kadar olmalıdır²³². Ayrıca ivazsız iktisap edilen paylar bakımından maddede "kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda" ifadesi yer aldığı için yedek akçe ayrılması zorunluluğu bulunmamaktadır²³³.

Yedek akçe ayrılması gerekliliği, sermayenin korunması ilkesine hizmet etmektedir. Zira şirketin iktisap ettiği paylar bilançonun aktif kısmında yer alırken,

²²⁹ **Türk**, s. 218; **Turan**, s. 40.

²³⁰ **Tekinalp**, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 3. Baskı, İstanbul 2013, s. 85 (Sermaye 2013).

²³¹ **Turan**, s. 41.

²³² **Turan**, s. 41; Karş bkz. **Türk**, s. 265 (Yazara göre iktisap değerinden kasıt payın devri için yapılan bütün masraflardır).

²³³ **Turan**, s. 41.

ayrılan yedek akçe pasif kısmında yer alacak ve birbirlerini nötr hale getirecektir. Böylelikle de şirketin devir bedeli tutarındaki öz sermayenin ortaklara dağıtılmaması güvence altına alınmış olacaktır²³⁴.

Yedek akçenin ayrılması zorunluluğu payların iktisap edilmesiyle doğar ve şirketin finansal durumu nedeniyle yedek akçe ayırlamıyorsa paylar iktisap edilemez²³⁵. Farklı bir ifadeyle, yedek akçe ayrılma zorunluluğu kendi paylarını iktisap anı ile doğar ve her iktisap yapıldıktan sonra yedek akçe ayrılır²³⁶. Nitekim ilgili madde, TTK m. 379/3 ile değerlendirildiğinde, şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için serbest malvarlığı değerinin iktisap edilecek paylar tutarının iki katı şeklinde olması gerekir. Bunlardan biri yedek akçe ayrılması için kullanılacakken diğeri iktisap edilecek payların tutarının ödenmesi için kullanılacaktır.

Aslında yedek akçe ayrılması, yedek akçeler arasındaki bir vasıf değişikliğinden ibarettir. Zira şirket iktisap edilen paylar tutarınca bir miktarı, serbest yedek akçelerinden bağlı yedek akçelere dönüştürmektedir²³⁷.

Yedek akçe ayrılması gerekliliği, şirketin kendi payını iktisap edebilmesinin bir şartı değil sonucudur. Zira TTK m. 520 hükmünden anlaşılacağı üzere şirket yedek akçeyi, kendi paylarını iktisap ettikten sonra ayırır. Bu sebepten iktisaptan sonra yapılan bir işlemi iktisabın şartı olarak görmek mümkün değildir. Böylelikle yedek akçe ayrılmaması iktisabın geçerliliğini etkilemeyecek olup yalnızca yönetim kurulunun sorumluluğunu doğuracaktır²³⁸. Ayrıca, yedek akçe ayrılmadığı takdirde yönetim kurulunun sorumluluğun yanında genel kurul kararlarının hükümsüzlüğü ve TTK m. 512 hükümlerinin uygulanması da gündeme gelebilecektir²³⁹.

²³⁴ **Sevi**, s. 87; **Turan**, s. 42.

²³⁵ **Turan**, s. 42.

²³⁶ **Türk**, s. 281.

²³⁷ **Türk**, s. 281; **Turan**, s. 42.

²³⁸ **Türk**, s. 280; **Turan**, s. 42; **Tekinalp**, 2021, s. 662.

²³⁹ **Sevi**, s. 87; **Turan**, s. 42.

E. Şirketin Tek Pay Sahibi Olacak Şekilde Paylarını İktisap Edememesi

Her ne kadar TTK hükümlerine göre anonim şirketlerin tek ortaklı olarak kurulmasına veya pay sahibi sayısının bire düşmesine izin verilmişse de bu durum şirketin kendisi için geçerli değildir. Bu husus TTK m. 383/3'te şu şekilde düzenlenmiştir: “*Şirket, tek pay sahibi olacak şekilde kendi payını iktisap edemez; ettiremez.*”. Bunun sebebi şirketin tek pay sahibi olduğu durumda şirket organlarının karar alamaz ve işlemez hale gelecek olmasıdır. Aynı zamanda şirketin tek pay sahibi olacak şekilde kendi paylarını iktisap etmesi, sermayenin iadesi anlamına geleceği için TTK sisteminde izin verilmemiştir²⁴⁰.

F. Eşit İşlem İlkesi

Alman hukukunda şirketin kendi paylarını iktisap ederken eşit işlem ilkesine uygun davranması gerektiği hükme bağlanmıştır²⁴¹. TTK'da ise buna ilişkin bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak TTK m. 379 vd. açıkça yer verilmese de şirketin kendi paylarını iktisap ederken uyması gereken bir diğer koşul eşit işlem ilkesine uygunluktur. İlkenin şirketin kendi paylarını iktisabında uygulanacağı açıkça düzenlenmese de eşit işlem ilkesinin düzenlendiği TTK m. 357 hükmü genel bir nitelik taşıdığından ilkenin burada da uygulanması söz konusu olacaktır. Ayrıca yönetim kurulunun özen ve bağlılık yükümlülüğünün düzenlendiği TTK m. 369 ve eşit işlem ilkesine aykırı yönetim kurulu kararlarının batıl olduğuna ilişkin TTK m. 391 gereği de aynı sonuca ulaşmak mümkündür²⁴². Şirket kendi paylarını iktisap ederken, tüm pay sahiplerini bilgilendirerek, hiçbir ortağı kayırmadan, kural olarak tüm pay sahiplerine eşit miktarda satma hakkı tanıyarak ve payları aynı fiyattan tüm pay sahiplerine sunarak bu

²⁴⁰ Karacan/Erişir Karacan, s. 122; Turan, s. 43.

²⁴¹ Alman AktG § 71/1 8'de yine aynı kanunun eşit işlem ilkesinin düzenlendiği 53a maddesinin şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesinde de uygulanacağı düzenlenmiştir.

²⁴² Ayan, s. 197.

ilkeye uygun davranmış olur²⁴³. Eşit işlem ilkesine ilişkin detaylı bilgiler yukarıda verildiği için tekrara düşmemek adına burada yeniden incelenmeyecektir²⁴⁴.

3. Yasağın İstisnaları

A. Yakın ve Ciddi Kayıp Hali (TTK m. 381)

TTK m. 381’de yakın ve ciddi kayıptan kaçınmanın gerekli olduğu hallerde, şirketin kendi paylarını, genel kurul tarafından yetkilendirilme olmadan da iktisap edebileceği düzenlenmiştir. Bu şekilde bir iktisap yapılmışsa yönetim kurulu, ilk genel kurulda “*iktisabın sebep ve amacını*”, “*iktisap edilen payların sayılarını, itibarî değerlerinin toplamı ve sermayenin ne kadarını temsil ettiğini*”, “*bedeli ve ödeme şartlarını*” yazılı olarak genel kurula bildirir. Yönetim kurulunun bu yükümlülüğünü yerine getirmemesi payların iktisabına yönelik borçlandırıcı işlemi geçersiz hale getirmez. Ancak yönetim kurulunun yükümlülüğü de ortadan kalkmaz, bir sonraki genel kurulda yükümlülüğün yerine getirilmesi gerekir. Ayrıca şirket bu bildirim yapılmamasından dolayı bir zarara uğramışsa yönetim kurulunun sorumluluğunun da doğacağı unutulmamalıdır²⁴⁵.

Yakınlık kavramı bir tahmin faaliyetidir ve yakınlığı tespit edecek olan yönetim kuruludur. Önceden belirli bir zaman dilimi aralığının yakın olacağını belirtmek doğru değildir, yakınlığın tespitinde somut olayın şartlarına dikkat edilmelidir²⁴⁶.

Ciddi kayıp, şirketin varlığını ortadan kaldıracak kadar ağır zarar şeklinde yorumlanamayacağı gibi şirketin günlük faaliyetinde karşılaştığı riskler gibi küçük zararlar şeklinde de yorumlanamaz. Ciddi kaybın tespitinde şirketin büyüklüğüne ve

²⁴³ Ayan, s. 197; Turan, s. 43.

²⁴⁴ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm IV.2.

²⁴⁵ Türk, s. 240-241; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 558.

²⁴⁶ Durmaz, s. 158. Gerekçede ise yakın kavramının hem doğrudan hem de sonuçlarını hemen doğurabilecek kaybı ifade ettiği belirtilmiştir.

finansal durumuna bakılmalıdır. Bu sebepten kayıbın ciddiyeti, her somut olayda beklenen kayıbın şirketin büyüklüğüne ve finansal durumuna oranlanmasıyla belirlenecektir²⁴⁷.

Gerekçede kayıp ifadesinin zarardan daha geniş olduğu ve zararı kapsadığı belirtilmiştir. Gerekçeye göre kayıp, zarar gibi yalnızca malvarlığının eksilmesi değil pay sahiplerini, önemli bir yatırımı, pazar payını etkileyebilecek olumsuz herhangi bir sonucu ifade eder. Doktrinde mehzadan ayrılarak, zarar yerine kayıp ifadesinin kullanılması bazı sakıncalara neden olabileceği gerekçesiyle eleştirilmiştir. Özellikle gerekçede yanlış bir biçimde belirtildiği üzere pay sahiplerinin uğrayacağı kayıplar nedeniyle şirketin kendi paylarını iktisap etmesinin doğru olmayacağı belirtilmektedir²⁴⁸.

Madde gerekçesinde yakın ve ciddi tehlikeye örnek olarak “*şirketin, kendi paylarını iktisap edememesi durumunda borca batık bir kişiden alacağın tahsil edilememesi, hisse senetlerinin borsada anî düşmesi veya düşebilecek durumda bulunması, şirket hakimiyetinin başka bir grubun eline geçmesi veya geçecek olması*” gösterilmiştir. Ayrıca gerekçede böyle bir istisnaya yer verilmesinin sebebi olarak “*şirketin kendi paylarını iktisap etmesinden doğabilecek sakıncaların sonuçlarının zamanla ortadan kalkabileceği, ancak, hakimiyetin başkalarının eline geçmesinden, şirketin borsada çökmesinden veya büyük bir malvarlığı zararına uğramasından doğan sonuçların kalıcı olacağı*” gösterilmiştir.

Hükmün amacı yetki kararı alınması sürecinde oluşacak zaman kaybı nedeniyle şirketin zarara uğrama riskini ortadan kaldırmaktır. Yakın ve ciddi bir kayıp oluşabilecek hallere örnek olarak: düşmanca devralmalar²⁴⁹, borsadaki fiyat oluşturuocu operasyonlar, ulusal veya uluslararası mali krizlerde şirketin değerinin aşırı düşmesinin

²⁴⁷ Durmaz, s. 159.

²⁴⁸ Durmaz, s. 162.

²⁴⁹ Tekinalp, 2021, s. 668; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 551. Karş. bkz. Durmaz, s. 167-170.

engellenmesi²⁵⁰, bir pay sahibinin payını şirkete zarar verecek birine satması ihtimali²⁵¹ ve bir alacağın tahsil edilememesi riskini önleme²⁵² gösterilebilir.

Ancak genel kurul kararının iptalini isteyen pay sahiplerine ait payların devralınması, şirketin paylarının borsa değerini dengelemek veya pay ticareti yapmak amacıyla yapılan iktisaplar madde kapsamına girmez²⁵³.

Maddedeki istisnanın yalnızca yetkilendirme şartına mı yoksa Türk Ticaret Kanunu m. 379'da aranan tüm şartlara ilişkin genel bir istisna getirip getirmediği tartışmalıdır. Bizim de katıldığımız görüşe göre maddenin lafzının açık hükmü gereği ve şirketlerin kendi paylarını iktisabı düzenlemesindeki sistematığın bütünü gereği, ilgili istisna yalnızca yetkilendirme şartına ilişkindir²⁵⁴. Diğer bir görüşe göre ise yakın ve ciddi kayıp durumunda TTK m. 379'da düzenlenen şartların hiçbiri aranmaz²⁵⁵.

B. Diğer İstisnalar (TTK m. 382)

Türk Ticaret Kanunu m. 382'de, m. 379'da düzenlenen koşullara tabi olmaksızın gerçekleştirilebilecek iktisap halleri beş bent halinde sayılmıştır. Bu hallerden birinin varlığı durumunda şirket, yüzde onluk yasağa uymadan, yetkilendirme şartı ile payların bedelinin tamamen ödenmesi gerekliliği olmaksızın kendi paylarını iktisap edebilecektir.

Peki bu hallerde dahi şirketin yedek akçe ayırmasına gerek var mıdır? Zira yedek akçe ayrılmasına ilişkin şart TTK m. 520'de düzenlenmiştir. TTK m. 382 ise m. 379'a

²⁵⁰ **Türk**, s. 222-223 (Yazar bu duruma örnek olarak 15 Temmuz 2016 darbe girişiminden sonra Sermaye Piyasası Kurul'unun pay geri alımlarında getirdiği esneklikleri göstermektedir.); **Tekinalp**, 2021, s. 657; Karş bkz. **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 551, Yazar pay senetlerindeki fiyat dalgalanmasının engellemesi sebebinin yakın ve ciddi tehlike hali olamayacağını, yönetim kurulunun yasal olarak kendi paylarının alım satımıyla uğraşmasının ve payların fiyatını ayarlamasının mümkün olmadığını ifade etmektedir. Ancak yazar şirket paylarının olağan dışı düşmesi halini yakın ve ciddi tehlike hali olarak kabul etmektedir.

²⁵¹ **Tekinalp**, 2021, s. 669.

²⁵² **Tekinalp**, 2021, s. 669; **Durmaz**, s. 171.

²⁵³ **Türk**, s. 234-235.

²⁵⁴ **Çapa**, s. 67; **Türk**, s. 237-239; **Sevi**, s. 81; **Turan**, s. 31; **Durmaz**, s. 154,156.

²⁵⁵ **Özdamar**, s. 159; **Tekinalp**, 2021, s. 667.

bağlı olmaksızın yapılabilecek iktisapları düzenlemektedir. Yedek akçe ayrılmasına ilişkin şart ise TTK m. 379'da değil, m. 520'de düzenlenmektedir. Bu nedenle, TTK m. 520'de yer alan şart, şirketin kendi payını iktisap etme nedeni ne olursa olsun uygulanmalıdır. Hükmün amacına uygun olan da budur²⁵⁶.

a. Sermayenin Azaltılması

Sermayenin azaltılması, şirket ana sözleşmesinde gösterilen şirket esas veya çıkarılmış sermayesinin azaltılmasından ibaret bir işlemdir. Sermayenin azaltılmasına başvurulması durumunda, sermayenin artırılmasındaki aksine payların bedelinin ödenmiş olması zorunlu değildir. Şirketler, çeşitli nedenlerle sermaye azaltımına başvurabilmektedir. Örneğin zarar eden bir şirketin malvarlığının, sermayesinin altına düşmesi durumunda şirket, daha sağlıklı bir finansal duruma ulaşmak için sermayesini azaltabilmektedir (açıklayıcı sermaye azaltılması)²⁵⁷. Ayrıca, gereğinden fazla sermayeye sahip olan şirketler de sermaye azaltımı yoluna başvurabilmektedir. Çünkü şirket gereğinden fazla sermayeye sahip olduğunda, ilgili sermaye âtil halde kalmakta ve pay sahiplerine dağıtılan kâr payları düşük kalabilmektedir. Bu durumun önlenmesi amacıyla şirketler, pay sahiplerinden payları önce satın alıp sonra itfa edebilmekte ve böylece itfa edilen pay bedellerini pay sahiplerine aktarabilmektedir (yeniden kuran/kurucu sermaye azaltılması)²⁵⁸.

Sermayenin azaltılmasının birden fazla yolu bulunmaktadır²⁵⁹. Bu yolların biri, şirketin önce kendi paylarını iktisap edip daha sonra bu payları itfa etmesidir. TTK m. 473/1 gereğince sermaye azaltılabilmesi için bir genel kurul kararına ihtiyaç vardır.

²⁵⁶ Turan, s. 122.

²⁵⁷ Özdamar, s. 188; Ayan, s. 213; Durmaz, s. 178.

²⁵⁸ Özdamar, s. 187; Ayan, s. 213; Sevi, s. 91; Yaşa Saydağ, Elifnaz: Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmeleri, Ankara 2022, s. 101; Durmaz, s. 176.

²⁵⁹ Bu yollardan bazıları payların itibari değerinin düşürülmesi yoluyla veya payların birleştirilmesi yoluyla da sermayenin azaltılmasıdır (Özdamar, s. 189; Sevi, s. 92, dp. 102, Durmaz, s. 180.).

Evvvela genel kurul, yönetim kurulunun hazırlayacağı raporu genel kurul toplantısında görüşür. Daha sonra genel kurul, sermaye azaltma işleminin hangi yöntemle yapılacağına ve ne miktarda azaltma gerçekleştirileceğine karar verir. Bu durumda, şirketin kendi paylarını iktisap edip ardından itfa etmesi yöntemi tercih edilmişse, TTK m. 382/1/a hükmü uygulanacaktır. Bu şekilde şirket TTK m. 379'da düzenlenen şartlara tabi olmaksızın kendi paylarını iktisap edebilecektir (şirketin TTK m. 474'te düzenlenen usule uyduğu kabul edilirse)²⁶⁰. Ancak yönetim kurulu yukarıda bahsedilen usullere ve payların iktisabında eşit işlem ilkesine uygun davranmakla yükümlüdür. Aksi takdirde yönetim kurulunun sorumluluğun doğacağından bahsedilebilir²⁶¹.

Sermayenin azaltılması prosedürü zaten birçok koşul içermektedir. Buradaki prosedür, şirketin kendi paylarını edinmesindeki riskleri önlemeye getirilen şartları sağlamaya yeterlidir. Bu sebepten sermayenin azaltılması halinde şirketin kendi payını iktisabına ilişkin şartların aranması gereksiz hale gelmektedir. Bu sebepten TTK m. 379'daki genel kurul yetkilendirme şartına ihtiyaç yoktur, zira sermayenin azaltılabilmesi için ağırlaştırılmış yeter sayılar kabul edilmiştir (TTK m. 473/3). Ayrıca sermayenin azaltılmasına ilişkin prosedürler de alacaklıların haklarının korunması için gerekli güvenceyi sağlamaktadır (TTK m. 473/2, 474/1)²⁶².

Burada sermayenin azaltılması amacıyla şirket tarafından istisna kapsamında iktisap edilen kendi paylarının, daha sonra vazgeçilerek elden çıkarılıp çıkarılmayacağı sorusu akla gelebilir. Bu soruyu olumsuz cevaplamak gerekir. Zira böyle bir duruma izin verilmesi hakkın kötüye kullanımı anlamına gelir. Ayrıca böyle bir durum borsa manipülasyonu, ortaklara kaynak aktarımı veya şirketin kendi paylarının ticaretini yapması gibi sonuçlar ortaya çıkarabilir²⁶³.

²⁶⁰ Sevi, s. 91-92; Yaşa Saydağ, s. 101-102.

²⁶¹ Ayan, s. 215; Sevi, s. 93; Durmaz, s. 181.

²⁶² Türk, s. 244.

²⁶³ Karacan/Erişir Karacan, s. 128.

b. Külli Halefiyet

Halefiyet, alacaklıya borcu kendi malvarlığından ve kendi adına ifa eden üçüncü kişinin, alacaklının yerine geçmesini ifade eder²⁶⁴. Bu durumda alacak sona ermeyip asli ve feri haklar üçüncü kişiye geçer²⁶⁵. Halefiyet hukukumuzda genel olarak TBK m. 127'de düzenlenmiştir. Bunun yanında müteselsil sorumlulukta (TBK m. 168/1), kefalet halinde kefilin alacaklıya yaptığı ifalar sebebiyle (TBK m. 596) ve sigortacı sigorta tazminatını ödediğinde özel kanuni halefiyet halleri ortaya çıkar.

Külli halefiyet ise bir malvarlığının bütün hak ve borçları ile (kül halinde), bir başkasına geçmesini ifade eder. Külli halefiyet özellikle mirasta (TMK m. 599/I), ticari işletmenin devrinde (TTK m. 11/3) ve şirketlerin birleşmesi (TTK m. 136/4) veya bölünmesinde (TTK m. 159) ortaya çıkar.

Birleşme, bölünme veya bir işletmenin devralınması halinde, devredilen işletmede veya birleşilen şirkette, birleşen veya devralan şirketin payları bulunabilir. Bu hallerde külli halefiyet gereği bu paylar şirkete geçer ve şirket kendi paylarını iktisap etmiş olur. Kanun koyucu, külli halefiyet hâlinde bir istisna tanımamış olsaydı, devralma veya birleşme işleminin gerçekleştirilebilmesi için şirketin öncelikle kendi paylarını malvarlığından ayırması gerekecekti. Ancak bu sürecin zaman alması nedeniyle, şirket söz konusu payları bir an önce elden çıkarmak isteyebilir ve bu durum, payların değerinin altında satılması riskini doğurabilirdi. Dolayısıyla hem gereksiz bir zaman kaybı yaşanacak hem de şirket zarara uğrayabilecekti. İşte bu nedenle, külli halefiyet hâlinde bir istisna öngörülmüştür²⁶⁶.

²⁶⁴ **Korkmaz**, Ekin: Türk Borçlar Hukukunda Halefiyet, İstanbul 2021, s. 7.

²⁶⁵ **Korkmaz**, s. 8.

²⁶⁶ **Aydın**, s. 227; **Türk**, s. 251; **Yaşa Saydağ**, s. 104; **Durmaz**, s. 184-185.

Miras halinde külli halefiyet, şirket paylarına sahip bir kişinin ölümüne bağlı tasarruf yoluyla yine aynı şirketi mirasçı ataması şeklinde ortaya çıkabilir²⁶⁷. Bu halde de şirket kendi paylarını iktisap etmiş olacaktır. Ancak miras bırakan herhangi bir koşul ve yüklenme öngörmemiş ve payların bedeli de tamamen ödenmişse burada bir ivazsız iktisap söz konusu olacaktır. Bu durum TTK m. 382’de düzenlenen istisna kapsamında olmayıp, TTK m. 383’te düzenlenen ivazsız iktisaplara ilişkin hükümlere tabidir²⁶⁸. Ancak payların bedeli tamamen ödenmemişse veya iktisap bir şekilde ivazsız olarak değerlendirilemiyorsa artık TTK m. 382 hükümleri uygulanmalıdır. Bunun yanında eğer şirket paylarına sahip kişi, şirketi mirasçı olarak atamamış ancak ilgili paylar yönünden şirket lehine belirli mal bırakma vasiyeti bırakmışsa artık külli halefiyette söz edilemeyecektir. Bu durumda TTK m. 382 hükümleri değil ivazsız iktisaplara ilişkin TTK m. 383’ün uygulanması söz konusu olacaktır²⁶⁹. Bununla beraber, belirli mal bırakma vasiyeti bir koşul veya yüklemeye bağlı tutulmuşsa artık bir ivazsız iktisaptan söz edilemeyeceği için paylar ancak TTK m. 379’daki genel koşullara göre iktisap edilebilecektir.

Paylarını yasak kapsamında olmaksızın şirkete devretmeyi amaçlayan bir pay sahibi, devretmek istediği payları önce bir ticari işletmeye aktararak, ardından bu ticari işletmenin şirket tarafından devralınması yoluyla istisna hükmü kapsamına girmeyi ve böylece yasağı dolanmayı hedefleyebilir. Bu durumun TTK m. 382/1/b kapsamında ve geçerli olarak değerlendirilmemesi gerekir. Bu halde TTK m. 379’daki genel şartların uygulanması gerekecektir²⁷⁰.

²⁶⁷ Karş. bkz. **Aydın**, s. 228. Yazar mirasçı atanması veya belirli mal bırakma vasiyeti açısından bir farklılık görmeyip ikisini de külli halefiyet (eTTK m. 329/1/3) kapsamında görmektedir.

²⁶⁸ **Aydın**, s. 228; **Türk**, s. 248-249; **Durmaz**, s. 184.

²⁶⁹ **Türk**, s. 249; **Yaşa Saydağ**, s. 104. Ayrıca yazar ivazsız iktisap halinin yalnızca belirli mal bırakma halinde mümkün olacağını kabul etmiş görünmektedir. Kanaatimizce ivazsız iktisap hem mirasçı atanması hem de belirli mal bırakma vasiyeti durumunda ortaya çıkabilir.

²⁷⁰ **Aydın**, s. 228-229; **Sevi**, s. 94.

c. Kanuni Satın Alma Yükümlülüğü

Yukarıda haklı sebeple fesih davası sonucunda kurulan ortağın şirketten çıkarılması hükmünün, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi sonucunu doğurup doğurmadığını, doğuruyorsa bunun bir kanuni satın alma yükümlülüğü kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğini tartışmıştık. Kanuni satın alma yükümlülüğüne ilişkin tartışmalar bununla sınırlı olmayıp gerek TTK gerek SerPK'da şirketin payları iktisap etmesine ilişkin düzenlemeler yer almaktadır. Örneğin nama yazılı pay devrinde ortaya çıkan pay alım teklifi halinde (TTK m. 493/1), SerPK m. 24'te düzenlenen ayrılma hakkı halinde, birleşmelerde ayrılma akçesi öngörülmesinde (TTK m. 141), hâkim şirketin hakimiyeti kötü kullanması nedeniyle açılan dava sonucunda verilen karar neticesinde (TTK m. 202/2), çıkarma (satın alma) hakkı halinde (TTK m. 208 ve SerPK m. 27) ve ıskat halinde (TTK m. 482/2) şirketin kendi payını iksabı halinin doğup doğmadığı, doğmuşsa bunun TTK m. 382/1/b kapsamında değerlendirip değerlendirilemeyeceği doktrinde tartışılmıştır. Ancak bu tartışmalar çalışmamızın sınırlarını aştığından ayrı ayrı açıklanmayacaktır²⁷¹.

d. Cebri İcra

Pay sahibi ve şirket arasındaki borç ilişkisi yalnızca sermaye taahhüdünden kaynaklanmaz. Bunların dışında pay sahibi ve şirket arasında sebepsiz zenginleşmeye, haksız fiile veya sözleşmeye bağlı olarak da bir borç ilişkisi söz konusu olabilir (TTK m. 358 hükümleri saklı olmak üzere)²⁷². Bu borç ilişkisi sebebiyle pay sahibi şirkete borçlu durumdaysa ve borç ilişkisi şirketin başlattığı bir icra takibi mevcutsa pay sahibine ait şirket paylarının cebri icra yoluyla satışı gündeme gelebilecektir. Payların, cebri icra marifetiyle üçüncü kişiye satılıp paraya dönüştürülmesi ve şirketin alacağı tahsil etmesi halinde, şirket tarafından herhangi bir pay iktisabı olmadığından bir problem yoktur.

²⁷¹ İlgili tartışmalar için bkz. **Turan**, s. 158 vd; **Durmaz**, s. 264 vd.

²⁷² **Aydın**, s. 218; **Türk**, s. 253; **Sevi**, s. 95; **Yaşa Saydağ**, s. 109.

Ancak payları cebri icradan şirket kendi almak isterse ne olacaktır? Bu problem TTK m. 382/1/d'de istisnalardan biri olarak düzenlenmiştir. Bahsi geçen düzenlemeye göre, şirketin kendi payını iktisabı “*bedellerinin tümü ödenmiş olmak şartıyla ve cebri icradan, bir şirket alacağının tahsili amacına yönelikse*” TTK m. 379'da düzenlenen şartlara tabi olmaksızın yapılabilecektir. Hükmün getiriliş amacı şirketin, cebri icraya katılamaması halinde zarara uğraması riskinin bertaraf edilmesidir²⁷³. Durumu somutlaştırmak gerekirse; şirkete olan bir borcu nedeniyle bir pay sahibine karşı şirket tarafından icra takibi başlatıldığını varsayalım. Bu takipte, pay sahibinin şirkette sahip olduğu paylar da takibe konu edilmiştir. Açık artırmada üçüncü kişilerin şirket paylarına çok düşük bedeller teklif etmesi ve şirketin söz konusu payları iktisap edememesi durumunda, şirkete yalnızca satıştan elde edilen düşük tutar ödenecek ve eğer pay sahibinin başka bir malvarlığı da yoksa, şirket bu durumda zarara uğrayacaktır. Buna karşılık, şirketin söz konusu payları cebri icra yoluyla iktisap edebilme imkânı bulunduğu, bu payları gerçek değerinden alma ya da ileride daha yüksek bir bedelle elden çıkarma fırsatı doğacaktır. Bu nedenle, şirketin yasak kapsamında olmaksızın cebri icra yoluyla kendi paylarını iktisap edebilmesine imkân tanınmalıdır²⁷⁴.

TTK m. 382/1/d bendi, eTTK m. 329/I/2 bendinden daha farklı düzenlenmiştir. İlk olarak eski düzenlemede “şirket alacaklarının ödenmesi maksadıyla” yapılan devralmalardan bahsedilirken yeni düzenlemede “cebri icradan şirket alacaklarının tahsili maksadıyla” yapılan devralmalardan bahsedilmektedir. Bu sebepten eski kanundan farklı olarak yeni kanunda yalnız cebri icradan yapılan iktisaplar geçerli hale getirilmiştir. Artık cebri icra öncesi bir sulh sözleşmesiyle payların bu istisna kapsamında devredilebilmesi imkânı kalmamıştır²⁷⁵. Bunun yanında eski düzenlemede alacağın sermaye koyma borcu

²⁷³ Aydın, s. 221.

²⁷⁴ Aydın, s. 221.

²⁷⁵ Türk, s. 254-256 (Ancak yazara göre şartlar oluşmuşsa TTK m. 381 kapsamında istisnadan yararlanarak, payların sulh sözleşmesi ile iktisap edilmesi mümkündür).

dışındaki bir alacaktan kaynaklanması gerektiği ifadesi yer alırken, yeni düzenlemede bu ifade kaldırılmış ve bedeli tamamen ödenmiş payın devralınabileceği düzenlenmiştir. Önceki kanun dönemindeki bu eksiklik özellikle sermayenin sağlanması ilkesine ve sermayenin iadesi yasağına aykırı işlemlere neden olabileceği için eleştirilmiş ve bu eksikliğin yorum yoluyla giderilmesi gerektiği savunulmuştur²⁷⁶.

e. Şirketin Menkul Kıymet Şirketi Olması Halinde

TTK m. 382’de yer alan son istisna menkul kıymet şirketlerinin kendi paylarını iktisap edebilmesine ilişkindir. Buna göre şirket menkul kıymet şirketiye TTK m. 379’daki sınırlamalara tabi olmaksızın kendi paylarını iktisap edebilir. Menkul kıymet şirketleri, işletme konusu menkul kıymet alım satımı olan aracı kurumlar, yatırım şirketleri ve bankalar gibi kredi ve finans kurumları olarak belirtilmektedir²⁷⁷. Ancak menkul kıymet alım satımı şirketin işletme konularından bir tanesini oluşturuyor, farklı bir deyişle şirket menkul kıymet alım satımı dışında bir işle de uğraşıyorsa bu istisna kapsamında değerlendirilemez²⁷⁸.

Menkul kıymet şirketleri (özellikle aracı kurumlar ve yatırım şirketleri) belli bir komisyon karşılığında müşterileri hesabına alım satım yaparak, menkul kıymet ticareti yapan şirketlerdir. TTK m. 382’de böyle bir istisna öngörülmediği takdirde müşterileri, menkul kıymet şirketinin paylarını edinmek istediğinde, bu nedenle yapılan işlemlerin TTK m. 379 kapsamında kalması gerekecektir. Bu da şirketin çoğu durumda müşterinin

²⁷⁶ Aydın, s. 219 (Yazar bedeli ödenmemiş payların iktisabı halinde alacaklı ve borçlu sıfatının birleşmesi nedeniyle sermaye taahhüdünün ifasının imkânsız hale geleceği, bu sebepten sermayenin tamamlanmama riskiyle karşı karşıya kalacağını belirtmiştir. eTTK m. 329/1/2’ de sermaye koyma borcu dışındaki bir alacak şartı arandığı için kanun koyucunun sermayenin tedariki ilkesine aykırı bir amaç izlediğini düşünülemez. Bu sebepten yazara göre bedeli tamamen ödenmemiş payların bu istisna kapsamında değerlendirilmemelidir); Yaşa Saydağ, s. 110.

²⁷⁷ Özdamar, s. 202; Çeliktaş, s. 202; Aydın, s. 325; Türk, s. 259; Yaşa Saydağ, s. 112; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 561; Durmaz, s. 192,195.

²⁷⁸ Aydın, s. 325; Türk, s. 259.

isteğini yerine getirememesine sebep olabilecektir. Bu sebepten TTK m. 382/1/e’de bu şekildeki işlemler istisna kapsamında tutulmuştur²⁷⁹.

Ancak TTK m. 382/1/e hükmü, şirketlerin yalnızca müşterileri hesabına gerçekleştirdikleri işlemlerle sınırlı olmaması gerekirken, tüm işlemleri istisna kapsamındaymış gibi değerlendirmeye açık, genel bir ifadeyle kaleme alınmıştır. Bu durum doktrinde eleştirilmiştir. Söz konusu eleştirilerde, düzenlemenin Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nda (APOK) olduğu gibi, şirketin kendi ad ve hesabına gerçekleştirdiği işlemler ile müşteriler adına ve hesabına gerçekleştirdiği işlemler şeklinde ayrı ayrı ele alınması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca, bir şirketin sermaye piyasası araçlarıyla alım satım faaliyeti yürütüyor olmasının, ona pay geri alımları bakımından ayrıcalık tanımaması gerektiği; zira diğer şirketler için geçerli olan risklerin bu şirketler açısından da geçerli olduğu ifade edilmiştir²⁸⁰.

Yatırımcı kuruluşlar bakımından konu Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)²⁸¹’de özel olarak düzenlenmiştir. İlgili Tebliğ’in m. 56/1/ğ bendinde aracı kurumların, *“TTK’nın 379 ve ilgili maddeleri ile Kanununun 22 nci maddesinde müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri payları kendi nam ve hesaplarına alıp satamayacağı”* düzenlenmiştir. Burada yasaklanan aracı kurumların kendi ad ve hesabına, kendi paylarını iktisabıdır. Aracı kurumların müşterileri ad ve hesabına işlem yapması mümkündür. Aksi halde TTK m. 382/1/e’nin bir anlamı kalmayacaktır²⁸². Tebliğ’deki ilgili maddenin ikinci fıkrasında ise bankaların birinci fıkrada bulunan yasaklardan hangilerine tabi olacağı belirtilmiştir. Bu fıkrada “ğ”

²⁷⁹ **Türk**, s. 260.

²⁸⁰ **Ayan**, s. 326; **Türk**, s. 261.

²⁸¹ R.G. 17.12.2013, S. 28854.

²⁸² **Türk**, s. 262.

bendinde düzenlenen yasağa yer verilirse de bankalar bakımında da “ğ” bendinin uygulanması gerekmektedir²⁸³.

Yatırım şirketleri bakımından ise SerPK m. 48/2’de bunların pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin Kurul tarafından belirleneceği düzenlenmiştir. Değişken sermayeli yatırım şirketleri bakımından ise SerPK m. 51’de pay geri alımlarında TTK hükümlerinin uygulanmayacağına yer verilmiştir. Değişken sermayeli yatırım şirketleri bakımından, Kurul özel bir düzenleme yapmamış, yalnızca Geri Alınan Paylar Tebliği m. 2/3’te Tebliğ hükümlerinin uygulanmayacağı belirtilmiştir.

Sabit sermayeli yatırım şirketleri ise ancak Geri Alınan Paylar Tebliği hükümlerine tabi olarak pay geri alımı gerçekleştirebilirler. Tebliğ’in m. 16/2 bendinde sabit sermayeli yatırım şirketleri bakımından bazı istisnalara yer verilmiştir. Buna ilişkin bilgiler aşağıdaki bölümde verilecektir²⁸⁴.

4. Payların Bedelsiz Olarak Edinilmesi

Bir şirket, bedelleri tamamen ödenmiş olduğu takdirde, kendi paylarını ivazsız olarak iktisap edebilir (TTK m. 383/1). Yavru şirketin, ana şirketin paylarını iktisap etmesi halinde de bu hüküm kıyasen uygulanır (TTK m. 383/2).

Payların ivazsız iktisabından kasıt²⁸⁵, şirketin edindiği paylar için hiçbir borç altına girmemesidir²⁸⁶. Şirket ile paylarını devreden pay sahibi arasında gerçek anlamda bir bağış sözleşmesi bulunmaktadır. Bağışlamanın “koşullu bağışlama” (TBK m. 291) veya “şartlı vasiyet”²⁸⁷ (TMK m. 515) şeklinde olmaması gerekir²⁸⁸. Bağış veya miras

²⁸³ **Türk**, s. 262.

²⁸⁴ Bkz. aşağıda İkinci Bölüm II.1.

²⁸⁵ Şirketin ivazsız pay iktisabı çok sık rastlanan bir durum değildir. Bu duruma ilişkin iki örnek için bkz. **Türk**, s. 266.

²⁸⁶ **Türk**, s. 264.

²⁸⁷ Miras sebebiyle iktisapların külli halefiyet kapsamında mı yoksa ivazsız iktisap kapsamında mı değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin tartışma yukarıda ele alınmıştır. Bkz. Birinci Bölüm V.3.B.b.

²⁸⁸ **Türk**, s. 264; **Durmaz**, s. 196.

sebebiyle iktisap edilen payların vergi gibi ödemelerinin olması ivazsız niteliğini deęiřtirmez²⁸⁹.

Hükümün getirilme amacı, ivazsız iktisap halinde herhangi bir sermaye iadesinin olmaması ve şirketin bu sebepten zarara uğraması riskinin bulunmamasıdır. Bu sebepten ivazsız iktisaplar bakımından yasağın uygulanmayacağı kabul edilmiştir²⁹⁰.

İvazsız iktisabın geçerli olabilmesi için payların bedelinin tamamen ödenmiş olması gerekir (TTK m. 383/1). Aksi halde gerçek bir bedelsiz pay iktisabından söz edilemez. Çünkü bedeli ödenmeyen paylar şirkete devredildiğinde, devreden kişi sermaye koyma borcundan kurtulmakta, şirket ise bu alacağından vazgeçmektedir. Bu durumda şirketin malvarlığında pay bedelleri değerinde azalma meydana gelmektedir. Şirketin bu payları sermaye açığına kapatacak bir bedelde satamaması durumunda ise azalma kesinleşmiş hale gelecektir²⁹¹.

Ayrıca yukarıda da bahsedildiği üzere ivazsız iktisaplarda, bir iktisap tutarından bahsedilemeyeceği için yedek akçe ayrılması zorunluluğu da bulunmamaktadır²⁹².

5. Payların Elden Çıkarılması

A. Kanuna Uygun Olarak İktisap Edilen Payların Elden Çıkarılması

Kanuna uygun olarak iktisap edilen payların elden çıkarılmasına ilişkin düzenleme TTK m. 384'te yer almaktadır. Buna göre *“382 nci maddenin (b) ilâ (d) bentleri ve 383 üncü madde hükümlerine göre, iktisap edilen paylar, şirket için herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her hâlde iktisaplarından itibaren üç yıl içinde elden çıkarılırlar; meğerki, şirketin ve yavru şirketin sahip oldukları bu payların toplamı şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşmasın.”*

²⁸⁹ **Türk**, s. 264; **Durmaz**, s. 197.

²⁹⁰ **Özdamar**, s. 208; **Ayan**, s. 236; **Türk**, s. 265; **Durmaz**, s. 19; ayrıca bkz. TTK m. 383 gerekçesi.

²⁹¹ **Türk**, s. 265.

²⁹² Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.D.

Maddeden anlaşılacağı üzere, elden çıkarma şartı bütün iktisaplar için getirilmemiştir. Şimdi sırasıyla elden çıkarma zorunluğu bulunan ve bulunmayan hallere değinilecektir.

a. Elden Çıkarmannın Zorunlu Olmadığı Haller

Madde metninde TTK m. 379 ve TTK m. 381 hükümlerine bir atıf yapılmadığı için bu maddelere uygun olarak yapılan iktisaplarda anonim şirketin elden çıkarma zorunluluğu bulunmamaktadır. Diğer bir deyişle şirket bu madde kapsamında yaptığı iktisaplarda, kendi paylarını istediği süre boyunca elinde tutabilir. Buna göre TTK m. 379'da düzenlenmiş olan yüzde onluk sınıra, yetkilendirme şartına, net aktif şartına ve pay bedellerinin tamamen ödenmiş olmasına şartına uygun olarak iktisap edilmiş paylar için elden çıkarma zorunluluğu yoktur. Bunun yanında TTK m. 381'e (yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi sebebiyle) uygun olarak iktisap edilmiş paylar için de elden çıkarma zorunluluğu bulunmamaktadır.

Elden çıkarma zorunluluğu olmayan payların dahi payların edinme amacı ortadan kalktığıında, şirketin zarara uğramayacağı bir anda elden çıkarılması daha doğru olacaktır. Zira iktisap edilen paylara ilişkin yönetsel ve malvarlıksal haklar donmaktadır ve bu durum şirketi zarara uğratabilecek, sakıncalı bir niteliktedir²⁹³.

TTK m. 379 gerekçesinde, genel kurulun yetki verirken, iktisap edilen payların elden çıkarılacağı süreyi veya elden çıkarma sebeplerini belirtebileceği zikredilmiştir. "Bunun yanında, genel kurulun sonradan alacağı bir kararla yönetim kuruluna payların elden çıkarılmasına ilişkin talimat vermesi mümkündür. Ayrıca, genel kurulun yetki verirken payların elden çıkarılmasına ilişkin karar alma yetkisini daha sonraki bir karara bırakması da mümkündür. Ancak bu tür bir yaklaşım sakıncalar doğurabilir ve şirketin zarara uğramasına neden olabilir. Bu nedenle, yönetim kuruluna belirli bir esneklik

²⁹³ Yaşa Saydağ, s. 138; Tekinalp, 2021, s. 671. Ayrıca bkz. Turan, s. 45-46.

tanınması daha isabetli olacaktır. Nitekim, yönetim kurulu, söz konusu kararın kendi sorumluluğunu doğurabilecek nitelikte olması hâlinde kararı uygulamaktan kaçınabileceği gibi, TTK m. 446 uyarınca kararın iptalini de talep edebilir.²⁹⁴

b. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olduğu Haller

Payların elden çıkarılması, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi neticesinde elinde bulundurduğu payları borsada veya çağrı yoluyla pay sahiplerine ya da üçüncü kişilere satmasıdır. Payların bedelsiz olarak elden çıkarılması kural olarak mümkün değildir²⁹⁵.

TTK m. 384'te, TTK m. 382/1/b, c ve d bentleri ile TTK m. 383 uyarınca yapılan pay iktisaplarının, şirket için bir kayba neden olmadan devri mümkün olur olmaz ve herhalde üç yıl içinde elden çıkarılması gerektiği düzenlenmiştir. Bu sebepten üç yıllık süre azami süre olup, kural olan şirketin zarara uğramayacağı bir anda payların elden çıkarılmasıdır. Buna uygun davranmayan yönetim kurulunun sorumluluğu ortaya çıkacaktır²⁹⁶.

Gerekçede payların elden çıkarılması sebebi olarak istisnaların bir ihtiyaçtan değil zorunluluktan kaynaklanması gösterilmiştir. Bu sebepten zorunluluğun etkisi kalktığı durumda payların halen muhafaza edilmeye devam edilmesi, yüzde onluk yasağın konulmasını gerektiren sebeplere aykırı düşer. Diğer bir deyişle kanuna göre ilgili paylar zorunluluk varsa elde tutulmalı, zorunluluk ortadan kalktığında da elden çıkarılmalıdır.

TTK m. 382/1/a bendi uyarınca paylar itfa edileceği için elden çıkarma zaten mümkün değildir²⁹⁷. Menkul kıymet şirketlerine ilişkin açıklamalara ise yukarıda yer

²⁹⁴ **Türk**, s. 311; **Yaşa Saydağ**, s. 139.

²⁹⁵ **Türk**, s. 306.

²⁹⁶ **Turan**, s. 50; **Durmaz**, s. 260.

²⁹⁷ **Turan**, s. 49.

verilmiştir²⁹⁸. Buna göre külli halefiyet gereği, kanuni yükümlülük gereği ve cebri icradan edinilen iktisapların, bu madde kapsamına göre elden çıkarılması gereken iktisaplardır.

Yönetim kurulu, payları elden çıkarırken de tıpkı iktisap sürecinde olduğu gibi eşit işlem ilkesine uygun hareket etmekle yükümlüdür²⁹⁹. Bu ilkeye riayet edilmemesi, işlemin geçersizliğinin ileri sürülmesine neden olabilir³⁰⁰. Ayrıca, bu süreçte TTK m. 358’de düzenlenen şirkete borçlanma yasağının koşullarına da uyulması gerekmektedir³⁰¹.

Payların bedelinin peşin olarak ödeneceğine ilişkin bir hüküm yer almasa da bedeli peşin ödemek istemeyen pay sahibine, eşit işlem ilkesinin gereği olarak payların devredilmesi zorunlu değildir³⁰².

Maddede belirtilen üç yıllık süre her bir payın edinildiği tarihte ayrı ayrı başlar. Burada dikkat edilmesi gereken sürenin payın tasarruf işlemiyle şirkete geçtiği andan itibaren başlayacağıdır, yoksa payın devrine ilişkin yapılan borçlandırıcı işlemler süreyi başlatmaz³⁰³.

Ayrıca yüzde onluk sınırı aşmayan payların elden çıkarılmasına gerek olmadığı yine maddede belirtilmiştir. Ancak madde ifadesinden yüzde onluk sınırın tespitinde yalnız TTK m. 382/1/b, c ve d bentleri ile TTK m. 383 uyarınca yapılan iktisapların dikkate alınacağı gibi bir anlam çıkmaktadır. *Türk*’e göre madde kapsamındaki yüzde onluk sınırın tespitinde yalnız TTK m. 382 ve 383 kapsamında yaptığı payların değil,

²⁹⁸ Bkz. Birinci Bölüm, V.3.B.e.

²⁹⁹ **Aydın**, s. 267; **Turan**, s. 50-51 (Ayrıca yazara göre eşit işlem ilkesine paylar alınırken her zaman uyulmalı, ancak paylar elden çıkarılırken, eğer paylar şirket ortaklarına satılacaksa uyulmalıdır. Zira eşit işlem ilkesi pay sahipleri arasında uygulanan bir ilkedir. Payların üçüncü kişileri devredilmesinde eşit işlem ilkesinden bahsetme mümkün değildir.); **Durmaz**, s. 261.

³⁰⁰ **Turan**, s. 51.

³⁰¹ **Türk**, s. 306.

³⁰² **Türk**, s. 306.

³⁰³ **Türk**, s. 307; **Yaşa Saydağ**, s. 140.

şirketin elinde bulundurduğu bütün payların dikkate alınması gerekir³⁰⁴. Yazara göre hükmün amacına uygun olan yorum budur, ayrıca konunun düzenlendiği APOK §71c/2 hükmünde yüzde onluk sınırın tespitinde bütün payların hesaba katılması gerektiği düzenlenmiştir³⁰⁵.

Her ne kadar paylar iktisap edilirken yüzde onluk sınırın tespitinde yetki kararı tarihindeki esas sermaye miktarının dikkate alınması gerekirse de elden çıkarma halinde yüzde onluk sınırın tespitinde, elden çıkarma anındaki esas sermaye miktarının dikkate alınması gerekir³⁰⁶.

Ek olarak üzerinde durulması gereken diğer bir problem, genel kurulun yetki kararında pay iktisabının belli bir amaç doğrultusunda yapılması gerektiği ifade edilmişse, payların elden çıkarılması bu amaç doğrultusunda mı olmalıdır? Örneğin şirket çalışanlarına kâr payı dağıtmak için kendi paylarını iktisap etmişse, yalnızca bu amaçla mı payları elden çıkarabilecektir? Böyle bir elden çıkarma işlemi geçersiz hale getirmez zira elden çıkarmanın tek şartı eşit işlem ilkesine riayet etmektir³⁰⁷. Ancak, yönetim kurulunun özen ve bağlılık yükümlülüğüne aykırı hareket etmesi hâlinde, sorumluluğunun doğabileceği özellikle vurgulanmalıdır³⁰⁸.

B. Kanuna Aykırı Olarak İktisap Edilen Payların Elden Çıkarılması

TTK m. 379, 380 ve 381 hükümlerine aykırı olarak iktisap edilen ve rehin alınan payların, edinme veya rehin tarihinden itibaren altı ay içinde elden çıkarılmaları veya üzerlerindeki rehinin kaldırılması gerekir (TTK m 385).

³⁰⁴ **Türk**, s. 309.

³⁰⁵ **Türk**, s. 309.

³⁰⁶ **Türk**, s. 310.

³⁰⁷ TTK m. 385 gerekçesinde ise yönetim kurulunun eşit işlem ilkesinin yanında kamuyu aydınlatma ilkesine de uygun davranması gerektiği belirtilmiştir.

³⁰⁸ **Türk**, s. 311.

Maddenin düzenleniş biçimi dikkate alındığında yasağa aykırı iktisapların kural olarak butlan yaptırımına tabi olmayacağını belirtmek gerekir³⁰⁹. Ancak, yasağa aykırı iktisaplar tasarruf yönünden geçerli olsa da borçlandırıcı işlemler yönünden geçersizdir³¹⁰.

TTK m. 379 gerekçesinde de yasağa aykırı işlemlerin ne olacağına ilişkin boşluğun bilerek bırakıldığı, yabancı doktrinde TTK m. 385 hükmünün işlemi geçersiz kıldığına yönelik görüşü devre dışı bıraktığının kabul edildiği belirtilmiştir. Ancak Türk hukuku bakımından sorunun çözümünün doktrin ve yargı kararlarına bırakıldığı ifade edilmiştir.

Düzenleme yönetim kuruluna yasağa aykırı iktisap yapma imkânı tanımış gibi olsa da yasağa aykırı iktisaplar nedeniyle herhangi bir zarar oluşmuşsa yönetim kurulunun sorumluluğunun doğabilecektir³¹¹.

Altı aylık sürenin öngörülmesinin temel amacı, şirketin payları elden çıkarma sürecinde acele ederek zarara uğramasının önüne geçmektir. Aksi hâlde, şirket paylarını derhâl elden çıkarma baskısı altında kalarak, bunları piyasa değerinin oldukça altında satmak zorunda kalabilecektir. Bu bağlamda, altı aylık süre azami bir süredir ve kanuna uygun iktisaplarda olduğu gibi, şirketin zarara uğramayacağı uygun bir zamanda payların elden çıkarılması gerektiği evleviyetle kabul edilmelidir³¹².

Yönetim kurulu payların elden çıkarılmasında geniş bir takdir yetkisine sahiptir. Yönetim kurulu bu takdir yetkisini kullanırken, tedbirli yönetici olma ölçüsüne ve

³⁰⁹ **Türk**, s. 316; **Turan**, s. 61-62; **Tekinalp**, 2021, s. 655. *Moroğlu*, yasanın açık bir düzenleme yapmamasını eleştirmekte ve elden çıkarma dışında başka bir yaptırımın bulunmamasının yasağı büyük ölçüde etkisizleştirdiğini vurgulamaktadır. Yazar en azından yasağı ihlal eden yöneticiler bakımından hapis veya para cezası öngörülebileceğini savunmaktadır (**Moroğlu**, *Öneriler*, s. 186; Ayrıca aynı yönde bkz. **Kendigelen**, *Tespitler*, s. 275.).

³¹⁰ **Türk**, s. 316; **Tekinalp**, 2021, s. 655. Bu konu hakkındaki tartışmalar aşağıda daha detaylıca incelenmiştir.

³¹¹ **Türk**, s. 317.

³¹² **Türk**, s. 317; **Yaşa Saydağ**, s. 142.

dürüstlük kuralın riayet ederek, şirket menfaatlerine en uygun şekilde hareket edip payın gerçek değerinin altında satılmamasına özen göstermelidir³¹³.

Kanuna uygun iktisaplarda olduğu gibi, sürenin başlangıcı borçlandırıcı işlemle değil tasarruf işlemiyle, her bir pay için tasarrufun yapıldığı andan itibaren başlayacaktır³¹⁴.

Payların elden çıkarılmasında eşit işlem ve kamuyu aydınlatma ilkelerine riayet edilmesi gerekmektedir³¹⁵. Ancak yukarıda da belirtildiği gibi eşit işlem ilkesi mutlak olmayıp, eşit işleme aykırılık şirketin menfaatleri gereğiye eşit işlem ilkesi ihlal edilmiş sayılmayacaktır. Bu durumda yönetim kurulunun sorumluluğu gündeme gelmeyecektir³¹⁶.

Payların genel kurulun yetkilendirme kararı olmaksızın veya genel kurul kararının geçersiz olması halinde, yüzde onluk sınırın aşacak şekilde, yetkide belirtilen üst sınırın aşılması durumunda, yetkilendirme kararında gösterilen bir amaç dışında bir amaçla iktisap yapılması halinde, beş yıllık veya yetkilendirme kararında gösterilen sürenin aşılması halinde, pay bedellerinin serbest yedek akçeden karşılanmaması durumunda, payların eşit işlem ilkesine aykırı olarak iktisabı durumunda TTK m. 379'a aykırı bir iktisaptan söz edilebilecek ve ilgili payların TTK m. 385 hükümlerine göre elden çıkarılması gerekecektir³¹⁷.

Bunun yanında yakın ve ciddi bir tehlike olmadığı halde TTK m. 381'e göre iktisap yapılması durumunda yine ilgili payların TTK m. 385 hükümlerine göre elden çıkarılması gerekmektedir³¹⁸.

³¹³ **Turan**, s. 51; **Yaşa Saydağ**, s. 142.

³¹⁴ **Türk**, s. 317; **Durmaz**, s. 259.

³¹⁵ **Yaşa Saydağ**, s. 141.

³¹⁶ **Yaşa Saydağ**, s. 142.

³¹⁷ **Türk**, s. 318; **Turan**, s. 46.

³¹⁸ **Turan**, s. 47.

C. Elden Çıkarılmayan Payların İtfası Gerektiği

Payların gerek kanuna uygun olarak gerek kanuna uygun olmayarak iktisabında TTK m. 384 ve TTK m. 385 hükümlerine göre elden çıkarılmaması halinde sermayenin azaltılması yoluyla derhal yok edilmesi gerekmektedir (TTK m. 386). TTK m. 385 gerekçesinde “hemen” ifadesinden şirket için en uygun zamanın değil payların hiç vakit geçirmeden yok edileceğinin anlaşılması gerektiği ifade edilmiştir³¹⁹. Kanun koyucu burada TTK m. 384 ve TTK m. 385’te olduğu gibi şirketin zarar uğramayacağı ana kadar bekleme imkânı tanımamıştır. Bunun sebebi TTK m. 384 ve m. 385 hükümlerinde zaten yeterince süre verilmiş olmasıdır³²⁰.

Peki paylar “hemen” itfa edilmezse ne olacaktır. Diğer bir deyişle şirket verilen süre içerisinde elden çıkarılmayan paylara ilişkin itfa yükümlülüğünü yerine getirmezse bunun yaptırımını ne olacaktır? 2027/1132 sayılı Şirketler Hukukunun Belirli Yönlerine İlişkin Direktif³²¹ m. 61/3’te payların itfa edilmemesi halinde işlemlerin butlanla sakat olacağı ancak üye devletlerin isterse farklı yaptırımlar öngörebileceği düzenlenmiştir. Türk hukuku bakımından payların itfa edilmemesi halinde ne olacağın ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda payların iktisabına ilişkin işlemler butlanla sakat olmayacaktır. Ancak payları itfa etmeyen yönetim kurulunun sorumluluğunun doğacağı söylenebilecektir³²².

6. Kanuna Aykırı İktisabın Sonuçları

A. Tasarruf İşlemi Bakımından

Yukarıda TTK m. 385’ten anlaşılacağı üzere yasağa aykırı iktisapların tasarruf işlemleri bakımından geçersizlikle sonuçlanmayacağı, bu işlemlerin madde hükmüne

³¹⁹ Ayrıca bkz. **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 563.

³²⁰ **Çapa**, s. 104.

³²¹ Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 Relating to Certain Aspects of Company Law, OJ L. 169/46-127, 30.6.2017.

³²² **Yaşa Saydağ**, s. 152.

göre altı ay içerisinde elden çıkarılması gerektiği ifade edilmiştir. TTK m. 379 gerekçesinde de yasağa aykırı işlemlerin ne olacağına ilişkin boşluğun bilerek bırakıldığı, yabancı doktrinde TTK m. 385 hükmünün işlemi geçersiz kıldığına yönelik görüşü devre dışı bıraktığının kabul edildiği ve Türk hukuku bakımından sorunun çözümünün doktrin ve yargı kararlarına bırakıldığı zikredilmiştir.

Bizim de katılmakta olduğumuz görüşe göre kanuna aykırı iktisapların tasarruf işlemleri bakımından yaptırımı butlan olmayacaktır³²³. Bu yaklaşımın temel gerekçesi, işlem güvenliği ilkesidir. Zira özellikle borsa ortamında gerçekleştirilen işlemlerin geçersiz sayılması hâlinde, paylarını satan kişilerin elde ettikleri bedelleri şirkete iade etmeleri gerekecek ve bu durum sermaye piyasasında işlem güvenliğini ciddi biçimde zedeleyecektir³²⁴. Ancak iktisabın TTK m. 379 vd. hükümlerine aykırı olmasının yanında kanunun başkaca hükümlerine de aykırılık taşıması halinde kesin hükümsüzlük yaptırımı söz konusu olabilecektir. Örneğin iktisap; TTK m. 480/3'teki sermayenin iadesi yasağına aykırılık taşıyorsa, TTK m. 338/3'teki şirketin tek ortak olması yasağına aykırılık yaşıyorsa ya da TTK m. 357'deki eşit işlem ilkesine aykırılık taşıyorsa kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi olacaktır³²⁵. Bununla birlikte yasağına aykırı tasarrufların işlemin geçersizliğini doğurmayacağına kanunda açıkça düzenlememesi bu görüşteki yazarlarca eleştirilmiştir³²⁶.

³²³ **Aydın**, s. 272; **Tekinalp**, Ünal: Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları, 2. Baskı, İstanbul 2011, s. 76-77 (Tek Kişi Ortaklığı); **Karacan/Erişir Karacan**, s. 173; **Türk**, s. 320; **Tekinalp**, 2021, s. 655; **Atakan**, Murat Can: Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Hukuki Sonuçları, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2021, C. 12, S. 1, s. 372; **Yaşa Saydağ**, s. 144-145.

³²⁴ **Aydın**, s. 272; **Tekinalp**, *Tek Kişi Ortaklığı*, s. 76-77; **Karacan/Erişir Karacan**, s. 173; **Türk**, s. 320; **Tekinalp**, 2021, s. 655; **Atakan**, s. 372; **Yaşa Saydağ**, s. 144-145.

³²⁵ **Sevi**, s. 104.

³²⁶ **Türk**, s. 320. Yazara göre Türk hukukunda sebebe bağlılık ilkesi geçerlidir ve buna göre tasarruf işleminin geçerliliği kendisinin dayandığı borçlandırıcı işlemin geçerliliğine bağlıdır. Ancak madde genel kuraldan ayrılmakta ve borçlandırıcı işlemin geçersiz olmasının tasarruf işlemine etkisinin olmamasını sağlamaktadır. Bu sebepten genel kuraldan ayrılarak, soyutluk ilkesinin benimsendiği bu durumun kanunda açıkça düzenlenmesi gerekmektedir.

Karşıt görüşe göre ise her emredici hükme aykırılık halinin yaptırımını butlan değildir. Emredici hükme aykırılığın yaptırımının butlan olabilmesi için bunun açıkça kanunda yazması veya kanun metninden bunun tereddüt etmeksizin çıkarılması gerekmektedir. Kaynağını medeni hukuk görüşlerinden alan bu görüşe göre TTK m. 379 vd hükümlerini bir düzen hükmü olarak kabul etmek gerekir. Nasıl ki sözleşmenin kurulmasına yönelik olmasa da sözleşmenin kurulmasını hedef alan bazı kurallara aykırılık hallerinde sözleşme hükümsüz hale gelmiyorsa burada da her zaman işlemin batıl olacağını söylemek doğru olmaz. Bu sebepten her emredici hükme aykırılık hali butlan veya iptal sonucunu doğurmaz, şartlar oluşmuşsa yetkili kişinin sorumluluğunu doğurur. İşte bu sebepten TTK m. 379 vd. hükümlerine aykırılık halinde de her zaman butlan sonucun doğacağını söylenemez³²⁷.

