



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**ANONİM ŞİRKETLERDE İMTİYAZLI PAYLARA İLİŞKİN YENİ  
DÜZENLEMELER VEYA ANONİM ORTAKLIK KAVRAMININ KAMU  
HUKUKU SÜJESİ Mİ YOKSA ÖZEL HUKUK SÜJESİ Mİ OLDUĞU  
SORUNU**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Şeref ÖZER  
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**ANKARA  
KASIM 2011**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Anonim ortaklıklar esasen, küçük tasarrufların bir araya getirilmesi suretiyle pay sahiplerinin sınırlı sorumluluk ilkesi çerçevesinde faaliyette bulunmak ve kâr elde etmek amacı ile kurdukları tüzel kişiler olup, anonim ortaklık hukukunda önem arz eden konulardan biri de imtiyazlı paylardır. Bu çalışmanın konusu da esasen 1.7.2012 tarihinde yürürlüğe girecek olan 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile imtiyazlı paylara ilişkin olarak getirilen düzenlemeler ile bu düzenlemeler kapsamında anonim ortaklık kavramının aidiyeti sorunudur.

Çalışmanın odak noktası 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu olmakla birlikte, 6215 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un 15'inci maddesi ile 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda yapılan değişiklik de, taşıdığı önem nedeni ile çalışmada incelenmiş ve bu değişiklik nedeni ile özellikle halka açık anonim ortaklıklar bakımından uygulamada ortaya çıkabilecek olan sorunlara değinilmiştir.

Çalışmanın ilk üç bölümünde imtiyazlı paya ilişkin kavramsal açıklamalara, imtiyazlı payların benzer kavramlar ile olan ilişkisine, özelliklerine, imtiyazlı pay ihracı usulüne, mevcut imtiyazlara getirilen sınırlandırmalara, bu sınırlandırmalar nedeniyle ortaya çıkması muhtemel sorunlara ve çözüm önerilerine yer verilmiştir.

Bu kapsamda, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun imtiyazlara ilişkin olarak getirdiği yeniliklerden biri gizli oyda imtiyazın kesin bir biçimde reddedilmesidir. Zira 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 479/1 maddesinde, oy hakkında imtiyazın eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabileceği belirtilerek, gizli oyda imtiyazlı pay ihracının önü kapatılmıştır. 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile imtiyazlara ilişkin olarak getirilen en dikkat çekici değişiklik ise oy hakkında imtiyazlı pay ihracındaki serbestinin sınırlandırılmış olmasıdır. Nitekim 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 479/2 maddesinin birinci cümlesi uyarınca, bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilecektir. Bunun yanında, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 434/2 maddesinin ikinci cümlesi ile birden fazla paya sahip olan pay sahiplerine tanınacak oy sayısının esas sözleşmeyle sınırlandırılacağı hükme bağlanmış ve böylelikle, oy hakkının tanınmasında, esas sözleşmede hüküm bulunması şartı ile oransallık ilkesinden ayrılmanın önü açılmıştır. Bu esaslı değişikliklerin yanında 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 454'üncü maddesi ile imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu özel olarak ve tüm yönleri ile düzenlenmiş ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda hüküm bulunmayan haller de açık bir şekilde hükme bağlanmıştır.

Çalışmamızın son bölümünde güncel gelişmeler ışığında anonim ortaklıklar hukukunun niteliği ve aidiyeti, anonim ortaklık bünyesinde ortaya çıkan menfaat çatışmaları ve temsil sorunu ile temsil sorununu aşma maliyetini azaltma yöntemlerine hasredilmiştir. Bu bölümde, anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin irade serbestisini sınırlayan düzenlemelerin daha net bir biçimde görüldüğü imtiyazlar hususuna ağırlık verilmiş olmakla birlikte, güncel gelişmelerin de etkisi ile konuya, kamunun aydınlatılması ve kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler bakımından da değinilmiş ve inceleme belirtilen bu haller ile sınırlı tutulmuştur.

Her ne kadar anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin düzenlemelerin sistematik açıdan Türk Ticaret Kanunu'nda yer aldığından bahisle, "saf anonim ortaklık" kavramının bir özel hukuk süjesi olarak kabul edilmesi konusunda herhangi bir tereddüt bulunmamakta ise de, pay sahipliğinin çeşitlendiği, yani geniş halk kitlelerine yayıldığı halka açık anonim ortaklıklara ve banka ile sigorta şirketleri gibi diğer özel nitelikli anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemeler göz önünde bulundurulduğunda, bu yönde kesin bir nitelendirmede bulunulmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. Zira bu tür anonim ortaklıklarda ilişkiler karmaşık bir yapı içerisinde ve farklı menfaat gruplarını etkiler şekilde gerçekleşmektedir. Kanun koyucu tarafından bu durum göz önünde bulundurularak yapılan ve saf anonim ortaklıklara egemen olan irade serbestisini sınırlayan nitelikteki düzenlemeler, bu kapsam içerisinde yer alan anonim ortaklıkların artık "salt özel hukuk süjesi" olarak nitelendirilmelerine olanak tanımamaktadır. Nitekim 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu hükümleri ile benimsenmiş olan bakış açısı da, bu görüşü destekleyici özellikler sergilemekte olup, anonim ortaklık kavramının salt özel hukuk süjesi olarak nitelendirilmesi artık çok daha zor bir hal almış gibi görünmektedir.

Anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin irade serbestisini sınırlayan ve Devlet ile kamu otoritelerinin anonim ortaklıklar ve bilhassa halka açık anonim ortaklıklar üzerindeki gözetim ve denetim gücünün artırılmakta olduğu sinyallerini veren düzenlemeler, özellikle imtiyazlar bağlamında çok daha net bir biçimde görülebilmektedir. İmtiyazlara ilişkin düzenlemeler yanında, kamunun aydınlatılması, kurumsal yönetim ve bağımsız denetim gibi konularda yapılan düzenlemelerde de bu anlayışın izlerini görmek zaman zaman mümkün olmaktadır. Nitekim Seri:IV, No:54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ ile kurumsal yönetim ilkelerinin bir kısmına ilişkin olarak getirilen uygulama zorunluluğunun, anonim ortaklıklar hukukuna egemen olduğu belirtilen irade serbestisine, halka açık anonim ortaklıklar bakımından getirilen en belirgin sınırlamalardan biri olduğu ve anonim ortaklıklar hukukuna, halka açık anonim ortaklıkların bir kısmı ile sınırlı olmak üzere kamusal bir nitelik atfedildiği düşünülmektedir.

Doktrinde, Türk Ticaret Kanunu'ndaki anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerin esas itibariyle çok ortaklı anonim ortaklıklara yönelik olduğu, "anonim" kavramının kullanılmasının temelinde çok ortağın bulunması düşüncesinin yattığı, bununla birlikte Türk Ticaret Kanunu'ndaki anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerin, az ortaklı aile tipi anonim ortaklıklara da uygulanabilecek biçimde vazedildiği sınırlı bir şekilde belirtilmiş ise de, anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin bu felsefenin, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile gözle görünür bir hal aldığını söylemenin yerinde bir tespit olacağı düşünülmektedir.

Diğer taraftan hukukta atıf usullerinde, atıfların metnin bütünlüğünü bozmaması yöntemi benimsendiğinden, çalışmamızda 16.10.1998 tarih ve 1998/16 sayılı Genelge'den farklı olarak, atıflar aynı sayfada dipnot olarak verilmiştir.

## İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ .....	i
İÇİNDEKİLER .....	iii
KISALTMALAR CETVELİ .....	v
GİRİŞ .....	1

### I. BÖLÜM

#### İMTİYAZLI PAY KAVRAMI, BENZER KAVRAMLAR İLE İLİŞKİSİ, ÖZELLİKLERİ VE İHRACI

1. İmtiyaz ve İmtiyazlı Pay Kavramı .....	2
2. İmtiyazlı Pay Kavramının Benzer Kavramlar İle İlişkisi.....	3
2.1. İmtiyazlı Pay ve Müktesep Hak İlişkisi .....	3
2.2. İmtiyazlı Pay ve Eşit İşlem İlkesi İlişkisi .....	4
3. İmtiyazlı Payların Özellikleri .....	5
3.1. Esas Sözleşmede Öngörülme Zorunluluğu .....	5
3.2. İmtiyazın Paya ve Pay Gruplarına Tanınması .....	6
3.3. Pay Sahipliği Haklarının Farklılaştırılması .....	7
4. 6215 Sayılı Kanun İle TTK'nın 401'inci Maddesinde Yapılan Değişiklik İle İmtiyazlara Getirilen Sınırlama, Mevcut Hukuki Durum, Sorunlar ve Çözüm Önerileri .....	7
4.1. Genel Olarak.....	7
4.2. Mevcut Hukuki Durum, Sorunlar ve Çözüm Önerileri .....	8
5. İmtiyazlı Pay İhracı Usulü .....	10

### II. BÖLÜM

#### İMTİYAZLI PAY TÜRLERİ

1. Genel Olarak .....	12
2. Kâr Payında İmtiyazlı Paylar .....	12
3. Tasfiye Bakiyesinde İmtiyazlı Paylar .....	13
4. Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar.....	13
4.1. Genel Olarak.....	13
4.2. Oy Hakkında İmtiyaz Tanıma Yöntemleri .....	14
4.2.1. Gizli Oyda İmtiyazlı Paylar .....	14
4.2.2. Açık Oyda İmtiyazlı Paylar .....	15
4.2.3. Gerçek Olmayan Oyda İmtiyazlı Paylar.....	15
4.3. Oy Hakkında İmtiyazın Sınırı .....	16
5. Sair Hususlarda İmtiyazlı Paylar.....	18
5.1. Yönetimde İmtiyazlı Paylar.....	18
5.2. Yeni Pay Alma Hakkında İmtiyazlı Paylar .....	19
5.3. Hazırlık Devresi Faizi Talep Etme Hakkında İmtiyazlı Paylar.....	19
6. Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar .....	19

### **III. BÖLÜM**

#### **İMTİYAZLARIN KORUNMASI VE İMTİYAZLI PAY SAHİPLERİ GENEL KURULU**

1. Genel Olarak İmtiyazların Korunması .....	21
2. TTK'nın 389'uncu Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması .....	21
3. TTK'nın 391'inci Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması .....	22
4. Yeni TTK'nın 454'üncü Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması.....	24
5. SPKn'nun 12'nci ve 46'ncı Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması.....	24
6. İPSGK Kararının Anonim Ortaklık Genel Kurulu Kararlarına Etkisi .....	25
7. İPSGK'nın Yapısı ve İşleyişi .....	26
7.1. İPSGK'nın Yapısı.....	26
7.2. İPSGK'nın Toplanması ve Karar Alması.....	26
7.3. İPSGK Toplantısına Çağrı.....	26
7.3.1. Çağrıda Bulunabilecek Organ veya Kişiler .....	26
7.3.2. Toplantıya Çağrı Usulü.....	27
7.4. Toplantı Zamanı .....	28
7.5. Toplantı Gündemi.....	28
7.6. İPSGK Toplantı ve Karar Nisapları .....	28
7.7. Toplantıda Komiser Bulundurma Zorunluluğu .....	29
8. İPSGK Kararlarının Hukuka Aykırılığı .....	30
8.1. İPSGK Kararlarının Yokluğu ve Butlanı .....	30
8.2. İPSGK Kararlarının İptal Edilebilirliği .....	30
8.2.1. TTK Bakımından .....	30
8.2.2. Yeni TTK Bakımından .....	31
8.2.3. İptal Kararlarının Etkisi .....	32

### **IV. BÖLÜM**

#### **ANONİM ORTAKLIK KAVRAMININ KAMU HUKUKU SÜJESİ Mİ YOKSA ÖZEL HUKUK SÜJESİ Mİ OLDUĞU SORUNU**

1. Genel Olarak Anonim Ortaklıklar Hukukunun Niteliği .....	33
2. Halka Açık Anonim Ortaklıklar .....	34
2.1. HAAO'larda Menfaat Çatışmaları ve Temsil Sorunu .....	35
2.2. Temsil Sorunu ve İmtiyazlı Paylar .....	36
2.3. Temsil Sorununu Aşma Maliyetini Azaltma Yöntemleri.....	40
2.3.1. Genel Olarak .....	40
2.3.2. Düzenleyici Stratejiler .....	41
2.3.3. Yönetim Stratejileri .....	42
2.3.4. Temsil Sorununu Aşma Maliyetini Azaltma Yöntemleri Örnekleri.....	43
2.3.4.1. Kamunun Aydınlatılması .....	43
2.3.4.2. Kurumsal Yönetim.....	45
3. Diğer Özel Nitelikli Anonim Ortaklıklar .....	48
4. Yeni TTK Bakımından Konunun Değerlendirilmesi.....	49
4.1. İmtiyazlı Paylar Bakımından.....	49
4.2. Kamunun Aydınlatılması ve Kurumsal Yönetim Bakımından .....	51
SONUÇ .....	53
KAYNAKÇA .....	54

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>6215 sayılı Kanun</b>	:	6215 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun
<b>654 sayılı KHK</b>	:	654 sayılı Gümrük ve Ticaret Bakanlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname
<b>AB</b>	:	Avrupa Birliği
<b>BATİDER</b>	:	Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Dergisi
<b>BK</b>	:	818 sayılı Borçlar Kanunu
<b>bkz.</b>	:	Bakınız
<b>C.</b>	:	Cilt
<b>HAAO</b>	:	Halka açık anonim ortaklık
<b>Komiser Yönetmeliği</b>	:	Sermaye Şirketlerinin Genel Kurul Toplantıları ve Bu Toplantılarda Bulunacak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Komiserleri Hakkında Yönetmelik
<b>Kurul</b>	:	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>KYİ</b>	:	Kurumsal Yönetim İlkeleri
<b>MK</b>	:	4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
<b>S.</b>	:	Sayı
<b>s.</b>	:	Sayfa
<b>Seri:IV, No:38 sayılı Tebliğ</b>	:	Seri:IV, No:38 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği
<b>SPK</b>	:	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPKn</b>	:	2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TTK</b>	:	6762 Türk Ticaret Kanunu
<b>vd.</b>	:	ve devamı
<b>Yeni TTK</b>	:	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu

## GİRİŞ

İmtiyazlı paylar, anonim ortaklık hukukunda önem arz eden konuların başında gelmektedir. Zira imtiyazlı paylar bir taraftan, başka paylara oranla, üstün ve ayrıcalıklı haklar sağlamak suretiyle, pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulması ilkesinin bir istisnasını teşkil ederken, öte yandan sağladıkları oy ve/veya yönetsel üstün haklar nedeniyle, anonim ortaklık bünyesindeki menfaat grupları arasındaki dengeleri doğrudan etkilemektedir.

Bu çalışmanın konusu esas itibarıyla 1.7.2012 tarihinde yürürlüğe girecek olan 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu (Yeni TTK) ile imtiyazlı paylara ilişkin olarak getirilen düzenlemeler ve bu düzenlemeler kapsamında anonim ortaklık kavramının aidiyeti sorunudur. 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 1.7.2012 tarihine kadar uygulanmaya devam edecek olması nedeniyle çalışmanın bütününde, Yeni TTK hükümleri mevcut hükümler ile karşılaştırmalı olarak ele alınmış ve farklılık arz eden hususlara dikkat çekilmeye çalışılmıştır.

Bu kapsamda çalışmamızın ilk bölümünde imtiyazlı paya ilişkin kavramsal açıklamalara yer verildikten sonra, imtiyazlı payların benzer kavramlar ile olan ilişkisi, özellikleri, imtiyazlı pay ihracı usulü ve 6215 sayılı Kanun ile TTK'nın 401'inci maddesinde yapılan değişiklik nedeniyle mevcut imtiyazlara getirilen sınırlandırmalar, bu değişik nedeniyle ortaya çıkması muhtemel sorunlar ve çözüm önerileri ele alınmıştır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde imtiyazlı pay türleri incelenmiş, üçüncü bölümde ise imtiyazların korunmasına ilişkin TTK, Yeni TTK ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) yer alan düzenlemeler ile imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu üzerinde durulmuştur.

Çalışmamızın son bölümü ise güncel gelişmeler ışığında anonim ortaklıklar hukukunun niteliği ve aidiyeti, anonim ortaklık bünyesinde ortaya çıkan menfaat çatışmaları ve temsil sorunu ile temsil sorununu aşma maliyetini azaltma yöntemlerine hasredilmiştir. Bu bölümde, anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin irade serbestisini sınırlayan düzenlemelerin daha net bir biçimde görüldüğü imtiyazlar hususuna ağırlık verilmiş olmakla birlikte, güncel gelişmelerin de etkisi ile konuya, kamunun aydınlatılması ve kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler bakımından da değinilmiş ve inceleme belirtilen bu haller ile sınırlı tutulmuştur.

## I. BÖLÜM

### İMTİYAZLI PAY KAVRAMI, BENZER KAVRAMLAR İLE İLİŞKİSİ, ÖZELLİKLERİ VE İHRACI

#### 1. İmtiyaz ve İmtiyazlı Pay Kavramı

Arapça kökenli bir kelime olan imtiyaz kavramı, hukuki bakımdan, başkalarına oranla kabul edilen üstünlük, ayrılık, farklılık<sup>1</sup>, genel anlamı ile de, başkalarına tanınmayan özel, kişisel hak veya şart, ayrıcalık olarak tanımlanmaktadır<sup>2</sup>. Dolayısıyla, imtiyaz kavramı bünyesinde, bir karşılaştırma kriteri yani görecelilik barındırmakta ve yapılan tanımlarda hep başkalarına göre mevcut bulunan farklılık ve ayrıcalıklar göz önüne alınmaktadır.

Bu çerçevede, imtiyazlı payı, başka paylara oranla, üstün konumda olan, ayrıcalıklı pay olarak tanımlamak mümkün olmakla birlikte, doktrinde, farklı ve üstün haklar bahşetmek suretiyle özel bir grup oluşturan payların nasıl isimlendirilmesi gerektiği konusunda görüş birliği bulunmamaktadır<sup>3</sup>.

Doktrindeki tanım farklılığına rağmen, TTK bakımından, 393'üncü madde<sup>4</sup> bir yana bırakılacak olursa, imtiyazlı paylara ilişkin terim birliğinin bulunduğunu söylemek mümkündür. Durum Yeni TTK bakımından değerlendirildiğinde, 478'inci madde uyarınca imtiyazlı payın, kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, üstün<sup>5</sup> bir hak taniyan veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkını bünyesinde barındıran pay şeklinde tanımlanması mümkündür.

Bu noktada, TTK ile Yeni TTK arasındaki şu farklılık dikkat çekicidir. Yeni TTK'nın kabulünden önce doktrinde benimsenmiş olan tanımlar göz önünde bulundurulduğunda, çeşitli pay gruplarına esas sözleşme ile tanınan hakların birbirine eşit ve fakat kanunda öngörülenden daha üstün nitelikler taşıdığı haller imtiyazlı pay olarak nitelendirilemeyeceken<sup>6</sup>, Yeni TTK bakımından bu durumdaki paylar açıkça imtiyazlı olarak kabul edilmiştir<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> **YILMAZ, Ejder**: Hukuk Sözlüğü, Ankara 1982, s. 59.

<sup>2</sup> <www.tdk.gov.tr>.

<sup>3</sup> Doktrindeki farklı imtiyazlı pay tanımları için bkz. **KARAHAN, Sami**: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması, İstanbul 1991, s. 45; **AYTAÇ, Zühtü**: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988, s. 87; **ERİŞ, Gönen**: "Ayrıcalıklı Pay Senetleri I", Yargıtay Dergisi, C. 5, S. 4, Ankara 1979, s. 917-918; **İMREGÜN, Oğuz**: "Anonim Ortaklıklarda Özel Kategori Paylar", Prof. Dr. Turgut KALPSÜZ'e Armağan, Ankara 2003, s. 181; **İMREGÜN, Oğuz**: Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri, İstanbul 1962, s. 86; **POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/CAMOĞLU, Ersin**: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Güncelleştirilmiş 11. Bası, İstanbul 2009, s. 476.

<sup>4</sup> TTK'nın 300, 389, 391, 401, 455 ve 460'ıncı maddelerinde imtiyaz terimi kullanılmış olmakla birlikte, TTK'nın 393/2 maddesinin üçüncü bendinde, rüçhan terimine yer verilmiştir. Söz konusu hükümde yer verilen rüçhan terimi ile 394'üncü madde anlamındaki rüçhan terimi birbirinden farklıdır. TTK'nın 393'üncü maddesi, varlığı halinde, mutlaka izahnamede bulunması gereken bir rüçhan hakkından söz ederken, TTK'nın 394'üncü maddesi anlamındaki rüçhan hakkının yani yeni pay alma hakkının varlığı için aksine düzenleme bulunmaması gerekli ve yeterlidir. Dolayısıyla, TTK'nın 393/3 maddesinde geçen rüçhan hakkı, 394'üncü maddede düzenlenmiş olan yeni pay alma hakkını ifade etmemektedir. Aksine bu terim imtiyaz terimi ile eş anlamlı olarak kullanılmıştır. Bu çerçevede, 393'üncü madde haricinde, TTK bakımından imtiyazlı paylara ilişkin bir kavram kargaşası mevcut değildir.

<sup>5</sup> Madde gerekçesinde, söz konusu üstünlüğün hiyerarşik bir üstünlük olmadığı, imtiyazlı payların, adi paylara nazaran daha fazla pay sahipliği hakkı sağladığı anlamında kullanıldığı belirtilmektedir.

<sup>6</sup> Tanınan bu üstün hak her bir pay bakımından esas sözleşmeden kaynaklanan bir müktesep hak halini alır ve bundan böyle anılan hakta malikin onayı bulunmadıkça bir kısıtlamaya gidilemez. Böyle bir düzenleme, daha sonra kanunda belirlenmiş olan asgari oy hakkı ile pay ihraç edilmesi halinde, daha önce çıkarılmış olan



## 2. İmtiyazlı Pay Kavramının Benzer Kavramlar İle İlişkisi

### 2.1. İmtiyazlı Pay ve Müktesep Hak İlişkisi

Müktesep hak kavramı<sup>8</sup>, TTK'nın 385/2 maddesinde, kanun veya esas sözleşme hükümlerine göre genel kurul ve yönetim kurulu kararlarına tabi olmayan yahut genel kurul toplantılarına iştirak hakkından doğan, özellikle üyelik, oy kullanmak, iptal davası açmak, kâr payı almak ve tasfiye neticesine iştirak etmek gibi haklar olarak belirtilmiştir<sup>9</sup>. Söz konusu hüküm müktesep hakkın tanımını vermekten ve bu hakları diğer haklardan ayırmaya yarayan kriteri ortaya koymaktan ziyade, bazı hakların müktesep hak olduğunu sınırlı olmayan bir şekilde saymıştır<sup>10</sup>.