Ancak yasağa aykırı iktisaplar geçersiz sayılmasa da ahlaka aykırılık (TBK m. 27) veya ehliyetsizlik (TMK m. 14) nedeniyle geçersiz olabilecek ya da yanıltma, aldatma veya korkutma sebebiyle iptal edilebilecektir³²⁸. Ayrıca yasağa aykırı iktisaplar nedeniyle bir zarar ortaya çıkmışsa yönetim kurulunun bu sebepten sorumluluğu da doğabilecektir³²⁹.

Bunların yanında taraflar tasarruf işleminin geçerliliğini, borçlandırıcı işleme bağlı tutmuşsa ya da şirket kendisi tek pay sahibi olacak şekilde paylarını iktisap etmişse son pay devri işlemi geçersiz olur³³⁰.

B. Borçlandırıcı İşlemler Bakımından

Borçlandırıcı işlemlerin geçerli olup olmadığına ilişkin açık bir düzenleme olmasa da doktrinde borçlandırıcı işlemlerin geçersiz sayılması gerektiği kabul edilmektedir.

³²⁷ Turan, s. 65-66; Durmaz, s. 251 vd.

³²⁸ Türk, s. 321; Yaşa Saydağ, s. 145.

³²⁹ Yaşa Saydağ, s. 145.

³³⁰ Türk, s. 322; Yaşa Saydağ, s. 146.

Bizim de katıldığımız bu görüş dayanağını TBK m. 27’de düzenlenen kanunun emredici hükümlerine aykırı işlemlerin kesin hükümsüz olacağına ilişkin genel kuraldan almaktadır. Şöyle ki TTK m. 379 payların anonim şirket tarafından edinilmesini bazı istisnalar dışında emredici bir şekilde yasaklamaktadır. Bunun yanında TTK m. 388/1’de düzenlenen anonim şirketin kendi paylarını taahhüt edemeyeceğine ilişkin düzenleme ile sermayenin iadesi yasağının düzenlendiği TTK m. 480/3 düzenlemesi emredici bir şekilde düzenlemiştir. Bu sebepten borçlandırıcı işlemler bakımından yukarıda verilen madde hükümleri gereğince TBK m. 27 devreye girecek ve pay devrine ilişkin borçlandırıcı işlemler geçersiz sayılacaktır. TTK m. 385 düzenlemesi ise yalnızca tasarruf işlemleri bakımından TBK m. 27’ye getirilmiş bir istisna olacaktır³³¹.

Borçlandırıcı işlemlerin geçersiz sayılması sonucunda, şirket pay bedelini ödemek zorunda olmadığı gibi pay sahibi de payları devretme borcundan kurtulacaktır. Bu durumda şirket paylar için ödediği bedelin iadesini talep edebileceği gibi pay sahibi de kural olarak devrettiği payların geri verilmesini talep edebilecektir³³².

7. İktisap Edilen Paylara İlişkin Haklar

Anonim şirketlerde pay sahipliğine bağlı haklar konularına göre; malvarlıksal haklar, katılma hakları, aydınlatıcı haklar ve koruyucu haklar olmak üzere dört gruba ayrılırlar.

Malvarlıksal haklar, mülkiyet hakkının birçok unsurunu içermese dahi pay sahibine şirketin malvarlığı üzerinde ekonomik içerikli bir mülkiyet hakkı sağlar. Bu bakımdan malvarlıksal haklar pay sahibinin sahip olduğu, para ile ölçülebilen değere sahip bir haktır. Malvarlıksal haklar; kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı, bedelsiz (gratis)

³³¹ **Türk**, s. 322-323. Borçlandırıcı işlem-tasarruf işlemi arasındaki böyle bir farkın/problemin TTK düzenlemesinin üç ayrı kaynaktan alındığı (Alman hukuku, İsviçre hukuku ve AB Direktifi) ve bunların yeterince harmanlanmaması nedeniyle ortaya çıktığına ilişkin bir görüş için bkz. **Ayan**, s. 312-313.

³³² Daha ayrıntılı bilgi için bkz. **Türk**, s. 323-327.

payları edinme hakkı, rüçhan hakkı, tesislerden yararlanma hakkı ve hazırlık dönemi faizi haklarından oluşur³³³.

Katılma hakları ise anonim şirketlerde demokrasinin sağlanması için gerekli olan oy hakkından ve genel kurula katılma, konuşma ve öneride bulunma haklarından oluşur³³⁴.

Aydınlatıcı haklar pay sahibinin şirket faaliyetleri, işlemleri, şirketin ekonomik hali ve geleceği hakkında bilgi almasını sağladığı gibi pay sahibinin yönetime katılmasını ve tedbir alabilmesini de sağlayan birtakım haklardan oluşur. Bu hakların temelini kamuyu aydınlatma ilkesi oluşturur³³⁵. Aydınlatıcı haklar; bilgi alma hakkından ve inceleme ve denetleme hakkından meydana gelirler.

Koruyucu haklar ise pay sahibine verilen yukarıda verdiğimiz hakların kullanılmasına hizmet eden birtakım haklardır. Bunlar da bireysel haklar (genel kurul kararının iptalini, butlanını veya yokluğunu dava edebilme hakkı), vazgeçilmez haklar, müktesep haklar ve azınlık haklarından oluşurlar³³⁶.

Anonim şirket kendi payını iktisap ettiği zaman, iktisap edilen paylar şirketin elinde olduğu sürece paya bağlanan bütün katılma hakları, malvarlıksal haklar, aydınlatıcı haklar ve koruyucu haklar donar³³⁷. Buna göre şirket bu paylara ilişkin, genel kurula katılma, genel kurulda görüş bildirme, öneride bulunma, bir organa seçilme, oy haklarını kullanma, kâr payı, tasfiye payı, hazırlık devresi faizi alma, rüçhan payı, iptal davası açma, sorumluluk davası açma, bilgi alma gibi hakları kullanamaz. Ancak TTK m. 389/1'de belirtildiği üzere şirketin edindiği paylara ilişkin bedelsiz payları edinme hakkı

³³³ **Tekinalp**, 2021, s. 686; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 570 vd.

³³⁴ **Tekinalp**, 2021, s. 687; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 579 vd.

³³⁵ **Tekinalp**, 2021, s. 687; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 582 vd. (Ancak yazar aydınlatıcı hakları katılma hakları kapsamında incelemeyi uygun görmüştür.).

³³⁶ **Tekinalp**, 2021, s. 687.

³³⁷ **Türk**, s. 291; **Yaşa Saydağ**, s. 125.

bulunmaktadır. Şirketin bedelsiz edindiği paylara ilişkin hakların da donacağı unutulmamalıdır³³⁸.

Paya ilişkin hakların donması için bu payların kanuna uygun veya kanuna aykırı iktisap edilmesinin bir önemi yoktur, önemli olan payların şirket tarafından iktisap edilmesidir³³⁹.

A. Katılma Haklarına İlişkin

a. Genel Olarak

TTK m. 389/1 ikinci cümlesine göre anonim şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Bu durum eTTK m. 329/III'te “[ş]irketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir” şeklinde düzenlenmiştir ve TTK ile benzer niteliktedir.

TTK m. 389/1'e göre anonim şirket tarafından iktisap edilen paylar üzerindeki oy hakkı donar. Oy hakkının donması, hakkı ortadan kaldırmaz yalnızca hakkın belirli durumlarda kullanılmasını engeller³⁴⁰. Farklı bir anlatımla, oy hakkı donduğu vakit, oy hakkı tamamen ortadan kalkmaz ancak pay geçici olarak oysuzlaşır. Bu sebepten şirket kendi payını iktisap ettiği zaman, oya ilişkin genel kurula katılma, görüş açıklama, bilgi alma ya da iptal davası açma haklarını kullanamaz³⁴¹. Bunun yanında şirket tarafından iktisap edilen kendi payları toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz (TTK m. 389/1).

Bilindiği üzere anonim şirketler, yönetim kurulu ve genel kurul olmak üzere iki organdan oluşur. Genel kurul, şirketin sermayesini ortaya koyan pay sahiplerinden oluşurken, yönetim kurulu ise genel kurulun seçtiği kişilerden oluşur. Bu iki organ

³³⁸ **Türk**, s. 292.

³³⁹ **Türk**, s. 294.

³⁴⁰ **Durmaz**, s. 201.

³⁴¹ **Aydın**, s. 271; **Durmaz**, s. 201.

arasında bir denge kurabilmesi için bunlara ayrı haklar ve yetkiler tanınmıştır. Genel kurulu oluşturan pay sahipleri ortaya koyduğu sermaye miktarınca paya sahiptir ve bu paylara bağlı olarak yönetim kurulunu seçer, ayrıca onları ibra ederek veya etmeyerek şirket yönetimine etkide bulunur. Şirketin geleceğine karar verme yetkisi de ekonomik malvarlığının sahibi olan genel kurula aittir. Genel kurulun bu iradesi pay sahipleri tarafından sahip oldukları paylara içkin oy hakları ile ortaya çıkar. Diğer bir deyişle pay sahipleri sahip olduğu paylara ilişkin oylar ile genel kurulda karar alırlar. Yönetim kurulu ise şirketin yönetiminden asıl sorumlu organdır. Anonim şirket ise sermaye koyanlardan ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olduğu için kendi malvarlığına sahiptir. Pay sahipleri kâr payı, tasfiye payı veya rüçhan hakkı gibi ekonomik haklar ile anonim şirketin bu malvarlığından faydalanırlar³⁴².

Anonim şirketin kendi payını iktisap etmesi halinde bu paylara ilişkin oy ve diğer pay sahipliği haklarını kullanabileceğini kabul etmek, bu paylara ilişkin hakların şirketin yöneticisi olan yönetim kurulu tarafından kullanılabilmesi anlamını taşır. Bu durumda yönetim kurulu herhangi bir sermaye ortaya riski bile üstlenmeksizin, genel kurul kararlarına doğrudan etki etme gücüne sahip olur. Böylelikle şirketin organları arasındaki denge bozulur ve azınlık haklarının ortadan kalkması tehlikesi ortaya çıkar. Açıklanan nedenlerle şirketin tarafından iktisap edilen paylara ilişkin hakların donduğunu kabul etmek gerekir. Aksi durumun kabulü anonim şirketlerin kuramsal temeline ters düşer³⁴³.

b. Oy Hakkı Donmuş Payların Genel Kurulda Temsili

Şirket, iktisap ettiği kendi payları bakımından genel kurula hiçbir şekilde katılamaz ve bu paylar genel kurulda temsil edilemez. Oy hakkından yoksun paylar, genel kurula katılabilir, gündem maddeleri hakkında teklifte bulunabilir ve görüş

³⁴² Durmaz, s. 205.

³⁴³ Aydın, s. 275; Türk, s. 293,297; Yaşa Saydağ, s. 126; Durmaz, s. 205-206.

açıklayabilirken; şirketin iktisap ettiği paylar açısından bu tür hakların kullanılması mümkün değildir³⁴⁴.

Anonim şirket iktisap ettiği kendi payları donduğu halde, bu paylara dayanarak genel kurula katılmışsa genel kurula yetkisiz katılmadan söz edilir. Yetkisiz katılmanın ortaya çıkması için oy hakkının kullanıp kullanılmaması gerekli değildir. Ayrıca dolaylı yollarla genel kurula katılma halinde de yetkisiz katılma söz konusudur. Örneğin şirket payları inancılı işlemle üçüncü bir kişiye devretmiş ve bu üçüncü kişi genel kurula katılmışsa yine yetkisiz katılma söz konusu olur (TTK m. 433/1)³⁴⁵.

Genel kurula yetkisiz katılma halinde, toplantıda hazır bulunsun veya bulunmasın, olumsuz oy kullanmış olsun ya da olmasın her pay sahibi, yetkisiz katılmanın kararın alınmasında etkili olması halinde iptal davası açabilir³⁴⁶. İptal davasını açabilmek için TTK m. 433/2³⁴⁷, de düzenlenen itiraz hakkını kullanmak gerekli değildir. Pay sahipleri, itirazda bulunmasa ve toplantıya katılıp muhalefetini tutanağa geçirtmese de iptal davası açma hakkına sahiptirler³⁴⁸.

Bunun yanında TTK m. 389'da anonim şirketin iktisap ettiği payların toplantı nisabının hesabında dikkate alınmayacağı düzenlenmiştir. Diğer bir deyişle toplantı nisabı tedavüldeki paylara göre hesaplanacaktır. Peki buna rağmen toplantı nisabı şirketin elindeki paylar dahil edilerek sağlanmışsa ne olacaktır? Diğer bir deyişle oy hakları donan paylar çıkarıldığında toplantı nisabı sağlanamıyorsa genel kurul tarafından alınan kararların akıbeti ne olacaktır? Böyle bir halde alınan kararlar yokluk yaptırımına tabidir. Çünkü genel kurulun karar alabilmesi için kanun veya esas sözleşmeyle belirlenen

³⁴⁴ **Türk**, s. 290; **Yaşa Saydağ**, s. 129.

³⁴⁵ **Türk**, s. 297; **Durmaz**, s. 208.

³⁴⁶ **Aydın**, s. 293; **Yaşa Saydağ**, s. 129; **Durmaz**, s. 209.

³⁴⁷ “Yetkisiz katılmalarla ilgili olarak her pay sahibi, toplantı başkanlığına itirazda bulunabilir, itirazını ve yönetim kuruluna da itirazda bulunmuş olduğunu tutanağa geçirebilir.”.

³⁴⁸ **Durmaz**, s. 209.

nisaplara ulaşmış olması gerekir³⁴⁹. Kanunun özel toplantı yetersayısı aradığı durumlarda da (TTK m. 421/1, m. 421/2, m. 421/3 gibi) iktisap edilen paylar çıkarılarak kalan sermayeye göre toplantı nisabının belirlenmesi gerekir. TTK m 421/2-a gibi bütün pay sahiplerinin oy birliğinin gerektiği kararlar bakımından da aynı sonuç geçerlidir³⁵⁰.

c. Oy Hakkı Donmuş Payların Karar Yetersayılarına Etkisi

TTK m. 389 hükmü donan oyların toplantı nisabına etkisini düzenlediği halde bu oyların karar nisaplarına ilişkin ayrıca bir düzenleme içermemektedir. TTK m. 418/2’de düzenlenen ve genel kurulun karar yetersayısının düzenlendiği genel kurala göre, genel kurul toplantıya katılanların çoğunluğu ile karar verir. Bu sebepten toplantı nisabına dahil edilmeyen donan oyların karar yetersayısına etkisinin düzenlenmesine gerek yoktur. Zira toplantı nisabından düşülen donan oylar TTK m. 418/2 gereği dolaylı yoldan karar yetersayısını da etkileyecektir³⁵¹. Durumu somutlaştırmak gerekirse; toplam 100 adet pay bulunan bir şirkette, şirketin 10 adet kendi payını iktisap ettiğini varsayalım. Bu durumda, toplantı yeter sayısı kalan 90 adet pay üzerinden hesaplanacaktır. TTK m. 418/1 uyarınca, toplantı yeter sayısı, sermayenin en az dörtte birine tekabül eden 22,5 pay olacaktır. Karar yeter sayısı ise toplantıya katılanların çoğunluğu esas alınarak, örneğin 22,5 payın katılımı hâlinde 12 pay olarak belirlenecektir. Böylece, donan oylar toplantı yeter sayısını dolaylı olarak düşürdüğü için, karar yeter sayısı da aynı oranda azalmış olacaktır.

Ancak kanun bazı hallerde karar yetersayılarını toplantı yetersayısından bağımsız olarak düzenlemiştir. Örneğin TTK m. 421/3’e göre bazı esas sözleşme değişikliği kararları sermayenin en az yüzde yetmiş beşinin olumlu oylarıyla alınabilir. Yine TTK m. 461/2’ye göre rüçhan hakkının sınırlandırılmasına ilişkin ya da TTK m. 548/1’e göre tasfiyeden dönmeye ilişkin kararlarda özel karar yetersayıları aranmıştır. Diğer bir deyişle

³⁴⁹ Türk, s. 290; Durmaz, s. 209.

³⁵⁰ Aydın, s. 282; Durmaz, s. 211.

³⁵¹ Durmaz, s. 212.

bu hallerde karar yetersayıları, toplantı yetersayılarını bağılı olarak belirlenmemiş olup bundan bağımsızdır³⁵². Böyle bir durumda donmuş oyların yukarıda verilen karar yetersayılarına etkisini tartışmak gerekir. Kanaatimizce burada da karar yetersayılarının tedavüldeki paylar üzerinden hesaplanması gerektiği kabul edilmelidir. Aksi halde bazı kararların alınması imkânsız hale gelebilir. Örneğin şirketin yüzde kırk bir oranında kendi paylarını iktisap etmesi halinde, rüçhan hakkının sınırlandırılması imkânsız hale gelecektir³⁵³.

Keza azınlık haklarının hesaplanması da yine tedavüldeki paylara göre yapılacaktır³⁵⁴.

B. Malvarlıksal Haklara İlişkin

a. Kâr Payı

TTK m. 389'a göre iktisap edilen paylara ilişkin anonim şirketin hiçbir pay sahipliği hakkı bulunmamaktadır. Bu nedenle şirketin iktisap ettiği paylara ilişkin kâr paylarını alamayacağı açıktır. Ancak şirket tarafından iktisap edilen kendi paylarına isabet edecek olan kâr paylarının ne olacağı bakımından bir açıklık yoktur. Gerekçede *“temettülerin kanunî yedek akçelere alınıp şirketin malvarlığı haline mi geldiği, yoksa özel bir hesaba konulup payın devri ile birlikte devralana mı verileceği”* hususunun doktrine ve yargı kararlarına bırakıldığı ifade edilmiştir.

Doktrindeki bir görüşe göre kâr payı yalnızca tedavüldeki paylara isabet ettirilerek yapılmalıdır. Ancak şirketin iktisap ettiği paylara ilişkin kâr payları dağıtılacak toplam kâr payından düşülmelidir. Örneğin 1000 TL toplam kâr payı dağıtımı yapılacaksa ve şirketin iktisap ettiği paylara 100 TL kâr payı düşüyorsa, tedavüldeki paylara yapılacak kâr payı dağıtımı 900 TL üzerinden yapılmalıdır. Şirketin iktisap ettiği paylara ilişkin 100

³⁵² Durmaz, s. 212.

³⁵³ Sevi, s. 101; Durmaz, s. 213.

³⁵⁴ Durmaz, s. 211.

TL'lik kâr payı ise bilançoda yedek akçeler arasında yer almalıdır. Böylelikle yedek akçeler arasında yer alan bu miktar gelecek yılın kâr payı dağıtımında dağıtılabilecektir. Ayrılan yedek akçe TTK m. 523/2'de düzenlenen olağanüstü yedek akçeler altında değerlendirilmelidir³⁵⁵.

Doktrinde bizim de katıldığımız diğer bir görüşe göre ise dağıtılacak kâr payı tamamen tedavüldeki paylar üzerinden yapılmalıdır. Diğer bir deyişle, bu görüşe göre herhangi bir yedek akçe ayrılmasına gerek yoktur³⁵⁶. Bu durumda yine 1000 TL toplam kâr payı dağılacağı zaman, şirketin iktisap ettiği paylara 100 TL'lik kâr payı düşüyor olsa dahi tedavüldeki paylara 1000 TL kâr payı dağıtılacaktır.

b. Rüçhan Hakkı

İlk bakışta rüçhan hakkının da bir paya bağlı hak olduğu ve TTK m. 389/1 gereği şirket tarafından iktisap ettiği kendi payları bakımından kullanılamayacağı düşünülebilir. Ancak TTK m. 388 gerekçesinde *“Bir anonim şirketin Tasarınının 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.”* denilerek rüçhan hakkı bakımından durumun doktrine açık olduğu belirtilmiştir³⁵⁷.

Doktrinde bizim de katılmakta olduğumuz hâkim görüş gerekçede belirtilen soruyu olumsuz cevaplamaktadır. Zira anonim şirketin kendi paylarını taahhüt etmesine yönelik yasak barındıran TTK m. 388/1 hükmü tartışmaya yer vermeyecek derecede

³⁵⁵ Çeliksa, s. 210; Sevi, s. 102 (Ancak yazar esas sözleşme veya genel kurul kararı ile ilgili kâr payının ikinci görüşte olduğu gibi diğer pay sahiplerine dağıtılabileceğini veya gelecekte payları alacak kişiye devredilmek üzere ayrı bir hesapta saklanabileceğini kabul etmektedir.); Durmaz, s. 217-218.

³⁵⁶ Türk, s. 298; Yaşa Saydağ, s. 133; Pulaşlı, *Şirketler Hukuku*, s. 568.

³⁵⁷ eTTK döneminde de konuya ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır ve bu durum doktrinde çok fazla tartışmaya neden olmuştur. Bu tartışmalar için bkz. Çeliksa, s. 211 vd.

açıktır³⁵⁸. Ayrıca TTK m. 389 gerekçesinde doktrine bırakılmış olan “rüçhan hakkının kullanılmasının bedelsiz paylara kıyaslanıp kıyaslanmayacağı” meselesini de ilgili görüş olumsuz cevaplamaktadır. Zira bu iki kurum arasında kıyasa yapacak kadar bir benzerlik bulunmamaktadır. Benzer şekilde *Türk*'e göre, bir an için rüçhan hakkının şirketin kendi payını taahhüdü olmayıp yalnızca yeni pay alma hakkı olduğu ve şirketin bu hakkını TTK m. 461/4'e göre bir bedel karşılığında devredebileceği söylenebilse de rüçhan hakkının devredilemediği durumlarda, şirketin yeni payları taahhüt etmesi TTK m. 388/1'e açıkça aykırı bir durum oluşturur. Bu sebepten sırf rüçhan hakkının devredilebilir nitelikte olması, şirketin iktisap ettiği paylar bakımından da rüçhan hakkına sahip olduğu sonucunu doğurmaz³⁵⁹. Ayrıca sermaye artırımının amacı yeni kaynak sağlama olduğundan, şirketin rüçhan hakkına sahip olacağının kabul edilmesi sermaye artırımının iktisadi amacıyla bağdaşmaz³⁶⁰. Sonuç olarak bu görüşe göre şirketin iktisap ettiği kendi payları bakımından rüçhan hakkı yoktur.

Moroğlu, anonim şirketin kanuni şartlara uygun olarak iktisap ettiği paylar bakımından rüçhan hakkını kullanabileceğini ifade etmektedir. Ancak yazara göre yüzde onluk sınırı aşan iktisaplar bakımından şirketin rüçhan hakkı bulunmamaktadır. Bunun yanında TTK m. 382'de istisnalar arasında rüçhan hakkına yer verilmediği için ve TTK m. 383'ün “ivazsız iktisaplara” izin vermesinin karşıt kavramından, TTK m. 382 ve m.

³⁵⁸ **Özdamar**, s. 224; **Çeliktaş**, s. 211; **Aydın**, s. 288 vd; **Türk**, s. 300; **Sevi**, s. 102; **Yaşa Saydağ**, s. 134; **Değirmencioğlu Aydın**, Nihan: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, İstanbul 2021, s. 137 (Ayrıca yazar *de lege ferenda* açıdan şirketin rüçhan hakkını kullanması gerektiğini, özellikle de onda birlik sınır açısından bu hakkın tanınması gerektiğini ifade etmektedir. Diğer bir deyişle yazar olması gereken hukuk bakımından *Moroğlu* -aşağıdaki paragraf- ile aynı görüştedir.); **Korkmaz**, Melih Can: Anonim Ortaklıkta Rüçhan Hakkı, Ankara 2022, s. 129; **Pulaşlı**, *Şirketler Hukuku*, s. 567; **Bektaş**, İbrahim: Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri, Ankara 2023, s. 41 vd; **Durmaz**, s. 229-230.

³⁵⁹ **Türk**, s. 300 vd.

³⁶⁰ **Durmaz**, s. 229.

383 hükümleri kapsamında iktisap edilen paylar sebebiyle şirketin rüçhan hakkı bulunmamaktadır³⁶¹.

Bununla birlikte bir görüşte şirketin rüçhan hakkını kendisi kullanamasa da rüçhan hakkını üçüncü kişilere devredebileceği kabul edilmektedir. Diğer bir deyişle şirketin iktisap ettiği paylar sebebiyle rüçhan hakkı yoktur, ancak şirket bu paylara ilişkin rüçhan haklarını başkalarına devredebilir³⁶². Halka açık anonim şirketler bakımından, Tebliğ düzenlemesi bu şekildedir. Ancak aşağıda da inceleneceği üzere payların üçüncü kişilere devredilememesi durumunda payların şirket tarafından iktisap edilmesi diğer bir deyişle şirketin kendi paylarını taahhüt etmesi söz konusu olabilmektedir³⁶³.

c. Tasfiye Payı

TTK m. 507/1 ikinci cümlesine göre “[ş]irketin sona ermesi hâlinde her pay sahibi, esas sözleşmede sona eren şirketin malvarlığının kullanılmasına ilişkin, başka bir hüküm bulunmadığı takdirde, tasfiye sonucunda kalan tutara payı oranında katılır.”.

Anonim şirket iktisap ettiği paylara ilişkin tasfiye payına katılamaz. Çünkü tasfiye ile anonim şirket zaten ortadan kalkacaktır. Ayrıca tasfiye payı, şirket için sermaye koyan pay sahiplerinin, koydukları bu sermayeyi nihai olarak iade alması anlamını taşır. Anonim şirket ise iktisap ettiği paylar bakımından herhangi bir sermaye ortaya koymadığı için tasfiye sonunda sermayeyi iade almaması doğal bir sonuçtur³⁶⁴. Bu durumda tasfiye payı, anonim şirketin elindeki paylar hesaba katılmadan tedavüldeki paylara göre yapılacaktır³⁶⁵.

³⁶¹ **Moroğlu**, Erdoğan: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, 4. Baskı, İstanbul 2018, s. 172 vd (Sermaye Artırımı).

³⁶² **Bektaş**, s. 47 vd; **Durmaz**, s. 231 vd. (Ancak yazar durumun teorik açıdan mümkün olsa da halka açık olmayan ortaklıklar bakımından sulandırılmaya müsait olduğunu, bu sebepten konuya çekinceli yaklaştığını ifade etmektedir.).

³⁶³ Bkz. aşağıda İkinci Bölüm II.6.C.

³⁶⁴ **Aydın**, s. 287; **Türk**, s. 299; **Sevi**, s. 102; **Yaşa Saydağ**, s. 133; **Durmaz**, s. 234.

³⁶⁵ **Aydın**, s. 287; **Türk**, s. 299; **Durmaz**, s. 234.

d. Bedelsiz Payları Edinme Hakkı

Yukarıda da belirtildiği üzere TTK m. 389/1'e göre anonim şirketin iktisap ettiği kendi paylarına ilişkin sahip olacağı tek hak bedelsiz payları edinme hakkıdır. Bedelsiz payları edinme hakkı, iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında, bu durumun tescili ile mevcut pay sahiplerine payları oranında kendiliğinden ortaya çıkar³⁶⁶. Böyle bir durumda şirketin iktisap ettiği paylara ilişkin bedelsiz paylar da kendiliğinden şirket tarafından iktisap edilecektir. Bu durum TTK m. 462/3'ün son cümlesinde düzenlenen bedelsiz paylardan vazgeçilemeyeceği ve bu hakkın sınırlanamayacağı düzenlemesi ile uyumludur³⁶⁷.

Ancak anonim şirket bedelsiz olarak edindiği bu paylara ilişkin hakları, şirket tarafından iktisap edilen paylar da olduğu gibi kullanamayacaktır³⁶⁸.

C. Koruyucu ve Aydınlatıcı Haklara İlişkin

TTK m. 389 açık hükmü gereği oy hakkında olduğu gibi genel kurula katılma hakkı, iptal davası açma hakkı, azınlık hakları gibi oy hakkı ile bağlantılı diğer haklar da şirket tarafından kullanılamayacaktır³⁶⁹.

Aynı şekilde bilgi alma ve inceleme hakkı ve özel denetim isteme gibi aydınlatıcı hakların da şirket tarafından kullanılamayacağı açıktır. Bu hakların şirket tarafından kullanılması mantıken de mümkün değildir. Zira böyle bir halde şirketin kendi kendinden bilgi istemesi ya da şirketin kendisinin özel denetim istemesi gibi mantıksız bir durum ortaya çıkacaktır³⁷⁰. Aynı durum iptal davası açma ya da kurucular, yönetim kurulu

³⁶⁶ Aydın, s. 298; Türk, s. 302; Durmaz, s. 233.

³⁶⁷ Türk, s. 302.

³⁶⁸ Türk, s. 302.

³⁶⁹ Durmaz, s. 213.

³⁷⁰ Yaşa Saydağ, s. 135; Durmaz, s. 213.

üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları hakkında sorumluluk davası açma hakkı gibi koruyucu haklar bakımından da geçerlidir³⁷¹.

VI. KENDİ PAYINI İKTİSAP ETMENİN YÖNTEMLERİ

1. Borsa Üzerinden Yapılan Alımlar (*Open Market Repurchase*)

Amerikan hukuku bakımından pay geri alımlarında en çok kullanılan yöntem borsa üzerinden pay geri alımı yöntemidir³⁷². Bu yöntemde şirket pay geri alımlarını birkaç ay hatta birkaç yıla varacak şekilde uzun bir sürede ve parça parça yapar. Bu sebepten pay geri alımını uzun bir süreye yaymak isteyen şirketler bakımından avantajlı bir yöntemdir³⁷³. Bunun yanında programın uzun bir sürece yayılması sebebiyle şirket paylarını düşük bedellerden geri alma fırsatına da sahip olabilecektir³⁷⁴. Ayrıca bu yöntemle yapılan pay geri alımları diğerlerine nazaran genellikle daha dar hacimlidirler³⁷⁵.

Bu yöntemin diğer avantajı ise şirketin pay geri alımı yapacağını açıklamasına rağmen buna uyma yükümlülüğünün bulunmamasıdır. Böylelikle yöntem şirkete yaşanabilecek gelişmeler karşısında esneklik imkânı tanır³⁷⁶.

Bu yöntemle yapılan pay geri alımlarında, işlem borsa üzerinden gerçekleştiği için paylarını satanlar payı kime sattıklarını bilmezler³⁷⁷. Bu sebepten pay fiyatlarına ek olarak

³⁷¹ Türk, s. 303; Yaşa Saydağ, s. 135.

³⁷² Dann, Larry Y.: Common Stock Repurchases, Journal of Financial Economics 1981, C. 9 S. 2, s. 115; Vermaelen, s. 177.

³⁷³ Dann, s. 115; Çeliktaş, s. 99.

³⁷⁴ Aydın, s. 57.

³⁷⁵ Dann, s. 115; Aydın, s. 56.

³⁷⁶ Çeliktaş, s. 99; Aydın, s. 57 (Ayrıca Aydın'a göre şirketin bu yöntemle geri alım yaptığı takdirde payların ne zaman, hangi miktarda ya da gerçekte bir pay geri alımı olup olmadığı konusunda bilgi verme zorunluluğu yoktur.).

³⁷⁷ Özdamar, s. 131.

prim verilmez³⁷⁸. Bu yüzden en ucuz pay geri alım yöntemi olarak kabul edilmektedir³⁷⁹. Bunun yanında borsa üzerinden yapılan pay geri alımlarında mahiyeti gereği eşit işlem ilkesine uygun davranıldığı kabul edilmektedir³⁸⁰.

2. Aleni Pay Alım Teklifi Yoluyla Yapılan Alımlar (*Self Tender Offer*)

Aleni pay alım teklifi yoluyla yapılan pay geri alımları sabit fiyattan pay alım teklifi (*fixed price tender offer*), fiyat aralığı belirleme yoluyla pay alım teklifi (*Hollanda usulü açık arttırma yoluyla – Dutch auction tender offer*) ve devredilebilir satım opsiyonu hakkı (*put rights*) tanınması yoluyla pay alımı olmak üzere üçe ayrılırlar.

A. Sabit Fiyattan Pay Alım Teklifi (*Fixed Price Tender Offer*)

Bu yöntem genellikle büyük miktarda payın şirket tarafından kısa sürede geri alınmasının istenmesi halinde kullanılır³⁸¹. Şirket bu yönteme başvuracaksa ne kadar payı ne kadar süre içerisinde ve hangi fiyattan alacağını önceden açıklar³⁸². Bunun yanında bu yöntemi kullanan şirketler sıklıkla süreyi sonradan uzatabilme hakkını ve açıkladıklarından daha fazla pay alabilme hakkını saklı tutarlar³⁸³.

Bu yöntemdeki temel dezavantaj, payın değerinin belirlenmesinde yaşanan zorluktur. Her şeyden önce teklif edilecek bedelin borsa değerinden daha yüksek olması, diğer bir deyişle primli olması gerektiği kabul edilmektedir. Aksi halde hiç kimse paylarını şirkete satmaya yanaşmayabilir³⁸⁴. Fiyat gereğinden düşük belirlenmişse kimse payını satmayacağı için yeterli talep toplanamaz ve program sonuçsuz kalır. Şirketin süreyi uzatma hakkını haklı tutması bu sebepten kaynaklanır. Fiyat gereğinden fazla

³⁷⁸ Çeliksa, s. 99, Aydın, s. 58.

³⁷⁹ Vermaelen, s. 178.

³⁸⁰ Çeliksa, s. 99; Aydın, s. 58; Ayan, s. 197.

³⁸¹ Çeliksa, s. 99; Aydın, s. 59.

³⁸² Dann, s. 114; Vermaelen, s. 173; Özdamar, s. 131, Çeliksa, s. 100.

³⁸³ Dann, s. 114; Özdamar, s. 131; Çeliksa, s. 100.

³⁸⁴ Çeliksa, s. 100; Aydın, s. 59.

belirlenmişse bu sefer de gereğinden çok kişi payını satmak isteyebilir. Bu durumda şirketin oransallık ilkesine göre payları satın alması gerekmektedir³⁸⁵.

Anlaşılabacağı üzere sabit fiyattan pay alım teklifi yoluyla, pay geri alımı yapmanın başarıya ulaşması için en önemli unsur şirketin programı ilan ederken belirlediği fiyattır³⁸⁶. Bu fiyatın her zaman uygun bir şekilde belirlenememiş olması diğer yöntemleri ortaya çıkarmıştır³⁸⁷.

B. Fiyat Aralığı Belirleme Yoluyla Pay Alım Teklifi (Hollanda Usulü Açık Arttırma Yolu – Dutch Auction Tender Offer)

Hollanda usulü³⁸⁸ açık arttırma yolu olarak da adlandırılan bu yöntemde sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine göre farklı olan asıl unsur pay fiyatının sabit olarak değil belirli bir aralık olarak belirlenmesidir³⁸⁹. Genellikle şirketin belirlediği en düşük fiyat payın borsa değerinden biraz fazla iken, en yüksek fiyat ise sabit fiyatlı pay alım teklifine yakın bir fiyattır³⁹⁰. Bu sayede paylarını satmak isteyen paydaşların da işleme katılması sağlanmış olur³⁹¹. Bununla sabit fiyatlı aleni pay alım teklifindeki temel dezavantaj olan pay senedinin fiyatının belirlenmesi problemine bir çözüm getirilmiş olur³⁹².

³⁸⁵ Vermaelen, s. 173; Çelikleş, s. 100; Aydın, s. 60.

³⁸⁶ Çelikleş, s. 100; Aydın, s. 60.

³⁸⁷ Aydın, s. 60.

³⁸⁸ Bu yöntem kaynağını 17. yy'da Hollanda'da yapılan çiçek satışlarından almaktadır. Bu açık arttırma usulünde fiyat açık arttırmacı fiyatı en yüksek fiyattan açarak zamanla aşağıya doğru iner ve ilk teklif eden kişiye mal satılmış olur. Birden fazla stok varsa satıcı tüm stoklar tükenene kadar fiyatları indirmeye devam eder (Vickrey, William: Counterspeculation, Auctions, and Competitive Sealed Tenders, The Journal of Finance 1961, C. 16, S. 1, s. 14; Anand, Anita I.: Regulating Issuer Bids: The Case of the Dutch Auction, McGill Law Journal 2000, C. 45, S. 1, s. 136; Çelikleş, s. 101.).

³⁸⁹ Comment/Jarrell, s. 1247; Vermaelen, s. 175; Çelikleş, s. 101.

³⁹⁰ Comment/Jarrell, s. 1247.

³⁹¹ Comment/Jarrell, s. 1247; Özdamar, s. 132; Aydın, s. 61.

³⁹² Aydın, s. 61.

Bu yöntemde şirket sabit fiyatlı aleni pay alım teklifinde olduğu gibi almak istediği pay miktarını ve teklifin geçerlilik süresini önceden ilan eder. Ancak şirket öncekinden farklı olarak fiyatı sabit şekilde ilan etmek yerine, belirleyeceği bir tavan ve taban fiyatı ile aralıklı olarak açıklar³⁹³.

Daha sonra paylarını şirkete satmak isteyen pay sahipleri şirkete başvurarak, ne kadar payını hangi fiyattan satmak istediğini (şirket tarafından belirtilen fiyat aralığı içinde olmak koşuluyla) belirtir. Şirket belirttiği süre sonunda en düşük fiyattan yapılan teklifler başta olmak üzere, en yüksek fiyata doğru payları toplamaya başlar. Diğer bir deyişle şirket öncelikle paylarını en düşük fiyattan satmayı isteyen pay sahiplerinin paylarını geri alır. Bu şekilde şirketin açıkladığı miktara ulaşılan kadar paylar toplanır. Miktar bakımından hedefe ulaşıldığı anda alınan payın değeri, alınan diğer düşük fiyatlı tüm paylar bakımından da geçerli olur. Diğer bir anlatımla bu yöntemde payını düşük fiyattan satmayı teklif eden pay sahibi, payını teklif ettiği fiyata satmış olmaz. İlan edilen miktara ulaşıldığı andaki pay değeri diğer tüm alınan paylar bakımından da geçerli olur. Neticede şirket payları tek bir fiyattan geri almış olur. Ancak bu değer üzerinde teklif veren kişiler bakımından şirketin bir yükümlülüğü bulunmamaktadır³⁹⁴. Eğer teklif edilen pay sayısı şirketin almayı düşündüğü pay sayısından daha yüksekse şirket payları oransal olarak satın alır³⁹⁵.

Hollanda usulü pay alım yöntemi, sabit fiyatlı pay alım teklifine göre payların daha ucuz fiyattan alınmasını sağlar³⁹⁶. Ancak payların daha düşük fiyattan alınması

³⁹³ Aydın, s. 61. Karş bkz. Özdamar, s. 132. Yazara göre bu yöntemde şirket tarafından herhangi bir tavan veya taban fiyatı belirlenmez. Şirket yalnızca pay geri alacağına açıklar ve ardından pay sahipleri şirkete başvurarak ne kadar payını, hangi fiyattan satmak istediklerini bildirirler. Daha sonra şirket pay sahiplerinin sundukları fiyatların ortalamasını, alım fiyatı olarak belirler. Bu fiyat ve altındaki payları alır.

³⁹⁴ Comment/Jarrell, s. 1247; Özdamar, s. 133; Çeliktaş, s. 101; Aydın, s. 61.

³⁹⁵ Çeliktaş, s. 101.

³⁹⁶ Comment/Jarrell, s. 1247; Vermaelen, s. 176; Özdamar, s. 133; Çeliktaş, s. 101; Aydın, s. 62.

nedeniyle bu yöntemin payların düşük değeri sınıyalını verme gücü de sabit fiyat yöntemine göre daha zayıftır³⁹⁷.

Özdamar tarafından bu yöntem özellikle halka açık şirketler tarafından borsa kurunun kolayca manipüle edebilmesine izin vereceği gerekçesiyle eleştirilmiştir³⁹⁸. *Aydın*'a göre ise borsa kurunda manipülasyon yapılabilmesi için işlemlerin borsa üzerinden yapılması gerektiği belirtilmiştir. Ancak bu yöntemde işlemler borsa üzerinden değil anonim bir şekilde değil doğrudan şirketin yaptığı bir alım teklifi üzerine yapılmaktadır. Bu sebepten yazara göre bu yöntemin kuramsal olarak borsa kurunu manipüle etmesi mümkün görünmemektedir³⁹⁹.

C. Devredilebilir Satım Opsiyonu Hakkı (*Put Rights*) Tanınması Yoluyla Pay Alımı

Aleni pay alım teklifinin diğeri bir yöntemi ise satım opsiyonu hakkı tanınması yoluyla yapılan geri alımlardır. Bu yöntemde şirket sabit fiyattan alım yoluyla olduğu gibi geri alacağı pay miktarını, pay adetini ve programın süresini önceden belirtir. Ancak bu yöntemde farklı olarak pay sahiplerinin şirkete satabileceği payların miktarına ilişkin bir sınırlama vardır. Bu sınırlama şirketin geri almayı düşündüğü pay adedinin, toplam pay adedine olan orana göre belirlenir⁴⁰⁰.

Örneğin şirketin geri alacağı pay miktarını, şirketin toplam pay miktarına olan oranı yüzde beş ise payını şirkete satmak isteyen pay sahibinin de şirkete satabileceği miktar kendisine ait payların yüzde beşi kadar olabilecektir.

³⁹⁷ *Comment/Jarrell*, s. 1247.

³⁹⁸ *Özdamar*, s. 133.

³⁹⁹ *Aydın*, s. 62, dp. 22.

⁴⁰⁰ *Çeliktaş*, s. 102; *Aydın*, s. 63.

Pay sahiplerine önceden tanınmış olan satım opsiyonu hakkı sayesinde, pay sahiplerinin yapacağı tek taraflı bir bildirimle sözleşme kurulmuş olur. Bundan sonrası için şirket bedeli ödemek, pay sahibi de payını devretmek borcu altına girmiş olur⁴⁰¹.

Ancak bütün pay sahipleri kendisine tanınmış olan satım opsiyonu hakkını kullanmak istemeyebilir ya da kendisine tanınmış olan miktardan daha fazlasını satmak isteyebilirler. Bu durumda pay sahipleri hakkın devredilebilir niteliği ve ikincil piyasalarda işlem görebilmesi sayesinde, hakkını bir başkasına satabilirler. Böylelikle payını şirkete satmak istemeyen, opsiyon hakkını bir başkasına satarak kâr edebilmekte, kendisine tanınan miktardan daha fazla satmak isteyen kişi ise başkasından opsiyon hakkı satın alarak bu isteğini yerine getirebilmektedir. Şirket ise pay sahiplerinin şirkete satabileceği miktar önceden belirli olduğu için gereğinden fazla talep sorunundan kurtulmuş olmaktadır⁴⁰².

Bu yöntemin dezavantajı ise sabit fiyat yönteminde olduğu gibi fiyat belirleme problemidir. Ancak bu yöntemde fiyatı düşük bulması nedeniyle payını satmak istemeyen pay sahiplerinin, hakkını fiyatı uygun bulanlara devredebilmesi nedeniyle fiyat belirleme sorununun daha az sorun teşkil edeceği savunulmaktadır⁴⁰³.

3. Birebir Müzakereler Yoluyla Yapılan Alımlar (*Privately Negotiated Repurchases*)

Bu yöntem şirket tarafından büyük pay sahiplerinden büyük miktarda pay alımı yapılacaksa tercih edilmektedir. Bu yöntemde şirket teklifi yalnızca büyük pay sahibine yöneltir ve bu pay sahibiyle yapacağı birebir müzakere ederek pay geri alımı şartları belirlenir⁴⁰⁴. Yalnızca müzakere edilen pay sahibinin payları alınır, geri kalan pay

⁴⁰¹ Çeliksa, s. 102; Aydın, s. 63.

⁴⁰² Çeliksa, s. 102; Aydın, s. 63.

⁴⁰³ Aydın, s. 64.

⁴⁰⁴ Özdamar, s. 134; Çeliksa, s. 102; Aydın, s. 64.

sahiplerinin payları geri alınmaz⁴⁰⁵. Böylece şirket büyük miktarda payı kısa sürede alma şansı elde eder⁴⁰⁶.

Bu yöntem özellikle kapalı tip anonim şirketlerde bazı ortakların ayrılmak istemesi halinde veya şirket yönetiminin tıkanmasında bu kişilerin paylarının şirket tarafından geri alınarak sorunun çözülmesi amacıyla kullanılır⁴⁰⁷. Zaten bu tarz problemlerin mevcut olması durumunda problemin diğer yöntemlerle çözülmesi mümkün değildir⁴⁰⁸. Zira bu problemlerin olması halinde, sorun bu kişilerin paylarının alınmasıyla çözülebilir. Ancak diğer yöntemlerde pay alımı bütün pay sahiplerine yöneltilmektedir.

Yöntem ayrıca düşmanca devralmayı önleme amacıyla da yapılabilir⁴⁰⁹. Bu sebepten bir paya ödenecek prim miktarı yüksektir⁴¹⁰. Özellikle şirketin paylarının bir kişi tarafından borsadan toplanması ve toplanan payların şirket yönetiminin ele geçirileceği yönünde şantaj olarak kullanılması halinde bu yönteme başvurulur⁴¹¹. Bu şekildeki geri alımlara yukarıda da bahsedildiği üzere “greenmail” işlemler adı verilir. Greenmail işlemler nedeniyle şirket tarafından iktisap edilen paylara ödenen primler oldukça yüksektir. Şirket bu şekilde bir pay geri alımı yaptığında payını satan kişiye genellikle şirketin paylarını bir süre geri almama yükümlülüğü de yükler. Bu yükümlülüğe “*standstill agreement*” adı verilir⁴¹².

Bu yöntemin temel sakıncası ise eşit işlem ilkesine zarar verebilecek nitelikte olmasıdır⁴¹³. Ancak yukarıda da değinildiği üzere eşit işlem ilkesi kural olarak mutlak bir

⁴⁰⁵ Çeliktaş, s. 102.

⁴⁰⁶ Çeliktaş, s. 102; Aydın, s. 64.

⁴⁰⁷ Aydın, s. 65.

⁴⁰⁸ Aydın, s. 65.

⁴⁰⁹ Özdamar, s. 134; Çeliktaş, s. 102; Aydın, s. 65.

⁴¹⁰ Çeliktaş, s. 102.

⁴¹¹ Vermaelen, s. 177; Aydın, s. 65.

⁴¹² Aydın, s. 66.

⁴¹³ Özdamar, s. 134; Aydın, s. 66.

şekilde uygulanmaz. Bu sebepten yapılan işlem haklı ve objektif bir gerekçeye dayanıyorsa eşit işlem ilkesine aykırı bir durum oluşmayacağı söylenebilecektir⁴¹⁴.

4. Hızlandırılmış Pay Geri Alımları (*Accelerated Share Repurchase*)

Son yıllarda Amerika’da popüler olan diğer bir yöntem de hızlandırılmış pay geri alım yöntemiyle yapılan geri alımlardır. Bu yöntemle şirket pay geri alımlarını doğrudan yapmak yerine bir aracı vasıtasıyla yapar⁴¹⁵. Burada aracı genellikle bir yatırım bankası olmaktadır⁴¹⁶. Şirket yatırım bankasıyla yaptığı anlaşma neticesinde önceden belirlenmiş bir fiyattan kendi paylarını satın alır⁴¹⁷. Banka ise şirkete verdiği payları genellikle müşterilerinden vadeli işlemlerle (kısa-short pozisyon) ödünç alır⁴¹⁸. Buradaki müşteriler genellikle kurumsal yatırımcılardır. Banka ödünç aldığı payları borsa üzerinden satın alarak, belirli bir süre aralığı boyunca müşterilerine geri öder⁴¹⁹. Süre genellikle 1 yıl olmaktadır⁴²⁰. Ayrıca yapılan anlaşma gereği şirket, banka kısa pozisyonları kapatırken, şirketin bir pay için ödediği bedelden daha fazla bedel ödemişse bu farkı bankaya ödemeyi kabul etmektedir⁴²¹. Diğer bir deyişle bu yöntemde banka kısa pozisyonları kapatırken şirketin paylarını daha fazla fiyata almak zorunda kalmışsa şirket bu durumu tazmin etmektedir.

⁴¹⁴ Aydın, s. 66.

⁴¹⁵ Chemmanur, Thomas J./Cheng, Yingmei/Zhang, Tianming: Why do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?, SSRN Electronic Journal 2010, s. 2 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1570842, E.T. 04.05.2025); Bargerón, Leonce/Kulchania, Manoj/Thomas, Shawn: Accelerated Share Repurchases, Journal of Financial Economics 2011, C. 101, S. 1, s. 69; Guéant, Olivier/Manziuk, Iuliia/Pu, Jiang: Accelerated Share Repurchase and Other Buyback Programs: What Neural Networks Can Bring, Quantitative Finance 2020, C. 20, S. 8, s. 1389.

⁴¹⁶ Guéant/Manziuk/Pu, s. 1389.

⁴¹⁷ Bargerón/Kulchania/Thomas, s. 69; Guéant/Manziuk/Pu, s. 1389.

⁴¹⁸ Bargerón/Kulchania/Thomas, s. 69; Guéant/Manziuk/Pu, s. 1389.

⁴¹⁹ Bargerón/Kulchania/Thomas, s. 69; Guéant/Manziuk/Pu, s. 1389.

⁴²⁰ Guéant/Manziuk/Pu, s. 1389. Bu programın borsa üzerinden yapılan geri alımlar ile olan kıyasına ilişkin bkz. Chemmanur/Cheng/Zhang, s. 10.

⁴²¹ Bargerón/Kulchania/Thomas, s. 69; Guéant/Manziuk/Pu, s. 1389.

Aslında bu yöntem türev işlemlerle gerçekleştirilen pay geri alım yöntemlerinden bir tanesidir. Bunun yanında türev işlemlerle gerçekleştirilen diğer pay geri alım yöntemleri; satım opsiyonu yazılması, alım opsiyonu satın alınması, sıfır maliyetli koridor satın alınması, forward sözleşmesi satın alınması, sentetik pay geri alımları ve yukarıda incelenen devredilebilir satım opsiyonu kullanılması olarak sıralanabilir⁴²². Ancak bunların tek tek incelenmesi tezimizin kapsamını aşağı için burada değinilmekten kaçınılmıştır.

⁴²² Bu yöntemler hakkında bkz. **Vermaelen**, s. 179; **Pirgaip**, s. 25-33.

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERİN KENDİ PAYLARINI SATIN ALMASI VE PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI

I. KONUNUN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA DÜZENLENİŞ BİÇİMİ

1. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Halka Açık Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Alması

A. Türk Ticaret Kanunu Hükümleri ile Sermaye Piyasası Mevzuatı Hükümlerinin Karşılaştırılması

Anonim şirketlerin kendi payını iktisap etmesi hem TTK'da hem de sermaye piyasası mevzuatında ayrı ayrı düzenlenmiştir. Bu sebepten ilk etapta ilgili hükümlerin birlikte nasıl uygulanacağına değinmekte yarar vardır. İlk olarak TTK m. 379/5'te "*pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu'(nun) şeffaflık ilkeleri ile fiyata ilişkin kurallar yönünden gerekli düzenlemeleri yapa(bileceği)*" düzenlenerek TTK ile halka açık anonim şirketler yönünden Kurul'a bir yetki verilmiştir. İkinci olarak TTK m. 387'de şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin diğer kanun hükümleri saklı tutulmuştur. Diğer yandan SerPK m. 2/2'de de genel hükümlerin SerPK veya ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde uygulanacağı belirtilmiştir.

Bu hükümler nedeniyle SerPK'nın ve Kurul düzenlemelerinin, TTK hükümlerine göre öncelikli şekilde uygulanması gerekir⁴²³. Diğer bir deyişle açıklanan düzenlemelerle konuyla ilgili TTK hükümleri birincil kural olma niteliğini yitirmiştir⁴²⁴. Bunun yanında SerPK'nın, TTK karşısında daha özel nitelikte olduğu tartışmasızdır. Bu bağlamda hukukun genel ilkelerinden olan özel kanun genel kanunu ilga eder (*Lex specialis derogat legi generali*) prensibi nedeniyle de SerPK'nın öncelikle uygulanacağını söylemek yanlış

⁴²³ Türk, s. 399.

⁴²⁴ Karacan/Erişir Karacan, s. 105.

olmaz. Bu bağlamda, TTK m. 379 vd. hükümleri tamamlayıcı nitelikte olup SerPK veya Kurul düzenlemelerinde hüküm bulunmayan hallerde başvurulacak niteliktedir⁴²⁵.

B. SerPK'ya Göre Halka Açık Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Alması

Halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını satın alması SerPK m. 22/1'de düzenlenmiştir. Anılan fıkraya göre: *“Halka açık ortaklıklar, kendi paylarını, Kurul tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabilir ve rehin olarak kabul edebilirler. Kurul, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler.”*. Maddede kendi paylarını satın almak kavramından bahsedilse de satış sözleşmesi dışında bir hukuki işlemle pay alınması durumunda da niteliğine uygun düştüğü ölçüde sermaye piyasası mevzuatı hükümleri uygulanmalıdır⁴²⁶.

Madde metninden anlaşılacağı üzere kanun çok genel nitelikte düzenlenmiş olup konu neredeyse tamamen Kurul düzenlemelerine bırakılmıştır. Sırasıyla Kurul'un bu madde uyarınca düzenleyebileceği unsurlar;

- i)* halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlar,
 - ii)* işlem sınırları,
 - iii)* geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası,
 - iv)* bu hususların kamuya açıklanmasına,
- ilişkin usul ve esaslardır.

⁴²⁵ Karacan/Erişir Karacan, s. 105; Türk, s. 399.

⁴²⁶ Manavgat, Çağlar: Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016, s. 515.

Bunun yanında SerPK m. 24'te ayrılma hakkı sebebiyle şirketin paylarını geri alabileceği düzenlenmiş ve Kurul'a bu hakkın kullanılmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemesi yetkisi verilmiştir.

SerPK m. 27'de ortaklıktan çıkarma ve satma hakkı kapsamında da şirketlerin kendi paylarını geri alabileceği düzenlenmiş ve ayrılma hakkıyla benzer şekilde bu hakkın kullanılmasına ilişkin usul ve esaslarının belirlenmesinde de Kurul'a yetki verilmiştir.

2. Geri Alınan Paylar Tebliğine Göre Halka Açık Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Alması ve Pay Geri Alım Programı

A. Genel Olarak

Yukarıda da belirtildiği üzere şirketlerin kendi paylarını satın alması konusunda SerPK'da genel bilgiler verilmiş ve konunun detaylarının düzenlenmesi için Kurul'a yetki tanınmıştır. Bu yetkiyle Kurul tarafından Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1) düzenlenmiş ve 03.01.2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ dayanaklarını düzenleyen m. 3'te dayanak olarak yalnızca SerPK m. 22 değil SerPK m. 48, 101 ve 108 düzenlemeleri de gösterilmiştir.

Tebliğ düzenlemeleri, TTK m. 379 vd. hükümlerinden bazen kısmen bazen ise tamamen ayrılmaktadır. Şirketlerin kendi paylarını edinmesine genellikle halka açık şirketlerde rastlanır. Bu durum dikkate alındığında, uygulamada çoğu zaman Tebliğ hükümlerinin uygulandığı ve TTK m. 379 vd. hükümlerinin işlevsiz kaldığı söylenebilir⁴²⁷. Bu sebepten Tebliğ hükümlerinin TTK düzenlemelerini dikkate almadan yapılmış olması ve birçok farklılık içermesi doktrinde eleştirilmiştir⁴²⁸. Şöyle ki, TTK m. 379 vd. hükümleri halka kapalı şirketler için yazılmış değildir. Aksine daha çok halka açık veya payları borsada işlem gören şirketler için uygulanabilecek niteliktedir. Bu

⁴²⁷ **Türk**, s. 401.

⁴²⁸ **Türk**, s. 402; **Manavgat**, s. 515.

nedenle Kurul'un TTK m. 379/5'te belirtildiği gibi yalnızca sermaye piyasasının şeffaflığı, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ve fiyata ilişkin konularda düzenleme yapması gerekirdi. Ancak Tebliğ'de şirketlerin kendi paylarını satın alması konusunda çok detaylı düzenlemelere yer verilmiş ve birçok konuda sebepsiz ve gereksiz yere TTK m. 379 vd. hükümlerinden ayrılmıştır⁴²⁹.

Tebliğ ile getirilmiş olan pay geri alımına ilişkin düzen incelenecek olursa genel olarak sürecin dört ana hattan ibaret olduğu söylenebilir. Buna göre süreç; i) yönetim kurulu tarafından geri alım işlemlerine temel oluşturacak bir geri alım programı oluşturulması, ii) bu programın Tebliğ'de yer alan usullerde kamuya duyurulması, iii) programın genel kurul onayına sunulması, iv) genel kurulun programı onaylaması halinde söz konusu programa uygun olarak payların geri alınması safhalarından oluşur.

Bu durumda halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını satın almasında, TTK hükümlerinden farklı olarak “geri alım programı” kavramı karşımıza çıkmaktadır. Tebliğ m. 4/1'e yapılan tanıma göre geri alım programı “*Ortaklık paylarının geri alımına ilişkin bu Tebliğde belirlenen çerçevede hazırlanıp ortaklık genel kurulu tarafından onaylanan usul ve esasları*” ifade eder. Diğer yandan pay geri alım programı, halka açık anonim şirketlerin yapacakları pay geri alım işlemlerinde kullanmak üzere hazırladığı bir niyet belgesidir⁴³⁰. Bu niyet belgesi ile şirket yatırımcılara ve pay sahiplerine, paylarını almak niyetinde olduğunu ve bunun olası sonuçlarını açıklar. Ayrıca pay geri alım programı, yapılacak pay geri alım işlemleri için bir kaynak/temel teşkil eder. Şu kadar ki, istisnai haller bir kenara bırakılırsa halka açık bir anonim şirketin pay geri alım programı olmaksızın kendi paylarını geri alması mümkün değildir. Bu sebepten halka açık anonim şirketin yapacağı pay geri alımı ile pay geri alım programı birbirinden ayrı düşünülemez.

⁴²⁹ **Türk**, s. 402; **Manavgat**, s. 515.

⁴³⁰ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 134.

Bunun yanında pay geri alım programlarının uygulanma sürecinde birçok farklı durumun kamuya duyurulması gerekmektedir. Bu nedenle geri alım programları SerPK m. 32’de düzenlenen kamuyu aydınlatma belgesi niteliğini de haizdir⁴³¹. Özellikle Tebliğ m. 12’de düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri incelendiğinde pay geri alım programlarının, pay geri alım işlemlerine temel teşkil etme işlevi yanında kamuyu aydınlatma amacı güttüğü anlaşılmaktadır.

Nihayetinde, halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını geri almasındaki başat unsur geri alım programıdır. Geri alım programları yatırımcılara ve pay sahiplerine yönelik bir niyet belgesi niteliği taşıdığı gibi kamuyu aydınlatma belgesi niteliği de taşır. İstisnai haller bir kenara bırakılırsa, halka açık bir anonim şirketin pay geri alım programı olmaksızın kendi paylarını geri alması mümkün değildir.

B. Tebliğ’in Hukuken Geçerli Olup Olmadığı Problemi

Yukarıdaki başlıkta belirtildiği üzere Tebliğ birçok yönden TTK hükümlerine aykırı düzenlemeler içermektedir. Bu hal sebebiyle Tebliğ ile TTK hükümlerine aykırı düzenlemeler getirip getirilemeyeceğini, getirilen hükümlerine hukuken korunup korunmayacağını tartışmakta fayda vardır.

Yukarıda 10.08.2011 tarihli İlke Kararı’nın, eTTK’ya aykırı hükümlerinin uygulanamayacağına doktrinde ifade edildiği belirtilmiştir⁴³². Ancak ilgili İlke Kararı zamanında eSerPK yürürlükteydi ve bu Kanun şirketlerin kendi payını satın almasına yönelik düzenleme içermemektedir. Bu sebeple bu konuya ilişkin eTTK hükümlerinin uygulanacağı kabul edilmekteydi. Bu doğrultuda da kanun hükümlerine aykırı düzenlemelerin İlke Kararı ile yapılamayacağı nedeniyle İlke Kararı’nın kanuna aykırı hükümlerinin uygulanamayacağı ifade edilebilmekteydi.

⁴³¹ **Manavgat**, s. 531. Bu durum aşağıda daha detaylı bir şekilde incelenmiştir. Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm I.

⁴³² Bkz. yukarıda Birinci Bölüm II.3.