Yeni TTK'da da, müktesep hakkı tanımlayan bir hükme yer verilmemiş, TTK'nın 385/1 maddesine karşılık gelen 452'nci maddede, genel kurulun, aksine esas sözleşmede hüküm bulunmadığı takdirde, kanunda öngörülen şartlara uyararak, esas sözleşmenin bütün hükümlerini değiştirebileceği ve fakat müktesep ve vazgeçilmez hakların saklı olduğu belirtilmiştir.

Bu çerçevede müktesep hakkın, pay sahibinin rızası bulunmadıkça, üzerinde tasarruf edilemeyen hak olarak tanımlanması mümkündür. Dolayısıyla, müktesep hakkın karakteristik özelliği, pay sahibinin rızası ile bu hakkından vazgeçebilmesidir. Bu nedenle, imtiyaz tesisi, pay sahiplerinin müktesep haklarını ihlal etmekte ve imtiyazın ilgili pay sahiplerine ait müktesep haklar üzerinde de geçerli olması istenmekte ise, bunun için ilgili pay sahibinin rızasının aranması gerekecektir<sup>11</sup>.

Konuya başka bir açıdan bakıldığında ise, imtiyazlı payların, aynı zamanda birer müktesep hak oluşturup oluşturmadığının değerlendirilmesi gerekmektedir. Belirtmek gerekir ki, imtiyazlı payların, TTK'nın 385'inci maddesi anlamında müktesep hak olarak

---

payları oy hakkında imtiyazlı hale dönüştürmeye yarayabilir. **TEOMAN, Ömer**: “Bir Anonim Ortaklıkta Payların Tümüne Yasada Öngörülenden Daha Fazla Hak Tanınması Ayrıcalık Yaratmak Anlamına Gelir Mi?”, **BATİDER**, C. XVII, S. 3, Ankara 1996, (s. 1-6), s. 4. Aksi yöndeki görüş için bkz. **TEKİNALP, Ünal**: “İmtiyazlı Paylar”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XIII**, Ankara 1996, s. 5; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 478.

<sup>7</sup> Avrupa'da imtiyazlı payların durumu tartışmalı olmakla birlikte, genel olarak bu paylara izin verilmektedir. **KRAAKMAN, Reinier/ARMOUR, John/DAVIES, Paul/ENRIQUES, Luca/HANSMANN, Henry/HERTING, Gerard/HOPT, Klaus/KANDA, Hideki/ROCK, Edward**: *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford 2010, s. 192.

<sup>8</sup> **İMREGÜN**'e göre müktesep hak, genel kurulun esas sözleşmeyi değiştirme yetkisi karşısında, münferit pay sahiplerinin korunması amacı ile doktrin, içtihatlar ve sonraları kanun koyucular tarafından geliştirilmiş olan bir teoridir. Böylelikle müktesep hak teorisine, ekonomik şartlara ayak uydurma zorunluluğu karşısında, esas sözleşmenin genel kurul tarafından değiştirilmesi keyfiyetinin sakıncalarını önlemek fonksiyonu verilmiştir (**İMREGÜN**, *Menfaat İhtilafları*, s. 107, 124-125).

<sup>9</sup> TTK'nın 385/2 maddesinde her ne kadar söz konusu haklar müktesep hak olarak sayılmış ise de, esasen bu haklar, kanunun emredici hükümlerinden doğan haklar olup, bunlar üzerinde sahiplerinin rızası ile dahi değişiklik yapılması mümkün değildir. Zira bu haklar, müktesep haklardan daha güçlü bir şekilde korunmuştur. Bu haklar ihlal edildiğinde, pay sahibi müktesep hakkının ihlal edildiğini değil, doğrudan doğruya ilgili kanun hükmüne dayanmak suretiyle ihlalin varlığını ispat edecektir. **İMREGÜN**, *Menfaat İhtilafları*, s. 128. Aynı yöndeki görüş için bkz. **ULAŞ KISA, Seda**: “Anonim Ortaklıkta Yaşanan Çıkar Çatışmasının Azınlıkta Kalanlara Zarar Vermemesi İçin Öngörülen Hukuki Araçlar”, *Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp'e Armağan*, C. I, İstanbul 2003, s. 516.

<sup>10</sup> **İMREGÜN**, *Menfaat İhtilafları*, s. 121; **AKYAZAN, Sıtkı**: “Anonim Ortaklıklarda Paydaşların Müktesep Hakları”, **BATİDER**, C. VIII, S. 2, Ankara 1975, s. 38.

<sup>11</sup> Aksi takdirde, rızası sağlanamayan pay sahibinin müktesep hakkı saklı kalacaktır. Başka bir deyişle, bazı pay sahiplerinin rıza göstermemiş olmaları imtiyazın oluşumuna etki etmeyecek, imtiyazlar, kendi müktesep haklarının sınırlandırılmasına rıza gösteren pay sahipleri üzerinde geçerli olacaktır. **KARAHAN**, *İmtiyazlı Paylar*, s. 37.

kabulü mümkün değildir<sup>12</sup>. Zira TTK'nın 385'inci maddesinde örnek olarak sayılan müktesep hakların imtiyazlı olmaları halinde, imtiyazlarını da müktesep hak olarak nitelendirmek kanun koyucunun amacını aşar ve imtiyazlara TTK'nın 389'uncu maddesinde verilen korumanın dışında ek bir zırh sağlanmış olur<sup>13</sup>. Nitekim TTK'nın 385'inci maddesinin amacı, ortaklığa katılmanın ana sebebini oluşturan bazı temel hakların korunması olup, paylar arasında eşitlik ilkesinin bir istisnasını oluşturan<sup>14</sup> imtiyazın, bir de müktesep hak olarak güçlendirilmesi değildir.

Bunun yanı sıra, imtiyazların esas sözleşmede gerçekleştirilebilecek bir değişiklikle sınırlandırılması ve hatta tamamen ortadan kaldırılması mümkün bulunmaktadır<sup>15</sup>. Zira müktesep haklar, pay sahibinin rızası olmadıkça, genel kurul veya yönetim kurulu tarafından tasarruf konusu edilemediği halde, imtiyazlı paylar üzerinde, TTK'nın 389'uncu ve Yeni TTK'nın 454 ve 460'ıncı maddelerinde öngörülen usul ve esaslar dâhilinde genel kurul veya yönetim kurulu kararı ile tasarruf edilmesi mümkündür.

## 2.2. İmtiyazlı Pay ve Eşit İşlem İlkesi İlişkisi

Anonim şirketler hukukunun temel taşlarından biri eşit işlem ilkesidir<sup>16</sup>. Bu ilke TTK'da açık bir şekilde zikredilmemekle birlikte, doktrinde pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulmaları konusunda görüş birliği vardır<sup>17</sup>. Yeni TTK'nın "Eşit işlem ilkesi" başlıklı 357'nci maddesinde de pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulacağı belirtilerek, eşit işlem ilkesi açık bir kanun hükmü haline getirilmiştir<sup>18</sup>.

Bunun yanında, eşit işlem ilkesi, SPKn'nun 12/4 maddesinin son cümlesinde, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş halka açık anonim ortaklıklar (HAAO) bakımından, yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisinin, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamayacağına ilişkin hüküm ile de kabul edilmiş ve yönetim kurulunun belirtilen yetkisi eşit davranma ilkesi ile sınırlandırılmıştır<sup>19</sup>.

<sup>12</sup> **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 480; **TEKİNALP, Ünal**: "Kâr Payında İmtiyaz Oranını ve Dağıtımda Sırayı Değiştiren Genel Kurul Kararının TK. m.385 Anlamında 'Müktesep Hak' Kavramı Karşısında Durumu", İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXV, S. 11, İstanbul 1979, s. 530; **İMREGÜN, Özel Kategori Paylar**, s. 199; **İMREGÜN, Menfaat İhtilafları**, s. 123; **İMREGÜN, Oğuz**: "Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Kâr Payı (Temettü) Hakkı", Prof. Dr. Ömer TEOMAN'a 55. Yaş Günü Armağanı, C. I, İstanbul 2002, s. 430; **AYTAÇ**, s. 88; **GÜNEL, Onur Kerem**: Özel Kategori Paylar, Ankara 1997, s. 6. Bununla birlikte **GÜNEL**, eserin başka bir kısmında, imtiyazlı payların müktesep hakları ihlal edip etmediği hususunun tartışmalı olduğunu ve bu konuda kesin bir kural koymanın mümkün olmadığını belirtmektedir (**GÜNEL**, s. 55).

<sup>13</sup> **TEKİNALP**, Kâr Payında İmtiyaz ve Müktesep Hak, s. 530.

<sup>14</sup> **GÜNEL**, s. 5; **PULAŞLI, Hasan**: "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Oy Hakkındaki İmtiyazın Sınırı ve Etkisiz Olduğu Haller", BATİDER, C. XXIV, S. 3, Ankara 2008, s. 19.

<sup>15</sup> **GÜNEL**, s. 6-7.

<sup>16</sup> Anonim ortaklıklarda eşit işlem ilkesi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **YILDIZ, Şükrü**: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara 2004, s. 21 vd.

<sup>17</sup> **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 528; **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 41; **KENDİGELEN, Abuzer**: "İsviçre Hukukunda Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar", Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN'e Armağan, s. 335; **NOMER, Füsün**: "Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi", Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN'e Armağan, s. 470; **AKBULAK, Yavuz**: Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar, <<http://www.legalisplatform.net/Makale/ANON%C4%B0M%20%C5%9E%C4%B0RKETLERDE%20%C4%B0MT%C4%B0YAZLI%20PAYLAR.pdf>> (Erişim Tarihi: 20.10.2011), s. 2; **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 181; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 85; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri I, s. 915.

<sup>18</sup> Yeni TTK'nın 357'nci maddesinin gerekçesinde, evrensel nitelikteki eşit işlem ilkesinin bir üst kural haline getirildiği ifade edilmektedir.

<sup>19</sup> **NOMER**'e göre bu hükmün asıl önemi rüçhan hakkının sınırlandırılmasında eşit davranma ilkesine uyulma zorunluluğu getirmesi değil, aynı maddenin altıncı fıkrası ile yönetim kurulu kararlarına ilişkin olarak getirmiş olduğu iptal müeyyidesidir (**NOMER**, s. 482). AB bünyesinde yer alan tüm hukuk düzenlerinde,

Eşit işlem ilkesi, çoğunluğun gücünü, azınlığın yararına sınırlayan hukuki araçlardan biri olup, özellikle çoğunluğun gücünün kötüye kullanılmasına karşı, azınlığın hatta münferit pay sahibinin korunması amacıyla hizmet etmektedir<sup>20</sup>. Eşit işlem ilkesi, aynı şartlar altında, bir pay sahibinin diğer pay sahibi veya sahipleri gibi işleme tabi tutulması anlamını taşımakta<sup>21</sup> olup, bu ilke pay sahipleri arasında mutlak<sup>22</sup> bir eşitliği değil, eşit yani aynı konumdaki pay sahipleri arasındaki eşitliği vurgulamaktadır. Başka bir deyişle, bu ilke, her pay sahibinin diğerleri ile aynı işleme tabi tutulacağını değil, eşit şartların varlığında hiçbir pay sahibinin diğerinden daha kötü işleme muhatap olmaması zorunluluğunu ifade etmekte, yani nispi eşitliği<sup>23</sup> kabul etmektedir<sup>24</sup>. Nitekim bu hususun yansımaları, Yeni TTK'nın 357'nci maddesinin lafzında açıkça görülmektedir<sup>25</sup>. Eşitlik kuralı olarak payın dâhil olduğu pay grubu çevresinde ve sahip olunan pay miktarı ile orantılıdır<sup>26</sup>.