Ancak Tebliğ'in hukuki durumu bundan farklıdır. Zira TTK'ya göre daha yeni tarihli ve daha özel nitelikte bulunan SerPK ile Kurul'a detaylı bir şekilde düzenleme yapma konusunda yetki tanınmıştır. Bunun yanında TTK m. 387 ile diğer kanunlardaki hükümler saklı tutulmuş, SerPK m 2/2'de ise genel hükümlerin SerPK'da veya ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde uygulanacağı düzenlenmiştir. Bu doğrultuda, Tebliğ açık bir yetkiye dayanılarak çıkarılmış olup hukuken geçerlidir⁴³³. Dolayısıyla, TTK m. 379/5⁴³⁴ uyarınca Kurul'un yalnızca şeffaflık ilkeleri ve fiyata ilişkin düzenlemeler yapabileceği ve bu nedenle Tebliğ hükümlerinin geçersiz olduğu ileri sürülemez. Bununla birlikte, Tebliğ'de veya SerPK'da düzenleme bulunmayan durumlarda TTK hükümlerinin uygulanacağı kabul edilmelidir⁴³⁵.

II. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARINA İLİŞKİN ŞARTLAR VE SINIRLAR

1. Tebliğ'in Kapsamı

Tebliğ m. 1'de, Tebliğ hükümlerinin halka açık şirketlerin kendi paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesini düzenlediği ifade edilmiştir. Diğer bir deyişle Tebliğ hükümleri borsada işlem gören veya borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerde uygulanacaktır. Bu durum yukarıda bahsedilen 10.08.2011 tarihli İlke Kararı'ndan farklıdır⁴³⁶. Zira İlke Karar yalnızca borsada işlem gören halka açık şirketlere yönelik düzenlemeler içermektedir.

Tebliğ hükümleri şirketlerin tarafından kendi paylarının satın alınması sonucunu doğuracak bir sermaye piyasası aracı satın alınması veya ihraç edilmesi durumlarında da geçerlidir (Tebliğ m. 2/1). Bu sebepten şirkete kendi paylarını satın alma yükümlülüğü

⁴³³ **Türk**, s. 402.

⁴³⁴ "Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu şeffaflık ilkeleri ile fiyata ilişkin kurallar yönünden gerekli düzenlemeleri yapar."

⁴³⁵ **Türk**, s. 403.

⁴³⁶ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm II.2.

getiren menkul kıymetler (*opsiyonlu tahviller veya paya dönüştürülebilir tahviller*) ve repo işlemleri de Tebliğ kapsamındadır⁴³⁷. Ayrıca TTK m. 379 hükmünde olduğu gibi Tebliğ m. 2' de bağlı şirketin ana şirket paylarını almasının ve üçüncü bir kişinin kendi adına ancak şirket veya bağlı şirket hesabına işlem yapmasının Tebliğ kapsamında olduğu belirtilmiştir.

Ancak borsada işlem gören veya görmeyen anonim şirketler bakımından Tebliğ'de farklı hükümler bulunmaktadır. Bunun yanında Tebliğ m. 2/3'te, *değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ile paylarını nitelikli yatırımcılara arz eden yatırım ortaklıkları için Tebliğ hükümlerinin uygulanmayacağı* düzenlenmiştir. Değişken sermayeli şirketlerin özelliği sebebiyle Tebliğ kapsamında tutulmaması uygun görülmektedir⁴³⁸. Zira değişken sermayeli yatırım şirketleri, pay ihraç eder ve ihraç olunan payları itfa eder. Değişken sermayeli yatırım şirketleri, pay sahibinin talebi üzerine payları itfa etmek ve şirket sermayesinde buna karşılık gelen pay bedelini geri ödemekle yükümlüdür. Payların itfa edilmesine ilişkin usul ve esaslar esas sözleşmede gösterilir (SerPK m. 50/3). Ayrıca yine bu maddeye göre paylarını nitelikli yatırımcılara arz eden yatırım şirketleri de Tebliğ kapsamında tutulmamıştır.

Bunun dışında birleşme amaçlı şirketlerin gönüllü geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirecekleri geri alımlar da Tebliğ kapsamında değildir. Ayrıca birleşme amaçlı şirketlerin gönüllü geri alım programı dışında paylarını geri alamayacağı da belirtilmiştir (Tebliğ m. 2/4).

İntifa hakkı tesis edilmesine yönelik işlemler Tebliğ'de düzenlemeye alınmamıştır. Bu durum bir eksiklik teşkil etmektedir. Zira Tebliğ'deki, şirketin malvarlığını ve alacaklılarını korumaya yönelik şartlar ile manipülatif eylemlerle yatırımcıların zarara uğramasını engelleme amacına yönelik yasak intifa hakkı tesisi

⁴³⁷ Karacan/Erişir Karacan, s. 113 vd; Türk, s. 405.

⁴³⁸ Karacan/Erişir Karacan, s. 110.

yoluyla etrafından dolaşılabilir⁴³⁹. Bu konuya ilişkin TTK’da da bir hüküm bulunmaması sebebiyle, intifa hakkına ilişkin düzenleme yapılması da yerinde olacaktır⁴⁴⁰.

TTK m. 380’de düzenlenen finansal destek verme yasağı da Tebliğ m. 2/2/c’de Tebliğ kapsamına alınmıştır. Ancak Tebliğ’in herhangi bir maddesinde buna ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu sebepten Tebliğ’in bu düzenlemesi uygulanamaz niteliktedir⁴⁴¹.

2. Geri Alım Programına İlişkin Yetkilendirme ve Yetkili Organ

A. Genel Kural: Genel Kurulun Yetkilendirmesi

Tebliğ m. 5/1’de TTK m. 379/2 düzenlemesinde olduğu gibi şirketin geri alım yapabilmesi için kural olarak genel kurul tarafından yönetim kuruluna bir yetki verilmesi gerektiği belirtilmiştir. Ancak TTK’dan farklı olarak bu yetki yönetim kurulu tarafından önceden hazırlanmış olan bir pay geri alım programının onaylanması suretiyle verilecektir.

a. Yönetim Kurulu Tarafından Pay Geri Alım Programının Hazırlanması

Tebliğ m. 5/1 uyarınca, şirketin pay geri alımı yapabilmesi için kural olarak genel kurul tarafından yönetim kuruluna yetki verilmesi gerekir. Bu yetkilendirme, yönetim kurulu tarafından önceden hazırlanan pay geri alım programının genel kurul tarafından onaylanması şeklinde gerçekleşir. Tebliğ sistemi TTK hükümlerinden farklı olarak, geri alım programının yönetim kurulu tarafından önceden hazırlanarak genula sunulmasını açıkça öngörmektedir⁴⁴². Pay geri alım programı genel kurulun pay geri alımı

⁴³⁹ **Töremiş**, Hatice Ebru: Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Pay Geri Alımlarında Yeni Düzen, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2014, C. 20, S. 2, s. 195.

⁴⁴⁰ **Töremiş**, s. 195.

⁴⁴¹ **Gürel**, Murat: Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı, Ankara 2014, s. 110 vd; **Türk**, s. 405.

⁴⁴² **Türk**, s. 430; **Manavgat**, s. 521.

iradesinin genel çerçevesini oluşturur⁴⁴³. Ancak geri alım programı yönetim kurulu tarafından hazırlanıp genel kurul tarafından onaylanmadığı sürece pay geri alımı yapılamaz⁴⁴⁴. Yönetim kurulu tarafından hazırlanan bu belge ancak genel kurul tarafından onaylandığı zaman bir pay geri alım programı halini alır. Dolayısıyla, halka açık anonim şirketlerin pay geri alımı yapabilmeleri için “pay geri alım programı” kavramı belirleyici bir öneme sahiptir. Anonim şirketlerin kendi payını iktisabında da genel kurulun vereceği bir yetkiyle şirketin kendi payını iktisabının genel çerçevesini çizmesi söz konusudur. Ancak buradaki çerçeve daha dar ve sınırlı olup payların itibari değer toplamı ve pay başına ödenecek bedelin alt ve üst eşiklerinin belirlenmesinden ibarettir⁴⁴⁵.

Yönetim kurulu tarafından önceden hazırlanacak olan bu programın içeriği serbest bırakılmamıştır. Pay geri alım programının Tebliğ m. 8’de belirtilen asgari unsurları barındırması zorunludur. Aksi halde hem yönetim kurulu bazı sorumlulukların doğması hem de asgari unsurları barındırmayan genel kurul kararları bakımından iptal davası söz konusu olabilecektir⁴⁴⁶.

Geri alım programı, şirketin pay geri alımına ilişkin unsurları içeren bir niyet belgesidir. Geri alım programı, niyet belgesi olması sebebiyle mutlaka uygulanacak bir yükümlülük değildir. Ancak geri alım programının mutlaka uygulanacak bir yükümlülük olmaması programın yanıltıcı/manipüle edici davranışlarda kullanabileceği anlamına da gelmemelidir⁴⁴⁷.

Yönetim kurulunun aldığı yetkiyi devredip devredemeyeceği TTK hükümlerinde düzenlenmeyerek bu durum doktrine bırakılmıştır. Doktrindeki baskın görüşte yönetim kurulunun aldığı yetkiyi başkasına devredebileceği kabul edilmektedir⁴⁴⁸. Tebliğ m.

⁴⁴³ **Manavgat**, s. 521.

⁴⁴⁴ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 134.

⁴⁴⁵ **Manavgat**, s. 521.

⁴⁴⁶ Bu sorumluluklar için bkz. aşağıda İkinci Bölüm IV.

⁴⁴⁷ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 134.

⁴⁴⁸ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

5/1’de ise bu durum açıkça düzenlemeye alınmış ve yönetim kurulunun aldığı bu yetkiyi gerçek veya tüzel kişilere devredebileceği kabul edilmiştir. Böylelikle yönetim kurulu operasyonel veya profesyonel gerekçelerle yetkiyi devredebilecektir⁴⁴⁹. Örneğin bu şekilde yetki aracı kurumlara devredilebilecektir⁴⁵⁰.

Ancak bu yetki devrinin nasıl olacağına ilişkin Tebliğ’de veya SerPK’da herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Bu durumda TTK m. 367/1⁴⁵¹’de bulunan genel nitelikli hükmün uygulanıp uygulanmayacağını tartışmak gerekir. Yukarıda da belirtildiği üzere halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını geri almasında uygulanacak olan asıl düzenlemeler SerPK ve Tebliğ’dir. TTK hükümlerine ancak SerPK’da ve Tebliğ’de herhangi bir düzenlemenin yer almaması durumunda başvurulabilir. Yönetim kurulunun almış olduğu bu yetkiyi nasıl devredeceğine ilişkin SerPK’da ve Tebliğ’de herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Bu durumda genel hüküm niteliğindeki TTK m. 367/1 hükmü uygulanmalıdır⁴⁵². Aksi halin kabulü, diğer bir deyişle yetki devrine ilişkin bir serbestinin söz konusu olduğunun kabulü, ortaya bir zarar çıkması durumunda bu zarara kimin katlanması gerektiğine ilişkin bir muğlaklık ortaya çıkarabilecektir. Yetki devrinde TTK m. 367/1’in uygulanacağını kabul edilmesi bu maddede düzenlenen şartların uygulanmasını zorunlu kılacaktır. Buna göre ilk önce yetki devrinin mümkün olabilmesi için en başta esas sözleşme ile buna izin verilmelidir. İkinci olarak yönetim kurulu tarafından devri düzenleyen bir iç yönerge hazırlanmalıdır. Bu iki şart yetki devrinin şekli

⁴⁴⁹ **Töremiş**, s. 197; **Türk**, s. 431.

⁴⁵⁰ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 139.

⁴⁵¹ “Yönetim kurulu esas sözleşmeye konulacak bir hükümle, düzenleyeceği bir iç yönergeye göre, yönetimi, kısmen veya tamamen bir veya birkaç yönetim kurulu üyesine veya üçüncü kişiye devretmeye yetkili kılınabilir. Bu iç yönerge şirketin yönetimini düzenler; bunun için gerekli olan görevleri, tanımlar, yerlerini gösterir; özellikle kimin kime bağlı ve bilgi sunmakla yükümlü olduğunu belirler. Yönetim kurulu, istem üzerine pay sahiplerini ve korunmaya değer menfaatlerini ikna edici bir biçimde ortaya koyan alacaklıları, bu iç yönerge hakkında, yazılı olarak bilgilendirir.”.

⁴⁵² **Manavgat**, s. 521.

şartlarıdır⁴⁵³. Yetkinin devrinin mümkün olup olmaması ise yetki devrinin maddi şartıdır⁴⁵⁴. Tebliğ m. 5/1 'de yetkinin devredilebileceği açıkça düzenlendiği için maddi şart bakımından herhangi bir tartışma söz konusu değildir. Bu durumda yönetim kurulunun almış olduğu yetkiyi devredebilmesi için şekli şartları sağlaması yeterlidir. Diğer bir deyişle yetki devrine esas sözleşme ile izin verilmiş olmalı ve yönetim kurulu tarafından bir iç yönerge hazırlanmış olmalıdır. Esas sözleşmede verilecek izin, genel nitelikte yetki devrine izin verilmesi şeklinde olabilir. Zira devrin nasıl yapılacağı, hangi yetkilerin devredileceği veya yetkinin kime devredileceği gibi detaylı hususlar iç yönerge ile düzenlenecektir⁴⁵⁵. İç yönerge yönetim kurulu tarafından hazırlanan şirketin yönetimini ve çalışma usulünü düzenleyen bir organizasyon metnidir⁴⁵⁶. Yetki devredildiği takdirde, devredilen yetki artık yönetim kurulu tarafından kullanılamaz⁴⁵⁷. Yetki devrinin diğer bir önemli sonucu da sorumluluğa ilişkindir.

Yetki devredildiği takdirde TTK m. 553/2 gereği yönetim kurulu, yetki devri yapılan kişilerin seçiminde makul özeni göstermişse artık bu kişilerin eylemlerinden veya kararlarından sorumlu tutulamaz⁴⁵⁸. Bu durumda geri alım programı için yetki alan yönetim kurulu, bu yetkiyi üçüncü bir kişiye devretmişse yetki devri yaptığı kişinin seçiminde makul özeni gösterdiği takdirde bu kişinin eylem ve kararlarından sorumlu tutulamayacaktır. Buradaki üçüncü kişi yetkili bir aracı kurum veya yatırım kuruluşu ise

⁴⁵³ **Doğan**, Beşir Fatih: Yönetim Kurulunun Devredilemez Yetkileri ve Yönetim Yetkisinin Devri, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2012, C. 18, S. 2, s. 624 (Yetki).

⁴⁵⁴ **Doğan**, *Yetki*, s. 624.

⁴⁵⁵ **Doğan**, *Yetki*, s. 626; **Demirel**, s. 228 (Hatta yazar esas sözleşme çok detaylı ayrıntılı düzenlemeler yapılmasının -örneğin yetkinin kime devredileceği- hukuka aykırı olduğu vurgulamaktadır.).

⁴⁵⁶ **Doğan**, *Yetki*, s. 627; **Demirel**, s. 228.

⁴⁵⁷ **Doğan**, s. 633.

⁴⁵⁸ **Doğan**, s. 633; **Küçüküncay**, Fatma: Anonim Şirketlerde Yetki Devri ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğuna Etkisi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü 2023, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 146 vd. Yetki devrinin murahhas üyeye devri halinde yönetim kurulunun TTK m. 375/1/a ve e bentleri uyarınca gözetim sorumluluğunun devam ettiğine ilişkin bkz. **Küçüküncay**, s. 123 vd.

yetki devri yapılan kişinin seçiminde makul özenin gösterilmiş olması çok katı yorumlanmamalıdır. Zira aracı kurumların ve yatırım kuruluşlarının kurulmasındaki katı şekil şartları ve bu kuruluşların faaliyete geçebilmesi için Kurul tarafından izin verilmesi gerektiği şartları dikkate alınır, makul özenin gösterilmiş olmasında katı bir yorum adil sonuç doğurmayacaktır.

b. Genel Kurul Tarafından Pay Geri Alım Programının Onaylanması

Tebliğ m. 5/1'e göre halka açık anonim şirketlerin pay geri alımı yapabilmesi için kural olarak yönetim kurulu tarafından hazırlanan pay geri alım programının genel kurul tarafından onaylanması gerekir. Diğer bir deyişle TTK m. 379'da bulunan genel kurul yetkilendirmesi, Tebliğ sisteminde yönetim kurulu tarafından hazırlanan pay geri alım programının onaylanması suretiyle olacaktır.

Tebliğ m. 5/3'te genel kurulun vereceği yetkilendirme kararının nisabı konusunda, esas sözleşme ile farklı bir nisap belirlenmedikçe TTK m. 418'in uygulanacağı belirtilmiştir. Buna göre yetkilendirme kararında, genel kurul sermayenin en az dörtte birini karşılayan pay sahipleriyle toplanacak ve toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile karar verilecektir.

TTK m. 379 vd. genel kurulun bu yetkiyi devredip devredemeyeceği açıkça düzenlenmiş değildir. Ancak madde gerekçesinde genel kurulun bu yetkiyi devredemeyeceği düzenlenmiştir⁴⁵⁹. Doktrinde de genel kurulun bu yetkisinin TTK m. 408/2'de sayılmasa dahi devredilemeyeceği kabul edilmektedir⁴⁶⁰. Tebliğ m. 5'te de genel kurulun bu yetkiyi devredip devredemeyeceği düzenlenmiş değildir. TTK sisteminde kabul edilen durumun Tebliğ'de ayrılmayı gerektirecek bir yönü bulunmamaktadır. Bu sebepten Tebliğ m. 5/1'de gösterilen genel kurul yetkisinin devredilemeyeceğini düşünmekteyiz.

⁴⁵⁹ TTK Madde Gerekçeleri, m. 379.

⁴⁶⁰ **Türk**, s. 165; **Durmaz**, s. 93. Bu konu yukarıda incelenmiştir. Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

Doktrindeki bir görüşte yönetim kuruluna verilecek yetkinin esas sözleşmeyle de öngörülebileceği ifade edilmektedir⁴⁶¹. Doktrindeki bir görüşte, yönetim kuruluna verilecek yetkinin esas sözleşme ile de öngörülebileceği ileri sürülmektedir. Ancak bizim de katıldığımız karşıt görüşe göre, bu iddianın herhangi bir pozitif hukuk dayanağı bulunmadığı gibi, şirketin kendi paylarını iktisap etmesinde doğabilecek riskler dikkate alındığında esas sözleşme yoluyla böyle bir yetki verilmesi mümkün değildir⁴⁶². Ayrıca, bu tür bir yetkilendirmenin kabulü, yönetim kurulunun yetkiyi kötüye kullanmasına zemin hazırlayabilir.

Tebliğ m. 12/1' göre "*Yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere genel kurul toplantısı tarihinden en az üç hafta önce ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanır.*". Ayrıca genel kurul tarafından geri alım programında herhangi bir değişiklik yapılması durumunda bunun da kamuya duyurulması gerekmektedir (Tebliğ m. 12/2).

Ayrıca Tebliğ m. 5/2'ye göre şirket paylarının yavru şirket tarafından satın alınması halinde, yavru şirketin yönetim kurulunun hazırlayacağı geri alım programının ana şirketin genel kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. Diğer bir deyişle yavru şirketin yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programını onaylayacak olan ana şirketin genel kuruludur. Ancak yavru şirketin de halka açık bir şirket olması halinde her iki şirketin genel kurulunun da geri alım programına onay vermesi gerekmektedir⁴⁶³.

Peki ana şirket genel kurulunun geri alım programını değiştirerek onayladığı durumda bağlı şirket genel kurulu, bağlı şirket yönetim kurulunun sunmuş olduğu geri

⁴⁶¹ **Töremiş**, s. 197.

⁴⁶² **Türk**, s. 431.

⁴⁶³ Halka açık olmayan bağlı şirketler için Tebliğ ile düzenleme yapılamayacağı, bu yönüyle TTK m. 379'a aykırı olan Tebliğ düzenlemesinin uygulanamayacağı yönünde bir eleştiri için bkz. **Karacan/Erişir Karacan**, s. 138.

alım programını onaylayabilir mi ya da geri alım programını değiştirerek onaylayabilir mi? Diğer bir deyişle bağlı şirketin genel kurulu ana şirketin almış olduğu karara uymak zorunda mıdır? Bu durumda bağlı şirket genel kurulunun, ana şirket genel kurulunun kararına aykırı karar alamayacağını kabul etmek gerekir. Bağlı şirket genel kurulunun ana şirket genel kurul kararından sonra karar alması ve bu kararın ana şirket genel kurul kararına uygun olması gerekir⁴⁶⁴.

B. İstisna: Yakın ve Ciddi Kayıp Hali

Tebliğ m. 5/4'e göre "*Payları borsada işlem gören ortaklıklar, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan yönetim kurulu kararıyla da, bu Tebliğin 12 nci maddesindeki kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlölüklerine uymak şartıyla geri alım yapabilir.*". Buna göre yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacı bulunuyorsa yönetim kurulu yetkilendirme olmaksızın da geri alım yapabilecektir.

Yakınlık kavramı bir tahmin faaliyetidir ve yakınlığı tespit edecek olan yönetim kuruludur. Önceden belirli bir zaman dilimi aralığının yakın olacağını belirtmek doğru değildir, yakınlığın tespitinde somut olayın şartlarına dikkat edilmelidir⁴⁶⁵.

Ciddi kayıp, şirketin varlığını ortadan kaldıracak kadar ağır zarar şeklinde yorumlanamayacağı gibi şirketin günlük faaliyetinde karşılaştığı riskler gibi küçük zararlar şeklinde de yorumlanamaz. Ciddi kaybın tespitinde şirketin büyüklüğüne ve finansal durumuna bakılmalıdır. Bu sebepten kaybın ciddiyeti, her somut olayda beklenen kaybın şirketin büyüklüğüne ve finansal durumuna oranlanmasıyla belirlenecektir⁴⁶⁶.

⁴⁶⁴ **Türk**, s. 432.

⁴⁶⁵ **Manavgat**, s. 524; **Durmaz**, s. 158. TTK kapsamındaki yakın ve ciddi kayıp nedeniyle şirketin kendi payını iktisap etmesi yukarıda incelenmiştir bkz. Birinci Bölüm V.3.A.

⁴⁶⁶ **Durmaz**, s. 159.

TTK'dan farklı olarak Tebliğ m. 5/5'te yakın ve ciddi kayıp hali tanımlanmıştır. Buna göre “*Ortaklık paylarının günlük ağırlıklı ortalama fiyatının yönetim kurulu karar tarihinden önceki son bir ayda,*

a) *Nominal değerinin altında seyretmesi veya*

b) *Yüzde yirminin üzerinde değer kaybetmesi,*

durumlarında yakın ve ciddi bir kaybın varlığı kabul edilir.”. Burada getirilen düzenleme ile yakın ve ciddi kayıp hali yalnızca bu durumların gerçekleşmesine hasredilmemiş olup yakın ve ciddi kayıp hali olarak kabul edilecek bir durum kabul edilmiştir. Diğer bir deyişle bu hallerin gerçekleşmesi halinde yakın ve ciddi kaybın olduğuna ilişkin kesin karine getirilmiştir⁴⁶⁷. Bunun dışında da yakın ve ciddi kayıp halleri ortaya çıkabilir ve yönetim kurulu bunlara dayanarak geri alım yapabilir. Ancak bu hallerde Tebliğ m. 5/6'ya göre yapılacak geri alım öncesinde Kurul'a başvurularak onay alınması şarttır⁴⁶⁸. Böyle bir şartın gerekliliği tartışmalıdır. Zira yakın ve ciddi kayıp halinde genel kurul yetkisinin aranmamasının sebebi derhal harekete geçme zorunluluğudur. Ancak Kurul tarafından onay alınması gerekmesi bu zorunluluğa terstir⁴⁶⁹. Ayrıca bir şirketin yakın ve ciddi kayba uğraması riskini en iyi bilecek olan şirketin yönetim kuruludur. Bu halin mevcudiyetini belirleme yetkisinin idari otoritelere bırakılması doğru değildir⁴⁷⁰. Bunun yanında Kurul işlemine karşı idari yargıda açılacak olan bir iptal davasında yürütmenin durdurulması ya da iptal kararı verilmesi halinde Kurul tarafından verilen onay askıda kalacağından veya iptal olacağından yakın ve ciddi kayıp nedeniyle geri alım yapılması imkânsız hale

⁴⁶⁷ **Türk**, s. 441.

⁴⁶⁸ “*Beşinci fıkrada belirtilen haller dışında yönetim kurulu kararı ile geri alım yapılabilmesi için, ortaklık tarafından işlem öncesinde Kurulun onayının alınması gereklidir.”*. Anlaşılacağı üzere onay alınması gereken durum Tebliğ m. 5/5'te düzenlenen karine dışında yakın ve ciddi kayıp hali nedeniyle yapılacak geri alımlara ilişkindir.

⁴⁶⁹ **Töremiş**, s. 199; **Karacan/Erişir Karacan**, s. 145; **Türk**, s. 441.

⁴⁷⁰ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 145.

gelecektir⁴⁷¹. Bu sebepten Kurul'dan onay alınması yerine Kurul'a bilgi verilmesi şeklinde bir düzenlemenin yapılmasının daha isabetli olacağı belirtilmektedir⁴⁷².

Uygulamada, yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla pay geri alımı yapılacağına ilişkin tespit edebildiğimiz Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) bildirimlerinde, şirketler tarafından geri alım nedeni olarak “hisse fiyatında meydana gelen %20 üzerinde kayıp”⁴⁷³ ve “yangın felaketi nedeniyle şirketin pay fiyatında oluşabilecek yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi”⁴⁷⁴ gösterilmiştir.

Doktrindeki bir görüşte yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle pay geri alımı yapılabilmesi için bu yola başvurarak geri alım yapılmasının yakın ve ciddi kaybı önleme bakımından en mantıklı yol olması gerektiği ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla geri alım yapılabilmesi için bunun son çare olması gerekmektedir⁴⁷⁵. Bu görüşe katılmak mümkün değildir. İlk olarak Tebliğ düzenlemesi bu şekilde bir yorum yapılmasına müsait değildir. Zira, Tebliğ'de “yakın ve ciddi kayıp” olarak değerlendirilecek hâller açıkça belirtilmiş olup, bu hâllerin gerçekleşmesi durumunda yakın ve ciddi bir kaybın var olduğu kabul edilmektedir. Bu durumun gerçekleşmesiyle birlikte, pay geri alımına cevaz verilmektedir. Öte yandan, yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımları istisnai niteliktedir. Bu kapsamda yapılacak daraltıcı bir yorum, zaten istisna olarak tanınmış bir hakkın daha da sınırlandırılması sonucunu doğuracaktır. Ayrıca Tebliğ'de belirtilen haller dışında bir durumun ortaya çıkmasıyla yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımlarında Kurul onayının alınması şarttır. Bu durumda zaten sıkı şartlara bağlı olan bu istisna iyice kullanılamaz hale gelme riskiyle karşı karşıya kalacaktır.

⁴⁷¹ **Töremiş**, s. 199.

⁴⁷² **Töremiş**, s. 199; **Türk**, s. 442.

⁴⁷³ Papon A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1337134, E.T. 10.06.2025).

⁴⁷⁴ Oba Makarna A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1334655, E.T. 10.06.2025).

⁴⁷⁵ **Yılmaz**, s. 251; **Töremiş**, s. 198; **Manavgat**, s. 523.

Yine bir görüşte ortaya çıkacak kayıp ile pay geri alımı arasında bir bağlantı olması gerektiği ifade edilmiştir. Örneğin şirketin yurtdışına sattığı bir ürüne yönelik yasak gelmesi bekleniyorsa ve bu şekilde şirketin pay değeri düşmüşse, bir bağlantı olduğundan söz edilemez. Ancak şirketin bir kişiyle olan bir sözleşmesinde, şirketin borsa değerinin belli bir değer altına düşmesi halinde sözleşmede şirkete yönelik ek yükümlülükler öngören koşullar varsa arada bir bağlantıdan söz edilir⁴⁷⁶. Bu görüşe iştirak etmek güçtür. Çünkü bu şekilde bir dar yorum yakın ve ciddi kayıp nedeniyle yapılacak pay geri alımlarını kullanılamayacak kadar kısıtlayabilir. Bunun yanında şirketin borsadaki pay değerinin düşmesi, şirketi birçok bakımdan zarara uğratabilir. Örneğin şirketin değerinin düşmesi şirketin kredibilitésini, yatırımcının gözündeki yerini veya alacaklıların şirkete olan güvenini olumsuz anlamda etkileyebilecek niteliktedir. Bu sebepten bağlantı konusunda bu kadar dar bir yorumun aranmaması gerekir.

Yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımlarda genel kurulun yetkilendirmesi şartı aranmaz. Bu sebepten burada gerçek bir geri alım programının bulunup bulunmadığının tartışılması gerekmektedir. Farklı bir anlatımla yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımlar yönetim kurulu tarafından yürürlüğe sokulan bir geri alım programı çerçevesinde mi yapılacaktır, yoksa yönetim kurulunun almış olduğu bir geri alım kararı ile mi pay geri alım işlemleri mi yapılacaktır? Bu sorunun cevaplanması için kanunun sistematığının incelenmesinde fayda vardır.

Daha önce de bahsedildiği üzere pay geri alım programları, pay geri alım işlemlerine temel teşkil eden bir belgedir. Bu belge yönetim kurulu tarafından hazırlanır ve Tebliğ m. 5/1'e göre genel kurul tarafından onaylanmalıdır. Ancak yukarıda zikredildiği üzere bu belge onaylanana kadar bir pay geri alım programı niteliğini kazanmaz. Bu durum tanımların düzenlendiği Tebliğ m. 4/1/e'de açıkça düzenlenmiştir. Anılan düzenlemeye göre geri alım programı "*Ortaklık paylarının geri alımına ilişkin bu*

⁴⁷⁶ Manavgat, s. 525.

Tebliğ’de belirlenen çerçevede hazırlanıp ortaklık genel kurulu tarafından onaylanan usul ve esasları” ifade eder. Yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılacak pay geri alımlarında Tebliğ m. 5/4’e göre bu yetkilendirme aranmayacaktır. Diğer bir deyişle yakın ve ciddi kayıp halinde yapılan pay geri alımlarında yönetim kurulu tarafından önceden hazırlanıp genel kurula sunulan bir programdan söz edilemez. Yakın ve ciddi kayıp nedeniyle yapılacak geri alımların da düzenlendiği Tebliğ m. 5’in başlığının “Geri alım programına ilişkin yetkilendirme” olarak düzenlenmiş olması da bu durumu değiştirmez. Bu sebepten yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle yapılan pay geri alımlarında gerçek bir geri alım programının varlığından söz etmek mümkün değildir. Ancak yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımlarında da kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunduğu unutulmamalıdır. Diğer yandan yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımlara ilişkin şirketlerin yapmış olduğu bazı özel durum açıklamaları incelendiğinde bunların bir geri alım programı görüntüsünü vermediğine, yalnızca bir yönetim kurulu kararının kamuya açıklanması şeklinde görüldüğüne dikkat çekmek gerekir⁴⁷⁷. Bu sebeplerden yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılacak olan pay geri alımlarında bir geri alım programından söz edilemez.

Maddeden de anlaşılacağı üzere bu istisnadan yararlanacak olan yalnızca payları borsada işlem gören şirketlerdir. Payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin yakın ve ciddi kayıp nedeniyle yetkilendirme olmaksızın geri alım yapamayacağı da Tebliğ m. 6/1’de ayrıca düzenlenmiştir. Ancak bu düzenleme eleştiriye açıktır⁴⁷⁸. Zira mevcut durumda halka açık olmayan şirketler için bile var olan bu istisna payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketler için kabul edilmemiştir. Örneğin SerPK m. 16/1 gereği halka arz olunmuş sayılan beş yüzden fazla pay sahibi bulunan bir şirket bu

⁴⁷⁷ Bkz. Oba Makarna A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1334655, E.T. 04.05.2025) ve Papillon A.Ş’ye ait (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1337134, E.T. 04.05.2025) yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımlara ilişkin bildirimler.

⁴⁷⁸ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 144-145; **Türk**, s. 439; **Manavgat**, s. 523.

istisnadan faydalanamazken, iki yüz ortağı bulunan halka kapalı bir anonim şirket bu istisnadan faydalanabilecektir⁴⁷⁹.

Tebliğ hükümlerine göre yakın ve ciddi kayıp nedeniyle pay geri alımı yapamayan borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin TTK m. 381 hükümlerine göre kendi payını iktisap edip edemeyeceği sorusuna da olumsuz cevap vermek gerekir. Zira SerPK m. 22/1'de halka açık şirketlerin kendi paylarını edinmesinde Kurul düzenlemelerin uygulanacağı belirtilmiştir⁴⁸⁰.

Bunun yanında maddenin devamında bağlı şirketin ana şirket paylarını alması durumunda da bu istisnadan yararlanamayacağı düzenlenmiştir. TTK m. 379/5 ve m. 381'e göre mümkün olan bu durum Tebliğ'de kapsam dışında bırakılmıştır⁴⁸¹.

Yakın ve ciddi kayıp hali nedeniyle getirilen istisna yalnızca yetkilendirme şartına ilişkindir. Bu nedenle istisna kapsamında yapılan pay geri alımları Tebliğ'deki diğer şartlara uygun olmalıdır. Diğer bir deyişle istisna kapsamında yapılacak olan pay geri alımları Tebliğ m. 9'da düzenlenen şartlara uygun olmak zorundadır. Böylelikle geri alınan payların borsadan alınması gerekecek⁴⁸², yüzde onluk sınıra ve net aktif sınırına uyulması gerekecektir. Aynı zamanda geri alım sonrasında yedek akçe ayrılacaktır.

Anonim şirketlerde yakın ve ciddi kayıp halinde yalnızca yetki şartına ilişkin bir istisna mı getirildiği yoksa TTK m. 379'daki şartların tamamı için mi istisna getirildiği konusunda tartışmalar bulunmaktaydı⁴⁸³. Ancak aynı tartışma Tebliğ hükümleri çerçevesinde mümkün değildir. Zira yetkilendirmeye ilişkin şart TTK'da olduğu gibi diğer şartlarla birlikte aynı maddede düzenlenmemiş olup, Tebliğ m. 5'te bir maddede

⁴⁷⁹ **Türk**, s. 439.

⁴⁸⁰ **Manavgat**, s. 522-523.

⁴⁸¹ **Türk**, s. 440.

⁴⁸² Ancak doktrindeki bir görüşte yakın ve ciddi kaybın önlenmesi sebebiyle yapılacak geri alımlarda borsadan alım dışında özel pazarlık yoluyla geri alımların da mümkün olması gerektiği ifade edilmektedir. Bkz. **Karacan/Erişir Karacan**, s. 121.

⁴⁸³ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.3.A.

yetkiye ilişkin kural ve istisna şeklinde bir maddede düzenlenmiştir. Bu durumda TTK'da tartışmaya mahal veren kanun sistematığı Tebliğ bakımından geçerli değildir.

Yönetim kurulunun, yetkilendirme kararı olmaksızın yakın ve ciddi kayıp nedeniyle aldığı geri alım kararı ancak bir sonraki genel kurul toplantısına kadar geçerlidir (Tebliğ m. 5/4 c. 3). Genel kurulun olağan veya olağanüstü genel kurul olmasının bir farkı yoktur⁴⁸⁴. TTK m. 381/2'de bu konuda yönetim kurulunun yalnızca genel kurula bilgi vereceği düzenlenmiştir. Ancak Tebliğ hükümlerine göre geri alım kararı genel kurulun gerçekleştiği tarihte geçerliliğini kaybetmektedir. Geri alımın devam edebilmesi için genel kurulun onayı gerekecektir⁴⁸⁵. Genel kurul onay vermediği takdirde, yönetim kurulunun yürürlüğe koyduğu geri alım programına ne olacağı Tebliğ'de belirsizdir⁴⁸⁶. Bu durumda işlem güvenliği ve hukuki görünüme güven ilkeleri gereğince o ana kadar yapılan işlemlerin geçerli olacağını, o andan sonra ise programın ileriye dönük olarak ortadan kalkacağını kabul etmek gerekir⁴⁸⁷.

3. Geri Alım Programının Süresi

Tebliğ m. 7/1'e göre genel kurul tarafından onaylanan geri alım programları borsada işlem gören halka açık anonim şirketler bakımından azami üç yıldır. Payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketler bakımından ise bu süre azami bir yıldır. TTK m. 379/2'de ise yetkiye ilişkin azami süre beş yıl olarak düzenlenmiştir. Tebliğ m. 7/1'de düzenlenen süre emredicidir. Bu süreden daha fazla bir süre geri alım programına konulamaz, konulmuşsa genel kurul tarafından onaylanamaz⁴⁸⁸. *Manavgat* halka açık anonim şirketlerde sürenin TTK'dan daha kısa tutulmasını uygun

⁴⁸⁴ **Manavgat**, s. 524.

⁴⁸⁵ **Türk**, s. 440.

⁴⁸⁶ **Töremiş**, s. 198.

⁴⁸⁷ **Türk**, s. 440.

⁴⁸⁸ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 136.

bulmaktadır⁴⁸⁹. Zira pay geri alım programları nakit çıkışına yol açar, kar dağıtımına bir alternatiftir ve piyasa fiyatı üzerinde etkisi bağılı olarak bütün yatırımcıları ilgilendirir. Bu sebepten şirketin uzun süre boyunca paylarını geri almaması uygundur⁴⁹⁰.

Kanaatimizce bu düzenleme, borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketlerin yakın ve ciddi kayıp nedeniyle geri alım yapamamasına ilişkin düzenlemede olduğu gibi tartışmaya açıktır. Zira, yetki süresi halka açık olmayan anonim şirketlerde beş yıl, borsada işlem gören halka açık anonim şirketlerde üç yıl olarak belirlenebilirken, SerPK m. 16/1 uyarınca halka açılmış sayılan anonim şirketlerde veya borsada işlem görmeyen halka açık diğer anonim şirketlerde süre en fazla bir yıl olarak belirlenebilmektedir. Bu farklılığın dayandığı gerekçenin ne olduğu açık bir şekilde anlaşılamadığından söz konusu ayırımın yeniden değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır.

TTK m. 379/2'ye göre yetki verilirken azami sürenin genel kurul kararında mutlaka belirtilmesi gerekir, sürenin belirtilmediği durumda azami süre kendiliğinden uygulanmaz aksi takdirde genel kurul kararı batıl olur⁴⁹¹. Tebliğ m. 7/1 c. 2'de ise genel kurul kararında (geri alım programında) herhangi bir süre belirtilmemişse azami sürenin kendiliğinden uygulanacağı düzenlenmiştir. Ancak bir görüşe göre, kamuyu aydınlatma ilkeleri ile süresiz geri alım programı birbiriyle uyuşmayacak niteliktedir. Bu nedenle buradaki düzenlemeye rağmen süresiz geri alım programının onaylanmasına ilişkin genel kurul kararının pay sahiplerince hükümsüzlüğü ileri sürülebilir⁴⁹².

Sürelili bir geri alım programı, genel kurul tarafından onaylanmışsa sürenin bitiminden sonra pay geri alımı yapılabilmesi için yeni bir genel kurul kararı

⁴⁸⁹ **Manavgat**, s. 532.

⁴⁹⁰ **Manavgat**, s. 532.

⁴⁹¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁴⁹² **Karacan/Erişir Karacan**, s. 136.

gerekmektedir (Tebliğ m. 7/1 c. 3). Benzer şekilde yürürlükte bir geri alım programı varken yeni bir programla yürürlükteki program değiştirilebilir veya kaldırabilir⁴⁹³.

Sürenin bitmesiyle geri alım programının sona ereceği açıktır. Ancak sona erme yalnız sürenin bitmesiyle meydana gelmez. Geri alım programı; yeni bir geri alım programıyla, azami pay sayısına ulaşılmasıyla (Tebliğ m. 8/1/ç), geri alım için ayrılan kaynağın tamamının kullanılmasıyla veya geri alım programının onaylanmasına ilişkin genel kurul kararının mahkeme kararıyla ortadan kalkması sebepleriyle de sona erebilir⁴⁹⁴.

Son olarak payları borsada işlem gören anonim şirketler için getirilmiş olan üç yıllık azami süre, geri alım şirket veya bağlı şirket çalışanlarına pay edindirme amacına yönelikse beş yıla çıkarılabilir. Ayrıca paya dönüştürülebilir⁴⁹⁵ veya pay ile değiştirilebilir⁴⁹⁶ sermaye piyasası aracı ihracında süre ilgili sermaye piyasası aracının vadesine kadar uzatılabilir (Tebliğ m. 7/2).

4. Geri Alım Programına Dayanılarak Yapılacak Geri Alım İşlemlerine İlişkin Sınırlar, Koşullar ve İşlem Yapılamayacak Haller

A. İşlem Sınırları

Tebliğ m. 9'da ve m. 10'da TTK hükümlerinde olduğu gibi geri alınacak paylara ilişkin bazı sınırlamalara/şartlara yer verilmiştir. Aşağıda bu sınırlamalar/şartlar incelenecektir.

⁴⁹³ Karacan/Erişir Karacan, s. 137.

⁴⁹⁴ Karacan/Erişir Karacan, s. 137.

⁴⁹⁵ Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8) (R.G. 07.06.2013, S. 28670) m. 3/1'ye göre paya dönüştürülebilir tahvil "*İhraççı ortaklığın sermaye artırımı suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracını*" ifade eder. Ayrıca detaylı bilgi için bkz. **Aydoğan**, Gökhan: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, Ankara 2013, s. 5 vd (Tahvil).

⁴⁹⁶ Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/d'ye göre değiştirilebilir tahvil: "*İhraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracını*" ifade eder. Ayrıca bkz. **Aydoğan**, *Tahvil*, s. 52.

a. Yüzde Onluk Sınır

İlk olarak TTK m. 379/1’de olduğu gibi Tebliğ m. 9/1’de pay geri alım programı ile alınabilecek toplam pay miktarına ilişkin yüzde onluk bir sınır öngörülmüştür. Buna göre “geri alınan paylarının nominal değeri, daha önceki alımlar dahil ortaklıkların ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamaz.”. Ancak hemen belirtmek gerekir ki TTK m. 379/1’den farklı olarak yüzde onluk sınırın tespitinde “esas sermaye” değil “ödenmiş sermaye” dikkate alınacaktır⁴⁹⁷. Ayrıca program süresince elden çıkarılan payların bu oranın hesabında indirim kalemi olarak dikkate alınmayacağı da maddede belirtilmiştir. TTK’da bu durum açıkça düzenlenmese de elden çıkarılan payların oranının hesabında indirim kalemi olarak dikkate alınamayacağı kabul edilmektedir⁴⁹⁸. Tebliğ’de yer alan bu hükmün amacı şirketin alım satım faaliyetine girişmesini önlemektir. Zira geri alım programının ilk amacı öngörülen miktarda payın şirket tarafından geri alınmasıdır. Alım satım faaliyetine girişilmesi bu amaçla bağdaşmaz⁴⁹⁹. Ayrıca yönetim kurulunun elden çıkardığı paylar oranında yetkisinin canlandığı kabul edilirse, bu durum yönetim kurulunun kötüye kullanımına açık hale gelecektir.

Yüzde onluk sınır tek bir işlemle alınan paylara ilişkin değil herhangi bir anda şirketin elinde bulunan bütün paylara ilişkindir. Diğer bir deyişle sınır tek bir işlemle yapılacak pay geri alım işlemlerine ilişkin değildir. Şirketin herhangi bir anda elinde bulundurabileceği toplam kendi paylarına ilişkindir. Bu yüzden daha önceki alınan paylar sınırın tespitinde hesaba katılır⁵⁰⁰.

Yüzde onluk sınır Tebliğ m. 2/2’de belirtilen kişiler tarafından yapılan geri alımlar hesaba katılarak hesaplanmalıdır. Diğer bir deyişle ana şirketin paylarının bağlı şirket

⁴⁹⁷ Tebliğ’de TTK’dan farklı olarak “esas sermaye” yerine “ödenmiş sermaye” teriminin kullanılmış olmasına ilişkin eleştiri için bkz. **Türk**, s. 435.

⁴⁹⁸ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁴⁹⁹ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 122.

⁵⁰⁰ **Manavgat**, s. 526.

tarafından geri alınması ve üçüncü bir kişinin kendi adına ancak şirket veya bağlı şirket hesabına şirket paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesi hallerinde de bu miktarlar yüzde onluk sınırın hesabında dikkate alınacaktır⁵⁰¹.

Manavgat şirketin kendi payını satın almasında yüzde onluk sınırlama getirilmesini eleştirmektedir⁵⁰². Yazara göre pay geri alımlarının şirketin malvarlığını azaltan işlem olarak değerlendirilmesi imkânı yoktur. Bu sebepten özellikle borsada işlem gören şirketler bakımından sınırın uygulanmaması halinde herhangi bir malvarlığı azalması söz konusu olmayacaktır. Çünkü borsada işlem gören şirket geri alım yaptığında bu payların paraya çevrilebilme özelliği yüksektir. Şirketin payları aldığı miktardan daha düşük fiyattan satması halinde ortaya bir zarar çıkacak olsa da bu zarar şirketin malvarlığı unsurlarının değerindeki azalmadan daha tehlikeli olmayacaktır. Bu sebepten olması gereken hukuk bakımından sermayeye oranla sınırlama yöntemi terk edilmelidir. Pay geri alımlarında malvarlığını koruyucu önlem, geri alımların yalnızca dağıtılabılır kaynaklarla yapılabileceğine ilişkin sınırlama getirilmesidir. Bu da zaten Tebliğ’de yer alan ve aşağıda açıklanacak olan bir sınırlamadır⁵⁰³.

Ayrıca yakın ve ciddi kayıp halinde yapılan pay geri alımlarında da yüzde onluk bu sınıra uyulması gereklidir. Zira Tebliğ m. 9/1’de yakın ve ciddi kayıp halinde yapılan geri alımlara ilişkin bir istisna belirtilmemiştir. Ancak diğer istisna hallerinin düzenlendiği m. 16’da bu madde kapsamındaki geri alımlar bakımından m. 9 hükümlerinin -diğer bir deyişle yüzdeler sınırın da- uygulanmayacağı belirtilmiştir. Bu sebepten sistematik yorum gereği yakın ve ciddi kayıp halinde yapılan iktisapların m. 9 sınırlamalarına tabi olduğunu kabul etmek gerekir.

⁵⁰¹ Karacan/Erişir Karacan, s. 122.

⁵⁰² Manavgat, s. 527.

⁵⁰³ Manavgat, s. 527. İlgili sınırlama için bkz. İkinci Bölüm II.4.A.c.

b. Payların Niteliğine İlişkin Sınır

Tebliğ m. 9/2'de geri alım programı ile geri alınabilecek payların niteliğine yönelik de bazı sınırlamalar bulunmaktadır. Buna göre geri alınacak paylar borsada işlem gören nitelikte olmalı ve geri alım işlemleri yalnızca borsanın şirket paylarının işlem gördüğü pazarında gerçekleşmelidir. Ancak önceden Kurul'un uygun görüşü alınmak şartıyla Tebliğ m. 6'da olduğu gibi gönüllü pay alım teklifi (*Self Tender Offer/Aleni Pay Alım Teklifi*) yoluyla da pay geri alımı yapılabilir.

Yukarıdaki başlıkta payların borsa üzerinden veya aleni ya da özel görüşmeler neticesinde iktisap edilebileceğinden ve bunların karşılıklı olumlu-olumsuz yönlerinden bahsedilmiştir⁵⁰⁴. Hatırlatmak gerekirse, borsa üzerinden yapılan geri alımlar eşit işlem ilkesine uyumlu ve payların daha ucuz alınması yönünden faydalıyken, paylar kısa sürede alınmak isteniyorsa veya büyük miktarda bir alım yapılacaksa diğer yöntemler daha avantajlı olabilecektir. Tebliğ m.9/2'de bu yöntemlerden borsa üzerinden pay geri alımı yöntemi ana yöntem olarak kabul edilmiştir.

Payların borsa üzerinden alınmasına ilişkin getirilen şartın amacı, pay başına ödenecek bedelin nesnel nitelikte olmasını sağlamak ve eşit işlem ilkesini gözetmektir⁵⁰⁵.

Tebliğ düzenlemesine göre ise şirket tarafından geri alınacak paylar kural olarak borsa üzerinden geri alınabilecektir. Ancak Kurul'dan onay alınması suretiyle gönüllü pay alım teklifi suretiyle de şirket paylarının geri alınabilmesi mümkündür. Bu düzenlemenin yerinde olduğunu söylemek gerekir. Zira payları borsada işlem gören bir şirketin, her durumda istediği yöntemle payları geri alabileceğini kabul etmek bireysel yatırımcılar yönünden, kamuyu aydınlatma ilkesi yönünden ve eşit işlem ilkesi yönünden birçok tehlikeye neden olabilir. Pay alım teklifi ile payların geri alınması borsada işlem görmeyen halka açık şirketler yönünden ise olağan yöntem olarak kabul edilmiştir (Tebliğ

⁵⁰⁴ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm VI.

⁵⁰⁵ **Manavgat**, s. 529.

m. 6/2). Borsada işlem gören şirketin pay alım teklifi ile geri alım yapmasına izin verildiği takdirde Tebliğ m. 6 kıyasen uygulanacaktır (Tebliğ m. 9/2).

c. Geri Alınan Payların Toplam Bedeline İlişkin Sınır

Tebliğ m. 9/3'e göre geri alınan payların toplam bedeli, kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam bedelini aşamaz. Diğer bir deyişle geri alım yapacak olan şirketin geri alım bedeli miktarınca “*serbest yedek akçesinin*” olması gerekir⁵⁰⁶. Bu düzenleme TTK m. 379/3 ile uyumlu niteliktedir. Serbest yedek akçelerin kapsamının belirlenmesinde Kurul'un finansal raporlamaya ilişkin düzenlemeleri ile Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) esas alınacaktır⁵⁰⁷.

Dağıtılabılır kârın hesabında o yıla ait dağıtılabılır kâr rakamı ile önceki yıllardan ayrılmış ancak dağıtılmayan kârlar ile kâr payı olarak dağıtılmasının önünde yasal veya esas sözleşme bakımından bir engel bulunmayan yedek akçeler dikkate alınır⁵⁰⁸.

TTK m. 379/3'te net aktifin hangi zamandaki net aktif olması gerektiğine ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. Doktrinde bu durumda iktisap öncesi yeni bir bilanço çıkarılması gerektiği ve net aktifin bu bilançoya göre belirlenmesinin gerektiği ifade edilmiştir⁵⁰⁹. Tebliğ m. 9/3 c.2 düzenlemesinde bu durum Tebliğ hükümleriyle bağlı şirketler açısından pozitif bir düzenlemeye bağlanmıştır. Anılan düzenlemeye göre “*...Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve genel kurulda onaylanmış son yıllık finansal tablolar üzerinden söz konusu şarta uyum sağlanmasının temini yönetim kurulunun sorumluluğundadır*”. Diğer bir ifadeyle Tebliğ hükümleri kapsamında serbest

⁵⁰⁶ **Türk**, s. 436. Serbest yedek akçe ve TMK m. 379/3 hakkında bilgiler yukarıda verildiği için burada tekrar anlatılmamıştır.

⁵⁰⁷ **Türk**, s. 436.

⁵⁰⁸ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 124.

⁵⁰⁹ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.B.

yedek akçenin belirleneceği bilanço, Kurul düzenlemelerine uygun hazırlanmış ve genel kurulda onaylamış son yıllık bilançodur.

Burada öngörülen sınırlamanın amacı, TTK sisteminde olduğu gibi, şirketin sermayesini ve dağıtılmayacak nitelikteki yedek akçelerini koruyarak sermaye korunması ilkesinin sağlanmasıdır.

B. İşleme İlişkin Diğer Şartlar

a. Payların Bedelinin Tamamen Ödenmiş Olması

TTK'nın aksine Tebliğ hükümlerinde payların bedelinin tamamen ödenmiş olması gerektiğine ilişkin herhangi bir hüküm yer almamaktadır. Ancak bu durum pay halka arzı yoluyla halka açılmış olan anonim şirketler için zaten bir zorunluluktur. Zira SerPK m. 12/1 gereği ihraç olunacak payların bedelinin tamamen ve nakden ödenmiş olması şarttır. Bu nedenle bedeli tamamen ödenmemiş payların geri alınması halka açık anonim şirketler bakımından söz konusu olamaz⁵¹⁰. Bununla birlikte, SerPK m. 16 hükmü uyarınca halka arz edilmiş sayılan şirketler bakımından her zaman pay bedellerinin tamamen ödenmiş olduğu varsayımı yapılamayacağı da göz önünde bulundurulmalıdır.

b. Yedek Akçenin Ayrılmış Olması

TTK m. 520/1'e göre şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için iktisap miktarınca yedek akçe ayırması gerektiği ancak bunun bir işlem şartı değil işlem sonucu olduğunu yukarıda açıklanmıştır⁵¹¹. TTK hükmüne benzer bir düzenleme Tebliğ m. 20/2'de de yer almaktadır. İlgili düzenleme şu şekildedir: "*Geri alınan payların geri alım bedeli kadar yedek akçe ayrılarak öz kaynaklar altında kısıtlanmış yedek olarak sınıflandırılır. Geri alınan payların ve söz konusu yedek akçelerin finansal tablolarda gösterimi Kurul tarafından ilan edilen formatlar uyarınca yapılır. Bu fıkra kapsamında*

⁵¹⁰ Türk, s. 437.

⁵¹¹ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.D.

ayrılan yedekler, geri alınan paylar satıldıkları veya itfa edildikleri takdirde geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest bırakılır.”. Anılan hükümden de anlaşılacağı üzere TTK m. 520/1’de olduğu gibi Tebliğ kapsamında da bir yedek akçe ayrılması gerektiği açıktır. Yedek akçenin tamamının geri alım programının açıklanmasıyla ayrılması zorunluluğu yoktur. Yedek akçe her bir geri alım işlemi yapıldığı zaman ayrılacaktır. Diğer bir deyişle yedek akçe ayırma zorunluluğu geri alım programı kapsamında yapılmış olan her bir geri alım işleminin yapıldığı anda doğacaktır. Bu bakımdan Tebliğ kapsamında da yedek akçe ayrılması geri alım işleminin bir şartı değil sonucu olarak düşünülmelidir⁵¹². Zira yedek akçe ayrılması geri alım işleminin yapılabilmesi için bir şart değildir işlem yapıldıktan sonra ortaya çıkan bir zorunluluktur. Ayrılan yedek akçeler TTK m. 520/1’de olduğu gibi geri alınan paylar elden çıkarıldıkları ya da itfa edildikleri anda geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest kalacaktır.

Ancak yedek akçenin pay geri alım işleminin sonucunda ayrılması gerekliliği yedek akçe ayrılması işleminin yönetim kurulunun takdirine bırakıldığı anlamına gelmez. Diğer bir deyişle geri alım işlemi yapıldığı takdirde yedek akçe ayrılmalıdır. Geri alım işlemi sonrasında şirketin yedek akçe ayıracak kadar kaynağı bulunmuyorsa geri alım işlemi yapılamaz⁵¹³. Buna rağmen yönetim kurulu geri alım işlemi yapmışsa geri alım işlemleri geçersiz olmaz. Ancak yönetim kurulunun sorumluluğu doğar⁵¹⁴.

Yedek akçe ayrılması işlemi aslında yedek akçeler arasındaki bir vasıf değişikliği niteliğindedir. Zira serbest yedek akçelerde yer alan kaynak geri alım tutarınca yönetim kurulu kararıyla bağlı yedek akçelere aktarılmaktadır⁵¹⁵.

Bu durumda pay geri alım işleminin yapılabilmesi için aslında şirkette pay geri alım tutarının iki katı oranında serbest malvarlığı bulunması gereklidir. Zira bunlardan

⁵¹² Yedek akçe ayrılmasına ilişkin TTK’daki durum için bkz. Birinci Bölüm V.2.D.

⁵¹³ **Turan**, s. 42.

⁵¹⁴ **Tekinalp**, 2021, s. 662; **Türk**, s. 280; **Turan**, s. 42.

⁵¹⁵ **Turan**, s. 42; **Türk**, s. 281.

biri geri alım bedelleri için kullanılacakken diğeri yedek akçenin ayrılması için kullanılacaktır.

Bunun yanında Tebliğ m. 8/1/f’de geri alım programının unsurları başlığında geri alım programı için ayrılan fonun toplam tutarının ve kaynağının belirtilmesi de şart koşulmuştur. Buradaki fonun kaynağının aktifteki bir hesap veya gelir mi olacağı yoksa pasifteki bir yedek akçe ayrılması mı olacağı belirsizdir⁵¹⁶. Bu durumda her bir geri alım işleminden sonra yedek akçe ayrılması zorunluluğunun yanında maddeye göre geri alım programı öncesinde de bir fon ayrılması gerektiği söylenebilir. Bunun sonucunda da kural olarak serbest yedek akçelerden daha geri alım programı başlamadan önce aktarılacak bir fonla yedek akçe oluşturulması gerekecektir⁵¹⁷. Bu koşul halka açık anonim şirketler için geri alımı güçleştirmesi, TTK m. 379 hükümlerine ek bir koşul getirilmesi ve TTK m. 379 vd. hükümlerinde getirilen sınırlı serbesti kapsamını daraltması sebepleriyle bizim de katılmakta olduğumuz bir görüşte eleştirilmiştir⁵¹⁸. Ayrıca, yönetim kurulunun geri alım programı için yetki talep ettiği anda, şirketin izne konu tüm payları iktisap edebilecek düzeyde yeterli özkaynağa sahip olmaması mümkündür. Ancak, ilerleyen dönemde beklenen gelirlerle birlikte özkaynakların yeterli hâle gelmesi söz konusu olabilir. Bu nedenle, söz konusu şart daha esnek bir şekilde değerlendirilmelidir; programın başlangıcında fonun tamamının ayrılmış olması yönünde katı bir arayışa girilmemesi isabetli olacaktır⁵¹⁹.

Bu bağlamda geri alım programına dayalı olarak yapılacak her bir geri alım işleminden sonra bir yedek akçe ayrılması gerekmektedir. Ayrıca geri alım programı açıklandığında geri alım programının uygulanmasında kullanılmak üzere bir fon ayrılması gerekmektedir. Yedek akçe ayrılması ve fon ayrılması birbirinden iki farklı

⁵¹⁶ **Türk**, s. 438.

⁵¹⁷ **Türk**, s. 438.

⁵¹⁸ **Türk**, s. 439.

⁵¹⁹ **Türk**, s. 439.

konudur. Yedek akçe her bir geri alım işleminden sonra ayrılır ve sermayenin korunması ilkesine hizmet eder. Fon ayrılması ise geri alım programı açıklanmadan önce ayrılır ve geri alım programıyla yapılacak işlemlerin kaynağını oluşturur. Ancak geri alım programının açıklandığı anda fonun tamamının ayrılmış olmasını beklememek gerekir.

Tebliğ m. 20/2’de açıkça belirtilmese de ivazsız pay geri alımlarında TTK sisteminde olduğu gibi herhangi bir yedek akçe ayrılması gerekmediği kanaatindeyiz. Zira ortada paylar için bir bedel bulunmadığı için “geri alım bedeli kadar yedek akçe ayrılması” da mantıken mümkün değildir.

C. İşlem Yapılamayacak Haller

Tebliğ m. 10’da düzenlenmiş olan işlem yapılamayacak haller yalnızca geri alım programı ile pay geri alımına ilişkin değil ayrıca geri alınmış payların elden çıkarılmasına (satım işlemlerine) da ilişkindir. Buradaki pay geri alımından kasıt pay geri alım programları değil; bir pay geri alım programı kapsamında veya herhangi bir pay geri alım programı olmaksızın yapılan her bir pay geri alımı işlemidir. Bu nedenle yürürlükte bir geri alım programı bulunsa dahi aşağıdaki şartlar oluşmuşsa geri alım programı kapsamında veya dışında yeni bir geri alım işlemi yapılamayacaktır.

a. Açıklanmamış İçsel Bilgiler Bulunması

Tebliğ m. 10/1’de açıklanmamış içsel bilgiler bulunması halinde geri alım yapılamayacağı açıkça düzenlenmiştir. Bu başlık altında önce içsel bilgi kavramı açıklanacak, daha sonra Tebliğ’de açıklanmamış içsel bilgi bulunması haline bağlanan sonuçlar incelenecektir.

aa. İçsel Bilgi Kavramı

Özel Durumlar Tebliği (II-15.1)⁵²⁰ m. 4/1/e'ye göre içsel bilgi, “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeleri ...ifade eder.*”⁵²¹.

Özel Durumlar Rehberi'ne göre de “*içsel bilgi:*

i) *Somut bir olaya ilişkin,*

ii) *Rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını alırken önemli kabul edebileceği,*

iii) *Kamuya açıklanmamış durumlarla ilgili,*

iv) *Bilgiyi kullanan kişiye bu bilgiden haberi olmayan diğer yatırımcılara nazaran avantaj sağlayabilecek olan,*

v) *Kamuya açıklandığı takdirde söz konusu sermaye piyasası aracının değerinde, fiyatında veya yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etki yaratabilecek, bilgi, olay ve gelişmeler olarak tanımlanır*⁵²².”. Buna göre içsel bilgi; şirket tarafından kamuya açıklanmamış, rasyonel bir yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek nitelikte olan, bilgiyi kullanan kişiyi bilgiden haberi olmayanlara karşı avantajlı duruma getiren ve kamuya açıklanması hâlinde sermaye piyasası aracının değeri üzerinde etkisi olabilecek bilgidir. Burada söz konusu etki mutlak değil, muhtemel bir etkidir⁵²³. Zira bir durumun sermaye piyasası aracının değeri üzerinde etkili olup olmayacağı, ancak bu durumun kamuya açıklanmasından sonra anlaşılabilir. Bu nedenle, açıklamadan önce etkinin varlığına ilişkin yapılan değerlendirme esasen bir tahminden ibarettir. Yapılan değerlendirme sonucunda bilginin sermaye piyasası aracının değeri veya yatırımcının

⁵²⁰ Özel Durumlar Tebliği (II-15.1), RG. 23.01.2014, S. 28891.

⁵²¹ İçsel bilgi hakkın ayrıntılı bilgi için bkz. **Gürler**, Esmâ Hazal: Hukuki Açıdan Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları, İstanbul 2023, s. 55 vd.

⁵²² **Özel Durumlar Rehberi**, s. 3-4,

<https://spk.gov.tr/data/61e36ca51b41c61270320820/0dc4659f7005c7d2bdc5f151a7014ba8.pdf> (E.T. 04.05.2025).

⁵²³ **Gürler**, s. 75.

kararı üzerinde etkili olabileceği sonucuna varılmışsa, içsel bilginin varlığı kabul edilebilecektir⁵²⁴. Açıklama sonrasında söz konusu bilginin herhangi bir etki yaratmamış olması ise bilginin içsel bilgi niteliğini ortadan kaldırmayacaktır⁵²⁵.

Her ne kadar mevzuatımızda buna ilişkin açık bir düzenleme bulunmasa da bir bilginin içsel bilgi olarak kabul edilebilmesi için asgari düzeyde bir kesinliğe sahip olması gerekir. Aksi takdirde, yalnızca söylenti niteliğindeki bilgilerin kamuya açıklanması gündeme gelecek ve bu durum yatırımcıların yanıltılmasına yol açabilecektir⁵²⁶.

Bunun yanında SerPK m. 106'ya göre içsel bilgilere dayalı olarak "*ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri vermek veya verdiği emri değiştirmek veya iptal etmek ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek*" bilgi suiistimali suçunu oluşturur. Bu sebepten içsel bilgilere dayalı olarak işlem yapılması aynı zamanda bir suçtur.

İçsel bilgilerin açıklanmasının amacı bütün piyasa katılımcılarının eşit seviyede bilgi sahibi olmasını sağlamak ve bu sayede etkin bir piyasa ve fiyat oluşumunu sağlamaktır⁵²⁷. Ayrıca içsel bilgilerin açıklanması yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin giderilmesi bakımından önemli bir araçtır⁵²⁸.

bb. Açıklanmamış İçsel Bilgi Bulunması Halinde Pay Geri Alımı Yapılamayacağı

Tebliğ m. 10/1'e göre "*Ortaklıkça açıklanması ertelenmiş içsel bilgiler olması durumunda, bu Tebliğ kapsamında herhangi bir geri alım veya satım işlemi yapılamaz.*".

Buna göre açıklanmamış içsel bilgi olması durumunda şirketçe pay geri alımı veya satımı

⁵²⁴ Gürler, s. 76.

⁵²⁵ Özel Durumlar Rehberi, s. 5.

⁵²⁶ Gürler, s. 74.

⁵²⁷ Özel Durumlar Rehberi, s. 3; Ergün Aksu, Hanife: Sermaye Piyasası Hukukunda İçsel Bilgi Kavramına İlişkin Kamusal Müdahale Sistemleri: Avrupa Birliği ve Türkiye Karşılaştırması, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2022, C. 26, S. 4, s. 168 vd.

⁵²⁸ Ergün Aksu, s. 169.

yapılamaz. Kanaatimizce bu düzenleme şirketin pay geri alımları yoluyla borsa ticareti ve bilgi suistimali yapmasını engellemeye yöneliktir. Aksi durumda şirket içsel bilgileri açıklamadan kendi paylarını alabilecek veya satabilecek, içsel bilgiler açıklandıktan sonra da belli bir kâr elde ederek veya zarardan kaçınarak bilgi suistimali yapabilecektir.

Ancak açıklanmamış içsel bilgi bulunması halinde geri alım yapılamayacağına ilişkin yasağın aracı kurumlar bakımından Tebliğ m. 17’de iki istisnası bulunmaktadır. Bunlardan birincisine göre, *“Yürürlükte bulunan bir geri alım programı olan halka açık aracı kurumların; program kapsamındaki alım satım kararları dahil doğrudan ve/veya dolaylı olarak içsel bilgilerine erişimi olan personel ile aracı kurumun paylarında müşteri adına işlem yapma yetkisi olan personeli arasında bilgi akışının önlenmesine dair gerekli tedbirlerin alınmış olması kaydıyla, müşterileri hesabına kendi payları üzerinde yapacağı işlemler bu Tebliğin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasından muaftır.”*. Buna göre bir aracı kurum geri alım programı uyguluyorsa ve aracı kurumun paylarında müşteri adına işlem yapma yetkisi olan personel tarafından müşteri hesabına aracı kurumun payları üzerinden işlem yapılmışsa Tebliğ m. 10/1 uygulanmayacaktır. Ancak bunun için müşteri adına işlem yapma yetkisi olan personel ile program kapsamındaki alım satım kararları dahil doğrudan ve/veya dolaylı olarak içsel bilgilere erişimi olan personel arasındaki bilgi akışının önlenmesine ilişkin tedbirlerin alınmış olması şarttır.

Diğer bir istisna hali Tebliğ m. 17/2’de düzenlenmiştir. Buna göre *“Ortaklık yönetim kurulunun, bu Tebliğin 5 inci maddesinin birinci fıkrasındaki yetkiyi doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim olarak ortaklıkla ilişkisi bulunmayan geniş yetkili bir aracı kuruma devretmesi ve aracı kurumun geri alım programı kapsamındaki alım satım kararlarını tamamen ortaklıktan bağımsız olarak ve ortaklıktan etkilenmeksizin alması şartıyla, ortaklık bu Tebliğin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasından muaftır.”*. Buradaki istisnaya göre de geri alım programına ilişkin yetkinin yönetim kurulu tarafından geniş yetkili bir aracı kuruma devredilmesi durumunda Tebliğ

m. 10/1 uygulanmayacaktır. Ancak aracı kurumun sermaye veya yönetim olarak şirketle ilişkisinin bulunmaması ve aracı kurumun programa ilişkin alım satım işlemlerini şirketten bağımsız ve şirketten etkilenmeksizin yapması şarttır.

b. Sermaye Artırımı Kararı Bulunması

Tebliğ m. 10/2'ye göre sermaye artırımı yapacak olan şirket esas sermaye sisteminde ise genel kurulun sermaye artırımı kararı tarihinden sermaye artırımının tamamlandığı tarihe kadar bu şirketler ve/veya bunların bağlı şirketleri tarafından geri alım veya satım işlemleri yapılamaz. Şayet şirket kayıtlı sermaye sisteminde ise geri alımın yapılamayacağı süre yönetim kurulunun sermaye artırımı kararından sermaye artırımının tamamlandığı ana kadardır.

Bu hüküm bazı gerekçelerle *Türk* tarafından eleştirilmektedir. Zira ilgili düzenleme TTK m. 379 vd. yer almayan ve bu hükümlerle bağdaşmayan bir düzenlemedir. Ayrıca sermaye artırımının nedenleri ve pay geri alımının nedenleri farklıdır. Sermaye artırımı şirketin öz kaynaklarını güçlendirmeyi amaçlarken, pay geri alımı çoğunlukla şirketin borsadaki değerini dengelemeye yöneliktir. Bu sebepten yazara göre sermaye artırımı yapılacak olması nedeniyle geri alım yapılmasının kısıtlanması gerek TTK m. 379 vd. hükümlerine aykırı olması nedeniyle gerek ekonomik ve hukuksal bakımlardan doğru değildir⁵²⁹.

c. Yönetim Kontrolünü Elinde Bulunduran Ortakların İşlem Yapamaması

Tebliğ m. 11/1'e göre onaylanmış bir geri alım programı varsa bu program süresince veya yakın ve ciddi kaybı önlemek nedeniyle bir geri alım kararı alınmışsa şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakları paylarını borsada satamaz. Bu

⁵²⁹ **Türk**, s. 433. Karş bkz. **Turan**, s. 142 (Yazara göre bu düzenleme ile sermaye artırımının sağlıklı ilerlemesi, sermaye artırımı kapsamında çıkarılan payların geri alıma konu edilmemesi veya satılan payların sermaye artırımına konu paylardan verilmemesi amaçlanmaktadır. Bu yönüyle düzenleme sermayenin korunması ve sermayenin tam olarak ortaya konması ilkelerine hizmet etmektedir.).

yasak yönetim kurulunu elinde bulunduran ortaklarla yakından ilişkili kişiler bakımından da geçerlidir. Diğer bir deyişle yönetim kontrolüne sahip şirket ortakları pay geri alım programı süresince paylarını borsa üzerinden satışa sunamaz. Ayrıca şirkette bir çıkar birliği içinde bulunan ve payları toplamı yüzde elliden fazla olan ortakların da yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu kabul edilmelidir⁵³⁰.

Yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklardan ne anlaşılması gerektiği SerPK m. 26/2’de düzenlenmiştir. İlgili madde şu şekildedir: “*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.*”. Buna göre şirketin oy haklarının yüzde ellisinden fazlasını doğrudan ve dolaylı olarak elinde bulunduran ortaklar yönetim kontrolüne sahip sayılır. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunu seçme ya da yönetim kurulu için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip ortaklar da yönetim kontrolüne sahip sayılır.

SerPK m. 26/3’e göre şirketin şirket yapısında bir değişikliğe neden olmasa bile ortaklar kendi arasında yapmış olduğu özel anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirebilirler.

Bir görüşe göre buradaki yasağın amacı şirketin pay sahipliği yapısının değişmesi riskini önlemektir⁵³¹. Diğer bir görüşe göre ise buradaki yasağın sebebi eşit işlem ilkesi ve sermayenin korunmasıdır. Zira yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar paylarını daha iyi şartlarda şirkete satıp eşit işlem ilkesini ihlal edebilirler. Bunun yanında hâkim ortaklar kendi paylarını daha yüksek bir fiyattan şirkete satarak sermayenin

⁵³⁰ **Türk**, s. 434.

⁵³¹ **Türk**, s. 433.

korunması ilkesini de ihlal edebilirler⁵³². Üçüncü görüşe göre ise böyle bir yasak öngörülmesinin sebebi bilgi suistimalini (içerden öğrenenlerin ticaretini) önlemektedir⁵³³. Zira pay geri alım programları kamuya açıklansa bile bu bilgiye önceden sahip olan yönetim kontrolünü elinde bulunduranlar ve idari sorumluluğu bulunanlar düşük fiyattan şirket paylarını alıp program sonucu şirketin paylarının yükselmesiyle bu payları satarak haksız kazanç elde edebilirler. Ancak yalnızca payların satılmayacağına ilişkin sınır getirilmesi doğru değildir. Zira bu kişiler paylarını satamasa bile şirketin gerçekleştireceği pay geri alım emirlerinden önce bu kişilerin payları alması mümkündür. Şirketin payları alması sonucu payların değerinin yükselmesi durumunda her ne kadar bu kişiler bu payları satamasa da malvarlıklarında haksız bir artış olacaktır. Bu nedenle bahsi geçen kişiler tarafından pay alımlarının da yasaklanması gerekir⁵³⁴. Şirketin kural olarak paylarını borsadan alması zorunluluğu ve payların borsa piyasa fiyatından alınması zorunluluğu söz konusu olduğu için ikinci görüşe katılmak mümkün değildir. Zira payların borsadan ve borsa fiyatından alınması zorunlu olduğu için şirketin hangi pay sahibinden aldığını bilmesi veya piyasa fiyatından daha yüksek fiyatla paylarını alması söz konusu olmayacaktır. Bu sebepten biz de üçüncü görüşe katılmaktayız.

d. İdari Sorumluluğu Bulunan Kişilerin İşlem Yapamaması

Yönetim kontrolünü ele geçiren ortaklar dışında Tebliğ m. 11/2’de şirketteki ve/veya bağlı şirketteki idari sorumluluğu bulunan kişilerin de geri alım programı süresince şirket paylarını borsada satamayacağı düzenlenmiştir. Bir önceki başlıkta da olduğu gibi bu düzenlemenin temel amacı bilgi suistimalini önlemektir. Zira idari sorumluluğu bulunan kişiler, şirketle olan yakın ilişkileri nedeniyle geri alım işlemlerinin

⁵³² **Turan**, s. 144; **Çakır Çelebi**, Fatma Betül: Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Kendi Paylarını Edinmesinin Koşulları, D.E.Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, Prof. Dr. Durmuş TEZCAN’a Armağan, C.21, Özel S., s. 2564.

⁵³³ **Manavgat**, s. 531.

⁵³⁴ **Manavgat**, s. 531.

gerçekleştirileceği zamanları önceden bilebilir ve bu doğrultuda yapacakları işlemlerle haksız kazanç elde edebilirler. Ancak Tebliğ m. 11/2 yalnızca bu kişilerin paylarını satmalarını yasaklamış, pay satın almalarını ise engellememiştir. Diğer bir ifadeyle, idari sorumluluğu bulunan kişilerin geri alım programı süresince şirket paylarını borsadan satın almaları mümkündür. Bu durumun bilgi suistimaline yol açıp açmayacağı ise tartışmaya açıktır.

İdari sorumluluğu bulunan kişiler Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/f’de tanımlanmıştır. Buna göre *“ihraççının yönetim kurulu üyeleri”* ve *“yönetim kurulu üyesi olmadığı halde, ihraççının içsel bilgilerine doğrudan ya da dolaylı olarak düzenli bir şekilde erişen ve ihraççının gelecekteki gelişimini ve ticari hedeflerini etkileyen idari kararları verme yetkisi olan kişiler”* idari sorumluluğu bulunan kişilerdir.

Bunun yanında maddede idari sorumluluğu bulunan kişilerle yakından ilişkili kişilerin de yasağa tabi olduğu belirtilmiştir. İdari sorumluluğu bulunanlarla yakından ilişki kişiler ise Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/g’de düzenlenmiştir. Buna göre *“idari sorumluluğu bulunan kişi ile yakından ilişkili kişiler:*

i) *İdari sorumluluğu bulunan kişinin eşini, çocuklarını ve idari sorumluluğu bulunan kişi ile söz konusu işlemin gerçekleştirildiği dönemde aynı evde ikamet eden kişileri,*

ii) *İdari sorumluluğu bulunan kişiler veya (1) numaralı alt bentte belirtilen kişiler tarafından idari sorumlulukları üstlenilen veya doğrudan ya da dolaylı olarak bu kişiler tarafından kontrol edilen veya bu kişiler yararına kurulmuş olan veya ekonomik çıkarları esas olarak bu kişilerin ekonomik çıkarları ile aynı olan tüzel kişi, kurum veya ortaklıkları,*

iii) *Sermaye piyasası aracı bir borsada işlem gören ihraççının Kurul düzenlemelerine göre hazırlanmış son yıllık finansal durum tablosundaki aktif toplamının*

%10 veya daha fazlasını oluşturan bağılı ortaklıklarının; (f) bendi ile bu bendin birinci ve ikinci alt bentlerinde belirtilen kişileri, ” ifade eder.

Bu kişilerin işlem yapamayacağı süre Tebliğ m. 11/1 ile aynıdır. Diğer bir deyişle genel kurul pay geri alım programını onaylamışsa bu programı süresince veya yönetim kurulu yakın ve ciddi kaybı önlemek amacıyla geri alım kararı almışsa bu karar süresince ilgili kişiler yasağa tabidir.

e. İlk Halka Arzdaki Kısıtlar

Tebliğ m. 11/3’te payların ilk halka arzı sırasında şirket ve/veya bağılı şirket tarafından pay geri alımı yapılamayacağı düzenlenmiştir. Bu yasağa aykırı işlemler ise TTK m. 388 kapsamında anonim şirketin kendi payını taahhüdü sayılacaktır (Tebliğ m. 11/3 c. 2).

Buradaki halka arz sermaye artırımı yoluyla yapılan halka arz değildir. Zira sermaye artırımı yoluyla çıkarılan payların şirket tarafından satın alınması hiçbir koşulda mümkün değildir⁵³⁵. Bu sebepten “ilk halka arz” ifadesinden, şirketin ilk halka arzdan sonraki sermaye artırımı yoluyla yapacağı halka arzlara katılabileceği anlamı çıkarılmamalıdır⁵³⁶. Buradaki halka arzdan kasıt mevcut payların bir kısmının halka arzıdır⁵³⁷. Bu tarz bir halka arzın Kurul’dan izin alınarak sonradan yapılması mümkündür. Bu durumda aslında gerçek bir kendi paylarını taahhüt hali olmasa da pay sahipleri tarafından halka arz edilen payların şirket tarafından satın alınması kendi paylarını taahhüt etmekle eşdeğer görülmüştür⁵³⁸.

⁵³⁵ **Turan**, s. 143.

⁵³⁶ **Turan**, s. 143, **Çakır Çelebi**, s. 2564. Karş bkz. **Manavgat**, s. 531 (Yazar düzenlemedeki halka arzda ifadesinden ilk halka arzı anlamakta olup ikincil halka arzlarda bu yasağın olmadığını düşünmektedir. Yazar halka arz ile pay geri alımlarının bağdaşmadığını bu sebepten hem ilk hem de ikincil halka arzlarda yasak öngörülmesi gerektiğini belirtmektedir.).

⁵³⁷ **Türk**, s. 435; **Turan**, s. 143.

⁵³⁸ **Türk**, s. 435. Karş bkz. **Turan**, s. 143, **Çakır Çelebi**, s. 2564. Bu yazarlara göre ise burada şirketin halka arza katılması halinde gerçek bir kendi paylarını taahhüt halinden söz konusudur.

5. İstisnalar

Tebliğ hükümlerinde de TTK m. 382 ve m. 383 ile benzer olarak yetkilendirmeye ve Tebliğ m. 9'daki diğer sınırlandırmalara tabi olmaksızın pay geri alımının yapılabileceği bazı istisnalara yer verilmiştir. Buna göre aşağıda incelenecek istisnalar bakımından genel kurulun yetkilendirmesi şartı, yüzdeler sınıra ilişkin şart, payların niteliğine ilişkin şart ve net aktife ilişkin şart aranmayacaktır. Ancak istisna kapsamında yapılacak geri alımlarda, geri alım türüne uygun düştüğünce eşit işlem ilkesine uyulması gerekmektedir⁵³⁹.

Burada yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımlarında olduğu gibi gerçek bir pay geri alım programının olup olmadığından söz etmek gerekir. Yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımlarında yaptığımız açıklamaların istisna kapsamında yapılan pay geri alımlarında da geçerli olduğu ifade edilmelidir. Zira istisnai hallerde yapılacak olan pay geri alımlarında genel kurul tarafından bir yetkilendirme yapılmamaktadır. Bunun yanında istisnai hallerde yapılan pay geri alımlarının içerdikleri özel haller sebebiyle pay geri alım programıyla yapılmaları mümkün değildir. Bu sebepten istisnai hallerde yapılacak olan pay geri alımlarında gerçek bir pay geri alım programından söz edilemez.

Bu istisnaların büyük bir kısmı TTK ile benzerlik gösterdiği ve bu istisnalar yukarıda incelendiği için burada tekrar incelenmeyecektir. Bu kısımda yalnızca Tebliğ'de yer alan farklı istisnalar incelenecektir.

A. TTK ile Benzer Olan İstisnalar

Tebliğ m. 16/1'de "ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması çerçevesinde", "külli halefiyet kuralının gereği olarak", "bir kanuni satın alma yükümlülüğü nedeniyle", "karşılıksız olarak" ve "cebri icradan veya mahkeme kararı ile

⁵³⁹ Karacan/Erişir Karacan, s. 128.

ortaklığın alacağıının tahsili amacına yönelik olarak” yapılan pay geri alımları istisna kapsamındadır. Bu hükümler TTK m. 382 ve m. 383 ile aynı olduğu için ve daha önce açıklandığı için burada tekrar incelenmeyecektir⁵⁴⁰.

Burada açıklamak gerekir ki, bir kanuni satın alma yükümlülüğü nedeniyle yapılan geri alımlarda SerPK’da özel düzenlemeler yer almaktadır. Örneğin SerPK m. 50/3’e göre değişken sermayeli yatırım şirketlerinin paylarını geri almaları bir kanuni yükümlülüktür. Ayrıca SerPK m. 24’e göre ayrılma hakkının kullanılması durumunda da bu payların alınması da kanuni bir yükümlülüktür. Ancak değişken sermayeli yatırım şirketleri Tebliğ m. 2/3 ile tebliğ kapsamından çıkarılırken, ayrılma hakkı da Tebliğ m. 16/1/f’de özel olarak düzenlenmiştir. Bu sebepten belirtilen hallerde özel düzenlemeler bulunduğu için kanuni bir satın alma yükümlülüğü nedeniyle istisna (Tebliğ m. 16/1/c) bulunduğu söylenemeyecektir. Ayrıca aşağıdaki başlık altında incelenecek olan çıkarma/satma haklarının kullanılması da kanuni bir satın alma yükümlülüğünden doğmaktadır. Ancak bunlar da Tebliğ’de özel olarak düzenlemeye alınmıştır⁵⁴¹.

B. TTK’dan Farklı Olan İstisnalar

a. Mahkeme Kararı ile Şirket Alacağıının Tahsili Amacına Yönelik Olarak

Tebliğ m. 16/1/e’de, TTK m. 382/1/d’den farklı olarak yalnızca cebri icradan değil, bir mahkeme kararıyla şirket alacaklarının tahsiline yönelik yapılan pay geri alımları da istisna kapsamına alınmıştır. Bu sebepten cebri icraya başvurulmamış olsa bile alacak mahkeme kararıyla hüküm altına alınmışsa yapılacak olan bir sulh sözleşmesi ile alacağa karşılık kendi paylarını alabilecektir⁵⁴².

⁵⁴⁰ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.3.B.

⁵⁴¹ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 131.

⁵⁴² **Türk**, s. 443.

b. Ödenmiş Sermayenin Azaltılması Çerçevesinde

Tebliğ hükümlerinde TTK hükümlerinden farklı olarak esas sermaye yerine ödenmiş sermaye kavramı kullanılmıştır. Bunun dışında Tebliğ düzenlemesinin TTK hükümlerinden farklı bir yönü bulunmamaktadır.

c. Azınlık Haklarının Korunması Sebebiyle

Tebliğ m. 16/1/d bendinde TTK'dan farklı olarak “azınlık haklarının korunmasına yönelik olarak alınmış bir Kurul veya mahkeme kararı neticesinde” geri alınan paylar da istisna kapsamına alınmıştır. Bu hüküm TTK'da yer almasa da TTK m. 382/1/c'de ve Tebliğ m. 16/1/c'de düzenlenmiş olan “bir kanuni satın alma yükümlülüğü” halinin özel bir halidir. Diğer bir deyişle bu madde olmasa bile azınlık haklarının korunmasına yönelik yapılacak geri alımlar istisna kapsamında olacaktır.

Bu madde kapsamında yapılabilecek geri alımına TTK m. 531'de düzenlenen haklı sebeple fesih davası neticesinde yapılan pay geri alımları örnek verilebilir⁵⁴³.

Burada incelenmesi gereken bir diğer konu pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu bulunan hallerde alınan payların ilgili istisna kapsamında olup olmayacağına ilişkindir. Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu iki şekilde doğar: *i)* Kanun icabı, *ii)* Kurul'a tanınan yetki icabı⁵⁴⁴. Kanun icabı pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu olan haller:

i) SerPK m. 26/1'e göre yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi,

ii) SerPK m. 25/1'e göre önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşecek olması⁵⁴⁵,

⁵⁴³ Karacan/Erişir Karacan, s. 130; Türk, s. 443.

⁵⁴⁴ Turan, s. 150.

⁵⁴⁵ Önemli nitelikteki işlemler ile aşağıda incelenecek olan ayrılma hakkı bakımından bir fark bulunmaktadır. Önemli işlemlerin gerçekleşmesi halinde karara katılmayan ortağa çıkma hakkı her zaman tanınmaktadır. Ancak bu çıkma hakkı bazı durumlarda ayrılma hakkı tanınması bazı durumlarda ise pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilmesi suretiyle sağlanmaktadır. Ayrılma hakkı tanınması halinde aşağıda da inceleneceği üzere paylar ilk önce şirket tarafından iktisap edilirken, pay alım teklifinde bulunma

şeklindedir.

Kurul'a pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirme yetkisi verilen haller⁵⁴⁶:

i) Faaliyet konusu imtiyaz verilen bir işi görmek olup da bu imtiyazı kaldırılan veya 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca faaliyet izni kaldırılan veya temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen halka açık şirketlerin pay sahiplerinin korunması amacıyla, imtiyazın geri alınmasına veya 5411 sayılı Kanunun ilgili hükümlerinin uygulanmasına neden oldukları tespit edilen hâkim ortak olan gerçek ve tüzel kişilere pay alım teklifi zorunluluğu getirebilme yetkisi (SerPK m. 26/4),

ii) Yatırım şirketlerinin yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi için pay alım teklifi zorunluluğu getirebilme yetkisi (SerPK m. 26/5),

iii) Kurulca resen halka açık şirket statüsünden çıkarılacak şirketlerin hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilebilme yetkisi (SerPK m. 33/4)

şeklindedir.

Ancak bu hallerin ortaya çıkması durumunda gerçekte pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü şirkete değil ortaklara getirilmektedir. Örneğin, *i)* yönetim kontrolünün ele geçirilmesi halinde yönetim kontrolünü ele geçirenler, *ii)* imtiyazın kaldırılması veya bankanın TMSF'ye devredilmesi halinde sorumluluğu bulunan hâkim pay sahiplerine, *iii)* halka açıklık statüsünün kaldırılmasında hâkim ortaklara, pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü getirildiği görülmektedir. Pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün şirkete getirilmesi zaten bu konunun özü sebebiyle de mümkün

zorunluluğu getirildiği durumlarda ise paylar ortaklar tarafından iktisap edilmektedir. Bunun yanında ayrılma hakkı Tebliğ m. 16/1/f'de ayrıca düzenlendiği için Tebliğ m. 16/1/d bendine girmeyecektir (**Turan**, s. 151).

⁵⁴⁶ **Turan**, s. 150.

değildir⁵⁴⁷. Bu sebepten Tebliğ m. 16/1/d’de yer alan “Kurul kararı neticesinde” ibaresinin şu anki ikincil düzenlemeler bakımından bir karşılığı bulunmaktadır. Zira pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu şirkete değil ortaklara getirilmektedir⁵⁴⁸.

d. Ayrılma veya Ortaklıktan Çıkarma/Satma Hakkının Kullandırılması Nedeniyle

Tebliğ m. 16/1’de düzenlenen son istisna hali ayrılma veya ortaklıktan çıkarma/satma hakkının kullandırılması nedeniyle yapılan pay geri alımlarıdır. Ayrılma hakkı SerPK m. 24’te düzenleme altına alınmıştır. Ortaklıktan çıkarma/satma hakkı ise SerPK m. 27’de düzenlenmektedir. Aşağıda alt başlıkta sırasıyla bu haklar ve bunların neticesinde yapılan geri alımlar incelenecektir.

aa. Ortaklıktan Ayrılma Hakkı

Yukarıda da belirtildiği gibi şirketten ayrılma hakkı SerPK m. 24’te düzenleme altına alınmıştır. Buna göre SerPK m. 23’te düzenlenen önemli nitelikteki işlemlerin gerçekleşmesi halinde ve buna ilişkin genel kurul toplantısında olumsuz oy verip muhalefetini tutanağa geçiren pay sahipleri, paylarını şirkete satarak şirketten ayrılma hakkına sahiptir. Şirket böyle bir durumda belirtilen kişilerin paylarını almakla yükümlüdür. Ayrılma hakkı pay sahipleri açısından malvarlıksal bir hak niteliğindedir⁵⁴⁹. Bu hak kanundan doğan bir sözleşme yapma zorunluluğu meydana getirir⁵⁵⁰.

SerPK m. 23/1’e göre önemli nitelikteki işlemler şunlardır:

- i) Birleşme ve bölünme işlemlerine taraf olunması,
- ii) Şirketin tür değiştirmesi,

⁵⁴⁷ Turan, s. 151.

⁵⁴⁸ Turan, s. 151.

⁵⁴⁹ Tarhan, Damla Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul 2018, s. 246 (Önemli Nitelikteki İşlemler).

⁵⁵⁰ Tarhan, *Önemli Nitelikteki İşlemler*, s. 254-255.

iii) İmtiyaz öngörülmesi veya mevcut payların kapsamının veya konusunun değiştirilmesi *gibi* yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler.

Maddede “gibi” ifadesinin kullanılması önemli nitelikteki işlemlerin sayma yoluyla belirtilmediği ve yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak şirketin yapısına ilişkin diğer temel işlemlerin de önemli nitelikteki işlem olabileceği anlamına gelmektedir. SerPK m. 23/1 c. 2’de önemli nitelikteki işlemleri belirleme yetkisi Kurul’a verilmiştir. Doktrinde kabul edilen durum, SerPK’da veya Kurul düzenlemelerinde önemli nitelikte işlem sayılmayan bir durumun şirket bakımından ne kadar önemli olursa olsun önemli işlem olarak kabul edilemeyeceği şeklindedir⁵⁵¹.

Bu çerçevede, Kanun metninde her ne kadar örneksime yoluyla bir sayım yapılsa da diğer önemli nitelikteki işlemleri belirleyecek olan Kurul’dur. Kurul bu yetkisi kapsamında Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği’ni (II-23.3)⁵⁵² çıkarmış ve burada sınırlı sayıda sayma yoluyla önemli nitelikteki işlemleri belirtmiştir. Bu sebepten bunlar dışında önemli nitelikteki işlem belirlenmesi mümkün değildir.

Ayrılma hakkının kullanmak isteyen pay sahibi bu genel kurula katılmak, karara ilişkin olumsuz oy kullanmak ve bu durumu tutanağa geçirtmek zorundadır. Şu kadar ki pay sahibinin genel kurula katılmasına veya oy kullanmasına haksız bir biçimde izin verilmediğinde ve çağrının usulüne göre yapılmaması veya gündemin gereği gibi ilan edilmemesi hâllerinde olumsuz oy kullanma ve tutanağa geçirtme şartı aranmayacaktır (SerPK m. 24/2 ve Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 11/5). Bunun

⁵⁵¹ **Adıgüzel**, Burak: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 2, s. 8-9; **Bektaş**, İbrahim: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 770 vd (Ayrılma Hakkı); **Ölekli**, Neşe: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı, İstanbul Hukuk Mecmuası 2018, C. 76, S. 1, s. 232.

⁵⁵² Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği (II-23.3), R.G. 27.06.2020, S. 31168.

yanında ayrılma hakkı kural olarak aracı kurum aracılığıyla kullanılabilir (Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 12/1).

Pay sahibi ayrılma hakkını kullanabileceği gibi TTK m. 445'e göre iptal davası da açabilir. Ancak iptal davasının kabulü için genel kurul kararının kanun veya esas sözleşme hükümlerine ve özellikle dürüstlük kuralına aykırı olması gerekecektir. Ayrılma hakkının kullanılması bakımından ise böyle bir şart aranmamaktadır⁵⁵³.

SerPK m. 24/1 c. 4'ten anlaşıldığı üzere ayrılma hakkının kullanılması sonucunda satılacak olan paylar şirket tarafından geri alınmadan önce diğer pay sahiplerine ve yatırımcılara önerilebilecektir. Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 13/1'de yönetim kurulunun ilgili payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesini ilişkin karar alabileceği düzenlenmiştir. Buna göre payların şirket tarafından geri alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi zorunlu değildir ve bu kararın alınmasında yetkili organ yönetim kuruludur.

Nihayetinde genel kurul tarafından önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alınması ve yukarıda sayılan diğer usuli şartları uyulması halinde muhalif kalan pay sahibi ayrılma hakkını kullanabilecektir. Ayrılma hakkının kullanılması halinde Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği m. 14/6⁵⁵⁴ düzenlemesi geri alınan paylar bakımından işlem sınırları hariç olmak üzere Geri Alınan Paylar Tebliği hükümleri uygulanacaktır. Böylelikle ayrılma hakkının kullanılması sonucu payların şirket tarafından geri alınması kararlaştırılmışsa geri alım istisna kapsamında yer alacak ve yüzdelik sınırlar, yetkilendirme şartı, payların niteliğine ilişkin şart ve net aktife ilişkin şart aranmayacaktır.

⁵⁵³ **Türk**, s. 410. Yazar ayrıca ayrılma hakkının yalnızca halka açık anonim şirketler için değil bütün anonim şirketler için mümkün olması gerektiğini ifade etmektedir.

⁵⁵⁴ “Ayrılma hakkının kullanılması sonucunda geri alınan paylar, işlem sınırları hariç, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerine tabidir.”

bb. Ortaklıktan Çıkarma/Satma Hakkı

Tebliğ m. 16/1/f’de düzenlenen diğer bir istisna hali ortaklıktan çıkarma/satma hakkına ilişkindir.

aaa. Ortaklıktan Çıkarma Hakkı

Ortaklıktan çıkarma hakkı (*squeeze-out*) SerPK m. 27/1’de düzenlenmiştir. Buna göre pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket edenler de dahil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların halka açık anonim şirketin oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına ulaşması durumunda, paya sahip olan bu kişiler açısından azınlıkta kalan pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma hakkı doğar⁵⁵⁵. Bu kişiler, Kurulca belirlenen süre içinde, azınlıkta kalan ortakların paylarının iptalini ve bunlar karşılığı çıkarılacak yeni payların kendilerine satılmasını ortaklıktan talep edebilirler. Payların bedelinin belirlenmesi ayrılma hakkında olduğu gibi belirlenecektir.

Birlikte hareket eden kişiler, şirketin yönetim yapısı üzerinde söz sahibi olma amacıyla iş birliğinde bulunan kişilerdir⁵⁵⁶. Birlikte hareket edenlerin, birlikte hareket etme olgusu dikkate alınmayıp bu kişilerin her birinin ayrı bir kişi sayılması halinde belirli pay oranına ulaşan pay sahiplerine yönelik getirilen pay alım teklifi yükümlülüğü veya kamuya açıklama yükümlülüğü gibi yükümlüklerin bazıları etkisiz hale gelebilecektir⁵⁵⁷. Birlikte hareket eden kişiler Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (II-27.3)⁵⁵⁸ m. 3/1/a’da tanımlanmıştır. Buna göre “*Çıkarma ve satma hakkının doğmasına sebebiyet verecek pay alımlarını açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşma çerçevesinde yapan gerçek ve/veya tüzel kişiler*” birlikte hareket eden kişilerdir. Belirtilen Tebliğ m. 4/4’ e göre:

⁵⁵⁵ Hâkim pay sahibi hakkında detaylı bilgi için bkz. **Keskin**, Harun: Hâkim Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı (Squeeze-out), İstanbul 2022, s. 575-629.

⁵⁵⁶ **Keskin**, s. 580.

⁵⁵⁷ **Keskin**, s. 581.

⁵⁵⁸ Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (II-27.3), R.G. 31.12.2020, S. 31351.

i) Gerçek ve/veya tüzel kişi ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların,

ii) Tüzel kişi ortakların yönetim kontrolünü elinde bulunduran gerçek ve/veya tüzel kişilerle bu kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıkların, birlikte hareket ettiği varsayılır. Tebliğ ile bu kişiler bakımından bir karine getirilmiştir.

Ortaklıktan çıkarma hakkı pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket edenler de dahil olmak üzere başka bir şekilde sahip olunan payların yüzde doksan sekiz oranına ulaşması durumunda doğacaktır (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 4/1). Bu orana ulaşılmasıyla birlikte hâkim ortak bakımından azınlıkta kalan bütün pay sahiplerini ortaklıktan çıkarma, azınlıkta kalanlar bakımından ise paylarını hâkim ortağa satma hakkı doğacaktır. Oy haklarına ilişkin oranın tespitinde, hâkim ortağın sahip olduğu doğrudan ve dolaylı paylar dikkate alınır. Oy hakkında imtiyazlar dikkate alınmaz. İntifa veya alım hakkına dayalı paylar ile çıkarma hakkı kullanılamaz (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 4/2).

Çıkarma hakkının doğmasıyla birlikte azınlıkta kalanlar bakımından satma hakkı doğar. Bu kişiler iki aylık hak düşürücü süre içerisinde bu hakkı kullanabilirler (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 5/1). Bu hak iki aylık hak düşürücü süre içerisinde kullanılmadığı takdirde bu sürenin bitiminden itibaren en geç üç iş günü içerisinde hâkim ortak şirketten çıkarma hakkını kullanabilir (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 5/6). Hâkim ortak bu hakkı şirkete başvurarak kullanır. Şirkete başvuruya birlikte yönetim kurulu başvurusunun hakkı kullanabilmesi için gereken paylara sahip olup olmadığını, hakkın süresi içerisinde kullanıp kullanılmadığını ve başvuruya ilişkin gerekli olan işlemlerin tamamlanıp tamamlanmadığını incelemelidir. Bu inceleme yönetim kurulunun özen yükümlülüğünün bir gereğidir⁵⁵⁹. Hâkim ortağın bu başvurudan sonra en geç beş iş günü içerisinde yönetim kurulu diğer payların iptali

⁵⁵⁹ Keskin, s. 661.

ve iptal edilen payların yerine geçmek ve daha sonra hâkim ortağa devredilmek üzere yeni pay ihracı kararı alarak Kurul'a başvurur (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 5/6).

Anlaşılacağı üzere çıkarma hakkının kullanılmasında aslında gerçek bir pay geri alımından söz edilemez. Zira paylar ilk olarak iptal edilmekte ve daha sonra hâkim ortağa devredilmek üzere yeni pay ihraç edilmektedir. Ancak payların iptalinden, yeni payların hâkim ortağa devrine kadar geçen süre içerisinde paylar şirket mülkiyetinde kalmaktadır⁵⁶⁰. Bu geçici durum nedeniyle şirkette bulunan payların Geri Alınan Paylar Tebliği'ndeki sınırlamalara tabi tutulması doğru bulunmamıştır. Bu sebepten çıkarma hakkı sebebiyle şirkette geçici bir süre ile bulunan paylar da istisna kapsamında tutulmuştur⁵⁶¹.

bbb. Hâkim Ortağa Satma Hakkı

Satma hakkının düzenlendiği SerPK m. 27/2'ye göre ortaklıktan çıkarma hakkının doğduğu durumlarda, azınlıkta kalan pay sahipleri açısından paylarını satma hakkı doğar. Bu pay sahipleri Kurulca belirlenen süre içinde, paylarının adil bir bedel karşılığında satın alınmasını, oy hakları Kurulca belirlenen orandan daha fazla olan kişilerden ve bunlarla birlikte hareket edenlerden talep edebilirler.

Kanun maddesine ve yukarıda açıklanan Tebliğ hükümlerine göre çıkarma hakkının kullanılabilmesinden önce hâkim ortak dışındaki ortaklar bakımından paylarını hâkim ortağa satma hakkı doğar. Satma hakkı hakimiyetin kazanılmasının kamuya açıklanmasını takiben yapılan pay değer tespiti raporunun kamuya açıklanması ile doğar. Bu hak iki aylık hak düşürücü süre içerisinde kullanılmalıdır. Satma hakkının kullanmak

⁵⁶⁰ **Türk**, s. 413; **Turan**, s. 152.

⁵⁶¹ Payların bedelinin belirlenmesinde SPK m. 27'de ayrılma hakkındaki bedele ilişkin hükmün uygulanacağı belirtilmişse de Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 6'da bedelin nasıl belirleneceği ayrıca düzenlenmiştir. İlgili düzenleme ayrılma hakkındaki bedelle çoğunlukla benzer nitelik taşısa da bazı ek hükümler içermektedir.

isteyen pay sahipleri bu durumu şirkete bildirir. Şirket bu talepleri hâkim ortağa bildirir. Hâkim ortak talebin ulaşmasından en geç iki iş günü içerisinde paylarını satmak isteyen ortakların pay bedellerini şirket hesabına yatırır. Daha sonra ilgili pay bedelleri, ortaklara ödenir ve bu ödeme ile pay devir işlemleri sonuçlandırılır (Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 5).

Açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, satma hakkının kullanılması sonucunda şirket tarafından iktisap edilen herhangi bir pay bulunmamaktadır. Şirketin satma hakkının kullanılması bakımından rolü yalnızca aracılık etmek üzerinedir. Bu durum özellikle Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği m. 4/1'in son cümlesinde belirtilen "diğer ortaklar açısından da paylarını hâkim ortağa satma hakkı doğar" ifadesinden ve hakkın kullanım usulünün düzenlendiği m. 5'ten anlaşılmaktadır. Anlaşılacağı üzere hâkim ortağa satma hakkı bakımından şirket tarafından herhangi bir pay geri alımı söz konusu olmadığı için bu hakkın kullanılmasının Geri Alınan Paylar Tebliği kapsamında veya Tebliğ'in istisna maddesi kapsamında olmasını gerektirecek bir durum bulunmamaktadır.

e. Sabit Sermayeli Menkul Kıymet Yatırım Şirketlerinin Durumu

Tebliğ'de yer alan son istisna hali m. 16/2'de düzenlenen sabit sermayeli menkul kıymet yatırım şirketlerinin paylarını geri almasına ilişkindir. Bu düzenlemeye göre "Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının geri alımda bulunmaları durumunda ise; bu Tebliğin 5 ve 6 ncı maddelerindeki yetkilendirme esasları ile 9 uncu maddesinin birinci fıkrasındaki sınırlama uygulanmaz. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının daha önceki alımlar dahil geri alınan paylarının nominal değeri, ödenmiş veya çıkarılmış sermayelerinin yüzde yirmisini ve fiili dolaşımdaki pay oranının yüzde otuzunu aşamaz.". Anılan düzenleme gereğince borsada işlem görsün veya görmesin sabit sermayeli yatırım şirketlerinin pay geri alımlarında genel kurulun yetkilendirme kararı gerekmez. Bunun yanında Tebliğ m. 9/1'deki sınırın

uygulanmayacağı belirtilerek, bu tür şirketlerde geri alınabilecek payların üst sınır limiti ise normal usule göre daha yüksek belirlenmiştir. Ayrıca payların elden çıkarılmasını düzenleyen Tebliğ m. 19/3 hükmündeki yüzde onluk sınırın da uygulanmaması gerekir⁵⁶². Zira Tebliğ m. 19/4'te sabit sermayeli menkul kıymet yatırım şirketlerinin Tebliğ m. 16/2'de belirtilen şartlara uymak kaydıyla geri aldığı payları süresiz olarak elinde tutabileceği düzenlenmiştir. Diğer bir deyişle sabit sermayeli menkul kıymet yatırım şirketlerinin Tebliğ m. 16/2'deki yüzde yirmilik ve yüzde otuzluk sınırın içinde geri aldığı paylarını elden çıkarması zorunlu değildir.

C. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Basın Açıklamaları ve İlke Kararları ile Getirdiği İstisnalar

Yukarıda da açıklandığı üzere anonim şirketlerin kendi paylarını iktisabının sebeplerinden bir tanesi de borsadaki ani dalgalanmalar/payların değerinin düşük olmasıdır⁵⁶³. Bazı anlarda dış etkenlerin yoğunluğu sebebiyle şirketin paylarının değeri aşırı derecede düşebilir. Böyle anlarda geri alım programı ilan ederek pay geri alımı yapılırsa çok geç olabilir. Bu tarz durumlarda yakın ve ciddi kaybın önlenmesi sebebiyle yönetim kurulu kararıyla pay geri alımı yapılması mümkün olabilir. Ancak yakın ve ciddi kaybın önlenmesi sebebiyle pay geri alımı yapılmasında yetkilendirme şartına ihtiyaç duyulmasa da yüzdelik sınıra ilişkin şart ve diğer şartlar halen mevcuttur. Ancak bazı hallerde dış etkenlerin yıkıcılığı o denli yüksektir ki yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla geri alım yapılması dahi yetersiz kalabilir⁵⁶⁴. Böyle zamanlarda yüzdelik sınır ve net aktif şartı mevcut olduğu için yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle yapılan geri alımlar dâhi şirketin borsadaki pay değerlerinin korunmasında yetersiz kalabilir. Bu riski dikkate alan Kurul, bu şekilde durumların yaşandığı anlardan sonra pay geri

⁵⁶² **Türk**, s. 263.

⁵⁶³ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm III.6.

⁵⁶⁴ **Türk**, s. 407.

alımlarına ilişkin bazı kolaylıklar getirmektedir⁵⁶⁵. Aşağıda bu tarz olaylardan sonra getirilen kolaylıklar incelenecektir.

Ancak bu duyurulara geçmeden önce Kurul'un basın duyurusu ve ilke kararı yolu ile düzenleme getirmesinin ve Tebliğ hükümlerini değiştirmesinin hukukiliğini tartışmakta fayda görüyoruz. SerPK m. 128/2'ye göre "*Kurul, yetkilerini, düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikli kararlar olarak kullanır. Kurul, kararlarının Resmî Gazete'de veya internet ortamı dâhil uygun vasıtalarla yayımlanmasına karar verebilir. Düzenleyici işlem niteliğindeki yönetmelik ve tebliğler Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe konur.*". Bu hükme göre Kurul düzenleyici işlem veya özel nitelikli karar ile yetkilerini kullanabilir. Kanun'da özel nitelikli karar ile düzenleyici işlem arasında herhangi bir hiyerarşi ilişkisi kurulmuş değildir. SerPK m. 22 ile şirketin kendi paylarını geri almasına ilişkin düzenleme yapma yetkisinin Kurul'a verildiğini daha önce belirtmiştik. Kurul'un yaptığı basın açıklamaları ise özel nitelikli karar niteliğindedir⁵⁶⁶. Kurul'un bu özel nitelikli kararları basın duyurusu şeklinde internet ortamı aracılığıyla yayımlanmaktadır. Bu sebeple ilk bakışta Kurul'un, SerPK m. 128/2 ve m. 22'ye dayanarak basın açıklamaları yoluyla Tebliğ maddelerini değiştirebileceği izlenimi doğabilir. Ancak gerçekte, basın duyurusuyla bu şekilde istisnalar getirilmesi hukuki bakımdan bazı sorunlar içermektedir⁵⁶⁷. Şöyle ki, basın duyurusuyla genel, objektif ve bireysel nitelikte olmayan kurallar getirilmesi, bunların düzenleyici işlem niteliğini haiz olduğunu gösterir⁵⁶⁸. İdare hukukunun en temel ilkelerinden olan usulde paralellik ilkesi gereğince, mevcut bir işlemin yetkili organ tarafından ancak aynı usulde ortadan

⁵⁶⁵ **Tarhan**, Damla Gül: Payları Borsada İşlem Gören Ortaklıkların Sermaye Piyasası Kurulunun Basın Duyuruları Kapsamında Kendi Paylarını Edinmeleri, Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi 2022, S. 2, s. 1520 (Kendi Payını Edinme).

⁵⁶⁶ **Çakır Çelebi**, s. 2573.

⁵⁶⁷ Karş bkz. **Çakır Çelebi**, s. 2573 (Yazar SerPK m. 128/2 ve m.22 hükümleri gereği Kurul'un yaptığı basın duyurularının hukuken geçerli olduğunu kabul etmektedir.).

⁵⁶⁸ **Tarhan**, *Kendi Payını Edinme*, s. 1532.

kaldırılabilirliği bir gerçektir⁵⁶⁹. Bu ilkeye göre işlemin yapılmasında uygulanan usul ve esaslar kanunda aksi bir hüküm bulunmaması durumunda işlemin kaldırılmasında, değiştirilmesinde veya geri alınmasında da uygulanır⁵⁷⁰. Nitekim Danıştay İdari Dava Daireleri Kurulu'nun bir kararında da usulde paralellik ilkesi gereğince bir tebliğde yapılacak değişikliğin yine ancak tebliğ ile yapılabileceği, genelge ile tebliğ düzenlemesinin değiştirilemeyeceği karara bağlanmıştır⁵⁷¹. Bu sebepten Tebliğ'de yer alan bir düzenlemenin ancak Tebliğ'de yapılan bir değişiklikle veya başka bir tebliğle ya da daha üst bir düzenleyici işleme⁵⁷² ortadan kaldırılabilirliği açıktır. Oysa Kurul, Tebliğ'de yer alan düzenlemeleri basın duyuruları yoluyla ortadan kaldırmıştır/istisna getirmiştir. Bu durum açıkça usulde paralellik ilkesine aykırılık teşkil etmektedir. Öte yandan SerPK m. 128/2'ye göre düzenleyici işlem niteliğindeki tebliğ ve yönetmelikler Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe konulur. Bu kapsamda Geri Alınan Paylar Tebliği 03.01.2024 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe konulmuştur. Ancak Tebliğ'de yapılan değişiklikler Resmî Gazete'de yayımlanmaksızın basın duyurusu ya da ilke kararları yoluyla yürürlüğe konulmuştur. Danıştay İdari Dava Daireleri Kurulu'nun vermiş olduğu bir kararda usulde paralellik ilkesi gereğince Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren bir tebliğde değişiklik yapılabilmesi için bu değişikliğin de Resmî Gazete'de yayımlanmasının zorunlu olduğu ifade edilmiştir⁵⁷³. Bu

⁵⁶⁹ **Hasoğlu**, Aynur: Danıştay Kararları Işığında Yetki ve Usulde Paralellik İlkesi, Türkiye Adalet Akademisi Dergisi 2018, S. 33, s. 125.

⁵⁷⁰ **Hasoğlu**, s. 130.

⁵⁷¹ *"Bu durumda, anılan Tebliğ'de yapılan değişikliklerin davalı idare dışındaki gerçek ve tüzel kişileri ilgilendirmesi nedeniyle, 5502 sayılı Kanun'un 41. maddesinin son fıkrası ve "usulde paralellik ilkesi" gereğince yine tebliğ ile yapılması ve Resmî Gazete'de yayımlanması gerekirken, belirtilen usul ve yöntemler izlenmeden yürürlüğe giren dava konusu düzenlemede hukuka uyarlık görülmediği gerekçesiyle düzenlemenin iptaline"* (D.İ.D.D.K., E. 2019/1730, K. 2019/5400, T. 11.11.2019, Lexpera, E.T. 09.06.2025).

⁵⁷² **Hasoğlu**, s. 136.

⁵⁷³ *"Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Uygulama Tebliği'nin, 5502 sayılı Kanun'un anılan 41. maddesinin son fıkrası gereğince, 25/05/2007 günlü, 26532 (mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe*

nedenle, her ne kadar bu yöntemle hızlı değişimlere yanıt verilebilmesi ve geri alımlara kolaylık sağlanması amaçlansa da basın duyuruları yoluyla bu tür düzenlemeler yapılması hukuka aykırıdır.⁵⁷⁴. Ayrıca Kurul'un dönemsel istisnalar sağlamak amacıyla getirdiği düzenlemeler bir yana Tebliğ maddelerinin değiştirilmesinin de ilke kararlar yoluyla yapıldığı görölmektedir. Örneğin “i-SPK.22.5.a (09/03/2023 tarih ve 13/314 s.k.) sayılı İlke Kararı”, “i-SPK.22.1 (24.07.2014 tarih ve 23/759 s.k.) sayılı İlke Kararı”, “i-SPK.22.2 (27.01.2016 tarihli ve 3/77 s.k.) sayılı İlke Kararı”, “i-SPK.22.8 (01.08.2024 Tarih ve 41/1198 s.k.) Sayılı İlke Kararı” ve “i-SPK 22.4 (11/11/2016 tarihli ve 31/1081 s.k.) sayılı İlke Kararı (mülga)” ile Tebliğ'in bazı maddeleri değiştirilmiş ancak bu değişiklikler Tebliğ'in herhangi bir yerine işlenmemiştir. Bu nedenle Tebliğ kapsamında geri alım programı açıklamak isteyen bir şirketin veya bu konuda herhangi bir araştırma yapmak isteyen bir kişinin yalnız Tebliğ düzenlemelerine bakması yanıltıcı olacak ve Kurul tarafından yayımlanan bültenler veya basın duyurularında ilgili değişiklikleri araması gerekecektir. Bu durum usulde paralellik ilkesinin yanında kodifikasyon bakımından da ciddi problemler içermektedir.

Netice itibarıyla bu şekilde değişikliklerin basın açıklamalarıyla değil Tebliğ'e getirilen geçici maddelerle veya Tebliğ'de yapılacak düzenlemelerle yapılması daha

konulduğu, dava konusu 21/09/2007 günlü, 2007/71 sayılı Genelge ile Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Uygulama Tebliği'nde değişiklik yapıldığı ancak bu değişikliğin Resmi Gazete'de yayımlanmadığı; oysa ki, dava konusu Genelge ile Tebliğ'de yapılan değişikliğin Kurum dışındaki gerçek ve tüzel kişileri ilgilendirdiği hususunda kuşku bulunmadığından, bu değişikliğin 5502 sayılı Kanun'un belirtilen 41. maddesi hükmü ve usulde paralellik ilkesi gereğince Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe konulmasının zorunlu olduğu; her ne kadar, 22/06/2007 günlü, 26560 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Tebliğ'in 1. maddesi ile Sosyal Güvenlik Kurumu Sağlık Uygulama Tebliği'nin 27. maddesine bir cümle olarak "Kurum, bu Tebliğ hükümlerinde yapacağı değişiklikleri genelge ile duyurur." kuralı eklenmiş ise de, bu kuralın, Tebliğ'deki değişikliklerin genelge ile yapılmasına olanak tanıdığı, ancak 5502 sayılı Kanun'un 41. maddesi hükmü ile usulde paralellik ilkesi gereğince değişikliklerin Resmi Gazete'de yayımlanması yükümlülüğünü ortadan kaldırmadığı..." (D.İ.D.K., E. 2012/2730, K. 2015/53, T. 21.01.2015, Lexpera, E.T. 09.06.2025).

⁵⁷⁴ **Tarhan**, *Kendi Payını Edinme*, s. 1532.

doğru olacaktır. Zira basın açıklamaları ile bu tarz değişiklikler getirilmesi durumunda usulde paralellik ilkesi, ulaşılabilirlik ve kodifikasyon bakımından problemler oluşmaktadır.

a. 21 Temmuz ve 25 Temmuz 2016 Basın Duyuruları ile Getirilen İstisnalar

Kurul'un pay geri alımına ilişkin ilk getirdiği istisna 15 Temmuz 2016 darbe girişiminden sonra, 21 Temmuz 2016⁵⁷⁵tarihindedir. Bu basın duyurusu ile halka açık anonim şirketlerin paylarını geri alması bakımından bazı kolaylıklar getirilmiştir. Buna göre:

“Genel kurullarınca alınmış bir karara bağlı olarak yürürlükte bir geri alım programı olmayan halka açık şirketlerimiz, özel durum açıklaması yapmak kaydıyla herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir.

Genel kurullarınca alınmış bir karara bağlı olarak geri alım programı yürüten halka açık şirketlerimiz, özel durum açıklaması yapmak ve yetkili organlarını bilgilendirmek suretiyle herhangi bir limit söz konusu olmaksızın borsada kendi paylarının geri alımını gerçekleştirebilecektir.”

Basın duyurusunda limit kavramından ne anlaşılması gerektiği açık değildir. Bu sebepten ilgili basın duyurusunun 25 Temmuz 2016⁵⁷⁶ tarihli basın duyurusu ile değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu basın duyurusunda *“Tebliğ'de düzenlenen yetkilendirme ve %10'luk sınır ile günlük işlem miktarı ortalamasının %25'inin geilemeyeceğine ilişkin işlem esasının ikinci bir duyuruya kadar uygulanma(yacağı)”* ifade edilmiştir. Buradan anlaşılacağı üzere geri alım programlarında genel kurul onayı aranmayacaktır. Bunun yanında pay geri alımlarına ilişkin belki de en önemli şart olan

⁵⁷⁵ <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2016/basin-duyurusu-21-07-2016> (E.T. 04.05.2025).

⁵⁷⁶ <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2016/geri-alinan-paylara-iliskin-basin-duyurusu-hakkinda-ek-aciklama> (E.T. 04.05.2025).

yüzde onluk işlem sınırı şartı da basın duyurusuna göre uygulanmayacaktır. Yine günlük işlem miktarı ortalamasının yüzde yirmi beşinin geçilemeyeceğine ilişkin işlem şartı da aranmayacaktır.

Duyuruda borsada kendi paylarını geri almadan bahsedildiği için borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin bu duyuru kapsamında geri alım yapması mümkün değildir⁵⁷⁷. Ayrıca “şirketlerin kendileri tarafından gerçekleştirilecek alımlar” ifadesi sebebiyle de bağlı şirketler tarafından yapılacak geri alımlar duyuru kapsamında değerlendirilemeyecektir.

Basın duyurusuna göre pay geri alımları öncesinde, asgari olarak söz konusu geri alımın amacını, geri alıma konu edilebilecek azami pay sayısını ve bu iş için ayrılacak azami fon tutarını içeren bir yönetim kurulu kararı alınarak, alınan karar kamuya açıklanmalıdır.

Basın duyurusunun gerçekleştiği tarihte mevcut pay geri alım programı olan şirketler Tebliğ şartlarında bu programa devam edebileceklerdir. Ancak bu şirketlerin basın duyurusundaki kolaylıklardan yararlanmak istemeleri durumunda buna ilişkin bir yönetim kurulu kararı almaları gerekecektir.

Duyuru çerçevesinde geri alınan paylar duyuru tarihinden itibaren otuz günlük süre boyunca satılamayacaktır. Otuz günlük sürenin hesaplanmasında “ilk giren ilk çıkar” yöntemi uygulanacaktır. Buradaki düzenlemenin amacı şirketlerin borsa ticaretine girişmesine önlemek ve piyasa dolandırıcılığı riskini azaltmaktır. Ancak sürenin duyuru tarihinden itibaren başlatılması bu amacın gerçekleştirilmesini imkânsız hale getirmektedir. Zira basın duyurusundan yirmi gün sonra geri alım yapacak olan şirket için payların satılamayacağı süre on gün olacaktır. Basın duyurusundan otuz gün sonra geri alım yapacak olan şirket bakımından ise herhangi bir süre söz konusu olmaksızın payların satışı mümkün olacaktır. İlgili basın duyurusunun yıllar boyunca yürürlükte kaldığı da

⁵⁷⁷ **Tarhan**, *Kendi Payını Edinme*, s. 1523.

düşünülürse getirilen bu düzenlemenin borsa manipülasyonunu önleme konusunda çok anlamlı olmadığını söylemek gerekecektir. Sürenin geri alım tarihinden itibaren başlatılması bu amaca ulaşmak bakımından daha yerinde olurdu.

Duyuruda piyasa dolandırıcılığı ve bilgi suistimali suçlarına ilişkin ilginç bir düzenleme de yer almaktadır. Buna göre duyuru çerçevesinde gerçekleştirilecek geri alım işleri, bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı kapsamında değerlendirilmeyecektir. *Çakır Çelebi*'ye göre böyle bir düzenleme ile geri alımın tek amacı piyasa dolandırıcılığı veya bilgi suistimali dahi olsa geri alımlar sebebiyle herhangi bir cezalandırılma sözü konusu olmayacaktır. Bu sebepten ilgili düzenleme adeta şirketleri suça teşvik etmekte ve bu şekilde ceza hukukunun en temel amaçlarından olan suç işlenmesinin önlenmesi amacıyla ters düşmektedir⁵⁷⁸. Böyle bir düzenlemenin içerisinde barındırdığı piyasa dolandırıcılığı veya bilgi suistimali riski bir yana kanunilik bakımından da birçok problemi bulunmaktadır. Kurul'un böyle bir yetkisinin olup olmadığı aşağıda inceleneceği için konunun burada yeniden incelenmesi tercih edilmemiştir⁵⁷⁹.