İmtiyazlı payların eşit işlem karşısındaki durumu değerlendirildiğinde, imtiyazlı pay ihracının eşit işlem ilkesinin ihlali anlamına gelmeyeceğini söylemek mümkündür. Zira imtiyazlı olan ve olmayan payların varlığı halinde, şartların farklılığı, farklı pay sahiplerine farklı işlemlerde bulunulmasını haklı kılmaktadır<sup>27</sup>.

### 3. İmtiyazlı Payların Özellikleri

#### 3.1. Esas Sözleşmede Öngörülme Zorunluluğu

Türk hukukunda imtiyazlı payları düzenleyen ana hüküm mahiyetindeki TTK'nın 401'inci maddesinde, "*Esas mukavele ile bazı nevi hisse senetlerine kâr payı veya tasfiye halindeki şirket mevcudunun dağıtılması ve sair hususlarda imtiyaz hakları tanınabilir.*" hükmüne, Yeni TTK'nın 478/1 maddesinde de, "*İlk esas sözleşme ile veya esas sözleşme değiştirilerek bazı paylara imtiyaz tanınabilir.*" hükmüne yer verilmiş olup, imtiyazlı

---

HAAO'lar bakımından pay sahiplerinin rüçhan hakkının varlığı kabul edilmektedir. Bununla birlikte pay sahiplerinin nitelikli bir çoğunluk ile alacakları bir karar ile bu haktan vazgeçerek, yeni pay ihraç etme yetkisini yönetim kuruluna bırakmaları mümkündür. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 195.

<sup>20</sup> **OMAG, Merih Kemal**: "Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi", Marmara Üniversitesi Hukuk Araştırmaları, İstanbul 1986, s. 2.

<sup>21</sup> **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 528; **NOMER**, s. 471, 485.

<sup>22</sup> Mutlak anlamda eşitlik, şartlar, fedakârlıklar, yüklenen sorumluluklar, yapılan katkılar aynı olmadığı halde, her bir pay sahibine aynı hakkın tanınmasını veya mükellefiyetin yüklenmesini ifade etmektedir. Mutlak eşitlik kavramına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **OMAG**, s. 1-9.

<sup>23</sup> **OMAG**'a göre, nispi eşitlik ilkesinin iki farklı boyutu bulunmakta olup, bunlar oransallık ilkesi anlamında nispi eşitlik ve eşit işlem ilkesi anlamında nispi eşitliktir. Oransallık ilkesi anlamındaki nispi eşitlik, anonim ortaklıklarda getirilen sermaye miktarı önem arz ettiğinden, her pay sahibinin ortaklığa katılma payına ilişkin oranla değişen haklarını ifade etmektedir. Eşit işlem ilkesi anlamındaki nispi eşitlik ise, anonim ortaklığın pay sahipleri karısında eşitlik esaslarına göre hareket etmesi, haklı, makul, objektif surette mazur veya meşru sebepler olmadıkça aynı şartlar altındaki pay sahipleri arasında ayırım ve farklılıklar yaratılmaması anlamına gelmektedir (**OMAG**, s. 2).

<sup>24</sup> **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 528; **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 42; **NOMER**, s. 471, 485; **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 181; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 86; **OMAG**, s. 1; **GÜNEL**, s. 6-7; **YILDIZ**, s. 65.

<sup>25</sup> Nitekim söz konusu maddenin gerekçesinde de, eşit işlem ilkesinin ancak şartların eşit olması halinde uygulanabileceği ifade edilmektedir.

<sup>26</sup> **NOMER**, s. 472.

<sup>27</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 44; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 480. Nitekim eşit işlem ilkesi mutlak anlamda uyulması gereken bir hukuk kuralı olmayıp, bu ilkenin taraflarca göz ardı edilmesi, ayrımcılık yapılmasına sözleşme serbestisi içerisinde rıza gösterilmesi mümkündür. **NOMER**, s. 472, dipnot 12'de belirtilen yazarlar; Yeni TTK'nın 357'nci maddesinin gerekçesi.

payların mutlaka esas sözleşmede öngörülmesi gerektiği açıkça belirtilmiştir. Dolayısıyla, imtiyaz tanınabilmesi için, bunun mutlaka esas sözleşme ile yapılması gerekmektedir<sup>28</sup>.

Esas sözleşme ile öngörülmüş olma imtiyazlar bakımından bir geçerlilik şartı olup, esas sözleşme dışında imtiyaz yaratılabilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla, esas sözleşmede hüküm bulunmadıkça, tüm pay sahiplerinin oy birliği ile alacakları bir genel kurul kararı ile dahi imtiyaz yaratılması mümkün değildir<sup>29</sup>. Bu yükümlülüğün ilk esas sözleşme ile kuruluş aşamasında veya daha sonraki bir esas sözleşme değişikliği ile yerine getirilmesi mümkündür<sup>30</sup>.

Bununla birlikte, imtiyazlı pay ihracı için salt esas sözleşmede hüküm bulunması yeterli olmayıp, imtiyazın kapsam, koşul ve sınırlarının da esas sözleşmede açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, soyut hükümler içeren bir esas sözleşme hükmüne dayanılarak imtiyazlı pay ihracı mümkün değildir<sup>31</sup>.

### 3.2. İmtiyazın Paya ve Pay Gruplarına Tanınması

İmtiyaz, pay sahibine değil, yalnızca paya tanınabilir. Dolayısıyla, pay sahibine tanınan ayrıcalıkların, TTK ve Yeni TTK kapsamında imtiyaz olarak nitelendirilmesi mümkün değildir<sup>32</sup>. Nitekim TTK'nın 401'inci ve Yeni TTK'nın 339/2(d), 360/2, 421/6, 465/1(e) ve 478/1 maddelerinde belirli paylara imtiyaz tanınabileceği ifade edilerek, imtiyazın yalnızca paya tanınabileceği açık bir biçimde hükme bağlanmıştır<sup>33</sup>. Doktrinde, üstünlük ve ayrıcalıkların kişiye bağlanması halinde, bu durumun sözleşmesel bir hak teşkil edeceği ifade edilmektedir<sup>34</sup>.

İmtiyazın paylar yanında, pay gruplarına tanınması da mümkündür. Nitekim aynı nitelikteki imtiyazlara sahip payların, diğer paylardan ayrı bir grup meydana getirmesi bu durumun doğası gereğidir. Başka bir ifade ile hak farklılığı, beraberinde grup farklılığını da getirmektedir<sup>35</sup>. Zaten, TTK'nın 401'inci maddesinin amacı da, imtiyazlı payların, diğer pay gruplarına kıyasla farklı bir pay grubu tesis ettiğini vurgulamaktır.

<sup>28</sup> Benzer nitelikteki hükümlere Yeni TTK'nın 507/2 ve 576/1(c) maddelerinde de yer verilmiş olup, imtiyazlara ilişkin hükümlerin esas sözleşme ile birlikte tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir.

<sup>29</sup> **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 477.

<sup>30</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 25; **AKBULAK**, s. 2; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 477; **PULAŞLI**, s. 20.

<sup>31</sup> İmtiyazın kapsam, koşul ve sınırları konusunda belirleyici olmayan esas sözleşme hükümlerine dayanarak imtiyazlı pay ihracına karar veren bir genel kurul kararının TTK'nın 381'inci maddesi kapsamında iptalinin talep edilmesi ve yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gidilmesi mümkündür. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 26; **AKBULAK**, s. 3; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri I, s. 923; **AYTAÇ**, s. 88; **GÜNEL**, s. 7; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 477-478; Yeni TTK'nın 478/1 maddesinin gerekçesi.

<sup>32</sup> **TEKİNALP**, İmtiyazlı Paylar, s. 7; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 87; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri I, s. 916; **GÜNEL**, s. 9; **AKBULAK**, s. 3; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 478.

<sup>33</sup> Yeni TTK'nın 357'nci maddesinin gerekçesi.

<sup>34</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 20; **GÜNEL**, s. 9; **KİRTİL**, Neşe: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Pay Sahipleri Genel Kurulu, İzmir 2005, s. 8.

<sup>35</sup> **TEKİNALP**, imtiyazın pay grubuna tanınmasının, imtiyazın paya bağlı olması gerektiği ilkesine bir istisna teşkil ettiğini ve grup imtiyazının imtiyazın geniş yorumu ile açıklanabilen bir fenomen olduğunu belirtmektedir. (**TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 479-480). **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 15-16. **KARAHAN**'a göre, hakları ve grupları farklılaştıran ana unsur, özlerindeki menfaat farklılaşması, diğer bir ifade ile menfaat çatışmasıdır. Dolayısıyla, görünüşte bir ayniyet olsa da, imtiyazın tespiti için, temel ölçüt olarak menfaat çatışması alınmalı ve paylar arasındaki görünüşteki ayniyetin arkasında özde bir farklılaşma, temelde bir çatışma varsa, görünüşteki ayniyete rağmen, hakların ve dolayısıyla grupların farklı olduğu sonucuna varılmalıdır. (**KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 18-19).

### 3.3. Pay Sahipliği Haklarının Farklılaştırılması

İmtiyazlı payların diğere bir ortak özelliği, pay sahipliği haklarında farklılaşma yaratmasıdır ki zaten imtiyazın özünde de bu farklılaşma yatmaktadır. Dolayısıyla, imtiyazlı pay ve pay gruplarından söz edilebilmesi için, belirli pay veya pay grubunun diğere pay veya pay gruplarına nazaran, pay sahipliği hakları itibariyle farklılıklar ve üstünlükler içermesi gerekmektedir<sup>36</sup>.

Bu farklılık ve üstünlükler, TTK'nın 401'inci maddesinde ifadesini bulduğu üzere, kâr payı, tasfiye payı ve sair hususlarda olabilecektir. Yeni TTK'nın 478/2 maddesinde de, imtiyazın kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda olabileceği ve kanunda öngörülmemiş olan yeni bir pay sahipliği hakkı tanımak suretiyle de imtiyaz yaratılabileceği belirtilmiştir. Bu nedenle, anılan şekilde pay sahipliği haklarında meydana getirilen farklılaşma, imtiyaz tesisi için gerekli ve yeterlidir<sup>37</sup>. Dolayısıyla, bu özellikte olmayan ayrıcalıkların imtiyaz olarak nitelendirilmesi mümkün olmayıp, payların hamiline veya nama yazılı olması, ihraç değeri farklılığı, pay sahipleri tarafından getirilen sermayenin nakit veya ayın olması, pay sahiplerine mahsuben yapılan ödemelerin farklılığı, payların ihraç tarihlerindeki farklılık gibi durumlar TTK'nın 401'inci ve Yeni TTK'nın 478'inci maddesi kapsamında imtiyaz olarak kabul edilemez<sup>38</sup>.