İlgili basın duyuruları ile geri alınan payların bedellerinin yalnızca serbest yedek akçeden (net aktif şartı) karşılanacağına ilişkin şart ile yedek akçe ayrılması gerektiğine ilişkin şarta dokunulmadığını da vurgulamak isteriz⁵⁸⁰.

b. 23 Mart 2020 Tarihli Basın Duyurusu

Kurul Covid-19 salgını sonrası 23 Mart 2020 tarihinde yaptığı basın duyurusuyla da bazı tedbirler açıklamıştır. İlgili basın duyurusunda geri alımlara ilişkin olarak; 21 Temmuz ve 25 Temmuz 2016 tarihindeki açıklamaların halen yürürlükte olduğu hatırlatılarak, şirketlerin borsada işlem gören paylarının geri alımını herhangi bir limit sözü konusu olmaksızın gerçekleştirebileceği yinelenmiştir.

⁵⁷⁸ *Çakır Çelebi*, s. 2577.

⁵⁷⁹ Bkz. aşağıda Üçüncü Bölüm II.3.A.

⁵⁸⁰ *Çakır Çelebi*, s. 2573.

Ancak doktrinde pandemi sonrası kâr payı dağıtımını ve pay geri alımlarına ilişkin oluşan hukuki durum eleştirilmiştir⁵⁸¹. Şöyle ki pandemi sonrası 7244 sayılı Kanun⁵⁸² m. 12 ile şirketlerin kar payları dağıtımına ilişkin bazı sınırlamalar getirilmiştir. Bu madde ile TTK'ya eklenen geçici m. 13'e göre "*Sermaye şirketlerinde, 30/9/2020 tarihine kadar 2019 yılı net dönem kârının yalnızca yüzde yirmi beşine kadarının dağıtımına karar verilebilir, geçmiş yıl kârları ve serbest yedek akçeler dağıtımına konu edilemez, genel kurulca yönetim kuruluna kâr payı avansı dağıtımını yetkisi verilemez.*". Maddenin gerekçesinde bu düzenlemenin amacı olarak "*ihtiyatlılık politikası gereği olarak, şirket kaynaklarının nakit kar dağıtımını yapılmak suretiyle azaltılmaması, şirketlerimizin mevcut özkaynak yapılarının korunması ve ilave finansman ihtiyacının doğmaması*" gösterilmiştir⁵⁸³. Ancak diğer yandan şirketlerin pay geri alım yapmalarına yönelik olarak getirilen kolaylıklar da sürdürülmüştür. Diğer bir deyişle şirket kaynaklarının korunması amacıyla kâr payı dağıtımını sınırlandırılırken, şirketlerin kaynaklarının kullanılmasıyla yapılabilecek olan pay geri alımlarına ilişkin kolaylıklar getirilmiştir. Bu düzenlemelerin "şirketlere kâr payı dağıtmak yerine pay geri alımlarına başvurması tavsiye ediliyor" şeklinde yorumlanması mümkündür. Özellikle yüzde onluk sınırın kaldırıldığı da dikkate alındığında, şirketin hâkim pay sahiplerine paylarını şirkete satarak ekonomik krizin maliyetini şirkete yükleme imkânı tanınmış olacağı açıktır. Bunun yanı sıra, kâr payı dağıtamayan şirketler, alternatif bir yöntem olarak pay geri alımları yoluyla pay sahiplerine malvarlığı aktarımı gerçekleştirebilecektir. Bu nedenlerle, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi, likiditesinin azalmasına yol açabileceği gibi; kriz dönemlerinde geri alınan payların elden çıkarılmasının da güçleşmesi ihtimali göz önünde

⁵⁸¹ **Aytuğar**, Bilge: Anonim Şirketlerde Kâr Payı ve Kâr Payı Avansı Dağıtımını Hakkında 7244 Sayılı Kanun ile Öngörülen Tedbirler, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2020, C. 11, S. 2, s. 406 vd.

⁵⁸² 7244 sayılı Yeni Koronavirüs (Covid-19) Salgınının Ekonomik ve Sosyal Hayata Etkilerinin Azaltılması Hakkında Kanun ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, R.G. 17.04.2020, S. 31102.

⁵⁸³ 7244 sayılı Kanun Madde Gereçekleri, m. 11.

bulundurulduğunda, söz konusu kolaylıkların şirket açısından zarara yol açabilecek sonuçlar doğurması mümkündür⁵⁸⁴.

ABD’de de Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act (CARES Act)⁵⁸⁵ kapsamında, orta ölçekli şirketlerin destek aldıkları süre boyunca kâr payı dağıtımını yapamayacaklarına ilişkin, Türk hukukundakine benzer bir düzenleme öngörülmüştür. Ancak CARES Act yalnızca kâr payı dağıtımını yasaklamakla kalmamış, aynı zamanda bu şirketlerin borsadan kendi paylarını geri almalarını da yasaklamıştır. Benzer şekilde Avrupa Birliği Merkez Bankası tarafından “*Recommendation on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation ECB/2020/1*⁵⁸⁶” başlıklı tavsiye kararıyla, kredi kuruluşlarının pandemi süresince hem kendi paylarını iktisap etmemeleri hem de kâr payı dağıtmamaları önerilmiştir⁵⁸⁷. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Türk hukukunda kâr payı dağıtımını bakımından ABD ve AB uygulamalarıyla paralel düzenlemelere yer verilmişken, şirketlerin kendi paylarını geri almaları bakımından ise bu ülkelere zıt olacak bir şekilde kolaylıklar getirilmiştir⁵⁸⁸.

⁵⁸⁴ **Aytuğar**, s. 408; **Gürel**, Murat: Covid-19 Salgının Şirketler Hukukunda Yarattığı Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Yaşar Hukuk Dergisi 2020, C.2, S.2, s. 9.

⁵⁸⁵ **Congress of the United States of America**, An Act to amend the Internal Revenue Code of 1986 to repeal the excise tax on high-cost employer-sponsored health coverage, <https://www.congress.gov/116/bills/hr748/BILLS-116hr748enr.pdf> (E.T. 10.03.2025).

⁵⁸⁶ **European Central Bank**, Official Journal of the European Union, 30 March 2020, C 102 I/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020HB0019>. (E.T. 10.03.2025).

⁵⁸⁷ **Tarhan**, *Kendi Payını Edinme*, s. 1535.

⁵⁸⁸ **Tarhan**, *Kendi Payını Edinme*, s. 1535. Yazar bu durumu Tebliğ sisteminde getirilen düzenin genişletilmek istendiği şeklinde yorumlamaktadır. Diğer bir deyişle duyuru yoluyla getirilen düzen daha serbest bir geri alım düzenine geçmek istenilmesi çabasıdır. Bu sebepten yazar böyle bir amaç var ise bunun bir an önce Tebliğ’de düzenlemesi gerektiğini, örneğin yüzde onluk sınırın yüzde yirmiyeye yükseltilebileceğini ve böylece sürekli duyurular yoluyla alternatif sistemler getirme çabasının da sona ereceğini ifade etmektedir.

c. SPK.22.7 (14.02.2023 tarih ve 9/177 s.k.) Sayılı İlke Kararı ile Getirilen İstisnalar

Kurul'un bu düzenlemesi bu sefer basın duyurusu yerine 14/02/2023 tarihli ve 2023/10 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni (Bülten)⁵⁸⁹'nde yer almıştır. Bu bültende yer alan 9/177 sayılı İlke Kararı ile pay geri alım işlemlerinin kolaylaştırılması ve yatırımcıların korunması amacıyla, ikinci bir duyuruya kadar pay geri alımlarına ilişkin bazı kolaylıklara yer verilmiştir.

İlke Kararı'nda getirilen kolaylıklara değinmeden önce İlke Kararı ile basın duyuruları arasındaki farklıklara değinmekte fayda görüyoruz. İlk olarak bu İlke Kararı'nda kolaylıkların payları borsada işlem gören halka şirketler bakımından getirildiği anlaşılmaktadır. Önceki basın duyuruları ise halka açık şirketlerin hepsi için kaleme alınmış görünmektedir⁵⁹⁰. İkinci olarak önceki basın duyurularında bağlı şirketler bakımında herhangi bir düzenleme yer almazken, İlke Kararı'nda bağlı şirketlerin ana şirket paylarını alması da düzenleme kapsamına alınmıştır.

İlke Kararı'nda payları borsada işlem gören halka açık şirketlerin genel kurul kararı aranmaksızın, yapılacak ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulmak üzere, yönetim kurulu kararı ile geri alım programı başlatılabileceği öngörülerek yetkilendirme şartı kaldırılmıştır. Ayrıca basın duyurularından farklı olarak geri alımın ilk genel kurulda ortaklara bildirileceği hususu düzenlenmiştir. Ayrıca bağlı şirketlerinde yetkilendirme şartı olmaksızın yönetim kurulu kararıyla pay geri yapabileceği düzenlemeye alınmıştır. Bağlı şirketlerin bu yola başvurusu durumunda kendi şirketi ve ana şirketinin yapılacak ilk genel kurulun toplantısında ortakları bilgilendirmesi gerekecektir.

Basın duyurularında olduğu gibi, yürürlükte geri alım programı bulunan şirketler isterlerse İlke Kararı'ndaki kolaylıklardan yararlanabilirler. Ancak basın duyurusundan

⁵⁸⁹ <https://spk.gov.tr/data/63eb7d9b8f95db27b0ec6712/10-2023.pdf> (E.T. 03.04.2025).

⁵⁹⁰ Ancak basın duyuları da yalnızca borsada işlem gören şirketler bakımından uygulanabilecek niteliktedir. Farklılık esas bakımından değil yalnızca kaleme alınmış biçiminden mevcuttur.

farklı olarak kolaylıklardan faydalanmak için herhangi bir yönetim kurulu kararı gerekmemektedir.

İlke Kararı'na göre bir sonraki açıklamaya kadar yüzde onluk işlem sınırı şartı da aranmayacaktır. Bunun yanında İlke Kararı'nda basın duyurularından farklı olarak, pay bedellerinin yalnızca serbest yedek akçeden ödenmesi gerektiğine ilişkin şart da kaldırılmıştır. Buna göre İlke Kararı kapsamında payları borsada işlem gören halka açık şirketler yetkilendirme şartı, yüzdelik şart ve net aktif şartı olmaksızın pay geri alımı yapabilecektir.

Ayrıca aşağıda incelenecek olan işlem esaslarının düzenlendiği Tebliğ m. 15/1 fıkrasının b, c ve d bentlerinin uygulanmayacağı da İlke Kararı'nda yer almaktadır. Yine İlke Kararı'na göre, Tebliğ m. 12'de düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden bazıları uygulanmayacaktır.

Basın duyurularında olduğu gibi geri alınan payların geri alındığı tarihten itibaren otuz günlük süre boyunca satılamayacağı ve otuz günlük sürenin hesaplanmasında "ilk giren ilk çıkar" yönteminin uygulanacağı İlke Kararı'nda yer almıştır. Ancak basın duyurusunda eleştirdiğimiz durumdan farklı olarak İlke Kararı'nda otuz günlük sürenin başlangıcı payların geri alındığı tarih olacaktır. Yukarıda eleştirdiğimiz durumun burada düzeltilerek sürenin bu tarihten itibaren başlatılması yerindedir.

Son olarak, Kurul'un i-SPK.22.8 (01.08.2024 tarih ve 41/1198 s.k.)⁵⁹¹ sayılı İlke Kararı'yla bu İlke Kararı yürürlükten kaldırılmıştır.

⁵⁹¹ <https://spk.gov.tr/data/66abf0ec8f95db237820ffa6/2024-37.pdf> (E.T. 03.04.2025).

d. SPK.22.9 (19.03.2025 tarih ve 16/531 s.k.) sayılı İlke Kararı ile Getirilen İstisnalar

Bir önceki İlke Kararı'nın kaldırıldığı tarihten yaklaşık yedi ay sonra Kurul'un SPK.22.9 (19.03.2025 tarih ve 16/531 s.k.) sayılı İlke Kararı ile pay geri alım programlarına ilişkin yeniden bazı kolaylıklar getirilmiştir.

Bu İlke Kararı ile getirilen kolaylıklardan birisi önceki ilke kararlarda ve basın açıklamalarında olduğu gibi yetkilendirmeye ilişkindir. Buna göre payları borsada işlem gören şirketler ile bağlı şirketleri, yapılacak ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulmak üzere, genel kurulun yetkilendirme kararı olmaksızın yalnızca yönetim kurulu kararı ile geri alım programı başlatabilecektir. Yönetim kurulu tarafından yürürlüğe konulacak olan geri alım programında geri alımın programının amacı, süresi, alınacak azami pay adedi ile kullanılacak fona ilişkin bilgilerin yer alması⁵⁹² ve bunların özel durum açıklaması ile duyurulması zorunlu tutulmuştur.

Bunun yanında mevcut bir geri alım programı olan halka açık anonim şirketlerin ve bağlı şirketlerinin, mevcut geri alım programlarına yeni bir yönetim kurulu kararı olmaksızın İlke Kararı ile getirilen koşullarda devam edebileceği düzenlenmiştir.

İlke Kararı ile getirilen bir diğer kolaylık, Tebliğ m. 9/1'de öngörülen yüzde onluk sınıra ve Tebliğ m. 15/1-c'de düzenlenen günlük işlem limitine ilişkindir. Buna göre, İlke Kararı kapsamında uygulanacak pay geri alım programlarında söz konusu yüzde onluk oran sınırlaması ile günlük işlem limiti uygulanmayacaktır.

İlke Kararı ile getirilen bir diğer istisna Tebliğ m. 12'de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkindir. Düzenlemeye göre Tebliğ m. 12'de düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ilk dört fıkrası uygulanmayacaktır. İlk dört fıkra incelendiğinde görüleceği üzere bunlar geri alım programının onay ve yürütme sürecine

⁵⁹² Tebliğ m. 8'de düzenlenen geri alım programında bulunması gereken bilgilerden bazılarını oluşturan bu unsurlar aşağıda detaylıca incelenecektir.

ilişkin yükümlülüklerdir. İlke Kararı ile genel kurulun yetkilendirme kararına gerek duyulmayacağı için ortada kamuya duyurulmasına gerek olan bir husus da bulunmayacaktır.

Diğer bir istisna elden çıkarmaya ilişkindir. Aşağıda inceleneceği üzere Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınan payların bir yıl içerisinde elden çıkarılması zorunludur (Tebliğ m. 19/2). Ancak İlke Kararı ile bu maddenin uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Yine İlke Kararı'na göre geri alınan paylar, alındığı günden itibaren otuz gün boyunca satılamayacaktır. Otuz günlük sürenin hesabında ilk giren ilk çıkar yöntemi uygulanacaktır. Otuz günlük sürenin bitiminden itibaren ilgili paylar Tebliğ m. 19 çerçevesinde en geç üç yıl içerisinde elden çıkartılacak veya Tebliğ'deki sınırlara göre elde tutulacaktır. Bu istisnalar içerisinde ciddi anlamda piyasa dolandırıcılığı riski barındırmaktadır. İlk olarak vurgulanmalıdır ki, İlke Kararı ile Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınan paylara ilişkin getirilen tek yaptırım olan Tebliğ m. 19/2 düzenlemesi ortadan kaldırılmıştır⁵⁹³. İlke Kararı'na göre Tebliğ şartlarına aykırı olarak iktisap edilen payların bile üç yıl elde tutulabileceği anlamı çıkmaktadır. Tebliğ düzenlemesine aykırı olarak iktisap edilen paylara ilişkin tek yaptırımın elden çıkarmaya ilişkin hüküm olduğu düşünülecek olursa bu hükmün İlke Kararı ile ortadan kaldırılması borsada piyasa dolandırıcılığı riskini ciddi anlamda artırmış olacaktır. Örneğin Tebliğ 9/2'de düzenlenen geri alınacak payların borsada işlem gören nitelikte olması gerekliliğine ilişkin şart ihlal edilse bile paylar üç yıl boyunca elde tutulabilecektir. Bu durumda şirketin payları borsa dışından satın alarak, dolaylı yoldan üçüncü kişilere kâr payı dağıtımını yapması mümkün hale gelecektir.

İlke Kararı ile getirilen son istisna geri alım işlemlerine ilişkin yasakların düzenlendiği Tebliğ m. 10'a ilişkindir. İlgili düzenlemeye göre, Tebliğ m. 10/2'de

⁵⁹³ Payların elden çıkarılmasına ilişkin detaylı açıklamalara aşağıda yer verilecektir. Bkz. aşağıda İkinci Bölüm II.7.

düzenlenen sermaye artırımında pay geri alımını yasaklayan düzenleme yalnızca nakit sermaye artırımlarıyla sınırlı tutulmuştur.

e. Kurul'un 23/03/2025 tarih ve 18/574 sayılı İlke Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru

Pay geri alım programlarına ilişkin bu tezin yazıldığı an itibariyle Kurul tarafından yapılan en son düzenleme 2025/18 sayılı Bülten'de yer almaktadır. İlgili Bülten'de 16/532 sayılı İlke Kararı ile getirilen esnekliklere 24.03.2025 ile 25.04.2025 tarihleri arasında geçerli olmak üzere bazı yenilikler getirilmiştir. Buna göre İlke Kararı uyarınca yapılacak olan pay geri alım programlarında Tebliğ m. 15/1/b'de yer alan "*geri alım için verilen fiyat emri, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz.*" düzenlemesi uygulanmayacaktır. Yine 41/1198 sayılı İlke Kararı ile getirilen "*Geri alım için verilen fiyat emri, emir sisteminde bekleyen mevcut en yüksek alış fiyat teklifinden daha yüksek olamaz*" düzenlemesi de uygulanmayacaktır.

Bunun yanında Tebliğ m. 15/1/b bendinde yer alan "*Birinci seansın açılış seansı ve son 15 dakikası ile ikinci seansın açılış ve kapanış seansları içinde, geri alım programı dahilinde emir verilemez ve işlem gerçekleştirilemez.*" hükmünün de uygulanmayacağı İlke Kararı'nda düzenlenmiştir. Yine İlke Kararı'nda '*Kurul Karar Organı'nın i-SPK.22.2 (27.01.2016 tarih ve 3/77 s.k.) sayılı İlke Kararı'nda yer alan Gerek sürekli işlem gerekse tek fiyat yöntemi ile işlem gören paylarda açılış seansında, gün ortası tek fiyat bölümünde ve kapanış seansında geri alım programı dahilinde emir verilemez. Geri alım programı dahilindeki işlemler seansın diğer bölümlerinde gerçekleştirilebilir. Ayrıca, geri alım programı dahilinde özel işlem bildirimini yapılamaz.*' şeklindeki hüküm ve bu hükümlere uygun hareket edilmesi gerektiğini belirten Kurul Karar Organı'nın i-SPK.22.8 (01.08.2024 tarih ve 41/1198 s.k.) sayılı İlke Kararı'nın C bendinin ilgili kısmının" da uygulanmayacağı belirtilmiştir.

Ayrıca bu duyuru ile Tebliğ m. 9/3'te düzenlenen geri alınabilecek payların toplam bedelinin kar dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamayacağına ilişkin düzenlemenin uygulanmayacağı düzenlenmiştir.

Duyuruda veya 19.03.2025 tarihli İlke Kararı'nda piyasa dolandırıcılığı ve bilgi suistimali sayılmayan hallere ilişkin herhangi bir istisnaya yer verilmemiştir. Bu durumun sonuçları aşağıdaki bölümde incelenecektir.

19.03.2025 ve 23.03.2025 tarihli kararlarla getirilen düzenlemeler gerek sermayenin korunması ilkesi bakımından gerek piyasa dolandırıcılığı riski bakımından bazı sorunlar barındırmaktadır. Her şeyden önce ifade edilmelidir ki, geri alınabilecek payların toplam bedelinin kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamayacağına ilişkin düzenlemenin ortadan kaldırılması, sermayenin iadesi yasağına ve sermayenin korunması ilkelerine aykırı pay geri alımlarının yapılmasına neden olabilir. Bu durumda yatırımcıların ve şirket alacaklarının zarara uğrama tehdidi altında olacağı kuşkusuzdur. Diğer yandan piyasa dolandırıcılığı riskini önleyici hükümler olan Tebliğ m. 15 fıkralarından bazılarının uygulanmayacağına düzenlenmesi piyasa dolandırıcılığı ihtimalini artıracaktır.

Bu durumda, ekonomik olumsuzluklar veya doğal afetlerin sermaye piyasalarının işleyişinde doğurabileceği riskleri önlemek amacıyla getirilen kolaylıklar, yatırımcılar ve şirket alacaklıları açısından son derece tehlikeli sonuçlara yol açabilecek niteliktedir. Dolayısıyla, sermaye piyasalarının sürdürülebilirliğini sağlama amacıyla tanınan bu istisnalar, piyasaların güvenilirliğini zedeleyerek tam aksine daha kırılgan bir yapı ortaya çıkarma riski taşımaktadır.

f. Değerlendirme

Yukarıda verilen bilgilerden de anlaşılacağı üzere Kurul basın duyuruları ve ilke kararları ile sınırlı serbesti rejimi olarak adlandırılan pay geri programlarına ilişkin sistemi esnetmektedir. Getirilen bu sistemin içerdiği bilgi suistimali ve piyasa

dolandırıcılığı riskleri bir yana sistemin istikrar bakımından da sorunları bulunmaktadır. *Tarhan* sürekli olarak getirilen bu istisnalar sistemini yeni bir düzen arayışı olarak yorumlamış ve böyle bir düzen arayışının basın duyuruları yoluyla getirilmeye çalışmasını ise eleştirilmiştir⁵⁹⁴. Gerçekten de Tebliğ'in yürürlüğe girdiği 2014 yılından bu çalışmanın yazıldığı tarih olan 2025 yılına kadar on bir yıldan fazla bir süre geçmiştir. Bu süreç boyunca ilk istisnanın getirildiği 21 Temmuz 2016 yılından, istisnaların kaldırıldığı 1 Ağustos 2024 tarihine kadar yaklaşık sekiz yıl boyunca istisna rejimi uygulanmıştır. Yine yaklaşık bir yıl sonra 19.03.2025 ve 23.03.2025 tarihli İlke Kararları ile istisna rejimi uygulanmaya devam etmektedir. Bu durumda Tebliğ'in yürürlüğe girdiği tarih olan 2014 yılından 2025 yılına kadar on bir yıllık sürecin sekiz yılından fazlasında istisna rejimi uygulanmıştır. Asıl Tebliğ hükümlerinin uygulandığı süre ise yaklaşık 3 yıldır. Bu durum dikkate alınırsa neyin istisna neyin kural olduğunu söylemek mümkün gözükmemektedir. Bu kadar uzun süre istisna rejiminin uygulanması gerçekten yeni bir sistem arayışının sonucu ise bizce de bunun basın duyuruları veya ilke kararları ile değil Tebliğ'de getirilecek değişikliklerle yapılması yerinde olacaktır.

g. Yatırım Kuruluşları Bakımından Getirilen İstisnalar

Kurul, yatırım kuruluşlarına “(v)arantlarda ve sertifikalarda, pay vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile endeks vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde piyasa yapıcılık işlemleri sonucu oluşan pozisyonlara ilişkin riskten korunma amaçlı yapılan işlemlerle sınırlı olmak üzere” i-SPK.22.5.a (09/03/2023 tarih ve 13/314 s.k.) sayılı İlke Kararı ile bazı istisnalar tanımıştır.

İlke Kararı'nın ilk maddesine göre yatırım kuruluşlarının kendi veya ana şirket paylarında yapacakları işlemlerde, geri alım programı hazırlama ve buna ilişkin yetkilendirme şartı 09/03/2023 aranmayacaktır. Bunun yanında geri alım ve satım

⁵⁹⁴ **Tarhan**, *Kendi Payını Edinme*, s. 1537-1538.

yapılamayacak hallerin düzenlendiği Tebliğ m. 10 düzenlemesi, ilk halka arzda geri alımı ve yönetim kontrolünü elinde bulunduran kişilerle idari sorumluluğu bulunan kişilerin pay satmasını yasaklayan Tebliğ m. 11 düzenlemesi, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin düzenlendiği Tebliğ m. 12 düzenlemesi, işlem esaslarının düzenlendiği Tebliğ m. 15 düzenlemesi ve elden çıkarmaya ilişkin Tebliğ m. 19 düzenlemesi de uygulanmayacaktır.

Bunun yanında piyasa yapıcılığı amacıyla yapılan işlemler neticesinde riskten korunma amaçlı yapılan işlemler sebebiyle geri alınabilecek paylar yatırım kuruluşunun sermayesinin yüzde birini aşamayacaktır. Geri alım işlemleri ana şirket paylarında yapılmışsa geri alınabilecek paylar ana şirket sermayesinin yüzde birini aşamayacaktır. Bu oranı aşacak şekilde pay geri alımı Tebliğ hükümlerine bağlı olarak yapılabilecektir.

Yatırım kuruluşlarının kendi veya ana şirket payına dayalı sermaye piyasası araçlarında yaptığı piyasa yapıcılık işlemleri ile bu piyasa yapıcılık işlemleri kapsamında riskten korunma amaçlı şirket veya ana şirket paylarında yapılacak işlemlerin günlük olarak yatırım kuruluşu tarafından raporlanması gerekmektedir. Ayrıca bu raporların talep edilmesi halinde tevsik edilebilecek şekilde saklanması zorunludur.

Ancak piyasa yapıcılık kapsamında riskten korunma amaçlı kendi veya ana şirket paylarında yapılacak alım işlemleri SerPK m. 108'de düzenlenen istisnadan ve Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği (VI-104.1)⁵⁹⁵ m. 8'de düzenlenen istisnadan yararlanamayacaktır.

Yukarıda yapmış olduğumuz eleştiriler burada da geçerlidir. Tebliğ düzenlemesine yetki ve usulde paralellik ilkesi gereği İlke Kararı ile istisnalar tanınmaz. Bunun yanında böyle bir istisna tanınması pay geri alım programlarına ve pay geri alım işlemlerine ilişkin mevzuatın dağınıklaşmasına neden olmaktadır. Bu sebepten bu ve benzeri düzenlemelerin İlke Kararı yoluyla değil Tebliğ'e getirilecek eklemelerle yapılması gerekmektedir.

⁵⁹⁵ R.G. 21.01.2014, S. 28889.

6. Geri Alınan Paylara İlişkin Haklar

Yukarıda TTK hükümlerine göre anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi sonucunda iktisap edilen paylara ilişkin hakların durumu tartışılmıştır⁵⁹⁶. Halka açık anonim şirketlerin geri aldığı paylara ilişkin haklar bakımından ise Tebliğ m. 18'de TTK ile paralel ve çelişen bazı hükümler yer almaktadır. Bu başlıkta yalnızca Tebliğ kapsamında yapılan değişik düzenlemelere değinilecek olup, değinilmeyen kısımlar bakımından yukarıda açıklanan TTK hükümleri geçerli olacaktır.

A. Kural: Geri Alınan Paylara İlişkin Hakların Donması

Tebliğ hükümlerine göre şirket tarafından geri alınan paylara ilişkin haklar kural olarak donar. Bu durum Tebliğ m. 18/2 c.2' de açıkça düzenlenmiştir. İlgili düzenlemeye göre *“ortaklıkların elde ettikleri ...geri alınan payları...hiçbir pay sahipliği hakkı vermez.”* Bu hüküm TTK m. 389 düzenlemesi ile paralel niteliktedir.

Hakların donması yukarıda da açıklandığı üzere hakkın ortadan kalkmasını değil hakkın belirli bir durum veya süre boyunca hiçbir sonuç doğurmaması anlamına gelir. Tebliğ hükümlerine göre geri alınan paylara ilişkin haklar da donar. Bu sebepten bu paylar kural olarak şirkete herhangi bir katılma hakkı, malvarlıksal hak, koruyucu hak veya aydınlatıcı hak sağlamaz⁵⁹⁷. Hakların ne kadar süre ile donacağı Tebliğ m. 18/3'te düzenlenmiştir. Buna göre haklar, geri alınan payların şirketin veya yavru şirketin elinde bulunduğu sürece donacaktır. İlgili payların üçüncü kişiye devri ile paya ilişkin haklar kendiliğinden doğacaktır.

B. Genel Kurul Toplantı Nisabına İlişkin

Tebliğ m. 18/1 düzenlemesine göre geri alınan paylar genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmayacaktır. Bu düzenleme TTK m. 389/1 c.1 ile paraleldir.

⁵⁹⁶ Bkz. Birinci Bölüm V.7.

⁵⁹⁷ Bu konu yukarıda detaylıca incelenmiştir. Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.7.

Kanaatimizce bu düzenleme gereği SerPK m. 29/6⁵⁹⁸, da düzenlenen genel kurul toplantı yeter sayıları da geri alınan paylar düşülerek hesaplanmalıdır.

Ancak Tebliğ hükümlerinde de TTK hükümlerinde olduğu gibi geri alınan payların karar yetersayısına etkisi bakımından bir hüküm yer almamaktadır. Halka açık anonim şirketlerin genel kurul karar yetersayıları SerPK m. 29/3'te düzenlenmiştir. Bu hükme göre halka açık anonim şirketlerin genel kurul karar yetersayıları bakımından kural olarak TTK m. 418 (genel nisap) uygulanacaktır. Bu nedenle Tebliğ hükümlerinde geri alınan payların genel kurul yetersayılarına etkisinin belirtilmesi gerekli değildir. Zira yukarıda da açıklandığı üzere TTK m. 418 düzenlemesinde karar yetersayısı genel kurulda bulunanların çoğunluğudur. Genel kurul toplantı yetersayısına ulaştığı takdirde toplantıdakilerin çoğunluğu ile karar verebilecektir. Ancak bazı hallerde karar yetersayıları özel olarak belirtilmiştir. Örneğin TTK m. 421/3, m. 461/2 veya m. 548/1'de genel karar yetersayısından ayrılmış ve karar yeter sayıları sermayeye oranlanarak belirtilmiştir⁵⁹⁹. Bu hallerde de şirket tarafından iktisap edilen payların karar yetersayılarının hesaplanmasında dikkate alınmaması gerektiği yukarıda belirtilmiştir⁶⁰⁰.

⁵⁹⁸ “Halka açık ortaklıklarda yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna yeni pay alma haklarını kısıtlama yetkisinin verilmesine, sermaye azaltımına ve 23 üncü maddenin birinci fıkrasına göre belirlenen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır. Bu işlemlerde, 6102 sayılı Kanunun 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan ortaklar bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar. Bu fıkra da belirtilen nisapları hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir.”.

⁵⁹⁹ Ancak rüçhan hakkının sınırlandırılmasına veya kaldırılmasına ilişkin karar yetersayısı SerPK m. 29/6'da ayrıca düzenlenmiş olup sermayeye oranla belirlenmemiş ve genel kurula katılanların çoğunluğuna göre belirlenmiştir. Bu sebepten rüçhan hakkının kaldırılmasına veya sınırlandırılmasına ilişkin karar yetersayıları bakımından ayrıca bir düzenleme bulunmasına gerek yoktur.

⁶⁰⁰ Tebliğ kapsamındaki şirketler bakımından benzer görüş için bkz. **Karacan/Erişir Karacan**, s. 150.

Aynı yaklaşımın, Tebliğ düzenlemeleri çerçevesinde geri alınan paylar bakımından uygulanmasına engel teşkil eden bir durum bulunmamaktadır. Bu nedenle şirket tarafından geri alınan payların, gerek genel kurul toplantı yeter sayısının gerekse karar yeter sayısının belirlenmesinde hesaba katılmaması gerekir.

C. Rüşhan Hakkı

Yukarıda TTK sisteminde anonim şirketin kendi paylarını iktisap etmesi sonucunda elinde bulundurduğu payların şirkete rüşhan hakkı verip vermeyeceğine ilişkin görüşler açıklanmış ve bu soruya olumsuz cevap veren görüşe katıldığımızı belirtmiştir⁶⁰¹. Bu durum Tebliğ m. 18/2’de TTK hükümlerinden farklı olarak açıkça düzenlenmiş ve şirketin geri aldığı paylar bakımından yeni pay alma hakkına (rüşhan) sahip olabileceği kabul edilmiştir. Ancak maddenin devamında yeni pay alma haklarının, pazar açılması koşuluyla süresi içerisinde şirket tarafından ilgili pazarda satılacağı belirtilmiştir. Diğer bir deyişle Tebliğ’e göre şirket geri aldığı paylar sebebiyle yeni pay alma hakkına sahip olsa da kural olarak bu hakkı kullanamayacak olup borsada satması gerekecektir. Satılmayan yeni pay alma hakları nedeniyle kalan payların satış süreci ilgili düzenlemeler uyarınca gerçekleştirilecektir (Tebliğ m. 18/2).

TTK sistemi çerçevesinde, doktrindeki bir görüşe göre şirket tarafından iktisap edilen paylar bakımından rüşhan hakkının devredilebileceği kabul edilse de rüşhan hakkının devredilememesi halinde bunun açıkça şirketin kendi paylarını taahhüt etmesi anlamına geleceği ileri sürülmektedir⁶⁰². Tebliğ’de ise bu husus açık şekilde düzenlenmiş; satılmayan yeni pay alma hakları nedeniyle kalan payların satış sürecinin ilgili düzenlemeler çerçevesinde gerçekleştirileceği belirtilmiştir (Tebliğ m. 18/2 c. 3). Ancak

⁶⁰¹ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.7.B.b.

⁶⁰² **Türk**, s. 300 vd. Ancak yazar Tebliğ kapsamında şirketlerin geri aldığı paylar nedeniyle rüşhan hakkına sahip olabileceğini kabul etmektedir. Yazarın eleştirdiği durumun benzerinin Tebliğ’de kabul edildiği halde, yazarın Tebliğ’deki durumun TTK’da da düzenlenmesi gerektiğini ifade etmesi birbiriyle çelişmektedir (**Türk**, s. 301).

bu düzenleme, şirketin kendi paylarını taahhüt etme yasağının ihlal edilmediği sonucunu doğurmaz. Zira ilgili düzenlemede rüçhan hakkının satılmadığı takdirde bu sebeple kalan payların ilgili düzenlemelerce satılacağı ifade edilerek, rüçhan hakkının devredilememesi durumunda bu hakka bağlı olarak yeni payların alınabileceği kabul edilmektedir. Yeni alınan payların satılıncaya kadar, geçici bir süreyle şirkette duracak olması şirketin kendi paylarını taahhüt etmediği anlamına gelmez. Zira geçici bir süreyle de olsa yeni payların bedeli şirket tarafından ödenmiş olacaktır. Bunun yanında rüçhan hakkı sebebiyle şirket tarafından yeni payların yüksek bir fiyattan alınıp, daha sonra düşük bir fiyattan satılması ihtimali her zaman vardır. Böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde, şirketin kendi paylarını taahhüt etme yasağının ihlal edildiği hususu çok daha açık ve belirgin bir şekilde ortaya çıkacaktır. Bu çerçevede, geri alınan paylara ilişkin yeni pay alma haklarının ilgili pazarda satılmaması durumunda, söz konusu hakların şirket tarafından kullanılması ve bu kapsamda edinilen payların bedellerinin şirketçe ödenmesi, açıkça şirketin kendi paylarını taahhüt etme yasağının ihlali anlamına gelmekte olup, TTK m. 388'e bir aykırılık teşkil etmektedir.

D. Kâr Payı Hakkı

Tebliğ'de TTK'dan farklı düzenlenen bir diğer hal geri alınan payların kâr payı haklarına ilişkindir. Tebliğ m. 18/2'de şirketin geri aldığı paylar bakımından kâr payı hakkına sahip olduğu açıkça kabul edilmiştir. Ancak şirket tarafından alınacak olan kâr paylarının nasıl değerlendirileceğini ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Şirket tarafından alınan kâr payları bir hesapta tutulup geri alınan paylar elden çıkarıldığı vakit paylarla birlikte payları alan kişiye mi devredilecektir? Yoksa yukarıda yer verilen görüşte olduğu gibi şirketin geri aldığı paylara isabet eden kâr payları yedek akçelere ayrılıp bir sonraki yılın kâr dağıtımında mı kullanılacaktır⁶⁰³. Ya da bunlardan daha farklı bir çözüm

⁶⁰³ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.7.B.a.

yolu mu benimsenecektir? Burada şirketin geri aldığı paylara isabet eden kâr paylarının yedek akçeye ayrılarak bir sonraki yıla aktarılması yönündeki görüşün uygulanması daha doğru bir yaklaşım olacaktır⁶⁰⁴.

Ancak, şirketin geri aldığı payları nedeniyle kâr payına sahip olabilmesi, şirketin kendi paylarını alım satım yoluyla borsa ticareti yapması sonucu doğurabilecek niteliktedir⁶⁰⁵. Dolayısıyla, Tebliğ'in anılan hususta TTK hükümlerinden sapma göstermesi yerinde bir düzenleme olarak kabul edilemez.

7. Elden Çıkarma

A. Tebliğ Hükümlerine Uygun Olarak Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması

a. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olmadığı Durum

Tebliğ m. 9/1 ve 3'e uygun olarak geri alınan paylar bakımından herhangi bir elden çıkarma süresi söz konusu olmayıp ilgili paylar süresiz olarak elde tutulabilir (Tebliğ m. 19/1). Buna göre şirketin yüzde onluk sınır şartı ile net aktif şartına uygun olarak geri aldığı paylar için herhangi bir elden çıkarma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu düzenlemenin TTK sistemine uygun olduğu söylenebilir. Ancak TTK sisteminde, TTK m. 379'daki bütün şartların oluşması durumunda elden çıkarma zorunluluğu bulunmazken Tebliğ'de yalnızca yüzdellik şarta ve net aktif şartına atıf yapılmıştır. Bu durumda şu soru akla gelmektedir: yalnızca yüzde onluk şarta ve net aktif şartına uygun olarak geri alınan ancak diğer şartlara uyulmayan -örneğin yetkilendirme şartı- hallerde şirket bu payları elinde süresiz tutabilecek midir? Bu soruyu olumsuz cevaplamak gerekmektedir⁶⁰⁶. Zira Tebliğ m. 19/2'de Tebliğ hükümlerine aykırı geri alınan payların bir yıl süre içinde elden çıkarılacağı düzenlenmiştir. Bu sebepten yetkilendirme şartına

⁶⁰⁴ Bu görüş yukarıda açıklanmıştır. Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.7.B.a.

⁶⁰⁵ Karacan/Erişir Karacan, s. 150.

⁶⁰⁶ Turan, s. 154.

uyulmaksızın geri alınan paylar bu madde kapsamında kalacaktır ve bir yıl içinde elden çıkarılması gerekecektir. Bu durumda her ne kadar Tebliğ m. 19/1’de yalnızca yüzde onluk sınıra ve net aktife ilişkin şarta atıf yapılmış olsa da payların süresiz olarak elde tutulabilmesi için pay geri alım programına ilişkin diğer bütün şartlar sağlanmalıdır. Aksi takdirde geri alınan paylar Tebliğ m. 19/2 kapsamında kalacak ve bir yıl içerisinde çıkarılması gerekecektir.

Ancak elden çıkarılma zorunluluğu bulunmayan hallerde dahi payların mümkün olduğu zamanda elden çıkarılması daha uygun olacaktır. Zira payların şirket nezdinde durduğu sürece paya ilişkin haklar donmaktadır. Bu durum şirketi zarara uğratabilme riski taşımaktadır⁶⁰⁷.

b. Elden Çıkarmanın Zorunlu Olduğu Durum

Tebliğ hükümlerine uygun olarak geri alınsa da elden çıkarılma zorunluluğunun bulunduğu haller Tebliğ m. 19/3’te düzenlenmiştir. Buna göre sermayenin azaltılması amacıyla geri alınan paylar hariç, Tebliğ m. 16’da düzenlenen istisnalar kapsamında yapılan geri alımların sermayenin yüzde onunu aşan kısmı için elden çıkarma zorunluluğu bulunmaktadır. Elden çıkarma herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve en geç üç yıl içinde gerçekleştirilmelidir. Üç yıllık sürenin son çare olarak anlaşılması gerekmektedir. Şirketin elden çıkarma zorunluluğunun doğacağı asıl an herhangi bir kayıp doğmadan elden çıkarmanın mümkün olduğu andır. Zira yukarıda da belirtildiği gibi istisnalar kapsamında yapılan geri alımların sebebi ortaya çıkan geçici/olağanüstü sebeplerdir. Bu sebeplerin ortadan kalkması sonucunda geri alınan payların da şirket için herhangi bir kaybın doğmayacağı anda elden çıkarılması gerekmektedir. Bu süre içerisinde elden çıkarılmayan payların fon çıkışı gerektirmeyen sermayenin azaltılması yoluyla⁶⁰⁸ itfası gerekecektir. Tebliğ’de bir açıklık bulunmasa da

⁶⁰⁷ Tekinalp, 2021, s. 671; Yaşa Saydağ, s. 138; Ayrıca bkz. Turan, s. 45-46.

⁶⁰⁸ Pay Tebliği (VII-128.1), m. 19’da belirtilen usul.

sermayenin azaltılması yoluyla payların itfası “derhal” gerçekleştirilmelidir. Kurulun İ-SPK.22.1 (24.07.2014 tarih ve 23/759 s.k.) sayılı İlke Kararı ile bu hüküm kapsamında yapılacak sermaye azaltımlarında “VII-128.1 sayılı “Pay Tebliği”nin 19’uncu maddesinin yalnızca 6, 9, 10 ve 11’inci fıkrasında yer alan hükümlerin esas alınmasına karar verilmiştir.”.

Burada tartışılması gereken diğer bir konu geri alım programı çerçevesinde veya yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımların sermayenin yüzde onunu geçmesi halinde ne kadar süre içerisinde elden çıkarılacağıdır. Diğer bir deyişle elden çıkarma üç yıl içerisinde mi olacaktır yoksa aşağıda incelenecek süre olan bir yıl içerisinde mi olacaktır. Böyle bir durum Tebliğ hükümlerine aykırı bir geri alım olarak değerlendirilmeli ve sermayenin yüzde onunu aşan paylar bir yıl içerisinde elden çıkarılmalıdır. Aksi halin kabulü Tebliğ’de getirilen yüzde onluk sınırlamayı manasız hale getirecektir. Ayrıca bu durum konuyu kötüye kullanmaya da açık hale getirecektir.

Yüzde onluk sınırın yalnızca istisna kapsamında geri alınan paylar hesaplanarak mı yoksa şirketin herhangi bir sebeple elinde bulundurduğu bütün paylar hesaplanarak mı tespit edileceğine ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Bu yönde TTK sisteminde varılan sonuçtan ayrılmayı gerektirecek bir fark bulunmamaktadır. Bu nedenle yüzde onluk sınırın hesaplanmasında şirketin herhangi bir şekilde elinde bulundurduğu bütün paylar dikkate alınacaktır⁶⁰⁹.

Sürenin başlangıç anı, TTK sisteminde olduğu gibi her bir payın geri alındığı tarihten itibaren olmalıdır. Diğer bir deyişle her geri alım işleminin gerçekleştiği tarihten itibaren elden çıkarma süresi işlemeye başlayacaktır.

Sermayenin azaltılması sebebi ile geri alınan paylar için de elden çıkarma zorunluluğu bulunmamaktadır. Zira bu paylar zaten itfa edileceğinden ortada elden çıkarılacak bir pay da bulunmayacaktır.

⁶⁰⁹ Bkz. yukarıda Bölüm 1 IV.5.A.b.

B. Tebliğ Hükümlerine Aykırı Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması

Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınan payların elden çıkarılması zorunluluğu ve süresi Tebliğ m. 19/2’de düzenlenmiştir. Buna göre Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınan paylar, geri alım tarihinden itibaren bir yıl içerisinde elden çıkarılacaktır. Payların bu süre içerisinde elden çıkarılmaması halinde bu paylar fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımı yoluyla itfa edilecektir. Süre her bir geri alımın yapıldığı tarihte ayrı ayrı başlayacaktır. Tebliğ’de herhangi bir açıklık bulunmasa da sürenin tamamlanmasından itibaren elden çıkarılmayan payların sermaye azaltımı yoluyla itfa edilmesi TTK’da olduğu gibi derhal gerçekleştirilmelidir. Yoksa bu düzenlemeden şirketin kayba uğramayacağı bir anda payların itfa edilebileceği gibi bir anlam çıkarılmamalıdır.

TTK’da olduğu gibi Tebliğ hükümlerinde de aykırı olarak iktisap edilen payların yalnızca elden çıkarılması gerektiğine ilişkin bir düzenleme getirilmiştir. Diğer bir deyişle aykırı iktisabın yaptırımının geçersizlik olacağı düzenlenmemiştir. Burada da TTK sisteminde olan duruma benzer bir sonuca varmak gerektiğini düşünmekteyiz⁶¹⁰. Bu sebepten Tebliğ hükümlerine aykırı olarak iktisap edilen payların tasarruf işlemleri sırf bu sebeple geçersiz kalmayacaktır. Ancak borçlandırıcı işlemlerin geçersizliği ileri sürülebilecektir. Aksi halde paylarını borsada şirkete satan pay sahipleri açısından birçok belirsizlik oluşacak, hukuki güvenlik ilkesi zedelenecek ve sermaye piyasaları sekteye uğrama riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Borsada yapılan işlemlerin aykırı pay geri alımı nedeniyle geçersiz kılınacağına kabul edildiği bir durumda, borsada paylarını şirkete satanlar paylarını geri almak zorunda kalacak ve borsanın işlem güvenliği ortadan kalkacaktır⁶¹¹. Bu durum dikkate alınarak aykırı iktisabın yaptırımının geçersizlik

⁶¹⁰ TTK sisteminde doktrindeki görüşler ve sorunun nasıl çözümlendiği yukarıda incelenmiştir. Bkz. yukarıda Bölüm 1 IV.6.

⁶¹¹ Aydın, s. 272; Karacan/Erişir Karacan, s. 173; Türk, s. 320; Tekinalp, 2021, s. 655; Yaşa Saydağ, s. 144-145.

olmayacağı düzenlenmiştir. Ancak pay geri alımları Tebliğ hükümlerine aykırı değil de kanunun emredici farklı bir hükmüne aykırı ise geçersizlik yaptırımını uygulanabilecektir. Örneğin her iki tarafın da hukuka aykırılığı bilerek işlem yaptığı durumda TBK m. 27'ye göre⁶¹², TTK m. 480/3'teki sermayenin iadesi yasağına aykırı hareket edilmişse ya da TTK m. 357'deki eşit işlem ilkesine aykırı hareket edilmişse kesin hükümsüzlük yaptırımını gündeme gelebilecektir⁶¹³.

Tebliğ hükümlerine aykırı geri alım nedeniyle işlemin geçersizliği ileri sürülemez de aykırı geri alım nedeniyle herhangi bir zarar doğmuşsa yönetim kurulunun sorumlu tutulması mümkündür⁶¹⁴. Zira Tebliğ m. 22/1'de, Tebliğ kapsamında gerçekleştirilen işlemlerden yönetim kurulunun sorumlu olacağı açıkça düzenlenmiştir.

C. Elden Çıkarmaya İlişkin Usul

a. Kural: Payların Borsa Üzerinden Elden Çıkarılması

Borsada işlem gören halka açık anonim şirketler geri aldığı paylarını, geri alım işlemlerine başlamadan önceki iki iş günü hariç geri alım programı süresince veya program sona erdikten sonra borsada satış yoluyla elden çıkarabilir (Tebliğ m. 19/6). Payların borsanın toptan satış pazarında satılacak olması da borsada satış olarak kabul edilir. İlişkili kişilere pay satışında fiyat toptan satış pazarı düzenlemelerinde belirlenen fiyattan aşağı olamayacaktır⁶¹⁵. Payların borsada satılması zorunluluğunun amacı fiyatın

⁶¹² **Manavgat**, s. 539.

⁶¹³ **Sevi**, s. 104.

⁶¹⁴ **Manavgat**, s. 539.

⁶¹⁵ Toptan Alış Satış İşlemlerine İlişkin Prosedür'de borsada işlem gören şirketler bakımından fiyat:

i) başvuru tarihi itibarıyla bir önceki haftanın son iş gününden geriye doğru veya

ii) başvuru tarihinden önceki iş gününden başlamak üzere

geçmiş 10 iş günü boyunca oluşmuş ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması alınıp en yakın fiyat adımına yuvarlanması suretiyle tespit edilir. İşlem fiyatı, baz fiyata +/- %20 uygulanarak bulunan fiyat aralığında serbestçe belirlenir (<https://borsaistanbul.com/files/toptan-alis-satis-islemlerine-iliskin-prosedur.pdf>, E.T. 04.05.2025).

borsadaki kurallara göre oluşmasının ve satış işleminin tarafları konusunda objektifliğin sağlanmasıdır⁶¹⁶.

Tebliğ düzenlemesinde payların elden çıkarılmasına ilişkin usulü düzenleyen madde yalnızca geri alım programları ile geri alınan paylar bakımından kaleme alınmış gibi görülmektedir. Ancak bu düzenlemenin bir geri alım programı çerçevesinde, yakın ve ciddi kayıp sebebiyle, istisnalar kapsamında yapılan geri alımlar sebebiyle veya Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınan payların hepsi bakımından uygulanması gerekir. Aksi durumda eşit işlem ilkesine aykırı sonuçlar doğabilecektir.

b. İstisna: Payların Borsa Dışında Elden Çıkarılması

aa. Payların Satışının Bağlı Şirketler Arasında Olması

Tebliğ m. 19/7'ye göre geri alınan payların bağlı şirketler arasında olması halinde, finansal durum ile yönetim yapısına bir etkisi olmaması koşuluyla payların borsada satılması zorunluluğuna uyulmayabilir. Ancak bunun için önceden Kurul'dan izin alması zorunludur.

bb. Çalışanlara Pay Edindirme veya Paya Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası

Araçları

Tebliğ m. 19/8'de belirtilmiş olan diğer bir istisna hali geri alım programının çalışanlara pay edindirme amacıyla yapılmış olmasıdır. Yukarıda da ifade edildiği üzere, şirketlerin kendi paylarını iktisap etme nedenlerinden biri de çalışanlara pay opsiyonu tanımaktır. Zira şirketler, çalışanlarının verimliliğini artırmak amacıyla onları pay sahibi yapmayı hedefleyebilmektedir⁶¹⁷. İşte bu sebeple yapılmış olan bir geri alım programında da payların borsada satılması halinde çalışanlara pay verilmesi mümkün olmayacaktır. Bu doğrultuda Tebliğ'de bu durum düzenlenerek çalışanlara pay edindirme amacıyla

⁶¹⁶ **Manavgat**, s. 541.

⁶¹⁷ Bkz. yukarıda Birinci Bölüm III.7.

yapılan pay geri alımlarının, borsa üzerinden elden çıkarılması gerektiğine ilişkin şart yönünden istisna getirilmiştir.

Tebliğ'in aynı maddesinde düzenlenen diğer bir istisna hali geri alım programının paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ile payların değiştirilmesi veya paya dönüştürülmesi amacıyla yapılmış olmasıdır. Şirketin paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası aracı ihraç⁶¹⁸ etmesi durumunda bu araçların vadesinin gelmesi halinde bu araçlara sahip kişilere şirketin pay temin etmesi gerekecektir⁶¹⁹. Temin; sermaye artırım yoluyla, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırılması suretiyle veya şirketin kendi paylarını iktisap etmesiyle gerçekleştirilebilir. Şirketin temin amacıyla pay geri alımı yapması hâlinde, geri alınan payların borsada satılmasının zorunlu tutulması, bu amacın doğasına aykırı olurdu. Bu nedenle paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ile payların değiştirilmesi ya da paya dönüştürülmesi amacıyla gerçekleştirilen geri alımlar, istisnai olarak borsada satılma zorunluluğuna tabi değildir.

III. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARINDA BULUNMASI GEREKEN UNSURLAR

Daha önce de açıklandığı gibi TTK'dan farklı olarak halka açık anonim şirketlerde pay geri alımı kural olarak yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının genel kurul tarafından onaylaması ile yapılır. Diğer bir deyişle TTK'da genel kurul tarafından yönetim kuruluna verilecek olan yetkinin içeriği kısıtlıyken, SerPK hükümlerine tabi halka açık anonim şirketler bakımından yetki, yönetim kurulu

⁶¹⁸ Paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları hakkında bilgi için bkz. yukarıda İkinci Bölüm II.3 dp. 500-501.

⁶¹⁹ **Aydoğan**, *Tahvil*, s. 160 vd; **Aksan**, Nihan Zeynep: *Paya Dönüştürülebilir Tahviller*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2018, s. 103 vd.

tarafından hazırlanmış olan içeriği geniş ve belirli bir pay geri alım programına göre verilecektir.

Pay geri alım programında bulunması gereken unsurlar, yönetim kurulunun takdirine bırakılmamış ve Tebliğ m. 8 hükmünde açık bir şekilde düzenlenmiştir. Anılan madde kapsamında sayılan unsurların geri alım programında yer alması zorunludur. Aşağıda, söz konusu unsurlar ayrıntılı olarak incelenecektir.

1. Geri Alımın Amacı

Tebliğ m. 8/1’de yer alan düzenlemeye göre pay geri alım programında yer alması gereken unsurlardan ilki geri alım programının amacıdır. TTK hükümlerinde yetkilendirme unsurunda şirketin kendi payını iktisabının amacının belirtilmesi zorunlu tutulmadığı halde Tebliğ’de geri alım programında geri alımın amacının belirtilmesi zorunlu tutulmuştur.

İlk bölümde şirketlerin kendi paylarını geri alma sebepleri başlığında yer alan sebepler şirketlerin kendi payını iktisap etmesi konusunun tarihsel gelişimi nedeniyle çoğunlukla ABD hukuku uygulamasına dayanmaktadır. Bu tez kapsamında Türk hukuku bakımından şirketleri pay geri alımına iten sebepler tespit edilmeye çalışılmıştır⁶²⁰. Buna

⁶²⁰ Çalışma kapsamında 01.01.2024-05.04.2025 tarihleri arasında aşağıdaki bildirimler incelenmiştir (İlgili bildirimlere ait E.T. 04.05.2025’tir):

- 1- Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1334655).
- 2- Koç Metalurji A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1333684).
- 3- MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1301676).
- 4- Rainbow Polikarbonat Sanayi Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298803).
- 5- Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298649).
- 6- Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1295557).
- 7- Marka Yatırım Holding A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1293477).
- 8- Alarko Holding A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1292398).
- 9- Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289659).
- 10- TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299).
- 11- Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1261765).
- 12- Çemaş Döküm Sanayi A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1260629).
- 13- Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1260628).

göre şirketlerin KAP aracılığıyla aktardıkları pay geri alım programlarında, pay geri alma sebepleri olarak: *“hisse değerinin şirketin gerçek performansını yansıtmaması”, “hissedarların menfaatinin korunması”, “sağlıklı fiyat oluşumuna katkıda bulunmak”, “yatırımcıların hak ve menfaatini korumak”, “fiyat tutarsızlıklarının giderilmesi”, “pay piyasasında sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemek”, “pay fiyatının istikrarlı ve gerçek değerine uygun oluşumuna katkı sağlamak”, “şirketimize olan güveni korumak”, “hisse üzerinde oluşabilecek satış baskısının hafifletilmesi”, “şirketin kendi paylarının satın alması, diğer tüm yatırım alternatiflerine göre daha iyi bir yatırım tercihi olması”, “fiyat hareketlerinin yatırımcılarımız üzerinde kısa vadede yaratabileceği olumsuz etkilerin giderilmesi”, “tüm pay sahiplerimizin yatırımlarının değerinin korunması”, “son*

-
- 14- İhlas Gazetecilik A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1259654>).
 - 15- Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1257970>).
 - 16- Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1251689>).
 - 17- Agrotech Yüksek Teknoloji ve Yatırım A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1250730>).
 - 18- Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366648>).
 - 19- Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360046>).
 - 20- Net Holding A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1341012>).
 - 21- Merko Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1379817>).
 - 22- Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1343981>).
 - 23- Gübre Fabrikaları Türk A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360149>).
 - 24- ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919>).
 - 25- Altıncılık Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405>).
 - 26- Koç Metalurji A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1348857>).
 - 27- Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281>).
 - 28- Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352>).
 - 29- Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408574>).
 - 30- Ahlatçı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1392828>).
 - 31- Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1294523>).
 - 32- Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444>).
 - 33- Cem Zeytin A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548>).
 - 34- Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408585>).

dönemdeki fiyat hareketlerinin şirketin finansal performansını doğru yansıtması”, “fiyat tutarsızlıklarının giderilmesi”, “başta küçük yatırımcılarımız olmak üzere tüm yatırımcılarımızın menfaatlerinin korunması”, “meydana gelen yangın felaketi nedeniyle şirketimizin pay fiyatında oluşabilecek yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi”, “pay fiyatımızın istikrarlı olarak gerçek değerine uygun oluşumunu sağlamak”, “yatırımcılarımızın şirketimize olan güvenini korumak” şeklinde belirtilmiştir⁶²¹.

KAP'ta açıklanan bu sebeplere bakıldığında BİST'e kote edilmiş ve pay geri alımına başvurmuş şirketler tarafından bu yola başvurma sebebi olarak genellikle borsa değerinin şirketin gerçek değerini yansıtması, yatırımcı haklarının korunması, fiyat tutarsızlıklarına/dalgalanmalarına müdahale edilmesi veya şirkete olan güvenin korunması gösterilmiştir.

Bu bağlamda, burada incelenen şirketlerin -en azından şirketlerin kendi açıklamalarına göre- yukarıda “Borsadaki Ani Dalgalanmalara Müdahale” veya “Sinyal Teorisi” başlıkları altında incelenen teoriler çerçevesinde geri alım yaptıkları söylenebilir.

İstisnai olarak bir açıklamada geri alım sebebi olarak şirketin kendi paylarını almasının diğer tüm yatırım alternatiflerine göre daha iyi bir yatırım tercihi olması gösterilmiştir. Buna göre istisnai de olsa şirketlerin yukarıda “Yatırım Fırsatları Eksikliği” başlığı altında incelenen teoriye göre de geri alım yapabildiğinin altını çizmek gerekir⁶²².

⁶²¹ Bkz. dp. 634'teki bildirimler.

⁶²² BİST'de yapılan geri alımların pay senedi fiyatları üzerine etkisinin ampirik olarak incelenmesine ilişkin bkz. **Pirgaip**, Burak: Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2014; **Karakuş/Zor/Yılmaz Küçük**, s. 63; **Kaya**, Bekir/**Öner Kaya**, Emine: Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'da Covid-19 Salgını Öncesinde ve Sırasında Karşılaştırmalı Bir Analiz, İşletme Araştırmaları Dergisi 2023, C. 15, S. 1, s. 292 vd.

2. Programın Süresi

Programda bulunması gereken diğerk bir unsur “*varsa geri alım programının süresi*” unsurudur. TTK m. 379 vd. hükümlerinde açıkça düzenlenmese de şirketin TTK hükümlerine göre kendi payını iktisap etmek istemesi halinde genel kurul yetkilendirmesinde sürenin mutlaka belirtilmesi gerekmektedir. Sürenin belirtilmemesi durumunda kanundaki azami süre kendiliğinden uygulanmaz. Pay sahipleri ve menfaati etkilenen üçüncü kişilerin şirket öz sermayesinin ne kadar süreyle etkileneceğini bilmesi gerektiğinden sürenin belirtilmesi zorunludur. Genel kurulun yetkilendirme kararında süre belirtilmemişse alınan bu genel kurul kararının kesin hükümsüz olacaktır⁶²³.

Ancak Tebliğ kapsamında kalan şirketler bakımından sürenin belirtilmesi zorunlu değildir. Süre gösterilmediği takdirde azami sürenin kendiliğinden uygulanacağı Tebliğ m. 7/1’de açıkça ifade edilmiştir. Ancak genel kurul, geri alım programını belirli bir süreyle sınırlandırmak istiyorsa sürenin geri alım programında muhakkak bulunması gerekir. Yönetim kurulu bu süre içerisinde pay iktisabına ilişkin hem borçlandırıcı işlemi hem de tasarruf işlemini tamamlamakla yükümlüdür⁶²⁴.