## 4. 6215 Sayılı Kanun İle TTK'nın 401'inci Maddesinde Yapılan Değişiklik İle İmtiyazlara Getirilen Sınırlama, Mevcut Hukuki Durum, Sorunlar ve Çözüm Önerileri

### 4.1. Genel Olarak

6215 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un<sup>39</sup> (6215 sayılı Kanun) 15'inci maddesi ile TTK'nın imtiyazlı payları düzenleyen 401'inci maddesine iki yeni fıkra eklenmiş olup, anılan hükümler şu şekildedir:

*“Pay sahipleri arasında Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğere kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst kuruluşları bulunan anonim şirketlerde ve iştiraklerinde; kamu tüzel kişileri ile kamuya yararlı dernek ve vakıflar lehine tesis edilebilecek imtiyazlar hariç olmak üzere, diğere pay sahiplerinden biri veya birkaçı lehine bu Kanunda düzenlenen herhangi bir imtiyaz tesis edilemez.*

*İkinci fıkraya aykırı esas mukaveleler, bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihten itibaren altı ay içinde anılan fıkra hükmüne uygun hale getirilir. Gerekli esas mukavele değişikliklerinin ve uyarlamalarının bu süre içinde gerçekleştirilmemesi halinde, ilgili esas mukavele hükümleri bu sürenin dolduğu tarihte kendiliğinden geçersiz hale gelir ve esas mukavelede öngörülen imtiyazların tümü kanunen sona erer.”*

Belirtilen düzenleme uyarınca, pay sahipleri arasında Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğere kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst kuruluşları bulunan anonim ortaklıklarda ve iştiraklerinde ancak kamu tüzel kişileri ile kamuya yararlı dernek ve vakıflar lehine imtiyaz tanınabileceği olup, buna aykırı şekilde imtiyaz tanıyan esas sözleşme hükümlerinin 6215 sayılı Kanun'un yürürlük tarihinden itibaren altı ay içerisinde (12.10.2011 tarihine kadar) değiştirilmesi gerekmektedir.

<sup>36</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 14; AKBULAK, s. 3; İMREGÜN, Özel Kategori Paylar, s. 182; İMREGÜN, Menfaat İhtilafları, s. 87; GÜNEL, s. 7-8; TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU), s. 478.

<sup>37</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 19.

<sup>38</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 15; ERİŞ, Ayrıcalıklı Pay Senetleri I, s. 919; GÜNEL, s. 8; PULAŞLI, s. 20.

<sup>39</sup> 12.4.2011 tarih ve 27903 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Bununla birlikte, 654 sayılı Gümrük ve Ticaret Bakanlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname'nin<sup>40</sup> (654 sayılı KHK) 1'inci maddesi ile TTK'nın 401/2 maddesindeki "*altı ay*" ibaresi "*bir yıl*" şeklinde değiştirilerek, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın bu süreyi üç aya kadar uzatmaya yetkili olduğu hükme bağlanmıştır.

Diğer taraftan, Yeni TTK'nın imtiyazlı payları düzenleyen 360, 478 ve 479'uncu maddeleri 1.7.2012 tarihinde yürürlüğe girecek olup, Yeni TTK'nın yürürlüğe girdiği tarihte 6762 sayılı TTK yürürlükten kalkacaktır. Dolayısıyla, TTK'nın 401'inci maddesine eklenen hükümler de Yeni TTK'nın yürürlüğe girmesi ile birlikte uygulanma kabiliyetini yitirecektir.

#### **4.2. Mevcut Hukuki Durum, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**

TTK'nın 401'inci maddesinde yapılan bu düzenleme ile 6215 sayılı Kanun'un 15'inci maddesinde belirtilen anonim ortaklıklar bakımından, kamu tüzel kişileri ile kamuya yararlı dernek ve vakıflar lehine tesis edilebilecek imtiyazlar hariç olmak üzere, diğer pay sahibi veya pay gruplarının lehine tesis edilmiş imtiyazlar ile belirtilen nitelikteki pay sahipleri dışında kalan pay sahipleri lehine yeni imtiyaz tesisi olanağı ortadan kaldırılmıştır.

Bununla birlikte, TTK'nın 401'inci maddesinde getirilmiş olan yeni düzenlemelerin hukuki nitelendirme ve uygulamada sakıncalara yol açabileceği düşünülmektedir.

Her şeyden önce, yapılan bu değişiklik imtiyazın yalnızca paya tanınabileceği prensibi ile çelişmektedir. Zira pay sahiplerinin şahsına sağlanan üstünlüklerin imtiyaz olarak nitelendirilmesi mümkün olmayıp, pay sahibinin şahsına tanınan bu tür haklar, ancak birer sözleşmesel hak teşkil edebilir. Bununla birlikte, 6215 sayılı Kanun'un 15'inci maddesi ile getirilen hüküm bu temel prensipten tamamen ayrılarak, imtiyazı pay sahibinin kişisel özelliklerine bağlı bir husus haline getirmiştir. Gerçekten, TTK'nın 401/2 maddesinde "*kamu tüzel kişileri ile kamuya yararlı dernek ve vakıflar lehine tesis edilebilecek imtiyazlar*" ifadesine yer verilmek suretiyle pay sahibinin özelliği ölçü alınmış ve imtiyazın paya tanınması gerektiği prensibine tam olarak uyum sağlanamamıştır.

Bunun yanı sıra, TTK'nın 401/2 maddesinin, HAAO'lar bakımından uygulamada problemlere yol açması da muhtemeldir. 6215 sayılı Kanun'un 15'inci maddesi HAAO'lar veya payları borsada işlem gören ortaklıklar ile sermaye piyasası kurumları açısından herhangi bir istisna getirmemiştir. Dolayısıyla, pay sahipleri arasında Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğer kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst kuruluşları bulunan HAAO'lar, sermaye piyasası kurumları ve iştiraklerinden, esas sözleşmelerinde, kamu tüzel kişileri ile kamuya yararlı dernek ve vakıflara ait paylar dışındaki pay sahipleri lehine tanınmış olan imtiyazlar getirilen sınırlamaya tabi olacaktır. Bu nedenle, söz konusu HAAO'ların gerekli esas sözleşme değişikliklerini TTK'nın 403/3 maddesinde belirtilen süre içinde gerçekleştirmemesi halinde, söz konusu hükümler bu sürenin dolduğu tarihte kendiliğinden geçersiz hale gelecek ve esas sözleşmede öngörülen imtiyazlar kanunen ortadan kalkacaktır. Bu durum da HAAO'ların imtiyazlı paylarının borsada işlem görmesi halinde, primli fiyattan alınıp satılan bu paylarda önüne geçilemeyen fiyat düşüklüğüne neden olabilecek ve dolayısıyla bu payları elinde bulunduran yatırımcıların bakımından telafisi imkânsız zararlar ortaya çıkabilecektir.

TTK'nın 401/2-3 maddesine ilişkin diğer bir sorun ise, değişikliğin yürürlük tarihi olan 12.4.2011 tarihi itibarıyla, pay sahipleri arasında Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğer kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst

<sup>40</sup> 11.10.2011 tarih ve 28081 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

kuruluşları bulunmayan ancak bu tarihten sonra sayılan kurum ve kuruluşlardan birinin ortak olduğu anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde yer alan imtiyazların akıbetinin ne olacağıdır. Zira 12.4.2011 tarihinden itibaren bir yıl içerisinde sayılan kurum ve kuruluşların herhangi birinin anonim ortaklıkta pay sahibi olması durumunda nasıl bir yol izleneceği hususunun açıklığa kavuşturulmamış olması, 6215 sayılı Kanun'un 15'inci maddesi bakımından büyük bir eksiklik olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, her ne kadar, 6215 sayılı Kanun'un 15/2 maddesinin uygulanması ve söz konusu anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde diğer pay sahiplerine ait paylara tanınan imtiyazların 12.4.2011 tarihinden itibaren bir yıl içerisinde kaldırılması gerektiği ileri sürülebilir ise de, bu durumunun hukuk güvenliği ilkesine aykırı durumlar yaratarak, adaletsiz bir uygulamaya yol açacağı düşünülmektedir. Zira yapılan bu kanun değişikliği ile bir taraftan kamusal menfaatler ön plana taşınmaya çalışılmaktayken, diğer taraftan değişiklikten önce yaratılan imtiyaz sahiplerinin hukuki menfaatlerinin zedelenmesi tehlikesi ortaya çıkmaktadır. Kaldı ki, bu gibi ihtimaller gözetilerek formüle edilen geçiş hükümleri ihdas edilmeksizin yapılan bu değişiklikler, her anonim ortaklık bakımından farklı uygulamalara sebebiyet verebilecek ve dolayısıyla değişiklik gösteren hak ve menfaat ihlallerinin ortaya çıkmasına neden olabilecektir.

Benzer şekilde, anılan hükümlerde, 6215 sayılı Kanun'un yürürlük tarihi olan 12.4.2011 tarihi itibarıyla, pay sahipleri arasında Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğer kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst kuruluşları bulunmayan ve bazı pay gruplarına imtiyaz tanıyan anonim ortaklıklarda 12.4.2011 tarihinden itibaren bir yıl içerisinde, maddede sayılan kurum ve kuruluşların herhangi birinin pay sahibi olması durumunda nasıl bir yol izleneceği hususu da düzenlenmemiştir. Nitekim bu husus, hâlihazırda Devlet, il özel idaresi, belediye ve diğer kamu tüzel kişileri, sendikalar, dernekler, vakıflar, kooperatifler ve bunların üst kuruluşlarının pay sahibi olmadığı ve fakat başka kişiler lehine imtiyazların öngörülmüş olduğu anonim ortaklıklarda, Yeni TTK'nın yürürlük tarihine kadar olan süreçte söz konusu kurum ve kuruluşlar tarafından Borsa'dan pay alımı yapılması halinde önemini artıracaktır. Zira bu durumda söz konusu ortaklıkların ne zaman esas sözleşmelerini değiştirmek zorunda kalacağı ve ne zaman mevcut imtiyazların ortadan kalkacağı hususu, sermaye piyasalarında göz ardı edilemeyecek derecede belirsizliklere yol açabilecek, hatta belirsizliğin ötesinde bu durumun bir tehdit unsuru konumuna gelmesi de söz konusu olabilecektir. Zira belirli bir pay sahibinin imtiyazının sona erdirilmesi için muvazaalı şekilde maddede sayılan kurum ve kuruluşlara küçük miktarda pay satışı yapılması söz konusu olabilecektir.

Öte yandan, bütün bu eleştirilere rağmen, 6215 sayılı Kanun'un ardından, TTK'nın 401'inci maddesinde 454 sayılı KHK ile yapılan son değişiklikler göz önünde bulundurulduğunda, şu sonuç ve çözüm önerilerine ulaşılması mümkündür. İlk ihtimale göre, 454 sayılı KHK ile Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'na tanınmış olan yetkinin kullanılmaması halinde, TTK'nın 401/3 maddesinde tanınan süre 12.4.2012 tarihi itibarıyla son bulacak olduğundan, bahse konu imtiyazlar bu tarihte kendiliğinden sona erecektir. İkinci ihtimale göre, Bakanlık tarafından bu yetkinin kullanılması ve fakat söz konusu hükümlerin yürürlük tarihinin üç aydan daha kısa bir süre ile uzatılması halinde, TTK'nın 401/3 maddesinde tanınan süre Bakanlık tarafından belirlenen tarihte sona erecek ve yine bahse konu imtiyazlar bu tarihte kendiliğinden sona erecektir. Bununla birlikte, bu iki olasılıkta, Yeni TTK'nın yürürlüğe girmesi ile Yeni TTK hükümlerine uygun olarak yeniden imtiyazlı pay tesisi mümkün olabilecektir.