Tebliğ m. 7/1’de belirtildiği üzere geri alım programlarının süresi borsada işlem gören şirketler için azami üç yıldır. Borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketler için ise bu süre bir yıl olarak düzenlenmiştir. Şirketler azami süre içerisinde kalmak koşuluyla istediği süreyi belirleyebileceği gibi hiçbir süre belirtmeksizin azami süreyle geri alım programını yürürlüğe koyabilirler. Peki geri alım programında Tebliğ m. 7’de belirtilen azami süreden daha fazla bir süre belirtilmişse -örneğin geri alım programının süresi dört yıl olarak belirtilmişse- ne olacaktır? Burada geri alım programının onaylanmasına yönelik genel kurul kararının tamamı mı iptal edilecektir yoksa yalnızca üç yılı aşan süre mi, diğerk bir deyişle kısmi iptal mi söz konusu olacaktır? İlk olarak

⁶²³ **Ayan**, s. 208; **Türk**, s. 171,183; **Durmaz**, s. 98-99. Bu durum yukarıda detaylıca incelenmiştir. Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁶²⁴ **Durmaz**, s. 99.

TBK'ya göre iptal edilebilirlik yaptırımında veya TTK'ya göre genel kurul kararının iptali yaptırımında kısmi iptal edilebilirliğin mümkün olup olmadığına ilişkin bir açıklık yoktur. Ancak bir görüşe göre TBK m. 27/2'de belirtilen kısmi butlana izin veren hükmün, iptal edilebilirlik yaptırımında kıyasen uygulanmasının önünde bir engel yoktur. Örneğin şirket esas sözleşmesi ile yönetim kurulu görev süresinin en çok bir yıl olarak belirlenmesine rağmen iki yıl süreyle yönetim kurulu seçilmesi durumunda yönetim kurulu seçimine ilişkin genel kurul kararının tamamının değil yalnızca iki yıllık görev süresinin iptalini dava etmek mümkündür⁶²⁵. Aynı durumun genel kurulun azami süreyi aşan geri alım programını onaylaması halinde uygulanmasının önünde bir engel yoktur. Bu durumda örneğin dört yıllık bir geri alım programının onaylanması durumunda geri alım programının onaylanmasına ilişkin genel kurul kararının bütünü değil yalnızca süreye ilişkin kısmının iptalini dava etmek mümkündür. Dava sonucunda ilgili süre iptal edildiğinde geri alım programının Tebliğ m. 7/1 c. 2 gereğince azami süre boyunca uygulanması gerekecektir. Peki azami süreyi aşan geri alım programı herhangi bir davaya konu edilmemişse ne olacaktır? Bu durumda ise geri alım programı yine azami süre olan üç yıl boyunca uygulanabilir. Bu süre geçtikten sonra yapılacak olan pay geri alımları Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınmış sayılacak ve Tebliğ m. 19/2'ye göre bir yıl içerisinde elden çıkarılması gerekecektir.

Uygulamada şirketlerin altı ay ile üç yıl arasında bir süre ile geri alım programı açıkladıkları görülmektedir⁶²⁶.

3. Azami Pay Sayısı

TTK m. 379/2'de genel kurul tarafından verilecek yetkide iktisap edilecek payların toplam itibari değerlerinin gösterilmesi zorunlu tutulmuştur. Tebliğ m. 8/1/c'ye

⁶²⁵ **Moroğlu**, Erdoğan: Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 9. Baskı, İstanbul 2020, s. 249 (Hükümsüzlük).

⁶²⁶ Bkz. dp. 634'teki bildirimler.

göre de geri alım programlarında geri alınacak payların azami sayısının gösterilmesi zorunlu tutulmuştur. Bu sebepten TTK'da olduğu gibi geri alım programlarında da geri alınabilecek payların oranı değil toplam pay sayısının gösterilmesi gerekecektir.

Geri alım programıyla verilen yetki neticesinde yönetim kurulunun programda gösterilen payların hepsini bir defada alması zorunlu değildir. Payların geri alımı birden çok geri alım işlemiyle gerçekleştirilebilir⁶²⁷. Tebliğ m. 12/5'te de şirket tarafından yapılan her ayrı iktisap, geri alım işlemi olarak belirtilmiş ve her geri alım işlemi için özel durum açıklaması yapılması gerektiği düzenlenmiştir.

Uygulamada azami pay sayısının yanında genellikle geri alınacak payların sermayeye olan oranına da yer verilmektedir⁶²⁸. Ancak bir programda zorunlu olan azami pay sayısı hiç gösterilmeyerek yalnızca geri alınacak payların sermayeye olabileceği azami oran olan yüzde onluk oran gösterilmiştir⁶²⁹. Bu durumun Tebliğ m. 8/1/c'ye aykırı olduğunu ifade etmek gerekir. Diğer yandan böyle bir ifade ile geri alım programının kamuyu aydınlatma niteliğinin tam olarak ortaya çıktığından bahsetmek mümkün değildir. Zira geri alınacak payların sayısının belirtilmesi yerine yalnızca sermayenin yüzde onuna kadar pay geri alımı yapılabileceğinin belirtilmesi durumunda hangi miktarda payın geri alıma söz konusu olabileceği muğlaktır. Bu durumda gerek şirkette bulunan pay sahiplerinin gerek yatırımcıların şirketin hangi miktara kadar pay geri alımı yapabileceği konusunda yeterince bilgi sahibi olacağından söz etmek mümkün değildir.

⁶²⁷ **Türk**, s. 416.

⁶²⁸ Örneğin bkz. Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444>); Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1294523>); Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352>); ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919>); Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1343981>); Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1334655>); Rainbow Polikarbonat Sanayi Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298803>); TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299>).

⁶²⁹ Bkz. Merko Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1379817>).

Bu sebepten böyle bir geri alım programının onaylanmasına ilişkin genel kurul kararının iptal edilebileceğini söylemek gerekir.

Bazı geri alım programlarında, bir günde geri alınacak toplam payların, işlem gününden önceki yirmi günlük işlem miktarı ortalamasının belli bir yüzdesini aşamayacağına ilişkin kayıtlar da bulunmaktadır⁶³⁰.

4. Azami Pay Sayısına Ulaşılmasıyla Programın Sonlandırılması

TTK m. 379 vd. açıkça düzenlemese de doktrinde şirket tarafından yetkilendirme kararındaki payların tamamının iktisap edilmesi halinde ilgili payların bir kısmının elden çıkarılması durumunda yetkinin tekrar canlanmayacağı kabul edilmektedir⁶³¹. Diğer bir deyişle payların tamamının iktisap edilmesi halinde yetkilendirme ortadan kalkar ve payların elden çıkarılması ortadan kalkan bu yetkiyi canlandırmaz. Aksi halin kabulü yetkilendirme şartını anlamsız kılacak derecede kısıtlar⁶³². Tebliğ m. 8/1/ç’de ise bu durum açıkça düzenlenerek geri alım programında bulunması gereken zorunlu bir unsur olarak kabul edilmiştir. Buna göre “*geri alıma konu azami pay sayısına ulaşılmasını takiben programın sonlandırılacağı hususunun*” geri alım programında belirtilmesi zorunludur. TTK düzenlemesinde açık olmayan bu durumun Tebliğ’de açıkça düzenlenmiş olmasının yerindedir.

Uygulamada bu şart bazen bağımsız bir başlık altında bazen de azami pay sayısına ilişkin başlıkla birlikte düzenlenmektedir⁶³³. Yine bazı geri alım programlarında azami

⁶³⁰ Bkz. Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444). Aslında bu durum Tebliğ m. 15/1/c’de düzenlenmektedir. Geri alım programlarında bu düzenlemedeki oran bazen aynı şekilde bazen daha düşük olarak yer almaktadır.

⁶³¹ Bu durum TTK hükümlerinde açıkça belirtilmemiştir. Ancak doktrinde kabul edilen durum bu şekildedir. Buna ilişkin doktrin tartışması için bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁶³² **Türk**, s. 200. Bu durum yukarıda daha detaylı bir şekilde incelenmiştir, bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁶³³ Örneğin bkz. Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289659); TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299); Doğan Şirketler Grubu

pay sayısına ulaşmanın yanında genel kurulun program süresinin bitmesinden önce programı sonlandırabileceği kaydı da yer almaktadır⁶³⁴.

5. Alt ve Üst Fiyat Limitleri

Programda bulunması zorunlu bir diğer unsur geri alınacak paylara ilişkin alt ve üst fiyat limitleridir. Tebliğ m. 8/1/d'ye göre payların alt ve üst fiyat limitleri belirli bir göstergeye endeksenerek oransal veya sabit olarak belirlenebilir. TTK m. 379'da alt ve üst fiyatların nasıl belirleneceğine ilişkin bir düzenleme olmasa da doktrinde, genel kurulun pay fiyatlarını belirlerken belirli formülleri kullanabileceği kabul edilmektedir⁶³⁵. Tebliğ'de bu durum açıkça düzenlemeye alınarak alt ve üst limitlerin belirlenmesinde belirli bir göstergeye endeksli oransal formüllerin kullanılabilmesi belirtilmiştir. Örneğin üst sınır olarak payın işlem tarihinden önceki belirli bir gün içindeki ağırlıklı fiyatı belirlenebilir⁶³⁶.

Geri alım programında alt ve üst sınırlar belirlenirken, payın o anki borsa değeri ve muhtemel gelişmeler dikkate alınmalıdır. Ayrıca yönetim kuruluna belirli bir hareket alanı bırakmak da faydalı olacaktır⁶³⁷. Borsa üzerinden yapılmayacak olan pay geri alımlarında üst sınırın çok yüksek belirlenmesi yapılan pay geri alımlarını sermayenin iadesi yasağına ve eşit işlem ilkesine aykırı hale getirebilecektir⁶³⁸.

Holding A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408585); Cem Zeytin A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548).

⁶³⁴ Örneğin bkz. Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444); Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281); Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405); Gübre Fabrikaları Türk A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360149); Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366648).

⁶³⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁶³⁶ **Manavgat**, s. 533; **Durmaz**, s. 105.

⁶³⁷ **Türk**, s. 180.

⁶³⁸ **Türk**, s. 181. Ayrıca *Türk*'e göre eşit işlem ilkesine aykırı yetkilendirme kararları butlanla sakatken (**Türk**, s. 197), *Durmaz*'a göre bu aykırılığın yaptırımını iptal edilebilirliktir (**Durmaz**, s. 113).

Yine geri alım programında bulunması gerekli diğer bir unsur fiyatın düzeltilmesini gerektirecek işlemlerin gerçekleşmesi durumunda bu hususun nasıl dikkate alınacağıdır. Bu sayede borsada yaşanan ani değişimler sonucunda geri alım programında belirtilen alt ve üst fiyat limitlerinin anlamsız kalması durumunda programda belirtilen bu hususla birlikte Kurul veya genel kurul onayı olmaksızın yeni alt ve üst fiyatlar geçerli olabilecektir⁶³⁹.

Uygulamada alt limit, şirketin düşük fiyattan pay alabilmesini sağlamak için genellikle 1 TL veya 1 kuruş olarak belirlenmektedir. Üst limitin ise çoğunlukla pay defter değerinin belli bir katı şeklinde belirlendiği görülmektedir⁶⁴⁰. Örneğin bir programda üst limit şu şekilde belirlenmiştir: *“üst limit en son kamuya açıklanan konsolide finansal durum tablosunda (bilanço) yer alan “özkaynaklar” tutarının, Şirket’in çıkarılmış sermayesine bölünmesi suretiyle bulunacak “pay defter değeri” tutarının %89,13 fazlasıdır [((özkaynaklar/çıkartılmış sermaye) x (1+%89,13)]⁶⁴¹”*. Yine bazı geri alım programlarında fiyatın düzeltilmesine ilişkin kayıt ile azami fiyatın hedef fiyat olarak

⁶³⁹ **Türk**, s. 417.

⁶⁴⁰ Örneğin bkz. Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408585); Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352); Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444); Koç Metalurji A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1348857); ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919). Ancak ilginç bir şekilde bazı geri alım programlarında herhangi bir alt veya üst limit belirlenmediği görülmektedir. Kanaatimizce bu durumun sebebi Tebliğ m. 15’te belirtilen şartlardır. Zira bu maddeye göre şirketler ancak en son gerçekleşen fiyat üzerinden paylarını geri alabilmektedir. Bu sebepten bazı şirketler tarafından fiyat belirtilmesine gerek duyulmamış olabilir. Ancak Tebliğ düzenlemesinde bu durum açıkça zorunlu tutulduğu için alt ve üst limitlerin geri alım programlarında açıkça bulunması gerekmektedir. Bunun yanında fiyatın belirtilmediği durumda şirkette bulunan pay sahipleri ve diğer yatırımcılar geri alım programı hakkında tam olarak aydınlatılamayacaktır. Bkz. Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405), Gübre Fabrikaları Türk A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360149), Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360046); Cem Zeytin A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548); Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281).

⁶⁴¹ Bkz. Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366648).

anlaşılmasında gerektiğine ilişkin kayıtlar bulunmaktadır⁶⁴². *Manavgat* şirketin geri alım programında belirttiği alt ve üst fiyatı şirketin kendi payına atfettiği değer olarak görmektedir. Bu sebepten şirketin belirttiği üst fiyatın yüksek olması halinde payın değeri konusunda yanlış bir izlenim uyandırılma riski vardır. Bunun yanında üst fiyatın düşük gösterilmesi de şirketin kendi payına düşük verdiği imajını gösterir ve piyasada olumsuz etki yaratır. Bu sebepten alt ve üst fiyatların doğru belirlenmesi büyük önem taşır⁶⁴³.

6. Geri Alınan Payların Satış Esasları

TTK m. 379 vd. yer alması da genel kurulun yetki kararında, iktisap edilen payların elden çıkarılmasına yönelik hükümlerin yer alabileceği kabul edilmektedir⁶⁴⁴. Tebliğ m. 8/1/e⁶⁴⁵,de bu durum pozitif bir düzenlemeye bağlanarak, payların satışına yönelik esaslar belirlenmişse bunun da geri alım programında olması gerektiği düzenlenmiştir. Ancak madde metninden de anlaşılacağı üzere, genel kurulun böyle bir düzenleme yapması zorunlu değildir. Düzenleme yapılmışsa bu hususun geri alım programında zorunlu olarak bulunması gerekecektir. Örneğin geri alım programında payların elden çıkarılmasına ilişkin bir alt fiyat belirlenebilecek ya da payların ne kadar süre içerisinde elden çıkarılacağı belirtilebilecektir⁶⁴⁶. Bunun yanında payların elden çıkarılmasına ilişkin sebepler de gösterilebilecektir. Ancak getirilecek şartlar kanuna ve ahlaka -özellikle eşit işlem ilkesine ve sermayenin iadesi yasağına- aykırı olamaz⁶⁴⁷.

⁶⁴² Örneğin bkz. Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444); Koç Metalurji A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1348857); Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1343981); Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366648).

⁶⁴³ **Manavgat**, s. 533.

⁶⁴⁴ Yukarıda bu durum ayrıntılı olarak incelenmiştir. Bkz. yukarıda Birinci Bölüm V.2.A.

⁶⁴⁵ “Yönetim kurulu tarafından hazırlanarak onay için genel kurula sunulacak geri alım programında aşağıdaki hususlara yer verilmesi zorunludur: ...e) Belirlenmişse program süresince geri alınan payların satış esasları”.

⁶⁴⁶ **Türk**, s. 186; **Ergün**, s. 369; **Durmaz**, s. 107.

⁶⁴⁷ **Türk**, s. 187; **Ergün**, s. 369; **Tekinalp**, 2021, s. 658; **Durmaz**, s. 107-108.

Getirilmişse yönetim kurulu buna uymamalıdır, aksi takdirde yönetim kurulunun sorumluluğu doğar⁶⁴⁸. Hatta yönetim kurulu kendi sorumluluğunun doğmasına neden olabilecek, kanuna ve ahlaka aykırı bu genel kurul kararı aleyhine TTK m. 446'ya göre iptal davası açabilir⁶⁴⁹. Ancak yönetim kurulunun hukuka uygun olarak getirilmiş satış esaslarına uyması gerekir. Uymadığı takdirde yönetim kurulunun sorumluluğu doğacaktır.

Uygulamada payların satışı konusunun çoğunlukla yönetim kurulunun takdirine bırakıldığı görülmektedir⁶⁵⁰. Bunun yanında bazı programlarda payların elden çıkarılmasında geri alımın amacının dikkate alınacağı belirtilmektedir⁶⁵¹.

7. Geri Alım İçin Ayrılan Fonun Tutarı ve Kaynağı

Tebliğ m. 8/1/f'ye göre geri alım programında, geri alımlar için kullanılmak üzere ayrılan fonun büyüklüğü ve kaynağının belirtilmesi gerekmektedir. Buradaki düzenlemeye göre geri alımlara başlanmadan önce geri alım bedellerini karşılamak üzere fon ayrılması gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Ancak yukarıda da bahsedildiği üzere bu durumun çok katı yorumlanmaması gerekir⁶⁵². Zira şirket geri alım programının onaylandığı anda yeterli kaynağa sahip olmasa da yakın bir gelecekte pay geri alım bedellerinde kullanmak üzere kaynak beklentisinde olabilir. İlgili düzenlemenin katı uygulanması şirketlerin pay geri alımı yapmasını aşırı güçleştirebilir. Bu sebepten

⁶⁴⁸ Tekinalp, 2021, s. 658.

⁶⁴⁹ Türk, s. 311; Yaşa Saydağ, s. 139.

⁶⁵⁰ Bkz. Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281>); Altıncılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405>).

⁶⁵¹ Bkz. Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352>); Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444>); Cem Zeytin A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548>); ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919>).

⁶⁵² Bkz. yukarı İkinci Bölüm II.4.B.b.

düzenleme esnek olarak uygulanmalı ve başlangıçta bütün fonun ayrılmış olması beklenmemelidir.

Uygulamada yalnızca fonun miktarı belirtilerek, belirtilen miktarın şirket kaynaklarından karşılanacağı kaydı yer almaktadır. Fonun ayrılıp ayrılmadığına veya kaynağına ilişkin net ifadeler bulunmadığı gözlenmiştir⁶⁵³. Ayrıca bazı geri alım programlarında şirketin ayrılan fonun tamamını geri alımlarda kullanacağına dair bir taahhüdünün olmadığına yönelik kayıtlar da görülmektedir⁶⁵⁴. Geri alım programlarında bulunması gereken bu unsur da uygulamada tam olarak anlaşılmış değildir. Fonun kaynağına ilişkin yalnızca “şirket kaynaklarından karşılanacağı” açıklamasının bulunmasının yeterli değildir. Zira fonun şirket kaynaklarından karşılanacağı zaten açıktır. Burada belirtilmesi gereken fonun şirketin hangi kaynaklarından karşılanacağıdır. Örneğin fonun yedek akçelerden mi yoksa finans kuruluşundan alınacak bir krediyle mi karşılanacağına ilişkin net bilgilere yer verilmesi gerekmektedir.

⁶⁵³ Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408585>); Cem Zeytin A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548>); Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352>); Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281>); Altıncılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405>); ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919>).

⁶⁵⁴ Bkz. TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299>); Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366648>); Cem Zeytin A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548>); Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444>); Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408574>); Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352>); Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281>); Altıncılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405>); ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919>).

8. Önceki Geri Alımlara İlişkin Bilgiler

Tebliğ m. 8/1/g'ye göre geri alım programında yer alması zorunlu olan diğer husus, “*geri alınan ve halen elden çıkarılmamış olan payların sayısı ve sermayeye oranı ile varsa bir önceki programın sonuçlarıdır*”.

Buna göre şirket önceki geri alım programı sebebiyle veya herhangi başka bir sebeple elinde bulunan kendi paylarını, geri alım programı hazırlanırken elinde bulunduruyorsa bunları da belirtmek zorundadır. Ayrıca geri alım programında belirtilmesi gereken diğer bir husus önceki geri alım programının sonuçlarıdır.

Buradaki düzenlemenin sebebi kamuyu aydınlatmadır. Zira bu bilgilerin geri alım programında yer alması gerek pay sahiplerinin gerek şirkete katılmayı düşünenlerin korunmaları ve şirket hakkında tam bilgi sahibi olabilmeleri açısından gerekli ve önemlidir.

9. Geri Alımın Finansal Duruma ve Faaliyet Sonuçlarına Muhtemel Etkisi

Tebliğ m. 8/1/g'ye göre geri alım programında “*geri alım programının ortaklığın finansal durumu ve faaliyet sonuçları üzerindeki muhtemel etkilerine ilişkin açıklamalar*” yer almalıdır. Buradaki hükmün amacı paylarını şirkete satmak isteyen veya şirketin satmak istediği kendi paylarını almak isteyen kişilerin bilgilendirilmesidir⁶⁵⁵. Zira pay sahipleri programın şirket üzerindeki olası etkilerini bilmekle paylarını şirkete satmak isteyip istemediğine veya satacaksa ne kadarını satacaklarına karar verebilirler. Aynı şekilde şirketin sattığı kendi paylarını almak isteyen kişi de programın şirket üzerindeki etkilerini bildiği takdirde bu kararı verecektir⁶⁵⁶.

Ancak uygulamadaki geri alım programlarının bu bölümünde “geri alımların şirketin finansal durumu veya faaliyet sonuçları üzerinde önemli veya olumsuz etkisinin

⁶⁵⁵ **Türk**, s. 419.

⁶⁵⁶ **Türk**, s. 419.

olmayacağı” şeklinde genel ifadelerin yer aldığı gözlemlenmiştir⁶⁵⁷. Buna göre uygulamadaki geri alım programlarının bu yönüyle kamuyu aydınlatma amacını yeterince karşılayıp karşılayamadığı tartışmaya açıktır⁶⁵⁸. Zira belirtildiği üzere pay sahipleri geri alım programının şirket üzerindeki etkisini bilmekle paylarını satmaya karar verebilecekken, şirketin ileride satacağı kendi paylarını almak isteyenler de bu bilgiye göre payları alıp almayacağına karar verebilecektir.

10. Geri Alımda Bulunabilecek Bağlı Şirketlere İlişkin Bilgiler

Geri alım programında, şirket payları aynı zamanda yavru şirket tarafından alınacaksa bu bilgi yer almalıdır. Yavru şirketin ana şirketin paylarını alması payın değerini etkileyeceğinden pay sahiplerinin bu hususu bilmesi önemlidir⁶⁵⁹.

11. Pay Fiyatı Bilgisi

Tebliğ m. 8/1/1’ya göre geri alım programında bulunması gereken bir diğer husus yıllık ve son üç aydaki en yüksek, en düşük ve ağırlıklı ortalama pay fiyatı bilgisidir. Bu bilgilerin pay sahibi tarafından borsa üzerinden izlenmesi mümkün olsa da Tebliğ’de geri alım programında yer alması gereken bir husus olarak belirtilmiştir⁶⁶⁰. Bu hükmün amacı, paylarını şirkete satmak isteyen pay sahiplerini pay fiyatı konusunda bilgilendirmek ve

⁶⁵⁷ Örneğin bkz. ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919); Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408585); Cem Zeytin A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548); Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444); Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408574); Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352); Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281); Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405); TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299); Gübre Fabrikaları Türk A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360149); Merko Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1379817).

⁶⁵⁸ Benzer şekilde bkz. **Çakır Çelebi**, s. 2558.

⁶⁵⁹ **Türk**, s. 419.

⁶⁶⁰ **Türk**, s. 419.

genel kurulun yetki verirken geri alım programındaki fiyat unsuruna ilişkin bilgi sahibi olmasını sağlamaktır⁶⁶¹.

12. İlişkili Tarafların Sağlayacağı Faydalar

Tebliğ m. 8/1/i ile şirketler program sonucunda paylarını satmak isteyen veya şirketçe satılan payları almak isteyen kişileri cezbetmeye yönelik açıklamalar yapabilecektir⁶⁶². Tebliğ m. 8/1/ğ bendinde olduğu gibi bu bendin amacı da paylarını satmak isteyen veya şirketin sattığı kendi paylarını almak isteyen yatırımcıların bilgilendirilmesidir. Hemen dikkat çekilmelidir ki, madde metninden anlaşılacağı üzere bu açıklamanın yapılması zorunlu değildir⁶⁶³. Örneğin şirketin borsa değerinin yükseleceğine yönelik açıklamada bulunması cezbedici bir nitelik taşıyabilir.

İncelenen geri alım programlarında “ilişki tarafların sağlayacağı bir özel fayda bulunmadığı” ifadesi yer almaktadır⁶⁶⁴. Burada da yukarıda bahsedilen gerekçe⁶⁶⁵ sebebiyle yatırımcıları veya pay sahiplerini bilgilendirme gayesinin tam olarak karşılandığı söylenemez.

IV. GERİ ALIM PROGRAMINDA BULUNMASI GEREKEN UNSURLARIN EKSİK OLMASININ YAPTIRIMI

Geri alım programında yer alması gereken unsurların düzenlendiği Tebliğ m. 8’de, anılan unsurların programda bulunmasının zorunlu olduğu belirtilmiş olmakla birlikte, bu zorunluluğa aykırılığın yaptırımına ilişkin herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

⁶⁶¹ Çakır Çelebi, s. 2558.

⁶⁶² Türk, s. 420.

⁶⁶³ “Varsa ilişkili tarafların bu işlemde sağlayacağı faydalar.”.

⁶⁶⁴ Örneğin bkz. TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299); Gübre Fabrikaları Türk A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360149); Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405); Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444); ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş (https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919).

⁶⁶⁵ Bkz. İkinci Bölüm III.9.

Tebliğ'in bütünü bakımından yaptırıma ilişkin tek düzenleme, Tebliğ m. 22 hükmüdür. Anılan düzenlemeye göre “Ortaklıkların bu Tebliğ kapsamında gerçekleştirecekleri işlemlerden ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri sorumludur.”. Bu durumda yapılması gereken genel hüküm niteliğindeki düzenlemelere başvurmaktır.

Tebliğ m. 5/1’de belirtilen şekilde pay geri alım programları yönetim kurulu tarafından hazırlanır ve genel kurul tarafından onaylanır. Diğer bir deyişle geri alım programının onaylanmasına ilişkin işlem bir genel kurul kararıdır. Bilindiği üzere TTK m. 445’e göre “kanun veya esas sözleşme hükümlerine ve özellikle dürüstlük kuralına aykırı olan genel kurul kararları aleyhine, karar tarihinden itibaren üç ay içinde, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde iptal davası” açılabilecektir. Madde de belirtilen “kanun” kavramından yalnızca TTK veya diğer kanun düzenlemeleri değil; genel, objektif, soyut ve sürekli niteliğe sahip bütün hukuk kuralları anlaşılmalıdır⁶⁶⁶. Bu nedenle kanunların yanında yönetmelikler, tüzükler, kararnameler, tebliğler veya hukukun genel ilkeleri maddede belirtilen “kanun” kavramının içine girer⁶⁶⁷. Bu minvalde TTK m. 445’te ifade edilen “kanun” teriminin içine Geri Alınan Paylar Tebliği hükümlerinin de girmesi gerekecek ve Geri Alınan Paylar Tebliği hükümlerine aykırı genel kurul kararlarının iptali istenebilecektir.

Böylelikle Tebliğ’de geri alım programında zorunlu olarak bulunması gerektiği belirtilen unsurların eksikliği halinde geri alım programının onaylanmasına ilişkin genel kurul kararı “kanuna” aykırı olacaktır. Sonuç itibarıyla da Tebliğ m. 8’de belirtilen unsurlardan birinin geri alım programında bulunmaması halinde iptal yaptırımını gündeme

⁶⁶⁶ **Taşpolat**, Melis: Genel Kurul Kararlarına Karşı Açılan İptal Davası ve Konunun Türk Ticaret Yasası Tasarısı Hükümleri Çerçevesinde Düzenlenmesi, İstanbul Barosu Dergisi 2008, C. 82, S. 4, s. 1853; **Karaman Çankaya**, Gökçe: Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarına Karşı İptal Davası Açabilecek Kişiler, İstanbul 2021, s. 6. Karş. bkz. **Başözen**, Yusuf Enes: Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının İptali Davası, Türk-Alman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2024, s. 49 vd.

⁶⁶⁷ **Taşpolat**, s. 1853.

gelecektir⁶⁶⁸. Diğer bir deyişle geri alım programında bulunması gereken unsurlar açıklanan geri alım programında bulunmazsa genel kurul üyeleri TTK m. 445 vd. hükümlerine göre genel kurulun geri alım programının onaylanmasına ilişkin işleminin iptalini talep edebilecektir. Ancak süresi dolan veya hukuka aykırı olarak uygulanan geri alım programlarıyla yapılan işlemler geçerli olacaktır⁶⁶⁹.

Öte yandan, TTK m. 553/1’de düzenlenen sorumluluğun şartları olduğu takdirde pay geri alım programını hazırlayan yönetim kurulunun sorumluluğunun doğacağını söylemek de mümkündür. Ayrıca, Tebliğ’de öngörülen unsurların eksikliği sebebiyle geri alım programında eksik bilgi bulunduğu ileri sürülebilecek ve aşağıda açıklanacak olan⁶⁷⁰ SerPK m. 32’de düzenlenen sorumluluk hükümleri de gündeme gelebilecektir.

V. İŞLEM ESASLARI

TTK sisteminden farklı olarak Tebliğ’de -doğası gereği- borsada yapılacak geri alım işlemlerine ilişkin bazı işlem esaslarına yer verilmiştir. Şirket veya bağlı şirket tarafından yapılacak olan geri alım işlemlerinde bu işlem esaslarına uyulması zorunludur (Tebliğ m. 15/1). Aksi halde yönetim kurulunun sorumluluğunun doğacağını unutmamak gerekir (Tebliğ m. 22/1). Bu işlem esasları madde metninde şu şekilde belirtilmiştir:

“i) Birinci seansın açılış seansı ve son 15 dakikası ile ikinci seansın açılış ve kapanış seansları içinde, geri alım programı dahilinde emir verilemez ve işlem gerçekleştirilemez.

ii) Geri alım için verilen fiyat emri, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz.

⁶⁶⁸ Manavgat, s. 534.

⁶⁶⁹ Manavgat, s. 534.

⁶⁷⁰ Bkz. Üçüncü Bölüm I.

iii) Ortaklık ve/veya bağılı ortaklıkları tarafından bir günde geri alımı yapılabilecek toplam pay miktarı, payların işlem gününden önceki 20 günlük işlem miktarı ortalamasının yüzde yirmi beşini geçemez.

iv) Program kapsamındaki bir geri alım işleminin türev araçlar aracılığıyla yapılması durumunda; söz konusu türev araçların kullanım fiyatı, mevcut bağımsız fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen bağımsız satış fiyatından daha yüksek olamaz.

v) Likiditenin düşük olduğu paylarda (c) bendinde belirtilen limit, Kuruldan önceden onay alınması ve gerekli özel durum açıklamalarının yapılması şartıyla yüzde elliye kadar yükseltilebilir. Likiditenin düşük olduğu paylara ilişkin belirleme Kurul tarafından yapılır.”.

Tebliğ m. 15/1/a düzenlemesinin Kurul’un i-SPK. 22.2 (27.01.2016 tarihli ve 3/77 s.k.) sayılı İlke Kararı ile şu şekilde uygulanacağı belirtilmiştir: "Gerek sürekli işlem gerekse tek fiyat yöntemi ile işlem gören paylarda açılış seansında, gün ortası tek fiyat bölümünde ve kapanış seansında geri alım programı dahilinde emir verilemez. Geri alım programı dahilindeki işlemler seansın diğer bölümlerinde gerçekleştirilebilir. Ayrıca, geri alım programı dahilinde özel işlem bildirimini yapılamaz.”.

Tebliğ m. 15/1/b düzenlemesi Sermaye Piyasası Kurulu’nun i-SPK.22.8 (01.08.2024 Tarih ve 41/1198 s.k.) sayılı İlke Kararı ile şu şekilde değiştirilmiştir: “Geri alım için verilen fiyat emri, emir sisteminde bekleyen mevcut en yüksek alım fiyat teklifinden daha yüksek olamaz.”. Ancak tezin yazıldığı an itibariyle yürürlükte olan 23/03/2025 tarih ve 18/574 sayılı Karar’ın B bendinin a fıkrası uyarınca bu hüküm uygulanmayacaktır.

Tebliğ’de bu şekilde işlem esaslarına yer verilmesinin sebebi piyasa dolandırıcılığını önlemek⁶⁷¹ ve yatırımcıları korumaktır. Zira bu düzenlemeler olmaksızın geri alım yapıldığında, geri alımlar sebebiyle oluşan talep nedeniyle şirketin borsadaki

⁶⁷¹ Manavgat, s. 536.

pay değerleri çok dalgalı hale gelebilecektir. Bunun sonucunda da yatırımcılar yanlış bilgi sahibi olarak veya manipüle edilerek zarara uğrama riskiyle karşı karşıya kalabilecektir.

VI. PAYLARI BORSADA İŞLEM GÖRMEYEN HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERDE PAY GERİ ALIM PROGRAMLARI

1. Genel Olarak

Borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketlerin paylarını geri alması da Tebliğ hükümlerine tabidir. Diğer bir deyişle yukarıda anlatılan şartlar ve açıklamalar kural olarak borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketler bakımından da geçerlidir. Ancak “Payları borsada işlem görmeyen şirketlerin geri alım işlemlerine ilişkin özel hükümler” başlığını taşıyan Tebliğ m. 6’da borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketler bakımından bazı özel düzenlemeler getirilmiştir. Bu başlık altında yalnızca bu maddede getirilen özel düzenlemeler açıklanacaktır.

2. Yakın ve Ciddi Kaybın Önlenmesi Nedeniyle Geri Alım Yapılamaması

Tebliğ m. 6/1’e göre payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketlerle bunların bağlı şirketleri, yakın ve ciddi kaybı önlemek amacıyla yönetim kurulu kararıyla paylarını geri alamazlar. Ancak yukarıda da belirtildiği üzere şirketin sırf halka açık olması sebebiyle bu hakkın alınmasının yeterli ve makul bir gerekçesi bulunmamaktadır. Zira TTK m. 381 kapsamında halka açık olmayan şirketlerin yakın ve ciddi kaybın önlenmesi sebebiyle kendi paylarını iktisap etmesi mümkündür. Örneğin 499 pay sahibi olan halka açık olmayan bir anonim şirket TTK m. 381’e dayanarak kendi paylarını iktisap edebilecekken, 501 pay sahibi olan bir şirket ise Tebliğ m. 6/1 nedeniyle yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle pay geri alımı yapamayacaktır.

Doktrinde bir görüşte borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla paylarını geri alamamasının sebebi olarak eşit işlem ilkesi gösterilmiştir. Buna göre borsada işlem görmeyen halka açık bir şirketin yönetim kurulu pay alım teklifini bütün pay sahiplerine yöneltmeyerek eşit işlem ilkesini kolayca

ihlal edebilir. Bunu dikkate alan kanun koyucu bu şirketler bakımından yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla pay geri alımı yapılmasını yasaklamıştır⁶⁷². Açıklanan görüşe katılmak mümkün değildir. Amaç eşit işlem ilkesinin korunması olsaydı Tebliğ hükümlerine tabi olmayan anonim şirketler için de aynı imkânın kaldırılması gerekirdi. Zira aynı risk bu şirketler bakımından da bulunmaktadır. Ayrıca bir ihtimal üzerinden bir hakkın yasaklanmasının gerekliliği de tartışılır bir durumdur. Zira eşit işlem ilkesini ihlal etmeksizin yakın ve ciddi kaybı önlemek amacıyla pay geri almak isteyen şirketlerin olması ihtimali de her zaman mevcuttur.

3. Payların Geri Alınması İlişkin Esaslar

Borsada işlem gören halka açık anonim şirketlerde olduğu gibi borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketlerin paylarını geri alması için de genel kurul tarafından onaylanmış bir geri alım programı olması zorunludur (Tebliğ m. 6/2). Ancak bu geri alım programında, yukarı açıklanan geri alım programında bulunması gereken şartların bazıları aranmayacaktır (Tebliğ m. 6/6)⁶⁷³. Bunun yanında geri alım programında yer alması gereken bazı ek unsurlar bulunmaktadır. Borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin pay geri alım programında;

i) Değerleme raporunun özeti,

⁶⁷² Çakır Çelebi, s. 2569.

⁶⁷³ Buna göre borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin geri alım programlarında: “Geri alımın amacı”, “Varsa geri alım programının uygulanacağı süre”, “Geri alıma konu azami pay sayısı”, “Belirlenmiş program süresince geri alınan payların satış esasları”, “Geri alım için ayrılan fonun toplam tutarı ve kaynağı”, “Geri alınan ve halen elden çıkarılmamış olan payların sayısı ve sermayeye oranı ile varsa bir önceki programın sonuçları”, “Geri alım programının ortaklığın finansal durumu ve faaliyet sonuçları üzerindeki muhtemel etkilerine ilişkin açıklamalar”, “Program kapsamında varsa geri alımda bulunabilecek bağlı ortaklıklara ilişkin bilgiler” ve “Varsa ilişkili tarafların bu işlemde sağlayacağı faydalar” şartları aranacaktır. Aslında payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin geri alım programında yer almayan unsurların sebebi bu şirketlerin borsada işlem görmesi ve geri alım işleminin yöntemidir.

ii) Geri alıma konu paylar için değerleme raporunda tespit edilen birim pay değerine yukarı ve aşağı yönde yüzde on marj uygulanmak suretiyle belirlenen alt ve üst fiyat limitleri,

iii) Payların alım-satıma konu olması durumunda, varsa son yıl ile son üç aydaki en yüksek ve en düşük fiyat bilgisi,

hususlarına yer verilmesi gerekir⁶⁷⁴.

Payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketler geri alım programı çerçevesinde yapacakları pay geri alımlarını yalnızca gönüllü pay alım teklifi ile gerçekteştirebilir (Tebliğ m. 6/2). Bu bakımdan geri alım yöntemi olarak yukarıda incelenen *aleni pay alım teklifi yöntemi* uygulanacaktır⁶⁷⁵. Geri alım programının süresi azami bir yıl olacaktır (Tebliğ m. 7/1).

Geri alım programının uygulanmasına başlama tarihinden en az iki ay önce pay alım teklifi bilgi formunun onaylanması talebiyle Kurula başvurulması gereklidir. Ayrıca geri alınan payların bedelinin nakit olarak ödenmesi zorunludur. Pay alım teklifinde, geri alınacağı belirtilen paydan fazla paylarını satma talebi gelmişse oransal dağıtım yöntemine göre paylar geri alınacaktır (Tebliğ m. 6/2). Bu düzenleme ile eşit işlem ve oransallık ilkesinin uygulanmasının amaçladığı sylenebilir⁶⁷⁶. Ancak pay fiyatlarının belirlenmesinde şirketin bir serbestisi söz konusu değildir. Pay fiyatları Kurul dzenlemelerine⁶⁷⁷ göre hazırlanacak değerleme raporu ile tespit edilecektir (Tebliğ m. 6/3). Pay geri alım programında da bu fiyata yüzde on marj uygulanmak suretiyle alt ve üst sınır belirtilecektir. Buna göre geri alım yöntemi olarak sabit fiyatlı geri alım teklifi yönteminin uygulanmayacağı sylenmelidir⁶⁷⁸. Kanaatimizce Tebliğ'in burada

⁶⁷⁴ Yukarıda dipnotta olduğu gibi buradaki farklılığın sebebi de şirketin borsada işlem görmemesi ve geri alım yöntemidir (gönüllü pay geri alımı).

⁶⁷⁵ Bkz. yukarı Birinci Bölüm VI.2.

⁶⁷⁶ **Türk**, s. 446; **Turan**, s. 133.

⁶⁷⁷ Kanaatimizce buradaki düzenlemeden kasıt Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)'dir.

⁶⁷⁸ **Türk**, s. 421.

öngördüğü geri alım yöntemi Hollanda usulü pay geri alım teklifi yöntemidir⁶⁷⁹. Ancak gönüllü pay alım teklifinde pay fiyatının değerlendirme raporu ile tespit edilmesi doğru değildir. Zira gönüllü pay alım teklifinde, payını satmak isteyen kişinin pay fiyatını serbestçe belirlemesi gerekir⁶⁸⁰. Bunun yanında değerlendirme raporu ile bir fiyat belirlense dahi bu fiyatın pay alım teklifinde kullanım zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak örtülü kazanç ve kaynak aktarma kaygısı ile sabit bir fiyat belirleme yoluna gidildiği söylenebilir⁶⁸¹.

Kurul tarafından onaylanan pay alım teklifi bilgi formu en çok altı iş günü içinde şirket merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan mahalli ve/veya ülke çapında yayımlanan veya dağıtılan en az bir gazetede ve varsa şirketin kendi internet sitesi ile Kurulun internet sitesinde ilan edilir (Tebliğ m. 6/5).

Keza Tebliğ m. 6/4'e göre "*payları borsada işlem gören ortaklıkların altı aylık finansal tablolarının kamuya ilan tarihinden sonra gerçekleştirilecek geri alıma yönelik pay alım tekliflerinde; payları borsada işlem görmeyen ortaklık bağımsız denetime tabi ise, bağımsız denetçi tarafından incelemeden geçirilmiş altı aylık ara dönem finansal tabloların hazırlanması, ortaklık merkezinde incelemeye açık tutulması ve varsa ortaklık internet sitesinde ilanı ile özel durum açıklaması eki olarak Kurula iletilmesi zorunludur.*".

4. Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin pay geri alımlarına ilişkin olarak da bazı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri öngörülmüştür. Tebliğ m. 13/1'e göre borsada işlem gören şirketlere yönelik getirilmiş olan kamuyu aydınlatma

⁶⁷⁹ Bu yöntem hakkında detaylı bilgi için bkz. Birinci Bölüm VI.2.B.

⁶⁸⁰ Karacan/Erişir Karacan, s. 117.

⁶⁸¹ Karacan/Erişir Karacan, s. 117.

yükümlülüklerinin bazıları borsada işlem görmeyen halka açık şirketler bakımında da uygulanacaktır. Buna göre borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerde de:

i) “Yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere genel kurul toplantısı tarihinden en az üç hafta önce ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanır.

ii) Onaya sunulmuş bir geri alım programında genel kurul tarafından herhangi bir değişiklik yapılması durumunda değiştirilmiş program, genel kurul tarihini izleyen ilk iş günü ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanır.

iii) Bu Tebliğin 5 inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca alınacak yetkili organ kararlarının, ortaklığın bağlı ortaklığının halka açık olması halinde ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı, halka açık olmaması halinde ise ortaklık tarafından kamuya açıklanması gereklidir.

iv) Ortaklıklar ve/veya bağlı ortaklıkları, bu Tebliğ kapsamında yapacakları özel durum açıklamalarına ilişkin olarak bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdür.”.

Diğer yandan bu şirketlere yönelik bazı ek kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiştir. Buna göre:

“i) Genel kurulca onaylanan bir geri alım programı çerçevesinde Kurula gönüllü pay alım teklifi yapmak üzere başvuruda bulunulması durumunda konu hakkında bir özel durum açıklaması yapılır.

ii) Gönüllü pay alım teklifi süresinin bitiminde, pay alım teklifi süresince geri alınan payların toplam nominal değeri ile geri alım için ödenen toplam tutar ve pay alım teklifine karşılık veren toplam pay sahibi sayısı bir özel durum açıklamasıyla kamuya

duyurulur. Açıklamada, gönüllü pay alım teklifi sonrasında oluşan ortaklık yapısına ve yönetim kontrolü durumuna da yer verilir.”.

5. Payların Elden Çıkarılması

Borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketlerin geri aldığı payların elden çıkarılmasına yönelik olarak da Tebliğ m. 19/5’te özel bir düzenleme öngörülmüştür. Buna göre payları borsada işlem görmeyen şirketler bir geri alım programı ile geri aldığı paylarını ancak programın tamamlanmasından itibaren elden çıkarabilir. Şirketin borsada işlem görmemesi sebebiyle herhangi bir piyasa dolandırıcılığı riski bulunmadığı da göz önüne alınırsa böyle bir düzenlemenin varlık nedeni tartışmaya açıktır.

Payların elden çıkarılması yalnızca ikincil halka arza veya yeni pay alma hakkının kullanılmasına ilişkin usullere uymak suretiyle yapabilir. Ayrıca geri alınan paylar nedeniyle edinilmiş bedelsiz payların satışında da aynı koşullar aranır. Bunun yanında ilgili işlemlerin gerçekleştirilmesinden önce Kurul’a başvuru yapılması zorunludur (Tebliğ m. 19/5).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PAY GERİ ALIM PROGRAMLARINDA ÖZELLİK ARZ EDEN DURUMLAR

I. KAMUYU AYDINLATMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ

1. Genel Olarak

A. Tanımı

İngiltere ve ABD’de “açıklama”, “ifşa etme”, “açığa vurma” gibi anlamlara gelen “disclosure” kelimesiyle ifade edilen kavram, Türk hukukunda “kamuyu aydınlatma” terimi ile ifade edilmektedir⁶⁸².

SerPK hükümlerinde kamuyu aydınlatmanın herhangi bir tanımı bulunmamaktadır. *Tekinalp* tarafından yapılan ve doktrinde sıklıkla atıf yapılan tanıma göre kamuyu aydınlatma “ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarının bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç gerek dış denetimi içine alan ilkelerin tümü(nü)” ifade eder⁶⁸³.

B. Amacı ve İşlevi

Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri/ilkeleri kamuyu aydınlatma ihtiyacından doğmuştur. Kamuyu aydınlatma ihtiyacının doğmasının sebebi ise şirketin menfaat

⁶⁸² **Keskin**, Mustafa: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul 2018, s. 33; **Akyürek**, Koray: Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), İstanbul 2020, s. 33; **Meral**, Nevin: Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, İstanbul 2021, s. 11; **Aydoğan**, Gökhan: Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Ankara 2021, s. 5 (Kamuyu Aydınlatma).

⁶⁸³ **Tekinalp**, Ünal: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri (Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile), İÜHF Yayınları, No. 58, İstanbul 1979, s. 53.

sahiplerine (*stakeholders*), dürüstlük kuralına aykırı hileli ve aldatıcı işlemler ile zarar verilmesini önlemektir. Menfaat sahipleri pay sahiplerinden daha geniş bir anlama sahip olup şirketin çalışanlarını, alacaklılarını, potansiyel yatırımcılarını ve devleti de kapsar⁶⁸⁴. Sermaye piyasası hukuku bakımından kamuyu aydınlatma ihtiyacının sebebinin ise bilgi oluşturur. Sermaye piyasaları zamanında ve doğru bilgi ile varlığını sürdürebilir. Yatırımcılar ancak bilgiye ulaşabildiği takdirde yatırım kararı verir⁶⁸⁵. Yatırımcıların yeterli bilgiye ulaşamadığı veya sermaye piyasasında hileli işlemlerin döndüğü durumlarda yatırımcılar sermaye piyasalarına yatırım yapmaktan kaçınır. Bu durumda sermaye piyasaları durağan (*stationary*) bir hâl alır. Oysa akıcı ve etkin işleyen bir sermaye piyasası için bilgilerin eksiksiz ve zamanında kamuya aktarılması gerekmektedir⁶⁸⁶.

Kamuyu aydınlatma ilkesinin caydırıcı, aydınlatıcı ve koruyucu işlev olmak üzere üç adet işlevi vardır. İlkeye adını da veren aydınlatıcı işlev, kamuyu aydınlatma ilkelerinin ilgili bütün piyasa aktörlerini aydınlatan yönünü ifade eder⁶⁸⁷. Caydırıcılık işlevi, hukuki, cezai ve idari yaptırımlara bağlı olması nedeniyle şirketlerin kamuyu aydınlatma ilkelerini ihlal etmekten çekinmesini ifade eder. Koruyucu işlev ise kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin ihraççı ve yatırımcıların menfaatlerini koruyan yönünü ifade eder⁶⁸⁸.

⁶⁸⁴ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 12.

⁶⁸⁵ **Kara**, Sencer: Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukukî Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2015, C. 23, S. 2, s. 136; **Keskin**, s. 35; **Akyürek**, s. 35; **Meral**, s. 14; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 13.

⁶⁸⁶ **Kara**, s. 138; **Keskin**, s. 35; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 13 vd.

⁶⁸⁷ **Meral**, s. 16 vd; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 80.

⁶⁸⁸ **Keskin**, s. 35-37; **Akyürek**, s. 35; **Meral**, s. 18 vd; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 81.

C. Kamuyu Aydınlatma Belgeleri

a. Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, kamuyu aydınlatma belgelerinin yayımlanması ile yerine getirilir⁶⁸⁹. SerPK’da kamuyu aydınlatma belgesi kavramının bir tanımına yer verilmiş değildir. *Kara* tarafından yapılan tanımda kamuyu aydınlatma belgeleri “*içeriğinde bulunması gereken asgari bilgilere, hazırlanma şekline, kamuya duyurulmasına ve yayımlanmasına ilişkin usul ve esasları Kurul tarafından belirlenen, yatırımcıların tam, zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesi amacıyla kamuyu aydınlatmak ile yükümlü olanlar tarafından hazırlanan belgeler*⁶⁹⁰”dir. Uygulamada en sık karşılaşılan kamuyu aydınlatma belgeleri izahname, ihraç belgesi, finansal tablo ve raporlardır⁶⁹¹.

Kamuyu aydınlatma belgesinin tanımına SerPK’da yer verilmese de hangi belgelerin kamuyu aydınlatma belgesi niteliği taşıyacağı SerPK m. 32’de belirtilmiştir. Buna göre;

- i) İzahname,
- ii) Pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu,
- iii) Özel durum açıklaması,
- iv) Birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri,
- v) Borsada işlem görme duyurusu,
- vi) Finansal raporlar,

kamuyu aydınlatma belgeleridir. Ancak maddede yapılan bu sayma tahdidi değildir. Zira maddenin devamında yer alan “*gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile*

⁶⁸⁹ **Aydoğın**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 133.

⁶⁹⁰ **Kara**, s. 139.

⁶⁹¹ **Kara**, s. 139.

düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgeler” ifadesi, kamuyu aydınlatma belgelerinin maddede sayılanlarla sınırlı olmadığı anlamına gelmektedir⁶⁹².

Kamuyu aydınlatma belgeleri birincil ve ikincil piyasalara ilişkin olabilir. Birincil piyasalara ilişkin en önemli kamuyu aydınlatma belgeleri izahname ve ihraç belgesidir. Sermaye piyasası ihracının halka arzlı olması durumunda izahname, halka arzlı olması durumunda ihraç belgesi söz konusudur. Birincil piyasalar ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin içerisinde barındırdığı menfaat çatışmaları, yetkili kamu otoritesinin (Kurul) sürece dahiline sebep olmaktadır. Bunun yanında halka arzlı ihraçlarda kamuyu aydınlatma yükümlülükleri daha yoğundur⁶⁹³.

Birincil piyasalara ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunması tek başına yetersizdir. Bunun yanında ihraç edilmiş sermaye piyasası araçlarını barındıran ikincil piyasaların daha verimli bir şekilde işlemesi için bunlara ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmalıdır. Birincil piyasaya ilişkin belgeler dışındaki bütün belgeler ikincil piyasaya ilişkin belgeleri oluşturur. İkincil piyasadaki kamuyu aydınlatma belgeleri tek başına bütün gerekli bilgileri açıklayıcı nitelikte değildir. Bu nitelikteki belgeler tıpkı bir yapbozun parçaları gibi bir bütünün ayrı parçalarını oluştururlar. Bu belgeler arasında özellikle özel durum açıklamaları ve finansal raporlar öne çıkar⁶⁹⁴.

b. Özel Durum Açıklamaları

Sermaye piyasası araçlarının ilk ihraçlarında kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunsada bu araçların dış dünyayla girdiği etkileşim veya iç ilişkiler birtakım yeni durumları ortaya çıkarabilir. Benzer şekilde belirli aralıklarla açıklanan finansal raporlar

⁶⁹² Bir belgenin kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip olup olmadığına ilişkin belirlemenin nasıl yapılacağına ilişkin bkz. **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 135.

⁶⁹³ **Meral**, s. 127 vd; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 137 vd.

⁶⁹⁴ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 137 vd.

da gelişmelerle birlikte güncelliğini kaybedebilir. Bu tür gelişmelerin veya değişimlerin sermaye piyasası aracının değerine veya fiyatına etkisi kaçınılmazdır. Dolayısıyla, söz konusu gelişmelerin sürekli olarak kamuya açıklanması bir gereklilik hâline gelmiştir. Bu gereklilik sebebiyle şirketin ve sermaye piyasası aracının değerini veya fiyatını etkileyecek özel durumların açıklanması, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü olarak kabul edilmiştir⁶⁹⁵. Gerçekten de kamuyu aydınlatma belgelerini düzenleyen SerPK m. 32/1'e göre özel durum açıklamaları kamuyu aydınlatma belgelerindedir.

Özel durum açıklamaları kişilere şirket hakkındaki gelişmeleri vakıf olma imkânı tanır ve böylelikle kişiler yatırım kararı alırken veya aldığı kararları gözden geçirirken bu gelişmeleri göz önünde bulundurabilir. Bilgiler doğru ve eksiksiz sunulmuşsa piyasalar daha etkin ve şeffaf olur. Aynı zamanda gelişmelerin sürekli olarak kamuyla paylaşılması daha sağlıklı fiyat oluşumunu sağlar⁶⁹⁶. Bu durumda özel durum açıklamalarının amacının fırsat eşitliğini ve sürekli bilgi akışını sağlamak olduğu söylenebilir⁶⁹⁷.

Özel durumlara ilişkin temel kanuni düzenleme SerPK m. 15/1'de yer almaktadır. Buna göre *“sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanır.”* Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye yönelik Kurul'a yetki verilmiştir. Bu kapsamda ikincil düzenleme niteliğindeki Özel Durumlar Tebliği (II-15.1) ve Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği (II-15.2)⁶⁹⁸ Kurul tarafından yürürlüğe sokulmuştur. Yine Özel Durumlar Tebliği m. 27'ye

⁶⁹⁵ Keskin, s. 71; Meral, s. 176-180; Aydoğan, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 206-207.

⁶⁹⁶ Aydoğan, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 207.

⁶⁹⁷ Gürler, s. 25 vd.

⁶⁹⁸ RG. 23.01.2014, S. 28891.

dayanılarak hazırlanan Özel Durumlar Rehberi bir diğer kaynaktır. Bu rehber Kurul kararı niteliğindedir⁶⁹⁹.

Gürler tarafından yapılan tanıma göre özel durumlar “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek yahut yatırımcıların haklarını kullanmalarına yardımcı olabilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler*” olarak tanımlanabilir⁷⁰⁰.

Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/n’de de özel durumlar, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek içsel veya sürekli bilgiler olarak tanımlanmıştır⁷⁰¹. Buna göre özel durumlar içsel bilgiler ve sürekli bilgiler olmak üzere iki türden oluşur. Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/e’ e göre içsel bilgi “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeleri*” ifade eder. Bu yönüyle içsel bilgiler bilgi suistimali suçuyla da yakından ilgilidir. Zira bilgi suistimali suçu henüz kamuya açıklanmamış içsel bilgilerin kullanılmasıyla işlenebilir. İçsel bilgi tanımı dışında kalan bütün bilgi, olay ve gelişmeler ise sürekli bilgileri oluştururlar (Özel Durumlar Tebliği m. 4/1/p). Sürekli bilgilere ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri Özel Durumlar Tebliği m. 12-19 arasında ayrıca düzenlenmiştir. Bu tanımlara uygun nitelikteki içsel veya sürekli bilgilerin SerPK m. 15/1’e göre kamuya açıklanması gerekir.

Ancak hangi tür bilgi, olay veya gelişmenin yatırımcının kararını etkileyeceğine veya yardımcı olabileceğine ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda burada bulunan kural içi boşluk yorum yoluyla doldurulacaktır⁷⁰². Yorum yoluyla, önceden hangi durumların bu nitelikte olduğunun belirlenmesi mümkün değildir. Zira her

⁶⁹⁹ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 208.

⁷⁰⁰ **Gürler**, s. 15.

⁷⁰¹ İçsel bilgiler hakkında detaylı bilgi için bkz. yukarıda İkinci Bölüm II.4.C.a.

⁷⁰² **Gürler**, s. 21.

bir ihraççı ve durum bakımından, özel durumların konusunu oluşturan bilgi, olay veya gelişmelerin oldukça geniş bir kapsamı bulunmaktadır⁷⁰³.

SerPK m. 15/1'e göre özel durumları açıklamakla yükümlü olanlar ihraççılar ve ilgili taraflardır. Buradaki ihraççılar kavramı halka açık anonim şirketler yanında pay dışında sermaye piyasası aracı ihraç eden şirketleri de içerisine alır⁷⁰⁴. İlgili taraf ise kanunda tanımlanmamış ancak Özel Durumlar Tebliğ m. 4/1/h'de tanımlanmıştır. Buna göre “(i)hraççı dışında bu Tebliğ uyarınca açıklama yapmakla yükümlü diğer kişiler” ilgili taraflardır. Burada akla gelebilecek bir soru halka açık olmayan bir şirket hakkında Özel Durumlar Tebliği hükümlerinin nasıl uygulanacağıdır. Zira Özel Durumlar Tebliği kural olarak halka açık şirketler hakkında uygulanacaktır. Bu noktada özellik arz eden düzenleme Özel Durumlar Tebliği m. 2/2'de bulunmaktadır. Bu maddeye göre: “Pay dışındaki sermaye piyasası araçlarını yurt içinde halka arz eden payları borsada işlem görmeyen ihraççılar, izahnamenin Kurulca onaylandığı tarihten ilgili sermaye piyasası aracının itfa tarihine kadar bu Tebliğ hükümlerine tabidir. İlaveten, tedavülde sermaye piyasası aracı bulunmayan ihraççılar, onaylı izahnamenin geçerlilik süresi boyunca bu Tebliğ hükümlerine tabidirler.”. Bu sebepten halka arz edilmemiş olsa da bu madde kapsamına giren durumlarda Özel Durumlar Tebliği hükümleri uygulanacaktır.

Peki özel durumlara ilişkin açıklamaları kim yapacaktır? Diğer bir deyişle şirkette özel durum açıklamalarını yapmakla görevli ve yetkili organ hangisidir? Bu sorunun cevaplanması özel durumların açıklanmasından doğacak olan hukuki sorumluluğun sorumlusunu belirlemek açısından da önem arz etmektedir⁷⁰⁵. Bu sorunun cevaplanması açısından Özel Durumlar Tebliği m. 24/4 yol gösterici niteliktedir. Buna göre “(k)amuyu aydınlatma uygulamalarının etkin bir şekilde yerine getirilmesi için gerekli prosedürler

⁷⁰³ Özel durumların konusunu oluşturan bilgi, olay veya gelişmelerin sınırsız olduğuna ilişkin bkz. **Gürler**, s. 22.

⁷⁰⁴ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 211.

⁷⁰⁵ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 213.

ihraççının yönetim kurulu tarafından belirlenir.”. Maddeden de anlaşılacağı üzere yönetim kurulu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerin yerine getirilmesine ilişkin prosedürleri belirleyecektir. Bu düzenleme ile yönetim kuruluna verilen planlama yetkisi devredilemez ve vazgeçilemez bir yetkidir. Ancak devredilemez ve vazgeçilemez olan yalnızca planlama yetkisine ilişkindir. Yoksa yönetim kurulunun özel durum açıklama yapma yetkisini engelleyen herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu sebepten yönetim kurulu planlama yetkisini devredemezken özel durum açıklama yapılması yetkisini devredebilir⁷⁰⁶.

Özel durum açıklamaları yapılırken, Özel Durumlar Tebliği m. 23’teki şartlara ve açıklamalar KAP üzerinden yapılacağı için Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği (VII-128.6)⁷⁰⁷,’ndeki şartlara uyulması gerekmektedir⁷⁰⁸.

Özel durum açıklamaları aksi belirtilmediği durumda bilgi veya gelişmelerin ortaya çıkmasıyla derhal kamuya duyurulmalıdır. Buradaki derhalden kasıt açıklamanın çabucak, hemen yapılmasıdır⁷⁰⁹. Derhal açıklanma kuralının iki istisnası bulunmaktadır. Bunlardan ilki Özel Durumlar Tebliği m. 23/3⁷¹⁰,’te belirtilen hal ve ikincisi Özel Durumlar Tebliği m. 6’da düzenlenen içsel bilgilerin ertelenmesi halidir. Açıklamanın yapılmasıyla birlikte içsel bilgi veya sürekli bilgi, kamuya açıklanmış bilgi adını alacaktır. Bundan sonra içsel bilgiden söz edilemeyeceği için bilgi suistimali suçunun işlenme olasılığı da ortadan kalkacaktır⁷¹¹.

⁷⁰⁶ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 214.

⁷⁰⁷ RG. 27.12.2013, S. 28864.

⁷⁰⁸ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 229.