Üçüncü ve bizce de uygulanması ile birçok sorunun önüne geçilmesinin mümkün olduğu düşünülen ihtimalde ise, Bakanlık tarafından TTK'nın 401'inci maddesinde

belirtilen üç aylık sürenin tamamının kullanılması suretiyle söz konusu hükme uyum süresinin Yeni TTK'nın yürürlüğe gireceği tarih olan 1.7.2012 tarihinden sonraki bir tarihe tekabül ettirilmesi ve Yeni TTK'nın yürürlüğe girmesi ile TTK'nın tüm hükümleri yürürlükten kalkacağından, TTK'nın 401'inci maddesine uygulamada hiç işlerlik kazandırılmaksızın bertaraf edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

## 5. İmtiyazlı Pay İhracı Usulü

Kural olarak, imtiyazlı pay ihracı -ilk esas sözleşmede öngörülme hali hariç olmak üzere- her halükarda bir esas sözleşme değişikliğini gerektirmekte olup, bu konuda karar almaya yetkili organ genel kuruldur. Genel kurulun bu yetkisinin devredilemez nitelikte olması nedeni ile bu yetkinin kural olarak başka bir kişi veya organ tarafından kullanılması veya genel kurulun bu yetkisini başka bir organa devretmesi mümkün değildir<sup>41</sup>.

Genel kurul tarafından bu yetkinin kullanılabilmesi için, TTK'nın 388/3 maddesinde belirtilen toplantı ve aynı maddenin dördüncü fıkrasında belirtilen karar nisaplarına uygun bir karar alınması gerekmektedir<sup>42</sup>. Dolayısıyla, imtiyazlı pay ihracına karar verilebilmesi için ilk toplantıda şirket sermayesinin yarısına sahip olan pay sahipleri veya temsilcilerinin hazır bulunması gerekmektedir. İlk toplantıda bu yeter sayı sağlanamadığı takdirde, TTK'nın 368'inci maddesi uyarınca yapılacak olan ikinci toplantı için toplantı yeter sayısı, şirket sermayesinin üçte biridir. TTK'nın 388/4 maddesi uyarınca, söz konusu toplantılardaki karar yetersayısı da mevcut oyların çoğunluğudur<sup>43</sup>.

Yeni TTK'da ise, oy hakkında imtiyazlı pay ihracı “önemli karar” olarak nitelendirilmiş, 621'inci madde uyarınca buna ilişkin genel kurul kararlarının, genel kurulda temsil edilen oyların en az üçte ikisinin ve oy hakkı bulunan esas sermayenin tamamının salt çoğunluğunun bir arada bulunması hâlinde alınabileceği ifade edilmiştir.

HAAO'lar bakımından ise durum farklılık arz etmektedir. SPKn'nun 12/5 maddesi uyarınca, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan HAAO'larda, esas sözleşmede açıkça hüküm bulunması şartı ile imtiyazlı pay ihracına yönetim kurulu tarafından karar verilebilecektir<sup>44</sup>. Bu halde, söz konusu HAAO'lüğün esas sözleşmesinde, hem ortaklığın

<sup>41</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 27.

<sup>42</sup> **İMREGÜN**, sermaye artırımına gidilmeksizin mevcut payların bir kısmının sahip olduğu haklar üzerinde yapılacak değişikliklere ilişkin olarak şu görüştedir. Bir anonim ortaklıkta herhangi bir imtiyazlı pay mevcut değil ise, esas sermaye artırımına gidilmeksizin bir kısım paylara ek ve farklı haklar tanınması ancak tüm payların katılımı ve oy birliği ile olabilir. Böyle bir kararın TTK'nın 388/3 ve 388/4 maddelerinde öngörülen toplantı ve karar yetersayıları ile alınması mümkün olmayıp, belirtilen bu nisaplar ile bir karar alınması halinde, bu durum paylar arasındaki eşitlik ilkesine aykırılık teşkil edecektir. (**İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 185; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 97). Aynı yöndeki görüş için bkz. **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri I, s. 922.

<sup>43</sup> TTK'nın anılan maddesinde, ikinci toplantıda da toplantı yeter sayısının sağlanamaması halinde, nasıl bir yöntem izleneceği hususunda bir açıklık bulunmamaktadır. Bu durumda, imtiyazlı pay ihracının şirket ve pay sahipleri bakımından önemli bir karar olması nedeni ile üçüncü toplantıda tekrar başa dönülerek, ilk toplantıda aranan, şirket sermayesinin yarısına tekabül eden pay sahipleri veya temsilcilerinin hazır bulunması şartının aranması uygun olacaktır. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 28.

<sup>44</sup> SPKn'nun 12/2 maddesinde sadece TTK'nın esas sermaye artırımına ilişkin hükümler ayrık tutulduğundan, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan HAAO'larda, TTK'nın 401'inci maddesinin uygulanmaya devam edeceğinde herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır. Dolayısıyla, ortaklık esas sözleşmesinde, yönetim kuruluna imtiyazlı pay çıkarma yetkisi verilse bile, bu imtiyazların konusunun ve hangi pay veya pay gruplarına tanındığının, TTK'nın 401'inci maddesi uyarınca esas sözleşmede açıkça gösterilmesi gerekmektedir. Bu nedenle SPK tarafından SPKn'nun 11/son maddesi çerçevesinde yapılacak olan incelemede, imtiyazın konusu ve tanındığı pay veya pay grupları belirlenmeden yönetim kuruluna imtiyazlı pay çıkarma yetkisi veren esas sözleşme hükümlerine müdahale edilmesi ve uygun görüş vermekten kaçınılması gerekmektedir. **MANAVGAT, Çağlar**: “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yönetim Kurulunun



imtiyazlı pay ihraç edebileceğine, hem de bu hususta karar vermeye yönetim kurulunun yetkili olduğuna dair iki farklı hükmün bir arada bulunması gerekmektedir<sup>45</sup>. Buna göre, kayıtlı sermaye sisteminde imtiyazlı çıkarılmış sermayenin artırılması şeklinde gerçekleştirilen imtiyazlı pay ihracı bir esas sözleşme değişikliği olmayıp, TTK'nın esas sermaye artırımına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın gerçekleştirilen bir yönetim kurulu işlemidir<sup>46</sup>. Böylelikle kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan HAAO yönetim kurulu, kayıtlı sermaye tavanı içerisinde çıkarılmış sermayeyi artırmaya karar verirken, çıkarılacak yeni payların tamamının veya bir bölümünün imtiyazlı olmasına da karar verebilecektir. Yönetim kurulu bu yetkisini kullanırken, genel kural olan TTK'nın 330'uncu maddesine uygun olarak hareket ederek, üyelerinin en az yarısından bir fazlası ile toplanacak ve mevcut üyelerin çoğunluğu ile karar alacaktır<sup>47</sup>.

Mevcut düzenlemeden farklı olarak Yeni TTK, halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından da kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiştir<sup>48</sup>. Nitekim Yeni TTK'nın 460'ıncı maddesinde, SPKn'nun 12'nci maddesine benzer şekilde, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş olan anonim ortaklıklarda yönetim kurulu tarafından imtiyazlı payların imtiyazlarının kısıtlanması veya imtiyazlı pay ihracına karar verilebilmesi için, yönetim kurulunun esas sözleşme ile yetkilendirilmiş olması gerektiği açık bir şekilde hüküm altına alınmıştır.

---

İmtiyazlı Pay Çıkarma Yetkisi ve Sınırları”, Halûk Konuralp Anısına Armağan, C. III, Ankara 2009, s.673-674.

<sup>45</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 28. *TEKİNALP*'e göre, yönetim kuruluna böyle bir yetkinin ilk esas sözleşme ile sağlanması mümkün iken, sonradan esas sözleşme değişikliği ile bu yetkinin tanınması müktesep haklar bakımından problemlidir. Zira esas sözleşme değişikliği ile yönetim kuruluna verilen bu yetki, müktesep haklara çoğu kez aykırı düşebilir. Bunun tek istisnası ise, genel kurul tarafından bu yetkinin oybirliği ile verilmiş olmasıdır. Kararın oybirliği ile alınması halinde, hem mevcut pay sahiplerinin değişikliğe muvafakat etmeleri durumu vardır, hem de değişmiş şekildeki esas sözleşme gelecekteki pay sahipleri için adeta ilk esas sözleşme niteliğindedir. (**TEKİNALP, Ünal**: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 50-51). *MANAVGAT*'a göre ise, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu, esas sözleşmede belirlenen imtiyazların dışında imtiyaz yaratamayacağı için, yönetim kurulunun imtiyazlı pay çıkarma yetkisini kullanması yolu ile müktesep hakları ihlal etmesi ve mevcut imtiyaz yapısını değiştirmesi, başka bir deyişle bu yönde bir tehlike oluşturması mümkün değildir (**MANAVGAT**, Kayıtlı Sermaye, s.675).

<sup>46</sup> **MOROĞLU, Erdoğan**: Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, İstanbul 2003, s. 25; **GÜNEL**, s. 18.

<sup>47</sup> Anonim ortaklıklarda yönetim kurulunun toplantı ve karar nisapları konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **KARAHAN, Sami**: “Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Toplantı ve Karar Nisapları”, Doç. Dr. Mehmet SOMER'e Armağan, İstanbul 2006, s. 173-185.

<sup>48</sup> Kayıtlı sermaye sisteminin halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından da kabul edilmesine ilişkin eleştiriler için bkz. **BAHTİYAR, Mehmet**: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda Kayıtlı Sermaye Sistemi”, Doç. Dr. Mehmet SOMER'e Armağan, İstanbul 2006, s. 54-65; **MANAVGAT**, Kayıtlı Sermaye, s.681-683.

## II. BÖLÜM

### İMTİYAZLI PAY TÜRLERİ

#### 1. Genel Olarak

TTK'nın 401'nci maddesi uyarınca, esas sözleşme ile bazı nevi hisse senetlerine kâr payı veya tasfiye halindeki şirket mevcudunun dağıtılması ve sair hususlarda imtiyaz tanınabilir. TTK'nın anılan maddesi imtiyazlı pay türleri bakımından sınırlı bir sayma yoluna gitmemiş, aksine, kâr payında ve tasfiye bakiyesinde imtiyazı örnek kabilinden saydıktan sonra “*ve sair*” hususlar deyimiyle imtiyaz türleri konusunda çok geniş bir hareket alanı getirmiştir<sup>49</sup>. Böylelikle anonim ortaklıklar, kâr payı ve tasfiye bakiyesi dışında kalan konularda imtiyazlı pay ihraç etme yetkisine sahip olup, bu imtiyazların esas sözleşmede öngörülmek suretiyle sınırsız veya belirli süre ile sınırlı olarak tesisi mümkün bulunmaktadır<sup>50</sup>.

TTK'ya paralel şekilde, Yeni TTK'nın 478/2 maddesinde de, kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkı öngörmek suretiyle imtiyaz tanınabileceği hükme bağlanmış ve imtiyaz türleri bakımından herhangi bir sınırlama getirmemiştir.

#### 2. Kâr Payında İmtiyazlı Paylar

TTK'nın 401 ve Yeni TTK'nın 478'inci maddesinde kâr payında<sup>51</sup> imtiyaz tanınabileceği belirtilmiş olmakla beraber, bunun nasıl ve ne şekilde tanınabileceğine ilişkin özel bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Dolayısıyla anonim ortaklıklar kârda imtiyazlı payların şeklini tayin etme konusunda tam bir serbestiye sahiptir<sup>52</sup>. Ancak Borçlar Kanunu'nun (BK) 19'uncu ve 20'inci maddeleri ile Türk Medeni Kanunu'nun (MK) 2'nci ve TTK'nın 381'inci maddesinde yer verilen afakî iyiniyet kuralları, her hukuki ilişkide olduğu gibi, anonim ortaklıklarda kârda imtiyazlı payın şeklini ve içeriğini tayinde de genel bir sınır oluşturacaktır. Kârda imtiyaz tanınması tiplerinden en çok karşılaşılanlar, kârdan daha fazla yararlanma hakkı tanınması, kârdan öncelikle yararlanma hakkı tanınması, kâra tekrar iştirak hakkı tanınması, kâra birikir özellik tanınması ve diğer haller olarak sıralanabilir<sup>53</sup>.

<sup>49</sup> Anılan hükümde yer alan “*ve sair*” hususlar deyimi ile, imtiyazlar bakımından kâr payı ve tasfiye bakiyesi olmak üzere iki grup haktan sonra sınırsız bir grup daha yaratılmıştır. **DİKMEN, Yelda**: “Oy Ayrıcalıklı Paylar ve Oy Ayrıcalığının Sınırları”, İstanbul Barosu Dergisi, C. 52, S. 10-11-12, İstanbul 1978, s. 705; **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 182; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri I, s. 916; **ERİŞ, Gönen**: “Ayrıcalıklı Pay Senetleri II”, Yargıtay Dergisi, C. 6, S. 1-2, Ankara 1980, s. 195, 199; **AYTAÇ**, s. 88; **GÜNEL**, s. 27; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 478. Aksi yöndeki görüş için bkz. **KİRTİL**, s. 4.

<sup>50</sup> **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 209.

<sup>51</sup> Kâr payı, anonim ortaklıkta, konulan sermaye payı için dönem sonunda dağıtılabılır safi dönem kârından veya serbest yedek akçelerden ayrılan ve her ortağa nakden ödenen payı ifade etmektedir. **KARAYALÇIN, Yaşar**: Bilanço Hukuku, Ankara 1979, s. 54. Kâr payının hukuki niteliği konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **KAYAR, İsmail**: “Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması Açısından HAAO'larda Kâr Dağıtımı”, Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp'e Armağan, C. I, İstanbul 2003, s. 459 vd.

<sup>52</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 61; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 879; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 196; **İMREGÜN**, Kâr Payı Hakkı, s. 429.

<sup>53</sup> **KARAHAN**, kâra garanti hakkı tanıma suretiyle imtiyazı da bir kârda imtiyaz tipi olarak zikretmektedir. Bununla birlikte, bu tip imtiyazlı paylarda belirli bir temettüyü elde etme garantisi verildiğinden ve böyle bir garanti verilmesi de mevcut durum itibarıyla, malvarlığının korunması ilkesi ve sermayenin geri ödenmesi yasağı karşısında Türk hukukunda mümkün olmadığından, anılan tip bu çalışmada ayrı bir kârda imtiyaz tipi olarak belirtilmemiştir. Kâr payında imtiyaz tanınması tiplerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 62 vd.; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 197 vd.; **KAYAR**, s. 462 vd.; **GÜNEL**, s. 29

### 3. Tasfiye Bakiyesinde İmtiyazlı Paylar

Tasfiye bakiyesinde<sup>54</sup> imtiyaz, nadir imtiyaz türlerinden biri olup, genellikle kâr payı imtiyazının yanında yer alan tali bir imtiyaz niteliği göstermektedir<sup>55</sup>. Tasfiye bakiyesinde imtiyazlı pay sahiplerinin bu imtiyazdan yararlanabilmeleri için anonim ortaklığın tasfiye haline girmesi gerekmekte olup, bu durum imtiyazlı pay sahipleri için bir geciktirici şart teşkil etmektedir. Bununla birlikte, anonim ortaklığın tasfiye haline girmesi de, bu imtiyazdan yararlanabilmesi için tek başına yeterli değildir. Ayrıca anonim ortaklıkta bir tasfiye bakiyesinin mevcut olması gerekmektedir<sup>56</sup>.

Ne TTK'da ne de Yeni TTK'da, tasfiye bakiyesinde imtiyazlı pay ihracı halinde, bunun hangi şekillerde gerçekleştirileceğine dair emredici bir hüküm bulunmamaktadır. Dolayısıyla, kâr payında imtiyazda olduğu gibi, anonim ortaklıklarda tasfiye bakiyesinde imtiyaz tanınması değişik şekillerde gerçekleştirilebilecek ve BK'nın 19'uncu ve 20'inci maddeleri ile MK'nın 2'nci ve TTK'nın 381'inci maddesinde yer verilen afakî iyiniyet kuralları, tasfiye bakiyesinde imtiyazlı payın şeklini ve içeriğini tayinde de genel bir sınır oluşturacaktır<sup>57</sup>.

### 4. Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar

#### 4.1. Genel Olarak

TTK'nın 401'inci maddesinde, oy hakkında imtiyaz tanınabileceğine ilişkin açık bir hüküm bulunmadığından, oy hakkında imtiyaz esasen "*sair hususlarda imtiyaz*" başlığı altında değerlendirilmesi gerekmektedir<sup>58</sup>. Bununla birlikte, oy hakkında imtiyazın, uygulamada en sık karşılaşılan imtiyazlı pay türü olması nedeni ile ayrı bir başlık altında incelenmesinde yarar bulunduğu düşünülmektedir.

Oy hakkında imtiyazlı pay, sermayeye katılma oranına göre daha fazla oy gücü tanınan, yani itibari değerine oranla güçlendirilmiş oy hakkı sağlayan paydır<sup>59</sup>. TTK'nın 373/1 maddesinin ikinci cümlesi ile pay sahibinin asgari bir oy hakkı ortadan kaldırılmamak kaydı ile pay sahibinin sahip olacağı oy hakkının esas sözleşme ile belirlenebileceği ifade edilmiş ve böylelikle oy hakkında imtiyazlı pay ihraç edilebileceği dolaylı da olsa kabul edilmiştir. Bununla birlikte, oy hakkında imtiyaz Yeni TTK'nın 478/2

---

vd.; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 481 vd.; **AKBULAK**, s. 6 vd., **TEKİNALP**, Kâr Payında İmtiyaz ve Müktesep Hak, s. 530 vd.; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 89 vd.

<sup>54</sup> Tasfiye bakiyesi, TTK'nın 447/1 maddesi uyarınca, tasfiye halinde bulunan şirketin borçları ödendikten sonra kalan mevcududur. Yeni TTK'nın 543/1 maddesi uyarınca ise tasfiye bakiyesi, tasfiye hâlinde bulunan şirketin borçları ödendikten ve pay bedelleri geri verildikten sonra kalan varlığıdır.

<sup>55</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 80; **AKBULAK**, s. 3; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 90.

<sup>56</sup> TTK bakımından tasfiye bakiyesinin hesaplanmasına ilişkin olarak, pay sahipleri tarafından ödenmiş sermayelerin mevcut bakiyeden düşülmesinin gerekip gerekmediği ve yapılacak ödemenin pay sahiplerinin ödenmiş sermayeleri ile orantılı olarak mı yoksa payların itibari değeri üzerinden mi olması gerektiği hususu öğretilde tartışmalı olup, hâkim görüşüne göre, esas sözleşmede aksine hüküm bulunmamakta ise, öncelikle ödenmiş pay bedellerinin pay sahiplerine iade edilmesi ve ardından kalan mevcudun ödenmiş sermayeleri oranında pay sahiplerine dağıtılması gerekmektedir. Bu konuya ilişkin ayrıntılı açıklamalar ve değerlendirmeler için bkz. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 76-80; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 198-199; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 482. Yeni TTK bakımından ise bu konuda tartışmalı bir husus bulunmamaktadır. Zira Yeni TTK'nın 543/1 maddesinde, tasfiye bakiyesinin hesaplanmasında, pay bedellerinin geri verilmesi gerektiği ve bakiyenin pay sahipleri tarafından ödenen sermayeler oranında dağıtılması gerektiği açık bir şekilde hükme bağlanmıştır.

<sup>57</sup> **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 198; **GÜNEL**, s. 31.

<sup>58</sup> **DİKMEN**, s. 705; **AKBULAK**, s. 3; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 90; **GÜNEL**, s. 33; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 482.

<sup>59</sup> **KENDİGELEN**, Oy Hakkı, s. 333-334.

maddesinde ayrı bir hükümle düzenlenmiştir<sup>60</sup>. Böylelikle Yeni TTK, oy hakkında imtiyazlı payları diğer hususlar başlığı altından çıkarmış ve münferit bir imtiyaz türü haline getirmiştir.

TTK'da oy hakkında imtiyazlı pay ihracına ilişkin olarak herhangi bir özel şart öngörülmemiş olduğundan, oy hakkında imtiyazlı pay ihracında da, yukarıda belirtilen genel şartlara uyulması gerekmektedir. Bununla birlikte, Yeni TTK'nın 479/1 maddesinde bu imtiyazın eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabileceği belirtilerek, oy hakkında imtiyaz tanıma yöntemleri bakımından bir sınırlama getirilmiştir.

Diğer taraftan sermaye piyasası mevzuatında oy hakkında imtiyazı sınırlayan bir hüküm bulunmamasıyla birlikte, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde (KYİ), HAAO'larda oy hakkında imtiyaz tanınmasından kaçınılması gerektiği, oy hakkında imtiyaz yaratılacak ise bunun basit ve anlaşılabilir olması gerektiği, adi ve imtiyazlı paylar arasında bir denge kurulması gerektiği ve bunun için de imtiyazlı grubun sermayedeki payının en fazla yüzde elli fazlası kadar oy imtiyazı tanınması gerektiği belirtilmiştir.

## 4.2. Oy Hakkında İmtiyaz Tanıma Yöntemleri

Türk hukukunda oyda imtiyazın iki farklı şekilde yaratıldığı görülmektedir. Bunlardan ilki aynı itibari değere sahip olan paylara farklı oy hakkı tanımak suretiyle imtiyaz tesisi, ikincisi ise itibari değerleri farklı olan paylara eşit oy hakkı tanımak suretiyle imtiyaz tesisidir. Doktrinde aynı itibari değere sahip olan paylara farklı oy hakkı tanımak suretiyle imtiyaz tesisine “gizli oyda imtiyaz”, itibari değerleri farklı olan paylara eşit oy hakkı tanımak suretiyle imtiyaz tesisine de “açık oyda imtiyaz” denilmektedir<sup>61</sup>.