⁷⁰⁹ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 230; **Gürler**, s. 22.

⁷¹⁰ “12 ve 22 nci maddeler kapsamında yapılacak açıklamalar, bu Tebliğin ekindeki form kullanılarak en geç işlemin gerçekleşmesini izleyen üçüncü iş günü saat 09.00’a kadar yapılır.”.

⁷¹¹ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 231.

2. Pay Geri Alım Programlarının Kamuyu Aydınlatma Belgesi Niteliği

Yukarıda da açıklandığı üzere sermaye piyasası mevzuatında kamuyu aydınlatma belgesinin tanımı yapılmış değildir. Ancak SerPK m. 32’de kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip birkaç belge örnek yoluyla sayılmıştır. Bunlar arasında pay geri alım programları kamuyu aydınlatma belgesi olarak gösterilmiş değildir.

Bu durumda geri alım programının kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip olup olmadığının tespitini yapmak gerekecektir. Her şeyden önce bir kamuyu aydınlatma belgesinin varlığından söz edebilmek için bir belgenin var olması gerekir. İkinci olarak bu belgenin SerPK m. 32’de sayılmış olan belgelerle aynı veya benzer konu ya da işleve sahip olması gerekir. Üçüncü olarak bu belgenin kamuyu aydınlatma amacına yönelik olması gerekecektir⁷¹².

Pay geri alım programlarının belge niteliğine sahip olduğu konusunda şüphe yoktur. Tebliğ’de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve geri alım programlarında bulunması gereken koşullar incelendiğinde, geri alım programlarının SerPK m. 32’de sayılan belgelerle aynı işleve sahip olduğu söylenebilir. Ayrıca Tebliğ m. 12 ve geri alım programının unsurları dikkate alındığında geri alım programlarının kamuyu aydınlatma amacının bulunduğu kuşkusuzdur. Bu nedenle geri alım programları kamuyu aydınlatma niteliğini haiz belgelerdendir⁷¹³.

Diğer taraftan Tebliğ m. 12’de düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri incelendiğinde, getirilen yükümlülüklerinin özel durum açıklaması olarak duyurulacağının düzenlendiği görülmektedir. Diğer bir deyişle burada düzenlenen yükümlülükler açıklanırken kamuyu aydınlatma belgelerinden biri olan özel durum açıklaması şeklinde açıklanacaktır. Bu durumda ilgili yükümlülükler kamuya açıklandığı

⁷¹² **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 135.

⁷¹³ **Manavgat**, s. 532.

takdirde bir özel durum açıklamasına vücut verecek ve SerPK m. 32’de düzenlenen sorumluluk kapsamında olacaktır.

Bu nedenle geri alım programlarının bizatihi kendisi kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip olduğu gibi Tebliğ m. 12/1’e göre kamuyu duyurulduğu takdirde özel durum açıklamasının içinde yer alacaktır. Keza Tebliğ m. 12’de getirilen diğer kamuyu aydınlatma yükümlülükleri kamuyu duyurulduğunda bunların da bir özel durum açıklaması niteliğine sahip olacağı unutulmamalıdır.

Kanaatimizce pay geri alım programlarına veya pay geri alımlarına ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri Tebliğ m. 12’de sayılanlarla sınırlı değildir. Zira yukarıda da belirtildiği üzere içsel bilgi veya sürekli bilgiler özel durum açıklamaları ile kamuyu duyurulmak zorundadır. Böylelikle pay geri alım programlarına veya pay geri alım işlemlerine ilişkin herhangi bir içsel bilginin ortaya çıkması halinde -ortaya çıkan durum Tebliğ m. 12’de düzenlenmemiş olsa bile- kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ortaya çıkacaktır. Bu durumda ortaya çıkan bilgi özel durum açıklaması olarak kamuya duyurulduğu takdirde, yapılan açıklamanın da kamuyu aydınlatma belgesine niteliğine sahip olacağını ve SerPK m. 32’de düzenlenen sorumluluk kapsamında olacağını belirtmek gerekir.

Pay geri alım programlarının niteliğinin tespiti bu belgeden doğan sorumluluğunun tespiti bakımından önem taşımaktadır. Pay geri alım programlarının kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olması, bu belgelerden doğan sorumluluğa ilişkin hükümlere başvurulabileceği anlamı taşımaktadır⁷¹⁴. Aşağıdaki başlıklarda en başta Tebliğ kapsamında getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri incelenecek daha sonra bu yükümlülüklerin ihlalinin sonuçlarına değinilecektir.

⁷¹⁴ **Manavgat**, s. 532.

3. Tebliğ ile Getirilen Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

TTK m. 379/5'te ve SerPK m. 22'de kendi payını iktisap konusunda halka açık anonim şirketler bakımından özel düzenlemeler yapma gerekliliği öngörülmesinin belki de en önemli sebeplerinden birisi kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesindeki yükümlülüklerdir⁷¹⁵. İşte bu ilkenin gerçekleşmesi bakımından Tebliğ m. 12'de detaylı düzenlemelere yer verilmiştir. Tebliğ kapsamında yapılacak olan özel durum açıklamalarına ilişkin olarak Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde Kurul'un özel durumlara ilişkin düzenlemelerine uyulmak zorundadır (Tebliğ m. 12/9).

Kamuyu aydınlatma ilkesi halka açık bütün anonim şirketler bakımından geçerli olsa da borsada işlem gören şirketler bakımından bu ilkenin önemi daha fazladır. Aşağıda borsada işlem gören şirketler bakımından Tebliğ'de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri incelenecektir⁷¹⁶.

A. Geri Alım Programına İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kapsamındaki ilk yükümlülük yönetim kurulunun hazırlamış olduğu geri alım programının ilanına ilişkindir.

Yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programı, toplantı günleri hariç olmak üzere genel kurul toplantısı tarihinden en az üç hafta önce şirket tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak şirketin internet sitesinde yayımlanır (Tebliğ m. 12/1). TTK m. 414/1'e göre çağrı ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere, toplantı tarihinden en az iki hafta önce yapılırken, Tebliğ'de geri alım programının toplantıdan en az üç hafta önce yapılacağı düzenlenmiştir. Sürenin daha uzun olmasının sebebi, geri alım programının yalnızca pay sahiplerini değil bundan daha geniş çevreyi (özellikle yatırımcıları) ilgilendirmesidir. Geri alım programlarının en

⁷¹⁵ **Türk**, s. 421.

⁷¹⁶ Borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketler bakımından getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri yukarıda incelenmiştir. Bkz. yukarıda İkinci Bölüm V.4.

önemli amaçlarından biri payların borsa değerinin korunması olduğu için bunun bir an önce kamuya duyurulması gerekir⁷¹⁷.

Tebliğ’de yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının kamuya duyurulacağı düzenlenmişse de genel kurulun geri alım programını onaylaması durumunda bunun kamuya duyurulmasına ilişkin bir düzenleme getirilmemiştir. Bu durumun bir eksiklik oluşturduğunu ifade etmek gerekir. Her ne kadar genel kurul kararlarının zaten ilan ediliyor olması, ayrıca bir düzenleme getirilmemesinin gerekçesi olarak gösterilebilse de genel kurulun geri alım programına ilişkin kararının kamuya açıklanmasının açıkça öngörülmesi daha yerinde olurdu. Nitekim uygulamada da genel kurul tarafından onay verilmesi hâlinde bu durumun özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulduğu görülmektedir⁷¹⁸.

Geri alım programına ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri yalnızca ilanla sınırlı değildir. Yukarıda da belirtildiği üzere yönetim kurulunun genel kurula sunmuş olduğu geri alım programında genel kurul değişiklik yapabilir. Böyle bir değişikliğin yapılması durumunda değiştirilmiş programın, genel kurul tarihini izleyen ilk iş günü şirket tarafından özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulması ve eşanlı olarak şirketin internet sitesinde yayımlanması gerekir (Tebliğ m. 12/2).

Yukarıda da bahsedildiği üzere bağlı şirketin, ana şirket paylarını alabilmesi için ana şirket genel kurulunda geri alım programının onaylanması ve bağlı şirket yönetim kurulunun geri alım programını uygulayacağına ilişkin bir karar alması gerekmektedir. Yine bağlı şirketin de halka açık olması halinde bağlı şirketin genel kurulu tarafından da geri alım programının onaylanması gerekecektir⁷¹⁹. Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri

⁷¹⁷ **Türk**, s. 422.

⁷¹⁸ Buna ilişkin bazı KAP açıklamaları için bkz. Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366861>), Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1343981>), Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş. (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408574>).

⁷¹⁹ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm II.2.A.

bakımından da bu durum dikkate alınarak bağılı şirketin ana şirket paylarını alması durumunda hem ana şirket genel kurul kararının hem de bağılı şirket yönetim kurulu kararının kamuya duyurulması gerekir. Bağılı şirketin halka açık olması durumunda bağılı şirket genel kurulu tarafından verilen kararın da kamuya duyurulması gerekir (Tebliğ m. 12/3).

Geri alım programına ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün doğduğu diğere bir hal geri alım programının sona ermesine ilişkindir. Buna göre açıklanan geri alım programı süresinin bitmesini, programın sona ermesini veya program kapsamında planlanan geri alımların tamamlanmasını izleyen üç iş günü içerisinde geri alınan paylar için ödenmiş olan azami ve ortalama bedel, geri alımın maliyeti ile kullanılan kaynak, geri alınan toplam pay sayısı ve bu payların sermayeye oranı kamuya açıklanır (Tebliğ m. 12/7 c.1). Bunun yanında geri alınan payların program süresince elden çıkarılmış olması durumunda ek olarak aynı şekilde; elden çıkarılan payların toplam nominal tutarı, toplam kazanç/kayıp tutarı ile ortalama satış fiyatı, varsa alım satıma konu paylara bağılı imtiyazlar ve işlem tarihleri açıklanır (Tebliğ m. 12/7 c.2). Geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirilen işlemlerin özeti mahiyetindeki bu bilgiler ayrıca ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulur (Tebliğ m. 12/7 c.3).

B. Geri Alım İşlemlerine İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Geri alım programlarının kamuya açıklanmasının yanında Tebliğ m. 12'de geri alım işlemlerinin de özel durum açıklamaları şeklinde kamuya açıklanmasına yönelik yükümlülükler düzenlenmiştir. Tebliğ sistematüğinde şirket tarafından yapılan her bir pay geri alımının, "pay geri alım işlemi" olarak nitelendirildiğı görölmektedir (Tebliğ m. 12 ve m. 15). Yukarıda da belirtildiğı üzere geri alım programıyla alınacak payların tek seferde alınması gerekmez. Aksine Tebliğ m. 15/3'te bir günde yapılabilecek toplam geri alıma ilişkin bir sınırlama yer almaktadır. Bu sebepten geri alım işlemleri bir sürece

yayılarak gerçekleştirilir. Tebliğ’de bu süreç içerisinde yapılan geri alım işlemlerine ilişkin bazı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri düzenlenmiştir.

Tebliğ m. 12/4’e göre geri alım işlemlerine başlanmadan iki iş günü önce şirket veya bağlı şirket tarafından geri alım yapılması planlanan dönemin başlangıç ve bitiş tarihleri, geri alıma konu payların nominal tutarı ile sermayeye oranına ilişkin özel durum açıklaması yapılır. Buna göre geri alım işlemleri sebebiyle yapılacak özel durum açıklamalarından ilkinin geri alım işlemlerine başlamadan iki iş günü önce yapılacak olan özel durum açıklaması oluşturur.

Geri alım işlemleri sebebiyle ortaya çıkan kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden bir diğeri ise her bir geri alım işleminden sonra doğan özel durum açıklamasıdır. Buna göre her bir geri alım işlemi için şirket ve/veya bağlı şirket tarafından; işlem tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce, işleme konu payların nominal tutarı, sermayeye oranı, işlem fiyatı, program çerçevesinde daha önce geri alınan payların nominal tutarı, varsa bu paylara bağlı imtiyazlar ve işlem tarihi hususlarını içeren bir özel durum açıklaması yapılır (Tebliğ m. 12/5). Uygulamada bu özel durum açıklamasının işlemin gerçekleştiği günün akşamında yapıldığı görülmektedir. Aynı gün yapılan birden fazla işleme ait bilgilerin, aynı açıklama ile yapılması mümkündür. Ancak her işleme ait bilgilerin açıklamada ayrı ayrı yer alması gerekir⁷²⁰.

Burada değinilmesi gereken diğeri bir konu pay geri alım programı olmaksızın yapılan pay geri alım işlemlerinde kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunup bulunmadığıdır. Daha somut bir ifadeyle yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle yapılan geri alımlarda veya istisnai durumlar kapsamında yapılan geri alım işlemlerinde de kamuyu aydınlatma yükümlülüğü bulunmakta mıdır? İlk önce değinmek gerekir ki yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımlarında kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uyulması gerektiği Tebliğ m. 5/4’te açıkça düzenlenmiştir.

⁷²⁰ **Manavgat**, s. 535.

Bu sebepten yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan pay geri alımlarında kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunduğu muhakkaktır. İstisnaların düzenlendiği m. 16'da ise kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin herhangi bir atfin yer almadığı görülmektedir. Ancak ilgili maddede kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine yönelik bir istisnanın tanındığı da görülmemektedir. İlgili maddede yalnızca istisna kapsamında yapılacak pay geri alımlarında yetkilendirmeye ilişkin şart (Tebliğ m. 5 ve m. 6) ile işlem sınırlarına ilişkin (Tebliğ m. 9) şarta uyulmasına gerek olmadığı düzenlenmektedir. Bu sebepten istisna kapsamında yapılacak olan pay geri alımlarında da kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin uygulanması gerekir. Bu minvalde özellikle Tebliğ m. 12/5 ve 6 fıkralarındaki yükümlülükler ile niteliğine uygun düşükçe Tebliğ m. 12/7'de düzenlenen yükümlülüklerin uygulanması gerektiği belirtilmelidir.

C. Payların Elden Çıkarılmasına İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Tebliğ kapsamında getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden bir diğeri geri alınan payların elden çıkarılması halinde doğacak olan yükümlülüktür. Buna göre, daha önceki alımlar dahil, geri alınan payların elden çıkarılması durumunda şirket ve/veya bağlı şirket tarafından; işlem tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce, işleme konu payların nominal tutarı, işlem fiyatı, sermayeye oranı, kalan payların sermayeye oranı, gerçekleşen kazanç/kayıp tutarı, varsa bu paylara bağlı imtiyazlar ve işlem tarihi hususlarını içeren bir özel durum açıklaması yapılır (Tebliğ m. 12/6).

Kanaatimizce buradaki yükümlülük yalnızca geri alım programı sebebiyle geri alınan payların elden çıkarılması halinde değil herhangi bir şekilde şirketin geri aldığı payları elden çıkarması halinde doğar. Bu sebeple şirketin Tebliğ'e uygun veya Tebliğ'e aykırı olarak geri aldığı payları elden çıkarması halinde bu madde gereğince özel durum açıklaması yapması gerekecektir.

Bunun yanında kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yalnız payların elden çıkarılması halinde değil payların elden çıkarılmasına başlamadan önce de yapılması gerekir. Aksi halde payların elden çıkarılacağı bilgisine sahip olan kişiler tarafından, bu bilgiler bilgi suistimali amacıyla kullanılabilecektir. Örneğin şirketin gün içinde payları elden çıkaracağını bilen bir kişi şirketin borsa üzerinden satacağı payların yaratacağı arz-talep dengesini dikkate alarak bu yönde işlemler gerçekleştirip haksız kazanç elde edebilir. Bu sebepten Tebliğ m. 12/4'te olduğu gibi elden çıkarma işlemlerine başlamadan önce gerekli bilgilerin kamuya duyurulmasında fayda bulunmaktadır.

D. Yakın ve Ciddi Kaybın Önlenmesi Amacıyla Yapılan Geri Alımlara İlişkin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin Tebliğ'de düzenlenen son yükümlülük hali yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımlara ilişkindir. Tebliğ m. 12/8/a'ya göre ilk olarak yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılacak olan geri alımlarda; geri alım işlemlerine başlanmasından en az iki iş günü önce bir özel durum açıklaması ile geri alım yapılacağı hususu, söz konusu geri alımın amacı, geri alıma konu pay miktarı ve ödenecek azami tutar kamuya duyurulur. Daha sonra geri alımlar kapsamında ve geri alımların tamamlanması üzerine gerekli özel durum açıklamaları yapılır (Tebliğ m. 12/8/b). Ayrıca yukarıda açıklanan geri alım programının bitmesi sebebiyle yapılacak olan özel durum açıklamasının yakın ve ciddi kaybın önlenmesi sebebiyle yapılan geri alımların sona ermesi sonucunda da yapılması gerekmektedir (Tebliğ m. 12/7). Bununla birlikte yönetim kurulu, aynı şekilde geri alımlara ilişkin bu bilgileri ilk genel kurulda ortaklara sunmalıdır (Tebliğ m. 12/8/c ve m. 12/7).

4. Tebliğ Kapsamında Getirilen Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüklerinin Hiç veya Gereği Gibi Yerine Getirilmemesi Halinde Doğan Sorumluluk

Tebliğ’de kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uyulmamasının yaptırımını özel olarak düzenlenmemiştir. Sorumluluğa ilişkin yalnızca Tebliğ m. 22/1’de yönetim kurulunun Tebliğ kapsamında gerçekleştirecekleri işlemlerden sorumlu olacağına ilişkin genel bir sorumluluk düzenlemesi yer almaktadır. Bu durumda Tebliğ’de düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi halinde sorumluluğun tespit edilmesi gerekir. Belirtildiği üzere pay geri alım programları, kamuyu aydınlatma belgesi niteliğini haizdir. Tebliğ’de kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uyulmadığı takdirde sorumluluğa ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda sorumluluğun tespiti için kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun düzenlendiği SerPK m. 32’ye gitmek gerekecektir⁷²¹. Ancak unutulmamalıdır ki, SerPK m. 32 zararın tazmini için genel hükümlere başvurmayı ortadan kaldırmamaktadır. Bu nedenle ortaya bir zarar çıkması durumunda SerPK m. 32’ye başvurmaksızın doğrudan ya da SerPK m. 32’nin yetersiz kaldığı durumlarda tamamlayıcı olarak genel hükümlere başvurulması mümkündür. Genel hükümlerden hangisine başvurulabileceğini burada saymak mümkün değildir. Ancak tarafların aralarında bulunan ilişkiye göre TBK veya TTK’da bulunan genel hükümlere başvurusu mümkündür⁷²².

Yukarıda da belirtildiği üzere pay geri alım programları kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahiptir. Ancak gerek pay geri alım programları gerek Tebliğ’de getirilen diğer kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden dolayı yapılacak olan bilgilendirmeler Tebliğ m. 12 düzenlemesine göre yine kamuyu aydınlatma belgesi niteliğine sahip olan özel durum açıklaması şeklinde kamuyu duyurulacaktır. Bu durumda Tebliğ m. 12’de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, açıklandıkları durumda

⁷²¹ **Türk**, s. 426.

⁷²² **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 287 vd.

özel durum açıklaması niteliğine sahip olacak ve SerPK m. 32' düzenlenen sorumluluk kapsamında olacaktır. Aşağıda bu sorumluluğa ilişkin şartlar, davacı ve davalı olabilecekler ile zamanaşımı incelenecektir.

A. Sorumluluğun Şartları

a. Fiil

SerPK m. 32'de düzenlenen sorumluluğa ilişkin ilk olarak tespiti yapılması gereken hangi fiillerin bu sorumluluğa yol açacağıdır. Sorumluluğu doğuran fiilin söz konusu olabilmesi için en başta bir kamuyu aydınlatma belgesinin bulunması gereklidir. Böyle bir belgenin bulunması halinde sorumluluğu ortaya çıkaran fiil iki şekilde oluşabilir. İlk fiil kamuyu aydınlatma belgesinin hazırlanması ve bunun yayımlanmasıdır. Belgenin yalnızca hazırlanması söz konusu fiili oluşturmaz, belgenin muhakkak yayımlanması gerekir⁷²³. Sorumluluğun doğmasına neden olabilecek ikinci fiil ise zorunlu olmasına rağmen kamuyu aydınlatma belgelerinin yayımlanmamasıdır. Burada ihmali bir fiil söz konusudur. Bu fiil ilgili belgenin hiç hazırlanmaması veya hazırlanmasına rağmen kamuyla paylaşılmaması şeklinde meydana gelebilir⁷²⁴.

Bu durumda Tebliğ'de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin belgenin düzenlenmesi ve yayımlanması, sorumluluk fiillerinden ilkinin oluşturacaktır. Örneğin Tebliğ 12/1'e göre geri alım programının yönetim kurulu tarafından yayımlanması sorumluluğun doğması için gereken fiili oluşturur. Belgenin yalnızca hazırlanmış olması ise fiil unsurunu meydana getirmez.

Fiil unsurunu oluşturan diğer durum zorunlu olduğu halde kamuyu aydınlatma belgesinin yayımlanmamasıdır. Bu durumda örneğin Tebliğ m. 12/1'e göre geri alım programını genel kurul toplantısından en az üç hafta önce yayımlamayan yönetim kurulunun bu eylemi (eylemsizliği) sorumluluğun fiil unsurunu meydana getirecektir.

⁷²³ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 344.

⁷²⁴ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 344 vd.

b. Hukuka Aykırılık

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğun hukuku aykırılık unsurunu SerPK m. 32/1’de belirtilen “yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler” oluşturur⁷²⁵. Ancak her ne kadar SerPK m. 32’de belirtilmese de hukuka aykırılık unsurunun oluşabilmesi için bilginin önemli nitelikte (esaslı) bir bilgi olması gerekir⁷²⁶. Bilginin önemli niteliğinin tespitinde de bilginin eksik veya yanlış ya da yanıltıcı olması halinde ortalama bir yatırımcının kararının etkilenip etkilenmediğine dikkat edilecektir. Diğer bir ifadeyle bilginin eksik veya yanlış ya da yanıltıcı olarak sunulması ortalama bir yatırımcının kararına etki ediyorsa önemli bir bilginin varlığından söz edilebilecektir⁷²⁷.

Yanlış bilgi, bilginin gerçeğe uygun olmamasını ifade eder. Ancak gerçeğe aykırılık objektif bir biçimde ortaya konabilmelidir⁷²⁸. Yanıltıcılık aslında yanlış olmayan bir bilginin farklı anlamlar çıkarılabilecek bir şekilde sunulmasıyla ortaya çıkar⁷²⁹. Örneğin önemli bilgilerin geri plana atılması, bilgilerin anlaşılabilir bir biçimde sunulması, bilgilerin herkesin anlayamayacağı terimlerle veya yabancı kelimelerle sunulması veya bazı hallerde aşırı bilgi sunulması yanıltıcı bilgi oluşmasına neden olabilir⁷³⁰. Eksik bilgi sunulması ise bilginin hiç ya da gereği kadar sunulmaması şeklinde ortaya çıkabilir⁷³¹.

Tebliğ’de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüğünden doğan sorumluluğun hukuka aykırılık unsurunu da yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi oluşturur. Ancak belirtildiği üzere bilgi önemli nitelikte olmalıdır. Bilginin önemli olup olmadığını tespit ederken ortalama bir yatırımcı esas alınacaktır. Bu durumda Tebliğ m. 12’de belirtilen belgelerde yanlış, yanıltıcı veya eksik bir bilgi olması durumunda ve bu bilgilerin de önemli nitelikte

⁷²⁵ Keskin, s. 114; Meral, s. 337; Aydoğın, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 349.

⁷²⁶ Meral, s. 340-341; Aydoğın, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 353.

⁷²⁷ Aydoğın, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 359.

⁷²⁸ Meral, s. 338; Aydoğın, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 350.

⁷²⁹ Kara, s. 148; Meral, s. 338.

⁷³⁰ Aydoğın, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 362 vd.

⁷³¹ Kara, s. 148-149; Meral, s. 339; Aydoğın, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 371.

olması durumunda sorumluluğun hukuka aykırılık şartı oluşacaktır. Örneğin Tebliğ m. 12/5'e göre geri alım işlemi sonrası yapılan özel durum açıklamasında geri alınan payların işlem fiyatı veya payların nominal tutarı yanlış, yanıltıcı veya eksik belirtilmişse hukuka aykırılık şartı oluşacaktır.

c. Kusur

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan kusur, kamuyu aydınlatmaya ilişkin mevzuata aykırı davranışla oluşur⁷³². Kusur her somut olayın koşullarına göre ayrı ayrı belirlenir. Kusur, kast veya ihmalle oluşabilir. SerPK m. 32'de düzenlenen sorumluluk türü kusur sorumluluğudur. Diğer bir deyişle SerPK m. 32'ye aykırı bir davranış halinde, sorumluluk sahibi her kişi kendi kusuru oranında sorumlu olacaktır⁷³³.

Kusura ilişkin SerPK m. 32/3'te özel bir düzenleme bulunmaktadır. Bu düzenleme ile sorumlular bakımından kusur karinesi getirilerek, ispat yükü tersine çevrilmiştir. Buna göre *“kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmallerinden kaynaklanmadığını ispatlayan kişiler sorumlu olmaz.”* Bu durumda açılan bir sorumluluk davasında davacı olan yatırımcının kusuru ispat etmesi yerine, davalının kusursuz olduğunu ispat etmesi gerekecektir⁷³⁴. Burada getirilen tersine çevrilmiş ispat yükü bütün kamuyu aydınlatma belgeleri bakımından geçerlidir⁷³⁵. İspat yükünün tersine çevrilmiş olması yatırımcıların korunması bakımından yerindedir⁷³⁶.

İlgili maddeye göre sorumluluktan kurtulmak için hem bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olunmadığının hem de bu bilgi eksikliğinin kast

⁷³² **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 401.

⁷³³ **Meral**, s. 345; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 411.

⁷³⁴ **Kara**, s. 151; **Turan**, Gökçen: Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 20, S. 1, s. 217 (İzahname); **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 421.

⁷³⁵ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 421.

⁷³⁶ **Turan**, *İzahname*, s. 218. Karş. bkz. **Kara**, s. 145.

veya ağır ihmallerden kaynaklanmadığının ispatlanması gerekecektir. Sorumluluktan kurtulma olanağı bu iki şart birlikte gerçekleştiği takdirde mümkündür. Bu iki şartın gerçekleşmesi hafif ihmal veya kusursuzluk halinde mümkün olabilir⁷³⁷.

Kusura ilişkin ispat yükümlülüğü tersine çevrilmesi sebebiyle Tebliğ'de bulunan kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırılık iddiasıyla açılan bir sorumluluk davasında davacının kusuru ispat etmesine gerek yoktur. Zira davalının kusurlu olduğu yönünde bir karine mevcuttur⁷³⁸. Ancak davalı bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olması konusunda bilgi sahibi olmadığını ve bu bilgi eksikliğinin kast veya ağır ihmalden kaynaklanmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir. Sorumluluktan kurtulmak için bu iki şartın birlikte sağlanması gereklidir. Diğer bir deyişle davacı hem bilgisinin olmadığını hem de bu bilgisizliğinin kast veya ağır ihmalden kaynaklanmadığını ispat etmelidir. Bu durumda bilgisizliğinin hafif ihmalden veya kusursuzluktan kaynaklandığını ispatlayan davalı sorumluluktan kurtulacaktır.

d. Zarar

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan hukuki sorumluluktan bahsedilebilmesi için hukuka aykırı eylem sonucunda bir zararın doğması gerektiği açıktır. Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan zarar malvarlıksal bir zarardır⁷³⁹. Bir tazmin sorumluluğundan bahsedebilmek için zararın muhakkak doğması gereklidir. Ayrıca tazmin edilmesi gereken somut zarar olup, sorumluluğun muhtemel zararları -örneğin zarara uğrayan kişinin zarara uğramasaydı başka bir yatırımdan elde edeceği kârı- kapsayacak şekilde genişletilmemesi gerekir⁷⁴⁰. Zararın tespitindeki kriter fark görüşüne dayanır. Buna göre zarar, zarar gören kişinin malvarlığının zarar verici eylemden önceki

⁷³⁷ Meral, s. 345; Aydoğan, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 422-424.

⁷³⁸ Kara, s. 151; Turan, *İzahname*, s. 217; Aydoğan, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 421.

⁷³⁹ Kara, s. 149; Aydoğan, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 427.

⁷⁴⁰ Kara, s. 149; Meral, s. 362; Aydoğan, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 430.

hali ile eylemin gerçekleşmesinden sonraki hali arasındaki farktan ibarettir⁷⁴¹. Bunun yanında bir zarardan söz edebilmek için yatırımcının sermaye piyasası aracını satın alırken ödemiş olduğu bedelden daha düşük bir bedelle satmış olması gerekir⁷⁴². Zararın ispatında genel ispat kuralı uygulanacaktır. Diğer bir deyişle davacılar kusuru ispatlamak zorunda olmasa da hem zararı hem de zararın miktarını ispatlamakla yükümlüdürler⁷⁴³.

Buna göre Tebliğ'de bulunan kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ihlal edilmesi sebebiyle açılacak sorumluluk davasında bir zararın bulunması şarttır. Buradaki zarar fark teorisine göre bulunacaktır. Bu sebepten zarar, zarar görenin malvarlığının şu anki hali ile Tebliğ'de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırı davranış olmasaydı malvarlığının bulunacağı halin farkından ibaret olacaktır. Zararı ve zararın miktarını ispat yükü davacı üzerinde olacaktır. Davacının muhtemel zarar kapsamında kalan zararları ise karşılanmayacaktır.

e. İlliyet Bağı

Kamuyu aydınlatma belgelerinden bir sorumluluk doğabilmesi için gerekli olan son şart illiyet bağıdır. Bilindiği üzere illiyet bağı fiil ile ortaya çıkan zarar arasında mantıklı bir sebep sonuç ilişkisinin bulunmasını ifade eder.

Kamuyu aydınlatma belgelerin ilişkin illiyet bağının kurulmasına ilişkin SerPK m. 32/4'te özel bir düzenleme yer almaktadır. Bunun yanında illiyete ilişkin SerPK m. 32/5'te bazı düzenlemelere yer verilmiştir. SerPK m. 32/4'te düzenlenen illiyet, zarar illiyeti konusunda getirilen bir karine olarak kabul edilirken; SerPK m. 32/5'te düzenlenen illiyet, işlem illiyetine dayandırılmaktadır. Ancak bunlar çalışmamızın kapsamını aştığı için burada ayrı ayrı incelenmeyecektir⁷⁴⁴.

⁷⁴¹ **Kara**, s. 149; **Meral**, s. 362; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 430.

⁷⁴² **Kara**, s. 150.

⁷⁴³ **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 451-452.

⁷⁴⁴ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Turan**, *İzahname*, s. 221; **Meral**, s. 366-381; **Aydoğan**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 453-478.

İlliyet bağının kurulması açısından SerPK m. 32/4 ve 5 düzenlemeleri dikkate alınacaktır. Buna göre yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler içeren Tebliğ'de getirilen özel durum açıklamasından hemen sonra satın alınan veya satılan sermaye piyasası aracının, gerçek bilgi ortaya çıktıktan hemen sonra alınması veya satılması halinde illiyet bağı kurulmuş olacaktır. Örneğin Tebliğ 12/1'e göre yönetim kurulunun yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi içeren geri alım programı açıkladığını ve bunun genel kurul tarafından onaylandığını farz edelim. Bir yatırımcının da bu geri alım programının açıklanmasından hemen sonra şirketin paylarının yükseleceği beklentisiyle şirket paylarını aldığını kabul edelim. İşte böyle bir durumda geri alım programındaki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilginin ortaya çıktığı andan hemen sonra payları satan yatırımcının uğradığı zarar bakımından illiyet bağı kurulmuş olacaktır. Ancak SerPK m. 32/5'te⁷⁴⁵ düzenlenen hallerin mevcut olması halinde ise tazminat talebi reddedilecektir.

B. Davacılar

Kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluk davasında davacı olabilecek kişiler kamuyu aydınlatma belgesine dayalı olarak sermaye piyasası aracını satın alan veya satan kişilerdir⁷⁴⁶. Zaten halihazırda elinde olan sermaye piyasası aracını kamuyu aydınlatma belgesi yayımlandıktan sonra satmayan kişilerin davacı sıfatı yoktur. Böyle bir halde zarar doğması halinde bu zarar SerPK m. 32 kapsamında karşılanacak bir zarar

⁷⁴⁵“Kamuyu aydınlatma belgelerinin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından kaynaklanan tazminat talebi; i) Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının, kamuyu aydınlatma belgesine dayanmaması, ii) Sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğu bilinmesine rağmen yapılması, iii) Kamuyu aydınlatma belgelerinde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilere ilişkin düzeltmenin, yatırım kararının verilmesinden veya bu belgeye dayanarak işlem yapılmasından önce ilan edilmiş olması, iv) Kamuya açıklanan belgede yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasaydı "dahi yatırımcıların zarara uğrayacak olmaları, hâlinde reddedilir.”.

⁷⁴⁶ Meral, s. 387; Aydoğan, Kamuyu Aydınlatma, s. 484-485.

değildir⁷⁴⁷. SerPK m. 32/5/a düzenlemesi de bu durumu doğrulamaktadır. Sermaye piyasası aracını satın almayı düşünüp de yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiyle yayımlanan kamuyu aydınlatma belgesine dayanarak satın almaktan vazgeçen kişinin de benzer şekilde davacı sıfatı yoktur⁷⁴⁸. Bir başka deyişle bilgiye dayalı olarak herhangi bir işlem yapmayan kişilerin SerPK m. 32 kapsamında açılacak bir sorumluluk davasında davacı sıfatı bulanmamaktadır.

Buna göre Tebliğ m. 12'de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırılıktan dolayı açılacak sorumluluk davasının davacılarının, şirket tarafından yapılan bu açıklamalara dayalı olarak payları satın alan veya satan kişilerden oluşabileceğini söyleyebiliriz. Örneğin Tebliğ m. 12/1'e göre kamuya duyurulan bir geri alım programına dayalı olarak şirket paylarını satın alan bir yatırımcının davacı olması mümkündür.

C. Davalılar

Kamuyu aydınlatma belgelerinden sorumlu olan kişiler SerPK m. 32/1'de açıkça gösterilmiştir. Buna göre SerPK m. 10'da belirtilen kişiler, kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler davalı sıfatına sahip olacaktır. Kanunda ismen bir sayılma yapılmamış olsa dahi bu belgeleri imzalayan herkes müteselsilen sorumlu olacaktır⁷⁴⁹.

Tebliğ m. 12'de bulunan kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırılık halinde açılacak sorumluluk davasının davalıları ise ilgili belgeleri imzalayanlar ile bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişilerden oluşacaktır. Örneğin Tebliğ m. 12/1'e göre özel durum açıklaması ile kamuyu duyurulan bir geri alım programı nedeniyle davalı olabilecekler bu özel durum açıklamasına imzalayanlar ve özel durum açıklaması kendi adına imzalanan tüzel kişilerdir.

⁷⁴⁷ **Aydoğın**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 486-487.

⁷⁴⁸ **Aydoğın**, *Kamuyu Aydınlatma*, s. 485-486.

⁷⁴⁹ **Kara**, s. 143.

Yönetim kurulu bakımından yalnızca imzası bulunan yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olacağı söylenemez. Sorumluluğun bütün yönetim kurulunda olduğunu kabul etmek gerekir⁷⁵⁰. Zira kamuyu aydınlatma belgeleri çoğunlukla doğrudan yönetim kurulu üyeleri tarafından hazırlanan belgeler değildir. Bu belgeler şirket içerisindeki görevli kişiler tarafından hazırlanıp yönetim kurulu üyeleri tarafından imzalanmaktadır. Bu sebepten yalnızca bu belgede imzası olan yönetim kurulu üyesinin sorumluluğunun bulunduğu kabul etmek adil bir sonuç doğurmaz⁷⁵¹.

Bu kişiler müteselsil olarak sorumlu olduğundan kusur derecelerine bakılmaksızın zararın tamamından sorumludurlar. Ancak aralarındaki iç ilişkiye bakılarak, kusur derecelerine bağlı olarak zarar hâkim tarafından müteselsil sorumlular arasında paylaştırılır. Kusurunun bulunmadığını ispat eden taraf ise iç veya dış ilişkide herhangi bir şekilde sorumlu olmaz. Bu durumda zararın hepsini şirket karşılamışsa şirket iç ilişkide sorumlu kişilere rücu edebilir⁷⁵².

D. Zamanaşımı ve Sorumsuzluk Anlaşmaları

SerPK m. 32/6'da kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan tazminat taleplerinin zararın doğmasından itibaren altı ay içinde zamanaşımına uğrayacağı düzenlenmiştir. Bunun yanında SerPK m. 32/7'de kamuyu aydınlatma belgelerinden doğan sorumluluğu hafifleten veya kaldıran anlaşmaların, hükümlerin veya ifadelerin de geçersiz olduğu hüküm altına alınmıştır.

Bu durumda Tebliğ'de getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırılık halinde açılacak sorumluluk davasında tazminat talepleri zararın doğduğu tarihten altı ay içinde zamanaşımına uğrayacaktır.

⁷⁵⁰ Kara, s. 144-145.

⁷⁵¹ Kara, s. 144-145.

⁷⁵² Kara, s. 154; Meral, s. 333-336.

Yine SerPK m. 32/7’de bulunan hüküm nedeniyle sorumluluğu hafifleten ya da kaldıran anlaşmalar, hüküm veya ifadeler geçersiz olacaktır. Örneğin geri alım programının kamuya duyurulmasına ilişkin olarak şirketin sorumluluğunu hafifleten veya kaldıran hüküm veya ifadeler geçersiz sayılacaktır. Benzer şekilde, şirketin Tebliğ m. 12’de yer alan yükümlülüklerine ilişkin olarak, şirkette bulunan pay sahipleri veya üçüncü kişilerle yapılan sorumluluğu hafifleten veya kaldıran anlaşmalar da geçersiz sayılacaktır.

II. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARININ BİLGİ SUİSTİMALİ VE PİYASA DOLANDIRICILIĞI İLE İLİŞKİSİ

1. Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçları

A. Bilgi Suistimali Suçu

Bilgi suistimali, içeriden öğrenenlerin ticareti, insider trading ve insider dealing şeklinde isimlere sahip olan eylemlerin suç olarak düzenlenmesinde yatan temel sebep yatırımcılar arasında bilgiye dayalı fırsat eşitsizliği yaratılmasının önüne geçilmek istenmesidir⁷⁵³. Yukarıda da birçok kez değinildiği üzere sermaye piyasalarının belki de en önemli unsurunu bilgi oluşturur. Sermaye piyasalarında bilgi eşitsizliği olduğu durumlarda, bilgiye sahip olanlar bunu kendi lehine kullanarak haksız kazanç sağlarken, bilgiye sahip olmayanlar bakımından güven ve kazanç kaybı oluşur. Bu nedenle kanun koyucu sermaye piyasalarında güven oluşturabilmek amacıyla bilgi suistimalini suç olarak düzenlemiştir⁷⁵⁴. Gerçekten de SerPK m. 106’ya göre “*doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve*

⁷⁵³ **Usluadam**, s. 230. Bilgi suistimali hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda Birinci Bölüm IV.4.

⁷⁵⁴ **Usluadam**, s. 230; **Duman**, s. 390; **Çetin**, İbrahim: Bilgi Suistimali Suçu, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2023, C. 9, S. 2, s. 650-651.

bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden” kanunda belirtilen kişiler cezalandırılır. Maddeden de anlaşılacağı üzere bilgi suistimali suçu “*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak*” işlenir. Bu nitelikteki bilgilerin içsel bilgi olduğu yukarıda ifade edilmiştir⁷⁵⁵. İçsel bilgilerin SerPK m. 15/1 ve ilgili diğer ikincil düzenlemeler gereği kamuya açıklanması gerekir. Bu durumda bilgi suistimali suçunun içsel bilgilere dayalı olarak işlenebildiği ve bu sebepten de kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle yakından ilgili olduğunu söyleyebiliriz. Buna göre bilgi suistimalinin suç olarak düzenlenme sebebi kamuya açıklanmamış içsel bilgilerden yararlanarak fırsat eşitliğini bozacak şekilde kazanç elde edilmesini önlemektir⁷⁵⁶.

Bilgi suistimali suçunda korunan hukuki değer piyasanın işlevselliği ve yatırımcının korunmasıdır⁷⁵⁷. Suçu işleyebilecek kişiler SerPK m. 106’da sayılmıştır. Bu kişiler şunlardır:

- i) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim şirketlerin yöneticileri,
- ii) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim şirketlerde pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler,
- iii) İş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler,
- iv) Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler,
- v) Sahip oldukları bilginin bu fıkra da belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler.

Suç işleyebilecek kişiler tek tek belirtildiği için ilk bakışta suçun ilk bakışta özgü bir suç olduğu düşünülebilir. Ancak son fıkra da yer alan “sahip oldukları bilginin bu fıkra da belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken

⁷⁵⁵ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm II.4.C.a.

⁷⁵⁶ Usluadam, s. 231.

⁷⁵⁷ Duman, s. 393; Çetin, s. 656.

kişiler” düzenlemesi suçu özgü bir suç olmaktan çıkarmıştır. Bu sebepten suç herkes tarafından işlenebilen bir suç haline gelmiştir⁷⁵⁸.

SerPK m. 106’da suça neden olacak fiiller de sayılmaktadır. Bu sebepten suç seçimlik hareketli bir suç olarak kabul edilmektedir⁷⁵⁹. Buna göre içsel bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için: “i) alım ya da satım emri vermek, ii) verdiği emri değiştirmek veya iptal etmek ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek” suçun seçimlik hareketlerini oluşturur. Anlaşılacağı üzere alım, satım emri vermek veya vermiş olduğu emri değiştirmek ya da iptal etmek tek başına yeterli değildir. Ayrıca bu eylemlerle eylemi gerçekleştirenin kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmesi gereklidir. Bu sebepten bilgi suistimali suçu aynı zamanda neticeli bir suçtur⁷⁶⁰.

B. Piyasa Dolandırıcılığı Suçu

Piyasaya olan güveni korumak ve yatırımcıları korumak amacıyla SerPK’da düzenlenen diğer bir suç da piyasa dolandırıcılığı suçudur.

Piyasa dolandırıcılığı suçunun işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı ve bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı olmak üzere iki türü bulunmaktadır. SerPK m. 107/1’e göre “*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapmak, emir vermek, emir iptal etmek, emir değiştirmek veya hesap hareketleri gerçekleştirmek*” işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunu oluşturur⁷⁶¹. SerPK m. 107/2’e göre de “*sermaye*

⁷⁵⁸ Duman, s. 394; Çetin, s. 659.

⁷⁵⁹ Usluadam, s. 239; Duman, s. 399; Çetin, s. 662.

⁷⁶⁰ Duman, s. 400.

⁷⁶¹ Doktrindeki tanımlar için bkz. Şensoy, Deniz: Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar, Ankara Barosu Dergisi 2013, S. 2, s. 378; Coşkun, Seçil: Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı Suçu (6362 Sayılı SPKn Md. 107), İstanbul 2021, s. 36; Yüce, Aydın Alber: Sermaye Piyasasında Manipülasyon, Türkiye Barolar Birliği Dergisi 2021, S. 98, s. 364-365; Evik, Ali Hakan: İşlem Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2023, S.1, s. 93.

piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi vermek, söylenti çıkarmak, haber vermek, yorum yapmak veya rapor hazırlamak ya da bunları yaymak ve bu suretle menfaat sağlamak” bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunu oluşturur.

Bilgi bazlı manipülasyonda yanlış veya yanıltıcı bilgi verilerek arz-talep dengesiyle oynanmakta ve bu şekilde fiyatların istenilen düzeye getirilmesi amaçlanmaktadır. Bu piyasa dolandırıcılığı türüne özellikle bilgiye ulaşımın zor olduğu ve asimetrik bilgi dağılımının yoğun olduğu piyasalarda daha çok rastlanır⁷⁶².

İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığında ise işlem yapanlar asıl amaçlarını gizleyerek, serbest piyasada yaptıkları danışıklı işlemler veya sahte alım satım emirleriyle menkul kıymet fiyatlarını etkileyerek yapay piyasa oluşturmayı amaçlamaktadırlar. İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığı birçok farklı işlemle veya teknikle yapılabilecek niteliktedir. Bu sebepten sermaye piyasalarının tam olarak oturmuş olduğu durumlarda bile görülmesi mümkündür⁷⁶³.

Piyasa dolandırıcılığı suçlarında korunan hukuki değerler yatırımcının mali hakları ve milli ekonomidir⁷⁶⁴. Gerek işlem bazlı gerek bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı suçunda suçun faili herkes olabilir. Her iki suç da seçimlik hareketli bir suç olarak düzenlenmiştir⁷⁶⁵. İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığı (SerPK m. 107/1) bakımından suçun oluşması için bir netice doğması gerekmez. Farklı bir deyişle suç, soyut tehlike suçudur⁷⁶⁶. Ancak bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı (SerPK m. 107/2) bakımından neticenin doğmuş olması gerekir. Netice kanunda düzenlendiği üzere menfaat sağlamaktır. Bu sebepten bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı suçu neticeli bir suçtur⁷⁶⁷.

⁷⁶² Şensoy, s. 378-379.

⁷⁶³ Şensoy, s. 380.

⁷⁶⁴ Çoşkun, s. 51-52; Evik, s. 108.

⁷⁶⁵ Çoşkun, s. 77, 131.

⁷⁶⁶ Şensoy, s. 388; Çoşkun, s. 98; Evik, s. 136.

⁷⁶⁷ Çoşkun, s. 144. Karş bkz. Şensoy, s. 390.

2. Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçlarının Pay Geri Alım Programlarıyla İlişkisi

Anonim şirketin kendi paylarını geri alması ile kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ve bilgi suistimali suçu arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Pay geri alım programları ve pay geri alım işlemleri; sermaye piyasası aracının fiyatını, değerini veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek niteliktedir. Bu sebeple, pay geri alım programları ve pay geri alım işlemleri kamuya duyurulmadıysa içsel bilgi olarak kabul edilebilecek niteliktedir. İçsel bilgilerin, gerek SerPK m. 15 gerek Özel Durumlar Tebliği hükümlerine göre kamuya duyurulması gerekir. Bunun yanında pay geri alım programları ve pay geri alım işlemlerinin özel durum açıklaması olarak duyurulması zorunluluğu ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri Tebliğ m. 12’de ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Pay geri alım programları, sermaye piyasası aracının fiyatını, değerini veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olduğu için -bir diğer anlatımla içsel bilgi niteliğinde olduğundan- henüz kamuya açıklanmadan önce bu bilgiye sahip olanlar tarafından kendileri veya üçüncü kişiler lehine menfaat sağlamak amacıyla kullanılabilir⁷⁶⁸. Aynı durum, belirli bir geri alım programına bağlı olarak yapılan veya yapılmayan pay geri alım işlemlerinde ya da herhangi bir şekilde alınmış olan payların elden çıkarılması halinde de mümkün olabilir⁷⁶⁹. Pay geri alım programlarının, pay senedi üzerinde arz-talep dengesi veya yatırımcılara verilen sinyaller dolayısıyla oluşturacağı pozitif etki göz önüne alındığında, bilginin açıklanması öncesi şirket pay senetlerinin bilgiye sahip olanlar tarafından borsa üzerinden alınarak bir haksız kazanç elde edilebilmesi mümkündür. Yine, geri alım işlemleri veya elden çıkarma işlemlerinin gün içindeki arz-talep dengesi üzerindeki etkileri nedeniyle de benzer menfaatler sağlanabilir. ununla birlikte, şirket tarafından açıklanmış bir geri alım programının yürürlükte olduğu

⁷⁶⁸ Vermaelen, s. 199; Özdamar, s. 92; Çeliktas, s. 157; Aydın, s. 113.

⁷⁶⁹ Özdamar, s. 92.

bir dönemde, henüz kamuya açıklanmamış içsel bilginin şirketin borsa değeri üzerindeki etkisi öngörülerek, bu içsel bilgiye dayanarak geri alım programı aracılığıyla şirketin kendi paylarını iktisap etmesi de mümkündür. Böylelikle şirket içsel bilgiyi kamuya açıklamadan önce pay geri alım programıyla kendi paylarını alabilecek ve içsel bilgi açıklandıktan sonra şirketin pay değerinin artması sonucunda da kazanç elde edebilecektir⁷⁷⁰.

Öte yandan pay geri alım programlarının piyasa dolandırıcılığı amacıyla bizzat şirket tarafından kullanılması da mümkündür. Piyasa dolandırıcılığı suçunun hem işlem bazlı hem de bilgi bazlı şekilleri, pay geri alım programları veya işlemleri aracılığıyla işlenebilir. Örneğin, işlem bazlı piyasa dolandırıcılığı kapsamında, pay geri alım programına dayanılarak yapılacak işlemler piyasada aldatici bir görünüm yaratabilir. Bilgi bazlı piyasa dolandırıcılığı kapsamında ise, geri alım programlarının kamuya açıklanması suretiyle yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi verilerek menfaat sağlanabilir.

Şirketin bu tarz eylemleri gerçekleştirmesinin arkasında birçok farklı güdü olabilir. Örneğin şirket finansal durumunun iyi olmadığı bir zamanda veya şirket finansal durumu iyi olsa dahi bundan daha iyi göstermek istediği takdirde geri alım programları ile borsadaki paylarının değerini yükseltmeyi amaçlayabilir⁷⁷¹. Bu şekilde oluşturulan suni fiyatla yatırımcıların şirket paylarına olan ilgisi artacağı gibi şirket alacakları nezdinde de güven tazeleneyecektir⁷⁷². Ancak gerçek durumun ortaya çıkmasıyla birlikte hem yatırımcılar hem de alacaklılar bakımından zararlar doğabilecektir. Şirketin yapacağı bu tarz eylemler bilgi bazlı manipülasyon suçunu oluşturmaktadır. Bunun yanında, şirket geri alım programlarına dayanarak gerçekleştireceği pay geri alım işlemleriyle borsada oluşan arz-talep dengesine müdahale ederek, şirketin borsa değerini yapay biçimde

⁷⁷⁰ Özdamar, s. 92; Çeliktas, s. 157; Aydın, s. 113.

⁷⁷¹ Özdamar, s. 88; Aydın, s. 111.

⁷⁷² Aydın, s. 111.

yükseltebilir. Bu tür işlemler ise işlem bazlı manipülasyon kapsamında değerlendirilebilecek niteliktedir.

Tebliğ’de bulunan bazı düzenlemelerle pay geri alım programlarının bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı amacıyla kullanılması önlenmek istenmiştir. Örneğin “Tebliğ m. 15’te getirilen geri alım işlemlerine ilişkin sınırlar”, “geri alım ve satım işlemlerinin yapılamayacağı halleri düzenleyen Tebliğ m. 10 düzenlemesi” veya “yönetim kontrolünü elinde bulunduran kişilerle, idari sorumluluğu bulunan kişilerin pay geri alım programı yürürlükteyken borsa üzerinden şirket paylarını satmasını yasaklayan Tebliğ m. 11” düzenlemesi bu niteliktedir.

Yukarıdaki bölümde değinildiği üzere SerPK m. 106 ve m. 107’de bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı fiilleri suç olarak düzenlenmiştir. Buna göre pay geri alım programlarıyla veya pay geri alım işlemleriyle gerçekleştirilen bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı fiillerinin tipiklik olduğu takdirde cezalandırılacağı açıktır. Ancak kanun koyucu bazı hallerde istisna tanıyarak bu durumların bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı hali sayılmayacağını düzenlemiştir. Bu hallere güvenli liman kuralları da denilmektedir⁷⁷³. Bu minvalde piyasa dolandırıcılığı veya bilgi suistimali sayılmayacak haller SerPK m. 108’de düzenlenmiştir⁷⁷⁴. SerPK m. 108’de düzenlenen bu istisnai hallerden birisi de pay geri alım programlarına ilişkindir. Anılan maddeye göre “*Kurul düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları, çalışanlara pay edindirme*

⁷⁷³ Karacan/Erişir Karacan, s. 119,179; Manavgat, s. 542.

⁷⁷⁴ “Aşağıdaki hâller bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmaz:

- a) TCMB ya da yetkilendirilmiş başka bir resmî kurum veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından para, döviz kuru, kamu borç yönetim politikalarının uygulanması veya finansal istikrarın sağlanması amacıyla işlem yapılması
- b) Kurul düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları, çalışanlara pay edindirme programları ya da ihraççı veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik diğer pay tahsis edilmesi
- c) Kurulun bu Kanun kapsamındaki fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ve piyasa yapıcılığına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak icra edilmeleri kaydıyla, münhasıran bu araçların piyasa fiyatının önceden belirlenmiş bir süre için desteklenmesi amacıyla sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının yapılması yahut emir verilmesi veya emir iptal edilmesi”.

programları ya da ihraççı veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik diğer pay tahsis edilmesi” bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayacaktır. Madde metninden anlaşılacağı üzere geri alım programları ve çalışanlara pay edindirmeye yönelik programlar bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçlarının kapsamına girmeyecektir. Düzenlemede geri alım programlarına yönelik olarak genel bir güvenli liman kuralı getirildiği görülmektedir. Diğer bir deyişle maddenin yazılış biçiminden Tebliğ şartlarına uygun olarak yapılacak olan pay geri alım programları bakımından bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçu gündeme gelmeyecektir. Ancak aşağıda da açıklanacağı üzere, Tebliğ m. 14 hükmüyle SerPK m. 108/1/b kapsamında yer alan düzenlemenin kapsamı daraltılmış; yalnızca belirli bir amaca özgülenmiş pay geri alım programları bakımından bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı kapsamında değerlendirme yapılmayacağı öngörülmüştür.

Diğer yandan SerPK m. 108’de ve Tebliğ m. 14’te belirtilen şartlara uyulmamış olması da başlı başına bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçunun oluştuğu anlamına gelmeyecektir⁷⁷⁵.

SerPK m. 108/1/c’de düzenlenen bir başka güvenli liman kuralı fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ve piyasa yapıcılığına ilişkindir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ilişkin düzenleme Pay Tebliği (VII-128.1) m. 11’de yer almaktadır. Bu maddenin birinci fıkrasına göre *“paylar borsada işlem görmeye başladıktan sonra, halka arza ilişkin izahnamede gerekli açıklamaların yapılmış olması koşuluyla, halka arzda satışa aracılık eden aracı kurum, halka arzın konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda ise lider ya da varsa eş lider aracı kurum tarafından fiyat istikrarını sağlamak amacıyla pay alımında bulunulabilir”*. Ancak aynı maddenin ikinci fıkrasında fiyat istikrarını düzenlemeye yönelik işlemlerin Geri Alınan Paylar Tebliği kapsamında olmayacağı

⁷⁷⁵ Karacan/Erişir Karacan, s. 182.

belirtilmiştir. Bu sebepten fiyat istikrarını düzenlemeye yönelik bu tür geri alımlar tezimiz kapsamında incelenmemiştir.

3. Tebliğ'e Göre Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Sayılmayan Haller

A. Tebliğ Düzenlemesinin Hukukiliği Sorunu

SerPK'nın yanı sıra bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayan haller Tebliğ m. 14⁷⁷⁶'te ayrıca düzenlemeye alınmıştır. İlgili düzenlemeye göre geri alım programlarının SerPK m. 108/1/b'de düzenlenen istisna kapsamında kalabilmesi için Tebliğ m. 14'te düzenlenen şartlara uygun olması gerekecektir. Ancak kanun metni incelendiğinde geri alım programlarına yönelik genel bir istisna düzenlenmiş gibi görünmektedir. Bir başka ifadeyle, her ne kadar kanun maddesinde geri alım programlarına yönelik genel bir istisna tanınmış olsa da Tebliğ'de bu istisnanın kapsamı daraltılarak, her geri alım programının değil bazı geri alım programlarının istisnaya tabi olacağı düzenlenmiştir. Kanun maddesinde Kurul'a bu yönde bir yetki verildiği tespit edilememiştir. Bu yüzden Tebliğ düzenlemesinin hukukiliği tartışmaya açıktır. Zira, kanunla getirilen bir istisnanın kapsamının tebliğle daraltılması mümkün değildir; bu yalnızca kanunun açıkça yetki vermesi halinde mümkündür. *Karacan/Erişir Karacan'a*

⁷⁷⁶ "(1) Payları borsada işlem gören ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak gerçekleştirecekleri geri alım işlemlerini aşağıdaki şartların tamamına uymak suretiyle gerçekleştirmeleri durumunda Kanunun 108 inci maddesinin birinci fıkrasının

(b) bendindeki istisnadan yararlanırlar:

a) Genel kurulca onaylanmış bir geri alım programı çerçevesinde geri alım yapılması,
b) Sadece ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması, paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ihracı veya çalışanlara yönelik pay edindirme programları neticesinde doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla geri alım yapılması,
c) Geri alım programı süresi boyunca paylara ilişkin herhangi bir satış işlemi gerçekleştirilmemesi.

(2) Bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilen işlemlerden birinci fıkradaki esaslara uyulmadan gerçekleştirilenler, Kanunun 101, 106 ve 107 nci maddeleri kapsamında incelemeye tabi olup; söz konusu maddelere aykırılık tespit edilmesi durumunda sorumlular hakkında gerekli yaptırımlar uygulanır."

göre SerPK düzenlemesine göre bütün geri alım programlarına yönelik bir istisnanın tanınmış gibi görünse de Tebliğ'de getirilen sınırlamalar AB düzenlemesine (Reg. 596/2014 Art. 5/2) uygun bir koşul koymadığı⁷⁷⁷. Gerçekten de adı geçen AB düzenlemesinde, Tebliğ m. 14'tekine benzer bazı kayıtlar bulunmaktadır. Ancak AB düzenlemesinde bu kayıtların bulunmasının, Tebliğ ile getirilen sınırlamanın SerPK m. 108'e aykırı olduğu gerçeğini değiştirmeyeceği kanaatindeyiz. Diğer yandan Tebliğ'de getirilen şartlara uygun olarak yapılan bütün pay geri alım programlarının bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçları kapsamında olmayacağını kabul edilmesi halinde sermaye piyasalarının işleyişi ve yatırımcılar bakımından ağır sonuçlar doğabilecektir. Öte yandan, Tebliğ'de öngörülen şartlara uygun olarak yapılan tüm pay geri alım programlarının bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçları kapsamında değerlendirilmeyeceğinin kabulü, sermaye piyasalarının işleyişi ve yatırımcılar açısından ciddi olumsuz sonuçlar doğurabilir. Bu sebeple yapılması gereken, gerekli kanuni düzenlemelerin gerçekleştirilmesi ve Tebliğ'de getirilen sınırlamaların ya kanunla getirilmesi ya da en azından kanunla Kurul'a bu yönde bir yetki verilmesidir.

Ayrıca yukarıda da belirtildiği üzere SerPK m. 22'de Kurul'un payların geri alınmasına ilişkin düzenleme yapabileceği konular sayılmıştır⁷⁷⁸. Bu konuların içerisinde bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayan halleri düzenleme yetkisi bulunmamaktadır ve bu yetkinin yorum yoluyla da madde içerisine katılamayacağı belirtilmelidir.

⁷⁷⁷ **Karacan/Erişir Karacan**, s. 157. Ancak yazar devamındaki sayfada Tebliğ düzenlemesi ile getirilen daraltmanın kanuna uygun olmadığını belirtmektedir.

⁷⁷⁸ “Kurul, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler.”.

Gelinen noktada kanun düzenlemesinde yer alan bir istisnanın kapsamının Tebliğ düzenlemesi ile daraltılması SerPK m. 108'e bir aykırılık teşkil etmektedir. Bu sebeple Tebliğ m. 14 düzenlemesi kanuna aykırıdır.

B. Tebliğ'de Belirtilen Şartlar

Tebliğ m. 14'e göre bir geri alım programının SerPK 108/1/b'de getirilen istisna kapsamında kalması için bazı şartları taşıması gerekir. Bu şartlar seçimlik olmayıp ancak tümünün sağlanması durumunda geri alım programları bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçunu oluşturmayacaktır. Aşağıda sırasıyla bu şartlar incelenecektir.

a. Şirketin Borsada İşlem Görmesi

Tebliğ m. 14/1'de payları borsada işlem gören şirketlerin veya bunların bağlı şirketlerinin pay geri alım işlemlerinin istisnadan yararlanabilecekleri belirtilmektedir. Diğer bir deyişle istisna kapsamında kalacak olan şirketler yalnızca borsada işlem gören şirketler ile bunların bağlı şirketleridir. Bu durumda borsada işlem görmeyen halka açık şirketler Tebliğ'deki şartları yerine getirirse dahi istisna kapsamında olamayacaktır. Ancak SerPK m. 108/1/b istisnasında şirket türüne ilişkin herhangi bir açıklama yer almamaktadır. Bundan dolayı Tebliğ'de getirilen bu şartın kanuni dayanağı bulunmadığı gibi kanunda bulunan istisnayı daralttığı için kanun düzenlemesine aykırı niteliktedir.

b. Geri Alımların Tebliğ Hükümlerine Uygun Olarak Yapılması

Tebliğ m. 14/1'e göre bulunması gereken diğer bir şart "yapılan geri alımların Tebliğ hükümlerine uygun olarak yapılmış olması" şartıdır. Buna göre Tebliğ'de düzenlenmiş olan geri alım şartlarına uygun olmayan pay geri alım programları veya pay geri alımları istisna kapsamında kalmayacaktır.

c. Geri Alımın Genel Kurul Tarafından Onaylanmış Bir Geri Alım Programı Çerçevesinde Yapılması

Tebliğ m. 14/1/a'ya göre bir geri alımın istisna kapsamında kalabilmesi için geri alımın genel kurul tarafından onaylanmış bir geri alım programı çerçevesinde yapılıyor olması gerekir. Buna göre geri alımın yakın ve ciddi kaybın önlenmesi (Tebliğ m. 5/4)⁷⁷⁹ veya diğer istisnalar (Tebliğ m. 16) sebebiyle genel kurul kararına ihtiyaç duyulmaksızın yapılması durumunda Tebliğ m. 14/1/a şartı gerçekleşmeyecektir.

Kanun maddesinde de “*Kurul düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları*”nın istisna kapsamında olduğu belirtilmektedir. Ancak kanun maddesinde kastedilen geri alım programı kavramının geniş anlamda mı olduğu yoksa dar anlamda mı olduğu hususu muğlaktır. Diğer bir deyişle kanunda geçen geri alım programı kavramının salt olarak geri alım programlarını mı ifade ettiği yoksa Tebliğ kapsamında yapılacak olan bütün geri alımları (geri alım programı, Tebliğ m. 5/4'e göre geri alımlar, Tebliğ m. 16'ya göre alımlar) mı ifade ettiği belirsizdir. Kanundaki ibarenin geniş anlamda kullanıldığı kabul edilirse Tebliğ m. 14/1/a düzenlemesinin de kanuna aykırılığı gündeme gelecektir.

Ancak yukarıda da belirtildiği üzere, Kurul'un zaman zaman yayımladığı basın duyuruları veya ilke kararlarıyla, genel kurul onayı gerekmeksizin yönetim kurulu tarafından pay geri alım programı başlatılmasına olanak tanıyan istisnai düzenlemeler getirilmiştir⁷⁸⁰. Bu düzenlemelerin bazıları (örneğin, 21 Temmuz ve 25 Temmuz 2016 tarihli Basın Duyuruları), istisna kapsamında gerçekleştirilecek pay geri alımlarının bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçunu oluşturmayacağını açıkça belirtmektedir. Buna karşılık, yürürlükte bulunan 16/531 ve 18/574 sayılı İlke Kararları'nda böyle bir hükme yer verilmemiştir. İlgili basın duyurularında böyle bir düzenlemenin yer almasının

⁷⁷⁹ **Manavgat**, s. 542.

⁷⁸⁰ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm II.5.C.

doğurduğu hukuki sorunlar, yukarıda ayrıntılı biçimde ele alınmıştır⁷⁸¹. Peki, benzer bir düzenlemenin bulunmadığı 16/531 ve 18/574 sayılı İlke Kararları kapsamında, genel kurul kararı olmaksızın yönetim kurulu tarafından uygulamaya konulan geri alım programlarının hukuki durumu ne olacaktır? Diğer bir ifadeyle, bu şekilde gerçekleştirilen geri alım işlemlerinde Tebliğ m. 14/1/a’da aranan şartın sağlandığından söz edilebilir mi? Bu soruya olumsuz yanıt verilmelidir. Zira Tebliğ m. 14/1/a, açık bir şekilde yalnızca “genel kurulca onaylanmış bir geri alım programı çerçevesinde yapılan geri alımlar”ın istisnadan yararlanabileceğini hükme bağlamaktadır. Ayrıca, yukarıda da ifade edildiği üzere, söz konusu İlke Kararları bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı açısından önemli riskler barındırmaktadır. Bu risklerin yanında, söz konusu işlemlerin bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayacağına kabulü hâlinde yatırımcılar açısından kaçınılmaz zararların doğması söz konusu olacaktır.

d. Geri Alımın Belli Bir Amaca Özgülenmesi

Tebliğ m. 14/1/b hükmüne göre, genel kurul tarafından onaylanmış her geri alım programı istisna kapsamında değerlendirilmemekte; yalnızca maddede belirtilen amaçlara yönelik olarak onaylanmış programlar bu kapsamda kabul edilmektedir. Buna göre, geri alım programının “yalnızca ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması, paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçlarının ihracı ya da çalışanlara yönelik pay edindirme programları neticesinde doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi” amacıyla yapılması halinde istisna hükümleri uygulanabilecektir.

Öncelikle, diğer bölümlerde de açıklandığı üzere, Tebliğ düzenlemesi ile Kanun hükümlerinden farklı koşullar öngörülmesinin hukuki bir dayanağı bulunmamaktadır. Öte yandan, Tebliğ m. 16/1/a’ya göre, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması kapsamında yapılacak geri alımlarda, yetkilendirmeye ilişkin şartlar ile Tebliğ m. 9’da

⁷⁸¹ Bkz. yukarıda İkinci Bölüm II.5.C.f.

yer alan diğerk şartların aranmayacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, bu tür geri alımlarda genel kuruldan ayrıca bir yetkilendirme alınması zorunlu değildir.

Ancak, yukarıda değinildiği gibi, Tebliğ m. 14 istisnasından yararlanılabilmesi için geri alımın genel kurulca onaylanmış bir program çerçevesinde gerçekleştirilmiş olması gerekmektedir. Bu durumda, sermayenin azaltılması amacıyla yapılan geri alımlarda yetkilendirme şartı aranmamakla birlikte, istisnadan yararlanılabilmesi için yine de genel kurul onayına tabi bir geri alım programının varlığı gerekecektir.

e. Program Süresince Payların Satışının Yapılmaması

Tebliğ m. 14/1/c hükmünde yer alan son şart, geri alım programı süresince paylara ilişkin herhangi bir satış işleminin gerçekleştirilmemesi gerekliliğidir. Bu koşul, Tebliğ m. 14/1/b ile uyumludur. Zira şirketin, sermayenin azaltılması, çalışanlara pay edindirme veya paya dönüştürülebilir sermaye piyasası araçlarının ihracı amacıyla geri alım yaparken, eş zamanlı olarak edindiği payları elden çıkarması, gerek hukuki gerekse iktisadi açıdan tutarsızlık arz edecektir.

Ayrıca, bu tür bir uygulama piyasa dolandırıcılığı riskini de beraberinde getirecektir. Zira istisna kapsamında işlem yapan kişiler, bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı suçlarının muhatabı olmayacaklarından, bu tür fiilleri herhangi bir yaptırım korkusu olmadan gerçekleştirme imkânına sahip olabileceklerdir.

Bu gerekçelerle söz konusu düzenlemenin yerinde olduğu kabul edilmelidir. Bununla birlikte, önceki bölümlerde de vurgulandığı üzere, anılan düzenleme kanuni bir dayanağa sahip değildir. Dolayısıyla düzenleme her ne kadar sermaye piyasası hukuku ilkeleri bakımından yerinde olsa da kanuni dayanaktan yoksun olması gerekçesiyle hukukiliği tartışmaya açıktır.

III. PAY GERİ ALIM PROGRAMLARININ BENZER HUKUKİ KONULARLA İLİŞKİSİ

1. Fiyat İstikrarını Düzenleyici Amaçlarla Yapılan Pay Geri Alımları

Pay Tebliği (VII-128.1) m. 11’de sermaye artırımını yoluyla veya mevcut payların halka arzında ya da payların ikincil halka arzında, payların borsada işlem görmeye başlamalarından sonra izahnamede gerekli açıklamaların yapılması kaydıyla aracı kurum tarafından fiyat istikrarını düzenlemeye yönelik pay alınabileceği düzenlenmiştir. Aracı kurum bu işlemleri şirket hesabına veya kendi hesabına yapabilir. Ancak payların mülkiyeti “hesabına işlem yapılan kişiye” ait olacaktır.

İzahnamede fiyat istikrarını düzenleyici amaçla yapılacak işlemlerin payların borsa fiyatını desteklemeyi amaçladığı ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılacağına ilişkin herhangi bir garantinin olmadığı hususları ile işlemlerin belirlenen süreden önce durdurulabileceği, aracı kurumun unvanı ve işlemlere ilişkin sürenin belirtilmesi zorunludur (Pay Tebliği m. 11/4).

Halka arz sonrası fiyat istikrarını sağlamaya yönelik işlemler en fazla payların borsada işlem görmesinden otuz gün sonrasına kadar yapılabilir (Pay Tebliği m. 11/6).

Fiyat istikrarını düzenlemeye yönelik işlemler için verilen emirler payın halka arz fiyatının üzerinde olamaz (Pay Tebliği m. 11/7). Pay Tebliği m. 11/10’a göre de “*Aracı kurum, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı payların satışında piyasanın olağan işleyişinin etkilenmemesi için azami özen ve dikkati gösterir ve fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler çerçevesinde satın aldığı payları izahnamede ilan edilen istikrar sağlayıcı işlemlere ilişkin süre boyunca halka arz fiyatının altında bir bedelle satamaz.*”.

Görüldüğü üzere Pay Tebliği m. 11’de şirketin paylarının ilk defa veya ikincil olarak halka arzında fiyat istikrarını sağlamaya yönelik aracı kurum tarafından şirket adına veya kendi adına pay alımı yapılabileceği düzenlenmiştir. Fiyat istikrarını

düzenleyici işlemler pay fiyatının halka arz fiyatının altına düşmemesi ve halka arz sonrası pay fiyatında istikrarın sağlanması amacıyla yapılan işlemlerdir.

İlgili maddeye göre payların aracı kurum tarafından şirket hesabına alınması halinde payların mülkiyeti şirkete ait olacaktır. Bu durumda payların aracı kurum tarafından şirket hesabına alındığı hallerde şirketin kendi payını iktisap edip etmediğinin diğer bir deyişle Tebliğ hükümlerinin uygulanıp uygulanmayacağı tartışılması gerekmektedir. İlk olarak vurgulanmalıdır ki, fiyat istikrarını düzenlemeye yönelik geri alımlarda bir geri alım programından bahsedilemez. Peki fiyat istikrarını düzenleyici amaçla yapılan pay geri alımlarında Tebliğ’de belirtilen şartlara uyulması gerekecek midir? Bu durum Pay Tebliği m. 11/2’de açıkça belirtilmiştir. Buna göre “(b)u işlem, ortaklıkların kendi paylarını geri almasına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan usullere tabi değildir.”. Pay Tebliği m. 11’de fiyat istikrarını sağlamaya yönelik gerçekleştirilen pay geri alımlarına Tebliğ hükümlerinin uygulanmayacağı öngörülmesi isabetlidir. Zira bu tür geri alımlar, belirli bir amaca hizmet eden ve süresi sınırlı işlemler olup, Tebliğ’de öngörülen şartların bu işlemlere uygulanması, söz konusu işlemlerden beklenen etkinin sağlanmasını gereksiz biçimde güçleştirebilir.

Özetle fiyat istikrarını düzenleyici amaçlarla yapılan pay geri alımları aracı kurum tarafından şirket adına yapılmışsa aslında ortada bir şirketin kendi payını iktisabı söz konusudur. Ancak Pay Tebliği m. 11/2’ye göre bu tarz bir işlem söz konusu olduğunda Tebliğ hükümleri uygulanmayacaktır.

2. Çalışanlara Pay Edindirme Amacıyla Yapılan Pay Geri Alımları

Bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayan hallerin düzenlendiği SerPK m. 108/1/b’de geri alım programları ve çalışanlara pay edindirme programları olmak üzere iki ayrı program türü gösterilmiştir. Kendi payını geri alma sebepleri başlığında da incelendiği üzere, şirketlerin nedenlerinden biri de çalışanlarına pay edindirme arzusudur. Şirket, çalışanlarını motive etmek amacıyla kâr payı dağıtmak

isteyebilir ve bunu da pay devri yoluyla gerçekleştirebilir.⁷⁸² Bu kapsamda, şirketin kendi paylarını iktisap ederek bunları çalışanlarına devretmesi, söz konusu amaca ulaşmanın bir yolu olarak karşımıza çıkar⁷⁸³. Ancak SerPK m. 108/1/b'deki düzenlemede çalışanlara pay edindirme programı şeklinde farklı bir program türünden bahsedilmektedir. Bu durumda şirketin çalışanlarına pay edindirmesine yönelik pay geri alım programı dışında farklı bir pay geri alım yönteminin bulunup bulunmadığının incelenmesi gerekir. Yaptığımız incelemelerde mevzuatta böyle bir yöntemin varlığına ilişkin bir düzenleme bulunamamıştır. Ancak Tebliğ hükümlerinde “çalışanlara pay edindirmeye yönelik pay geri alım programlarında” bazı kolaylıklar sağlandığı görülmektedir. Örneğin geri alım programının süresinin düzenlendiği Tebliğ m. 7/2'de, bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayan hallerin düzenlendiği Tebliğ m. 14/1/b'de ve elden çıkarmaya ilişkin esasların düzenlendiği m. 19/8'de çalışanlara pay edindirme programlarına ilişkin kolaylıklar bulunmaktadır. Yine GVK m. 17'de çalışanlara pay edindirme programı yoluyla şirket paylarını alan çalışanlara yönelik vergi istisnası tanındığı görülmektedir.

SerPK m. 108/1/b'de geri alım programı ve çalışanlara pay edindirme programı şeklinde iki ayrı programdan söz edilmesinin sebebi çalışanlara pay edindirmenin tek yolunun pay geri alımı olmamasıdır. Diğer bir deyişle çalışanlara pay edindirme pay geri alımı veya sermaye artırımını yoluyla mümkün olabilir. Bu sebepten SerPK'da çalışanlara pay edindirme programı adında farklı programdan bahsedilmektedir. Ancak çalışanlara pay edindirme programı şirketin kendi paylarını geri alması yoluyla uygulanacaksa bu program artık Tebliğ hükümlerine bağlı olacaktır. Bu durumda çalışanlara pay edindirme programı, pay geri alım programı yoluyla mümkün hale gelecektir.

⁷⁸² Özdamar, s. 69; Çelikleş, s. 125.

⁷⁸³ İkinci bir yol ise sermaye artırımıyla mümkündür.

Nihayetinde alışanlara pay edindirme farklı şekilde mümkün olsa da pay geri alımı yoluyla gerçekleşmesi durumunda Tebliğ hükümleri çerçevesinde ve pay geri alım programıyla yapılması gerekecektir.

SONUÇ

Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi, özellikle eşit işlem ilkesi ve sermayenin korunması ilkesi bakımından taşıdığı riskler nedeniyle, bu işleme izin verilip verilmeyeceği her zaman tartışmalı olmuştur. Türk hukukunda, eTTK döneminde kural olarak yasaklanan bu konuya, AB düzenlemelerinde getirilen sınırlı serbestiye uyum sağlamak amacıyla TTK’da belirli oranlar ve şartlar çerçevesinde izin verilmiştir.

Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmelerinin gerekçesi olarak birçok neden gösterilmektedir. Bunlar arasında sinyal teorisi, likidite fazlalığı, düşmanca ele geçirmelere karşı korunma ve borsadaki dalgalanmaların önlenmesi yer almaktadır. BİST’te işlem gören şirketlerin KAP üzerinden yaptıkları açıklamalar incelendiğinde, borsada işlem gören halka açık anonim şirketlerin pay geri alımına başvurma sebepleri arasında özellikle “yatırımcılara sinyal verilmesi (sinyal teorisi)” ile “borsadaki dalgalanmaların önlenmesi” ön plana çıkmaktadır.

TTK ile geçilen mevcut düzende, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri, iktisap edilen payların itibari değerinin sermayenin yüzde onunu aşmaması koşuluyla kural olarak serbesttir. Ancak bu serbesti, TTK m. 379 vd. maddelerinde düzenlenen bazı şartlara bağlıdır. Buna göre öncelikle, şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için genel kurul tarafından, yönetim kuruluna yetki verilmesi gerekmektedir. Ayrıca şirketin net aktifinin uygun olması ve payların bedelinin serbest malvarlığından karşılanması şarttır. Bununla birlikte, iktisap edilecek payların bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekmektedir. Aksi takdirde, borçlu ve alacaklı sıfatları birleşeceğinden, sermaye koyma borcu ortadan kalkacak ve sermaye tam anlamıyla ortaya konulamamış olacaktır. Ayrıca, şirketin kendi paylarını iktisap ederken eşit işlem ilkesine riayet etmesi ve TTK m. 520/2 uyarınca genel kanuni yedek akçe ayırma yükümlülüğünü yerine getirmesi gerekmektedir.

TTK sisteminde, kural olarak açıklanan şartlara uyulması gerekirken, bazı istisnalar da bulunmaktadır. Bu kapsamda ilk istisna, yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla şirketin kendi paylarını iktisap etmek istemesidir. Böyle bir durumda, yönetim kurulu genel kuruldan herhangi bir izin almaksızın şirket paylarını iktisap edebilecektir. Ancak bu istisna kapsamında uyulması zorunlu olmayan tek şart, yetkilendirmeye ilişkindir. Bunun dışındaki şartlara uyulması halen zorunludur. İstisnalara ilişkin diğer bir düzenleme TTK m. 382’de yer almaktadır. Buna göre sermayenin azaltılması, külli halefiyet gereği, kanuni satın alma yükümü sebebiyle, cebri icradan bir şirket alacağının tahsili amacıyla veya şirket menkul kıymet şirketiye şirketin kendi paylarını iktisap etmesi halinde TTK m. 379’da bulunan şartların hiçbiri aranmayacaktır. Ayrıca TTK m. 383’e göre payların bedelleri tamamen ödenmişse payların ivazsız iktisabında da herhangi bir şart veya yasak söz konusu değildir.

TTK sisteminde şirketin iktisap ettiği kendi payları TTK m. 379 ve TTK m. 381’e uygun olarak iktisap edilmişse herhangi bir elden çıkarma zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak diğer istisnaların düzenlendiği TTK m. 382 hükümlerine göre iktisap halinde ve ivazsız iktisabı halinde, iktisap edilen payların şirketin sermayesinin yüzde onunu aşan kısmının en geç üç yıl içerisinde elden çıkarılması gerekmektedir. Kanuna aykırı herhangi bir iktisabın olması durumunda da ilgili payların en geç altı ay içerisinde elden çıkarılması zorunluluğu bulunmaktadır.

Şirketin iktisap ettiği kendi payları donarak bedelsiz payların iktisabı hariç şirkete herhangi bir hak sağlamaz. Bu bakımında şirketin elinde bulunan paylar herhangi bir oy hakkı, kâr payı hakkı, rüçhan hakkı, tasfiye payı hakkı veya diğer herhangi bir pay sahipliği hakkı sağlamaz. Ancak bu payların üçüncü kişiye devredilmesiyle bu donma hali çözümlenerek, bu haklar tekrar canlanır.

Anonim şirketlerin kendi payını iktisap etmesi, halka açık anonim şirketler bakımından sermaye piyasası mevzuatında ayrıca düzenlemeye alınmıştır. SerPK m. 22

ile bu konuya ilişkin düzenleme yapma yetkisi Kurul'a bırakılmıştır. Kurul bu yetki kapsamında çıkardığı Geri Alınan Paylar Tebliği ile konuyu düzenlemiş olup halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmesi bakımından uygulanacak olan düzenleme bu Tebliğ'dir. Ancak Tebliğ hükümleri birçok noktada bazen kısmen bazen ise tamamen TTK sisteminden ayrılmaktadır. Anonim şirketlerin kendi payını iktisap etmesine en çok halka açık şirketlerde rastlandığı da göz önünde tutulacak olursa gerçekte TTK hükümleri çoğu zaman uygulanamaz hale gelmektedir. Bu sebepten Tebliğ'de yapılan TTK sistemiyle uyumsuz düzenlemeler doktrinde eleştirilmektedir. Söz konusu eleştirilerin temelinde, TTK sisteminin zaten esas olarak borsada işlem gören şirketler dikkate alınarak kurgulandığı ve bu nedenle Tebliğ ile getirilen bazı farklılıkların somut bir gerekçeye dayanmadığı düşüncesi yatmaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatında anonim şirketin kendi payını iktisap etmesi teriminin yerine şirketin kendi paylarını geri alması, şirketin kendi paylarını satın alması veya pay geri alımı gibi ifadeler kullanılmaktadır.

Tebliğ hükümleri kural olarak borsada işlem gören veya görmeyen bütün halka açık anonim şirketler için uygulanacaktır. Tebliğ'de göze çarpan ve tezimizin konusu oluşturan kavram "geri alım programı" kavramıdır. Geri alım programı halka açık anonim şirketlerin pay geri alımı yapabilmesinin merkez unsurudur. Halka açık anonim şirketler kural olarak ancak böyle bir programa başvurarak paylarını geri alabilirler. Geri alım programı, hem şirketin kendi paylarını nasıl geri alacağına ilişkin yönetim kuruluna yönelik getirilen şartları (çerçeveyi) içeren hem de yatırımcıların bilgilendirilmesine yönelik ifadelerin bulunduğu kamuyu aydınlatma belgesidir. Bu bakımdan geri alım programı pay geri alımına ilişkin şartları içermenin yanında yatırımcıları bilgilendirmeye yönelik açıklamaları da içerir.

Geri alım programı yönetim kurulu tarafından hazırlanır. Ancak hazırlanan bu metin genel kurul tarafından onaylanıncaya kadar bir geri alım programı niteliğini

taşımaz. TTK'da genel kurul tarafından yönetim kuruluna verilen yetki, Tebliğ sisteminde geri alım programının genel kurul tarafından onaylanması suretiyle verilir. Ancak verilen bu yetki şirkete sınırsız bir biçimde kendi paylarını geri alma hakkı tanımamaktadır. TTK sisteminde olduğu gibi Tebliğ sisteminde de şirketin paylarını geri alabilmesi için bazı şartlara uyması gerekmektedir. Yetki şartının sağlanmasından sonra aranacak diğer şart geri alınan payların sermayeye olan oranına ilişkin şarttır. Buna göre TTK sisteminde olduğu gibi geri alınan payların toplam oranı ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin yüzde onunu aşamayacaktır. Bunun yanında geri alınacak olan paylar kural olarak borsada işlem görmelidir ve ancak borsa üzerinden geri alınmalıdır. Ayrıca yine TTK'da olduğu gibi payların bedelleri serbest malvarlığından karşılanmalıdır. Son olarak her bir geri alım işleminin sonunda geri alım bedelince yedek akçe ayrılması gerekmektedir.

Ancak halka açık anonim şirketlerin bir geri alım programı olmaksızın pay geri alım yapabilmesine yönelik bazı istisnalar yer almaktadır. Bu istisnalar yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle yapılacak pay geri alımları ile Tebliğ m. 16'da sayılan diğer istisnalardır. Yakın ve ciddi kaybın önlenmesi gerekçesiyle yapılacak geri alımlara yalnızca payları borsada işlem gören anonim şirketler bakımından izin verilmişken, borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketlerin kapsam dışında bırakılması tartışmaya açıktır. Diğer yandan, Tebliğ m. 16'da TTK sisteminde yer alan bazı istisnaların benzerlerine yer verilmiş olmakla birlikte, sermaye piyasalarının kendine özgü yapısı dolayısıyla farklı nitelikte bazı istisnai durumlar da düzenlenmiştir.

Öte yandan Tebliğ'de bulunan istisnaların yanında, Kurul'un, ekonomik bakımdan zorluk yaşanan bazı zamanlarda yapmış olduğu basın duyuruları veya almış olduğu ilke kararları ile Tebliğ sistemindeki bazı şartlara ilişkin kolaylıklar getirdiği de görülmektedir. Örneğin Kurul'un yapmış olduğu basın duyuruları ve ilke kararları ile zaman zaman, yüzdelerle sınıra ilişkin şartın veya yetkilendirmeye ilişkin şartın aranmayacağı düzenlenebilmektedir. Ancak Kurul'un bu istisnaları, basın duyurularıyla

yalnızca internet sitesinde yapmış olduğu açıklamalarla getirmesi gerek kodifikasyon gerek hukuki bakımdan problemler içermektedir. Zira Tebliğ’de bulunan düzenlemelerin idare hukukuna hâkim olan usulde paralellik ilkesi gereğince, ilke karar veya basın duyurusu yoluyla ortadan kaldırması mümkün değildir. Danıştay tarafından verilen bazı kararlarda da tebliğ ile getirilen düzenlemelerin yine ancak tebliğ ile ortadan kaldırılabileceği vurgulanmaktadır. Öte yandan, Kurul tarafından yayımlanan basın duyuruları ve ilke kararlarının Tebliğ metnine işlenmemesi, yürürlükteki düzenlemelerin güncel haline ulaşılmasını zorlaştırmakta ve bu durum belirsizliklere neden olmaktadır. Bunun yanında sistemde oluşturulan istisnalar yoluyla getirilen kolaylıklar, o kadar uzun süredir uygulanmaktadır ki neyin kural neyin istisna olduğu muğlak hale gelmiştir. Bu nedenlerle basın duyuruları veya ilke kararları ile Tebliğ sistemine yönelik olarak getirilmek istenen istisnaların bir an önce Tebliğ’de yapılacak değişikliklerle yapılması yerinde olacaktır.

Geri alım programının içeriğini düzenleme yetkisi şirketlere bırakılmamış olup, geri alım programında bulunması gereken zorunlu unsurlar Tebliğ’de düzenleme altına alınmıştır. Buna göre her geri alım programı; geri alımın amacı, programın süresi, geri alınacak azami pay sayısı, azami pay sayısına ulaşılmasıyla programın sonlandırılacağı, paylara ilişkin alt ve üst fiyat limitleri, geri alınan payların satışına ilişkin esasları, geri alım için ayrılan fonun tutarı ve kaynağı, önceki geri alıma ilişkin bilgiler, geri alımın finansal duruma etkileri, geri alımda bulunan bağlı şirketlere ilişkin bilgiler, yıllık ve son üç aydaki en yüksek, en düşük ve ağırlıklı ortalama pay fiyatı bilgisi, ilişkili tarafların sağlayacağı faydalar unsurlarını zorunlu olarak içermelidir. Çalışmamızda şirketlerin KAP üzerinden açıklamış olduğu geri alım programı incelenerek bu unsurların geri alım programlarının nasıl yer aldığı incelenmiş ve açıklanmıştır.

Geri alım programında gerekli unsurların bulunmaması durumunda, Tebliğ’de yaptırıma ilişkin açık bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak geri alım programının

geçerliliği, genel kurulun onayına bağlı olduğundan, eksiklik içeren bir programın onayına ilişkin genel kurul kararının iptali istenebilecektir. Ayrıca, geri alım programının kamuyu aydınlatma işlevi dikkate alındığında, programda yer alan bilgilerin eksik veya yanıltıcı olması hâlinde, bu durumdan zarar gören yatırımcılar tarafından SerPK m. 32 uyarınca tazminat davası açılması mümkündür. Öte yandan, geri alım programının hazırlanmasından yönetim kurulu sorumlu olduğundan, eksiklik içeren bir programın hazırlanması hâlinde, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu da gündeme gelebilecektir.

Tebliğ’de, yatırımcıların korunmasına yönelik çeşitli düzenlemelere de yer verilmiştir. Örneğin, içsel bilgi bulunması hâlinde pay geri alımının yapılamayacağına ilişkin hüküm ile yönetim kontrolünü elinde bulunduranlar ve idari sorumluluğu bulunan kişilerin geri alım programı süresince şirket paylarını borsada satmalarının yasaklanması, bilgi suistimalinin önlenmesi amacı taşımaktadır. Ayrıca, Tebliğ m. 15 kapsamında öngörülen işlem esasları ile gün içindeki pay geri alım işlemlerine yönelik belirli sınırlamalar getirilerek borsa manipülasyonunun önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

TTK sisteminde olduğu gibi geri alıma ilişkin genel şartlara (yüzde onluk sınır, net aktif şartı, yetkilendirme şartı) uygun olan geri alımlar bakımından elden çıkarma zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak istisnalar sebebiyle veya yakın ve ciddi kaybın önlenmesi amacıyla yapılan geri alımlarda yüzde onluk sınırı aşan payların üç yıl içerisinde elden çıkarılması gerekir. Ayrıca Tebliğ hükümlerine aykırı olarak pay geri alımı yapılmışsa bu paylarında bir yıl içerisinde elden çıkarılması zorunluluğu bulunmaktadır.

Tebliğ kapsamında geri alınan paylar kural olarak şirkete herhangi bir pay sahipliği hakkı sağlamaz. Ancak şirketin geri aldığı kendi paylarına ilişkin kâr payı hakkı ve rüçhan hakkı istisnadır. Doktrinde şirkete geri aldığı kendi payları sebebiyle bu iki hakkın sağlanmış olması eleştirilmiştir. Özellikle şirketin geri aldığı payları sebebiyle

rüçhan hakkına sahip olması bazı durumlarda kendi paylarını taahhüt yasağını ihlal edebilecek niteliktedir.

Tebliğ’de sermaye piyasasının en temel ilkelerinden olan kamunun aydınlatılması ilkesinin uygulanmasına yönelik de birçok düzenleme yer almaktadır. Tebliğ’le geri alım programının başlangıcından, sona ermesine kadar birçok kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir. Yine program kapsamında yapılacak olan her bir geri alım işlemlerine yönelik olarak da kamuyu aydınlatma yükümlükleri Tebliğ’de yer almaktadır. Ayrıca payların elden çıkarılması halinde, yakın ve ciddi kaybın önlenmesi nedeniyle yapılan geri alımlarda ve borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin pay geri alımlarında kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır. Kamuya aydınlatma yükümlülüklerinin ihlal edilmesi, bunların SerPK m. 32’de sayılan kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olmaları gereği bu madde de düzenlenen sorumluluk türüne göre ortaya çıkan tazmin edilmesi sonucunu doğuracaktır.

Geri alım programları bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçları ile de yakından ilgilidir. Zira geri alım programları içsel bilgi niteliğinde olup bilgi suistimali suçunun işlenmesinde kullanılabilir niteliktedir. Yine geri alım programlarıyla yapılacak olan geri alım işlemleri ile piyasa dolandırıcılığı suçunun da işlenmesi mümkündür. SerPK m. 108 ve Tebliğ m. 14’te geri alım programlarının hangi hallerde piyasa dolandırıcılığı veya bilgi suistimali suçunu oluşturmayacağı haller diğer bir deyişle güvenli liman kuralları düzenlenmiştir. Ancak Tebliğ düzenlemesi SerPK m. 108’de düzenlenen istisnanın kapsamını daraltmıştır. SerPK ile Kurul’a bu yönde düzenleme yetkisi verilmediğinden, Tebliğ m. 14 düzenlemesi kanuni dayanaktan yoksun olduğu kanaatindeyiz.

KAYNAKÇA

BASILİ ESERLER

- A. Guthart, Leo** : Why Companies Are Buying Back Their Own Stock, Financial Analysts Journal 1967, C. 23, S. 2, s. 105-110.
- Adıgüzel, Burak** : Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 2, s. 1-52.
- Akdağ Güney, Necla** : Anonim Şirketlerde Eşitlik İlkesi, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2014, C. 18, S. 3-4, s. 115-135 (Eşitlik).
- Akdağ Güney, Necla** : Anonim Şirket Yönetim Kurulu, 2. Baskı, İstanbul 2016 (Yönetim).
- Akdoğan, Abdurrahman** : Vergi Hukuku ve Türk Vergi Sistemi, 16. Baskı, Ankara 2023.
- Aksan, Nihan Zeynep** : Paya Dönüştürülebilir Tahviller, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2018.
- Aktan, Mehmet Fatih** : Şirketlerin Kendi Hisselerini Geri Satın Alması, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2012.

- Akyürek, Koray** : Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Halka Açık Anonim Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), İstanbul 2020.
- Anand, Anita I.** : Regulating Issuer Bids: The Case of the Dutch Auction, McGill Law Journal 2000, C. 45, S. 1, s. 133-154.
- Ansay, Tuğrul** : Anonim Şirketler Hukuku, 3. Baskı, Ankara 1970.
- Atakan, Murat Can** : Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Hukuki Sonuçları, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2021, C. 12, S. 1, s. 372.
- Ayan, Özge** : Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379), Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013, C. 17, S. 1-2, s. 185-228.
- Aydın, Alihan** : Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul 2008.
- Aydoğan, Gökhan** : Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, Ankara 2013 (Tahvil).
- Aydoğan, Gökhan** : Anonim Şirketlerde Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, Ankara 2021 (Kamuyu Aydınlatma).

- Ayoğlu, Tolga** : *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmeleri ve Karşılıklı Katılmalar Meselesi*, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009, s. 525-563.
- Ayoğlu, Tolga** : Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi, Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2013, S. 2, s. 219-252 (Fesih).
- Aytuğar, Bilge** : Anonim Şirketlerde Kâr Payı ve Kâr Payı Avansı Dağıtımını Hakkında 7244 Sayılı Kanun ile Öngörülen Tedbirler, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2020, C. 11, S. 2, s. 396-410.
- Bahar Sayın, Hediye** : Pay Sahibi Haklarının Korunması Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarının Butlanı, İstanbul 2015.
- Barclay, Michael J./Smith Jr., Clifford W.** : Corporate payout policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases, Journal of Financial Economics 1988, C. 22, S. 1, s. 61-82.
- Bargeron, Leonce/Kulchania, Manoj/Thomas, Shawn** : Accelerated Share Repurchases, Journal of Financial Economics 2011, C. 101, S. 1, s. 69-89.

- Başözen, Yusuf Enes** : Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının İptali Davası, Türk-Alman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2024.
- Bektaş, İbrahim** : Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri, Ankara 2023 (Rüçhan).
- Bektaş, İbrahim** : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Önemli Nitelikteki İşlemleri Nedeniyle Doğan Ayrılma Hakkı ve Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara 2015, s. 751-825 (Ayrılma Hakkı).
- Bilge, Mehmet Emin** : Anonim Şirketin Sona Ermesi ve Tasfiyesi, Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2012, C. 16, S. 3-4, s. 261-294.
- Busch, Pascal/Obernberge, Stefan** : Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices, The Review of Financial Studies 2017, C. 30, S. 1, s. 324-362.
- Cenkci, Esra** : Çıkan ya da Çıkarılan Limited Ortağına Ayrılma Akçesinin Ödenmesi, Ankara Barosu Dergisi 2018, C. 76, S. 4, s. 1-50.
- Chan, Konan/Ikenberry, David L/Lee, Inmoo/Wang, Yanzhi** : Share Repurchases as a Potential Tool to Mislead Investors, Journal of Corporate Finance 2010, C. 16, S. 2, s. 137-158.

- Chemmanur,** Thomas : Why do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?, SSRN Electronic Journal
J./Cheng, Yingmei
/Zhang, Tianming 2010
(https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1570842).
- Chen,** Alvin/**Obızhaeva,** : Stock Buyback Motivations and Consequences A Literature Review, CFA Institute Research Foundation, 2022.
Olga
- Comment,** Robert/A. : The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, The Journal of Finance 1991, C. 46, S. 4, s. 1243-1271.
Jarrell, Gregg
- Çakır Çelebi,** Fatma Betül : Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Kendi Paylarını Edinmesinin Koşulları, D.E.Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, Prof. Dr. Durmuş TEZCAN'a Armağan, C.21, Özel S., s. 2545-2581.
- Çamoğlu,** Ersin: : Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshinde Hakimin Takdir Yetkisi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2015, C. 31, S. 1, s. 5-22 (Batider).
- Çapa,** Mehmet Sadık : Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, İstanbul 2013.

- Çelik, Aytekin:** : Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerin Haklı Sebepçe Feshi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C. 25, S. 4, s. 559-594.
- Çelikleş, İlyas** : Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı, İstanbul 2006.
- Çetin, İbrahim** : Bilgi Suistimali Suçu, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2023, C. 9, S. 2, s. 647-675.
- Çoşkun, Seçil** : Sermaye Piyasası Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı Suçu (6362 Sayılı SPKn Md. 107), İstanbul 2021.
- Dann, Larry Y.** : Common Stock Repurchases, Journal of Financial Economics 1981, C. 9 S. 2, s. 113-138.
- Değirmenciöğlu Aydın,** : Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, İstanbul 2021.
Nihan
- Demir Yeşilbağ, Aybüke** : Anonim Şirketlerde Esas Sermaye Sistemi ve Sürdürülebilirliği, Ankara 2023.
- Demirel, Duygu** : Anonim Şirketlerde Yönetim Yetkisinin Devri, Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi 2017, C. 7, S. 2, s. 211-250.
- Dittmar, Amy K.** : Why Do Firms Repurchase Stock?, The Journal of Business 2000, C. 73, S. 3, s. 331-355.

- Dizkırıcı, Ahmet Selçuk** : Stock Repurchasing in Turkey, International Journal of Business and Social Science 2013, C. 4, S. 11, s. 76-81.
- Doğan, Beşir Fatih** : Anonim Şirketlerde Sermaye Payını Geri Ödeme Yasağı, Türkiye Barolar Birliği Dergisi 2005, S. 56, s. 48-60 (Sermaye).
- Doğan, Beşir Fatih** : Yönetim Kurulunun Devredilemez Yetkileri ve Yönetim Yetkisinin Devri, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2012, C. 18, S. 2, s. 609-640 (Yetki).
- Duman, Buminhan** : Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Bilgi Suistimali (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti) Suçu, Kırıkkale Hukuk Mecmuası 2022, C. 2, S. 2, s. 389-409.
- Durmaz, Aziz Bora** : Anonim Ortaklığın Kendi Payını İktisabı, İstanbul 2024.
- Eminoğlu, Cafer** : Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından “Eşit Şartlarda Eşit İşlem” İlkesi, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi 2015, C. 1, S. 1, s. 79-88.
- Erdem, Ercüment** : *Türk ve İsviçre Hukuklarında Eşit İşlem İlkesi*, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul 2009, s. 393-419.

- Ergin, Emre** : İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2011, S. 49, s. 66-74.
- Ergün, Mevci** : Anonim Şirketler Hukuku, Ankara 2021.
- Eryiğit, Harun** : 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Anonim Ortaklıklarda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020.
- Evik, Ali Hakan** : İşlem Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2023, S.1, s. 89-168.
- Gökgöz, Ahmet** : Hisse Senedi Geri Alımı ve Muhasebesi, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi 2014, C. 7, S. 2, s. 1-14.
- Göksoy, Can Y.** : Anonim Ortaklıkta Payın Rehni, Ankara 2001.
- Guéant, Olivier/Manziu, Iuliia/Pu, Jiang** : Accelerated Share Repurchase and Other Buyback Programs: What Neural Networks Can Bring, Quantitative Finance 2020, C. 20, S. 8, s. 1389-1404.
- Gürbüz Gökberk, İdil Nur** : Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Bakımından Eşit İşlem İlkesi, İstanbul 2020.
- Gürel, Murat** : Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı, Ankara 2014.

- Gürel, Murat** : Covid-19 Salgının Şirketler Hukukunda Yarattığı Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Yaşar Hukuk Dergisi 2020, C.2, S.2, s. 1-9.
- Gürler, Esmâ Hazal** : Hukuki Açından Sermaye Piyasasında Özel Durum Açıklamaları, İstanbul 2023.
- Haholu, Bülent Murat** : Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase), Yeterlilik Etüdü (15-14): Ankara 2000.
- Hanağası, Emel** : Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi Davasının Medeni Usul Hukuku Perspektifinden Değerlendirilmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2016, C. 32, S. 1, s. 199-272.
- Hasoğlu, Aynur** : Danıştay Kararları Işığında Yetki ve Usulde Paralellik İlkesi, Türkiye Adalet Akademisi Dergisi 2018, S. 33, s. 123-141.
- Hovakimian, Armen/Opler,** : The Debt-Equity Choice, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2001, C. 36, S. 1, s. 1-24.
- Tim/Titman, Sheridan**
- Hsieh, Jim/Wang, Qinghai** : Stock Repurchases: Theory and Evidence, SSRN Electronic Journal 2009 (<https://ssrn.com/abstract=1395943> E.T 01.05.2024).

- Ikenberry, David** : The Option to Repurchase Stock, Financial
L./Vermaelen, Theo Management 1996, C. 25, S. 4, s. 9-24.
- İlbasmış Hızlısoy, Özlem** : Anonim Şirketin Haklı Sebeple Feshi, Ankara 2016.
- Jensen, Michael C.** : Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance,
and Takeovers, The American Economic Review
1986, C. 76, S. 2, s. 323-329.
- John, Kose/Williams,** : Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling
Joseph Equilibrium, The Journal of Finance 1985, C. 40, S. 4,
s. 1053-1070.
- Kara, Sencer** : Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukukî
Sorumluluk, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi
Dergisi 2015, C. 23, S. 2, s. 131-172.
- Karacan, Ali İhsan/Erişir** : Halka Açık Şirketlerin Kendi Paylarını Geri Alması,
Karacan, Esra İstanbul 2015.
- Karakuş, Rıfat/Zor,** : Pay Geri Alım İlanlarının Hisse Getirisine Etkisi,
İsrafil/Yılmaz Küçük, Muhasebe ve Finansman Dergisi 2017, S. Temmuz
Şeyma 2017 Özel Sayı, s. 56.
- Karaman Çankaya,** : Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarına Karşı
Gökçe İptal Davası Açabilecek Kişiler, İstanbul 2021.
- Kaya, Bekir/Öner Kaya,** : Pay Geri Alım Duyurularının Pay Getirileri
Emine Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'da Covid-19 Salgını
Öncesinde ve Sırasında Karşılaştırmalı Bir Analiz,

İşletme Araştırmaları Dergisi 2023, C. 15, S. 1, s. 286-299.

- Kendigelen, Abuzer** : Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 2. Baskı, İstanbul 2012 (Tespitler).
- Keskin, Mustafa** : Halka Açık Anonim Ortaklıkların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul 2018.
- Keskin, Harun** : Hâkim Pay Sahibinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı (Squeeze-out), İstanbul 2022.
- Korkmaz, Ekin** : Türk Borçlar Hukukunda Halefiyet, İstanbul 2021.
- Korkmaz, Melih Can** : Anonim Ortaklıkta Rüçhan Hakkı, Ankara 2022.
- Korkut, Ömer** : m. 357, Şirketler Hukuku Şerhi Türk Ticaret Kanunu Md. 124 – 644(Ed.: Kemal Şenocak), C. II, Ankara 2023.
- Küçüktuncay, Fatma** : Anonim Şirketlerde Yetki Devri ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğuna Etkisi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Lisansüstü Programlar Enstitüsü 2023, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Manavgat, Çağlar** : Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara 2016.
- Memiş,** : Sermaye Piyasası Kanununda Pay Sahibinin
Tekin/Kervankıran, Ortaklıktan Çıkma ve Çıkarılması, Sunum,
Emrullah (<https://www.slideserve.com/larya/sermaye-piyasas->

kanununda-pay-sahibinin-ortakl-ktan-kma-ve-kar-
lmas-powerpoint-ppt-presentation, E.T. 04.05.2025).

- Meral, Nevin** : Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma Belgelerinden Doğan Hukuki Sorumluluk, İstanbul 2021.
- Moroğlu, Erdoğan** : 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Değerlendirme ve Öneriler, 8. Baskı, İstanbul 2016 (Öneriler).
- Moroğlu, Erdoğan** : Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, 4. Baskı, İstanbul 2018 (Sermaye Artırımı).
- Moroğlu, Erdoğan** : Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 9. Baskı, İstanbul 2020 (Hükümsüzlük).
- Mülazımoğlu, Mehmet** : Anonim Şirketler Hukukunda Sermayenin Korunması İlkesi, İstanbul 2020.
- Nomer Ertan, Füsün** : Anonim Ortaklığın Haklı Sebep Feshi Davası -TTK M. 531 Üzerine Düşünceler-, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 2015, C. 73, S. 1, s. 421-440.
- Oded, Jacob** : Why Do Firms Announce Open-Market Repurchase Programs?, The Review of Financial Studies 2005, C. 18, S. 1, s. 271-300.

- Okuyucu Ergün, Güneş** : Bilgi Suistimali Yasağı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2021, C. XXXVI, S. 1, s. 5-36.
- Omağ, Aclan** : Finansal Kaldıraç Derecesi ve Seçilmiş Sektörlere Yönelik Bir Uygulama, Maliye Finans Yazılar 2015, C. 105, s. 205-218.
- Öruç, Murat** : 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıktan Haklı Sebep ile Fesih İstemine Bağlı Çıkarılma, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2011, C. 27, S. 1, s. 209-236.
- Ölekli, Neşe** : Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ayrılma Hakkı, İstanbul Hukuk Mecmuası 2018, C. 76, S. 1, s. 219-254.
- Özdamar, Mehmet** : Anonim Ortaklıkların Kendi Payını İktisap Etmesi (TTK. md. 329), Ankara 2005.
- Özdemir Dursun, Gizem** : 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Düzenlenen Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçları, Ankara 2022.
- Özkorkut, Korkut** : Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 2011, C. 27, S. 3.

- Palta, Nihan** : Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, İstanbul Barosu Dergisi 2017, C. 91, S. 4, s. 44-73.
- Pınar, Hamdi** : *Anonim Şirketlerde Sona Erme ve Tasfiye*, Şirketler Hukuku, (Ed.: Karahan, Sami), 2. Baskı, Konya 2013, s. 751-780.
- Pirgaip, Burak** : Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2014.
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin** : Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku, 12. Baskı, İstanbul 2012 (2012).
- Poroy, Reha/Tekinalp, Ünal/Çamoğlu, Ersin** : Ortaklıklar Hukuku, C. 1, 15. Baskı, İstanbul 2021 (2021).
- Pulaşlı, Hasan** : Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri, Ankara 1992 (Pay).
- Pulaşlı, Hasan** : Şirketler Hukuku. Genel Esaslar, 8. Baskı, Ankara 2022 (Şirketler Hukuku).
- Şensoy, Deniz** : Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar, Ankara Barosu Dergisi 2013, S. 2, s. 369-400.
- Sevi, Ali Murat** : Anonim Ortaklıkta Payın Devri, 4. Baskı, Ankara 2018.

- Sümer, Ayşe** : Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2012, C. 18, S. 2, s. 839-850.
- Şahin, Eyyüp** : Nakit Akışı Kaynaklı Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Lojistik Firmaları Üzerine Bir Uygulama, Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 2018, C. 11, S. 2, s. 247-256.
- Ensari/Başaran, Nizamettin** : Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Önemli Nitelikteki İşlemler ve Sonuçları, İstanbul 2018, (Önemli Nitelikteki İşlemler).
- Tarhan, Damla Gül** : Payları Borsada İşlem Gören Ortaklıkların Sermaye Piyasası Kurulunun Basın Duyuruları Kapsamında Kendi Paylarını Edinmeleri, Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi 2022, S. 2, s. 1511-1544 (Kendi Payını Edinme).
- Taşpolat, Melis** : Genel Kurul Kararlarına Karşı Açılan İptal Davası ve Konunun Türk Ticaret Yasası Tasarısı Hükümleri Çerçevesinde Düzenlenmesi, İstanbul Barosu Dergisi 2008, C. 82, S. 4, s. 1842-1882.
- Tekinalp, Ünal** : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri (Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile), İÜHF Yayınları, No. 58, İstanbul 1979.

- Tekinalp, Ünal** : Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları, 2. Baskı, İstanbul 2011, s. 76-77 (Tek Kişi Ortaklığı).
- Tekinalp, Ünal** : Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 3. Baskı, İstanbul 2013 (Sermaye 2013).
- Tekinalp, Ünal** : Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, 3. Baskı, İstanbul 2015 (Sermaye Ortaklıkları).
- Tekinalp, Ünal** : Anonim Ortaklığın Haklı Sebeplerle Feshi Davasının Bazı Usuli Sorunları, Ersin Çamoğlu'na Armağan, İstanbul 2013, s. 211-222 (Haklı Sebeple Fesih).
- Töremiş, Hatice Ebru** : Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Pay Geri Alımlarında Yeni Düzen, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi 2014, C. 20, S. 2, s. 181-215.
- Turan, Gökçen** : Türk Hukukunda İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluğun Esasları, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2016, C. 20, S. 1, s. 191-231.
- Turan, Gökçen** : Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabının Genel Esasları, Ankara 2018.
- Türk, Ahmet:** : Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, Ankara 2016.

- Uluyol, Osman/Lebe, Fuat/Akbaş, Yusuf Ekrem** : Firmaların Finansal Kaldıraç Oranları ile Öz Sermaye Karlılığı Arasındaki İlişki: Hisseleri Borsa İstanbul (BİST)'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Sektörler Bazında Bir Araştırma, İşletme Araştırmaları Dergisi 2014, C. 6, S. 1, s. 70-89.
- Usluadam, Asena Kamer** : Bilgi Suistimali Suçu, Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2019, C. 5, S. 1, s. 229-254.
- Uyanık, Senan** : Sermaye Yapısının Seçiminde Kaldıraçların Rolü, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 1993, C. 11, s. 41-50.
- Vermaelen, Theo** : Share Repurchases, Foundations and Trends in Finance 2005, C. 1, S. 3, s. 171-268.
- Vickrey, William** : Counterspeculation, Auctions, and Competitive Sealed Tenders, The Journal of Finance 1961, C. 16, S. 1, s. 8-37.
- Yağmur, Setenay** : Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, İstanbul 2020.
- Yalçınkaya Oral, Sultan Feryal** : Türk Ticaret Kanunu Hükümlerine Göre Anonim Şirketlerin Kendi Payını İktisabı, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2012.

- Yallapragada, Rammohan** : Stock Buybacks: Good Or Bad For Investors?, Journal of Business & Economics Research 2014, C. 12, S. 2, s. 193-198.
- Yanlı, Veliye/Okutan** : Şirketin Kendi Paylarını İktisabına İlişkin 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı SPK İlke Kararının 6762 Sayılı TTK Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Arslanlı Bilim Arşivi (<http://www.arslanlibilimarsivi.com>, E.T. 08.02.2025).
- Nılsson, Gül**
- Yaşa Saydağ, Elifnaz** : Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi, Ankara 2022.
- Yıkılmaz Erkol,** : Temsil Maliyetleri ve Yönetim Kurulu Yapısı: BIST Kurumsal Yönetim Endeksindeki İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Uygulama, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi 2019, C. 15, S. 3, s. 797-813.
- Aslı/Korkmaz, Turhan**
- Yıldırım, Ali Haydar** : 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Ortaklığın Haklı Sebep Feshi, Bursa 2013.
- Yıldız, Şükrü** : Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara 2004.
- Yılmaz, Asuman** : Alman Hukuku'nda Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Devralması ve "KonTraG" ile Getirilen Değişiklikler, İstanbul Hukuk Mecmuası 2005, C. 63, S. 1-2, s. 239-290.

- Yiğit, Merve** : Anonim Şirketin Haklı Sebepçe Feshi Davasında Mahkemenin Davacı Pay Sahibinin Çıkarılmasına Hükmetmesi, Yaşar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir 2024.
- Yüce, Aydın Alber** : Sermaye Piyasasında Manipülasyon, Türkiye Barolar Birliği Dergisi 2021, S. 98, s. 363-388.
- Yücel, Emel** : Sermaye yapısı, temsil maliyeti ve firma çeşitlendirmesi: Dinamik panel veri analizi, ODTÜ Gelişme Dergisi 2014, C. 41, s. 223-253.

İNTERNET KAYNAKLARI

- 1- https://www.fibabanka.com.tr/docs/default-source/mevduat-ve-yatirim-urunleri/vergi-rehberi.pdf?sfvrsn=ebfc2b2a_4.
- 2- <https://www.tskb.com.tr/uploads/file/menkul-kiymet-ve-diger-sermaye-piyasasi-araclarinin-vergilendirilmesi-2024.pdf>.
- 3- https://www.vergidegundem.com/files/ebooks/2023/mar/mkgv/files/downloads/MKGV%202022_v3.pdf.
- 4- <https://gedik.com/yazilar/vergilendirme/hisse-senedi-gelirlerinin-vergilendirilmesi>.
- 5- <https://spk.gov.tr/data/61e36ca51b41c61270320820/0dc4659f7005c7d2bdc5f151a7014ba8.pdf>.
- 6- <https://borsaistanbul.com/files/toptan-alis-satis-islemlerine-iliskin-prosedur.pdf>.
- 7- <https://www.slideserve.com/larya/sermaye-piyasas-kanununda-pay-sahibinin-ortakl-ktan-kma-ve-kar-lmas-powerpoint-ppt-presentation>.
- 8- <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2016/basin-duyurusu-21-07-2016>.
- 9- <https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2016/geri-alinan-paylara-iliskin-basin-duyurusu-hakkinda-ek-aciklama>.
- 10- <https://spk.gov.tr/data/63eb7d9b8f95db27b0ec6712/10-2023.pdf>.
- 11- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020HB0019>.
- 12- <https://www.congress.gov/116/bills/hr748/BILLS-116hr748enr.pdf>.
- 13- Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1334655>).
- 14- Koç Metalurji A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1333684>).
- 15- MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1301676>).

- 16- Rainbow Polikarbonat Sanayi Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298803>).
- 17- Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1298649>).
- 18- Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1295557>).
- 19- Marka Yatırım Holding A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1293477>).
- 20- Alarko Holding A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1292398>).
- 21- Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289659>).
- 22- TAB Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1289299>).
- 23- Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1261765>).
- 24- Çemaş Döküm Sanayi A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1260629>).
- 25- Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1260628>).
- 26- İhlas Gazetecilik A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1259654>).
- 27- Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1257970>).
- 28- Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1251689>).

- 29- Agrotech Yüksek Teknoloji ve Yatırım A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1250730>).
- 30- Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1366648>).
- 31- Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360046>).
- 32- Net Holding A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1341012>).
- 33- Merko Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1379817>).
- 34- Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1343981>).
- 35- Gübre Fabrikaları Türk A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1360149>).
- 36- ATP Yazılım ve Teknoloji A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361919>).
- 37- Altıncılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1358405>).
- 38- Koç Metalurji A.Ş (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1348857>).
- 39- Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1361281>).
- 40- Dap Gayrimenkul Geliştirme A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1357352>).
- 41- Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408574>).
- 42- Ahlatçı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1392828>).

- 43- Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi
(<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1294523>).
- 44- Büyük Şefler Sanayi ve Ticaret A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi
(<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1364444>).
- 45- Cem Zeytin A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi
(<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1407548>).
- 46- Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş Geri Alım Programı KAP Bildirimi
(<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1408585>).

ÖZET

Bu çalışma, anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri ve özellikle sermaye piyasası mevzuatında yer bulan “pay geri alım programları”nı ayrıntılı şekilde incelemeyi amaçlamaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde, anonim şirketin kendi payını iktisabının genel kavramsal çerçevesi çizilmiş; bu işlemde güdülen amaçlar, sağlayabileceği potansiyel yararlar (örneğin sinyal etkisi, likidite yönetimi, düşmanca devralmalara karşı koruma gibi) ve yaratabileceği sakıncalar (eşit işlem ilkesine aykırılık, sermaye iadesi yasağı, piyasa manipülasyonu riski vb.) incelenmiştir. Ayrıca bu bölümde, anonim şirketin kendi payını iktisabının Türk hukukundaki tarihsel seyri ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu çerçevesindeki yasal düzenlemeler detaylandırılmış, iktisabın sınırları ve yöntemleri (örneğin borsa yoluyla alım, sabit fiyatlı teklif, hızlandırılmış geri alım gibi) örnekleriyle açıklanmıştır.

İkinci bölümde ise halka açık anonim şirketlerin sermaye piyasası hukuku bakımından kendi paylarını iktisap etmesi ayrıntılı olarak incelenmiştir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanun’a dayanılarak yürürlüğe konulan Geri Alınan Paylar Tebliği (II-22.1) çerçevesinde, geri alım programlarının hukuki altyapısı, programların taşınması gereken unsurlar, programa ilişkin yetkilendirme, işlem sınırları, geri alınan paylara ilişkin haklar ve geri alınan payların elden çıkarılması konuları ele alınmıştır. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu’nun çeşitli tarihli ilke kararları ve basın duyuruları ile getirilen geçici istisnalar da incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise pay geri alım programlarının özellikle kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve sermaye piyasası suçları (bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı) ile olan ilişkisi değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, pay geri alım programlarının bir kamuyu aydınlatma belgesi niteliğinde olup olmadığı, eksik, yanıltıcı veya yanlış açıklamaların SerPK m. 32 çerçevesindeki bir hukuki sorumluluğa yol açıp

açmadığı irdelenmiş; bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı sayılmayacak haller Tebliğ çerçevesinde değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak, halka açık anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri sınırlı bir serbestliğe dayalı olacağı kabul edilmiş olmakla birlikte, bu işlemin kötüye kullanılmasını önlemek ve sermaye piyasası düzeninin korunmasını sağlamak amacıyla oldukça ayrıntılı bir düzenleme rejimi tesis edilmiştir. Ancak Kurul tarafından getirilen basın açıklamaları ve ilke kararları ile bu rejimden zaman zaman çıkıldığı görülmektedir. Pay geri alım programları hem şirketlerin sermaye politikalarını uygulamada hem de şirketin borsadaki pay değerlerine ilişkin istikrara katkı sunmada önemli araçlar olmakla birlikte; şeffaflık, eşitlik ve hesap verebilirlik ilkeleri ile dengelenmedikleri takdirde, piyasa güvenliğini ve yatırımcı haklarını tehdit edebilecek potansiyele de sahiptir.

Anahtar Kelimeler: Anonim Şirket, Pay Geri Alım Programı, Sermaye Piyasası Hukuku, Sermaye Piyasası Kurulu, Geri Alınan Paylar Tebliği, Piyasa Dolandırıcılığı, Bilgi Suistimali, Kamuyu Aydınlatma.

ABSTRACT

This study aims to examine in detail the acquisition of own shares by joint stock companies, with a particular focus on "share buyback programs" regulated under capital markets legislation.

In the first part of the study, the conceptual framework of own share acquisition by joint stock companies is outlined. The underlying objectives of such transactions, the potential benefits they may provide (such as signaling effect, liquidity management, protection against hostile takeovers), and the possible drawbacks they may cause (such as violation of the principle of equal treatment, prohibition of capital return, risk of market manipulation, etc.) are evaluated. Additionally, this section elaborates on the historical development of own share acquisitions in Turkish law and the legal framework under the Turkish Commercial Code No. 6102, explaining the limits and methods of acquisition (e.g., stock exchange purchases, fixed price tenders, accelerated share repurchases) with illustrative examples.

The second part of the study analyzes in depth the acquisition of own shares by publicly held joint stock companies within the scope of capital markets law. Within the framework of the Capital Markets Law No. 6362 and the Communiqué on Buy-Backed Shares (II-22.1) issued based on this Law, the legal infrastructure of buyback programs, the required elements of these programs, authorization procedures, transaction limits, rights associated with repurchased shares, and the disposal of such shares are addressed. In addition, temporary exemptions introduced through various press releases and principle decisions of the Capital Markets Board are also examined.

The final part of the study assesses the relationship between share buyback programs and public disclosure obligations, as well as capital markets crimes (insider trading and market manipulation). In this context, it is questioned whether share buyback programs qualify as public disclosure documents, and whether incomplete or incorrect

disclosures may lead to legal liability under Article 32 of the Capital Markets Law. Furthermore, cases that do not constitute insider trading or market manipulation under the relevant Communiqué are discussed.

In conclusion, although it is accepted that publicly held joint stock companies may acquire their own shares within the framework of limited permissibility, a detailed regulatory regime has been established to prevent abuse and to preserve the integrity of the capital markets. However, it is observed that this regime is occasionally relaxed through press releases and principle decisions issued by the Capital Markets Board. While share buyback programs serve as important tools both for implementing corporate capital policies and contributing to the stability of a company's share price on the stock market, they also carry the potential to undermine market security and investor rights unless balanced by the principles of transparency, equality, and accountability.

Keywords: Joint Stock Company, Share Buyback Program, Capital Markets Law, Capital Markets Board, Communiqué on Buy-Backed Shares, Market Manipulation, Insider Trading, Public Disclosure.