### 4.2.1. Gizli Oyda İmtiyazlı Paylar

TTK'da pay sahibinin oy hakkını payın itibari değerine göre kullanması gerektiğine ilişkin açık bir hükmün bulunmaması nedeni ile gizli oyda imtiyaz tesis edilip edilemeyeceği hususu uzunca bir süre tartışılmış<sup>62</sup> ve sonunda itibari değeri farklı ve fakat eşit oy hakkı tanıyan pay ihracının mümkün olduğu doktrinde hâkim görüş olarak kabul edilmiştir. Nitekim Sermaye Şirketlerinin Genel Kurul Toplantıları ve Bu Toplantılarda Bulunacak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Komiserleri Hakkında Yönetmelik'in (Komiser Yönetmeliği) 21'inci maddesi ile de, farklı nominal değerli paylara eşit oy hakkı vermek suretiyle bazı paylara oyda imtiyaz verilmesinin mümkün olduğu açıkça kabul edilmiştir.

<sup>60</sup> Yeni TTK'nın 478'inci maddesinin gerekçesinde, imtiyazın esas itibariyle malvarlığı haklarına tanınabileceği, oyda imtiyazın bunun bir istisnasını oluşturduğu ve bu nedenle ayrı bir düzenleme konusu edildiği belirtilmektedir. Bu ayrık rejimin temelinde, Yeni TTK'nın aslında oyda imtiyaza kapalı olduğu, bu imtiyazın istisnai olarak ve mahkeme kararı ile tanınabileceği düşüncesi yatmaktadır.

<sup>61</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 87; **KENDİGELEN**, Oy Hakkı, s. 334; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 202. Bunun yanı sıra, oy hakkında imtiyazın genel olarak tüm konularda geçerli olarak şekilde belirlenmesi mümkün olduğu gibi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde geçerli olması gibi bazı konular ile sınırlı olarak belirlenmesi de mümkündür. **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 205.

<sup>62</sup> Doktrindeki tartışmalar için bkz. **DOMANIÇ, Hayri**: “Nominal Değerleri Eşit Anonim Şirket Hisselerinde Rey İmtiyazı”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 2, İstanbul 1970, s. 69 vd.; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 91 vd.; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 204 vd.; **ATABEK, Yaşar**: “Anonim Şirketlerde İtibari Kıymeti Farklı Hisse Senetlerinin İhracı”, İstanbul Barosu Dergisi, C. XLV, S. 9-10, İstanbul 1971, s. 777-778; **KENDİGELEN**, Oy Hakkı, s. 334 vd.; **TÜRK, Hikmet Sami**: “Anonim Ortaklık Pay Senetlerinde İtibari Değer Farkları”, Prof. Dr. Mahmut KOLOĞLU'ya 70'inci Yaş Armağanı, Ankara 1975, s. 567-580; **ÇAĞA, Tahir**: “Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Oy Hakkı Veren Hisse Senetleri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 1, İstanbul 1970, s. 34.

Diğer taraftan Yeni TTK, gizli oyda imtiyazı kesin bir biçimde reddetmiştir. Zira Yeni TTK'nın 479/1 maddesi emredici nitelikte bir hüküm olup<sup>63</sup>, anılan maddede oy hakkında imtiyazın eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabileceği belirtilerek, gizli oyda imtiyazlı pay ihracının önü kapatılmıştır<sup>64</sup>.

#### 4.2.2. Açık Oyda İmtiyazlı Paylar

Oyda imtiyaz tanımının diğer ve aynı zamanda en yaygın biçimi itibari değerleri eşit olan paylardan bir kısmına daha fazla oy hakkı tanınmasıdır. Doktrinde bu yöntem ile imtiyaz tesisine ilişkin herhangi bir tartışma bulunmamaktadır<sup>65</sup>. Nitekim TTK'nın 373/1 maddesinin ikinci cümlesi de açık oyda imtiyazlı paylara net bir biçimde cevaz vermektedir. Ayrıca, Yeni TTK'nın izin verdiği oyda imtiyaz türü açık oyda imtiyazlı pay ihracı olup, oy hakkında imtiyaz yalnızca eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabilecektir.

#### 4.2.3. Gerçek Olmayan Oyda İmtiyazlı Paylar

Gerçek olmayan oyda imtiyazlı pay nitelendirilmesinin temelinde, pay bedellerinin tamamen ödenip ödenmediği olgusu yatmaktadır. Bu görüşe göre<sup>66</sup>, itibari değerleri ve pay sahiplerine bahsettikleri haklar aynı olmakla birlikte, hamiline ve nama yazılı olmak üzere iki farklı türde ihraç edilmiş olan ortaklık paylarından, hamiline yazılı olanların bedellerinin tamamen ödenmiş olmasına rağmen, nama yazılı pay bedellerinin sadece bir kısmının ödenmiş olması halinde, bedelleri tamamen ödenmemiş olan nama yazılı paylar, bedelleri tamamen ödeniş olan hamiline yazılı paylara göre oy hakkında imtiyazlıdır. Zira pay sahiplerine aynı oranda oy hakkı bahşetmelerine rağmen, nama yazılı pay sahipleri, oy haklarını, hamiline yazılı pay sahiplerine oranla daha düşük bir bedel ödeyerek kullanmaktadır.

Bununla birlikte, nama yazılı paylar bakımından apel sisteminin öngörülmesi ve hamiline yazılı pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması halinin, nama yazılı paylar bakımından herhangi bir imtiyaz yaratmadığı düşünülmektedir<sup>67</sup>. Zira TTK'nın 401'inci maddesi uyarınca imtiyazların esas sözleşmede öngörülmesi zorunlu olup, gizli oyda imtiyazlı pay kavramı, söz konusu hüküm ile bağdaşmamaktadır. Nitekim doktrinde hâkim olan görüş de, pay bedellerinin ödenme oranının oy hakkına bir etkisinin bulunmadığını ve bu nedenle anılan durumun bir imtiyaz tesisi anlamına gelmeyeceğini savunmaktadır<sup>68</sup>.

TTK hükümlerine paralel şekilde, Yeni TTK bakımından da imtiyaz tesisi ancak esas sözleşmede öngörülmek suretiyle mümkün olduğundan, gizli oyda imtiyaz nitelendirmesine temel teşkil eden pay bedellerinin tamamen ödenmiş olup olmadığı hususunun herhangi bir imtiyaza yol açmadığı düşünülmektedir.

<sup>63</sup> Madde gerekçesinde hükmün emredici nitelikte olduğu ve bu yasağın kaldırıcı güç sınırlamasının dolanılmasının engellenmesi, karışıklıklara yol açmaması ve özellikle Yeni TTK'nın 479/2 maddesinin uygulamasında güçlükler ile karşılaşılmasının engellenmesi amacı ile getirildiği ifade edilmektedir.

<sup>64</sup> **TÜRK, Ahmet**: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Genel, Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümler ve Anonim Ortaklığa İlişkin Hükümlerinden Bazıları Hakkında Düşünceler”, Prof. Dr. Fırat ÖZTAN’a Armağan, C. II, Ankara 2010, s. 2171.

<sup>65</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 92; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 31, 91; **GÜNEL**, s. 37.

<sup>66</sup> **KENDİGELEN**, Oy Hakkı, s. 347; **TORAMAN ÇALGAR, Emek**: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Oy Hakkının Özellikleri ve Kullanılması”, Prof. Dr. Rona SEROZAN’a Armağan, C. II, İstanbul 2010, s. 1717.

<sup>67</sup> Aksi yöndeki görüş için bkz. **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 483.

<sup>68</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 93.

### 4.3. Oy Hakkında İmtiyazın Sınırı

TTK'da oy hakkında imtiyaza ilişkin maddi bir sınır mevcut değildir. Dolayısıyla anonim ortaklıklar, BK'nın 19'uncu ve 20'inci maddeleri ile MK'nın 2'nci ve TTK'nın 381'inci maddesinde yer verilen afakî iyiniyet kuralları saklı olmak kaydıyla, imtiyazlı paylara diledikleri sayıda oy hakkı bahşetmek hususunda tam bir serbestîye sahiptirler<sup>69</sup>.

Diğer taraftan TTK, belirli hallerde, oy hakkında imtiyazın geçerli olmayacağını açıkça belirtmiş, kimi hükümler ile de bu durumu dolaylı olarak düzenlemiştir<sup>70</sup>. Gerçekten nisapların pay sayısına göre değil, sermaye oranına göre belirlendiği hallerde, oy hakkında imtiyazın bir önemi olmayacaktır<sup>71</sup>. Kanuni sınırlar yanında, oy hakkında imtiyaza, esas sözleşme hükümleri ile de sınır çizilmesi mümkündür. Bu kapsamda esas sözleşmeye konulacak bir hüküm ile oy hakkında imtiyazın yalnızca kâr dağıtım kararının alınmasında veya sadece yönetim ya da denetim kurulu üyelerinin seçiminde geçerli olacağına hükme bağlanabilir<sup>72</sup>.

Yeni TTK bakımından ise durum tamamıyla farklılık arz etmektedir. Zira Yeni TTK'nın 479/2 maddesinin birinci cümlesi uyarınca, bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilir. Bu nedenle Yeni TTK, oy hakkında imtiyazlı pay ihracındaki serbestîyi açıkça sınırlandırılmıştır. Bu sınırlama oyun itibari değere göre hesaplanması gerektiğine ilişkin Yeni TTK'nın 434/1 maddesinin de istisnasını teşkil etmektedir. Çünkü bu hüküm ile oy hakkı itibari değer dikkate alınmaksızın paya bağlanmıştır. Dolayısıyla, bu halde Yeni TTK'nın 434/1 maddesinin uygulanması ve Yeni TTK'nın yürürlüğe girmesinin ardından, on beş oy hakkını aşar nitelikte oy hakkında imtiyaz tanıyan pay ihracı mümkün değildir. Bu çerçevede, oy hakkına getirilen bu sınırlamanın iki yönü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bunlardan ilki on beş oy sınırının adi paylar dikkate alınarak belirlenmesi, ikincisi ise adi pay ile birlikte 434'üncü maddede öngörülen itibari değer ilkesinin uygulanmayacak olmasıdır<sup>73</sup>.

Bununla birlikte, Yeni TTK'nın 479/2 maddesinin devamında bu genel kurala istisna getirilerek, bu sınırlamanın, kurumlaşmanın gerektirdiği veya haklı bir sebebin<sup>74</sup> ispatlandığı durumlarda uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. Bu nedenle, on beş oy

<sup>69</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 94; ERİŞ, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 204; GÜNEL, s. 33-34.

<sup>70</sup> İMREGÜN, Menfaat İhtilafları, s. 90.

<sup>71</sup> Örneğin, TTK'nın 388/2 maddesi uyarınca, ortaklık konusunun ve türünün değiştirilmesine ilişkin toplantılarda, toplantı nisabı sermaye oranına göre belirlenmiş olup, bu durumda oy hakkında imtiyazlı payların toplantı nisabının belirlenmesine herhangi bir etkisi olmayacaktır. Bunun yanı sıra, TTK'nın 387'nci maddesinde yer alan, esas sözleşmenin değiştirilmesine ilişkin genel kurul toplantılarında, esas sözleşmede aksine bir hüküm bulunsa dahi, her payın ancak bir oy hakkı vereceğine ilişkin düzenleme, oy hakkında imtiyazın geçerli olmayacağını açıkça düzenleyen hükümlerin başında gelmektedir. Dolayısıyla, esas sözleşme değişikliklerine ilişkin genel kurul toplantılarında oy hakkında imtiyazın kullanılması mümkün değildir. Bununla birlikte, 387'nci maddenin asıl amacı her payın yalnızca bir oy hakkına sahip olması değil, imtiyazın ortadan kaldırılarak her payın sermayeye katılma oranında oy hakkına sahip olmasıdır. Bu nedenle, bu halde tüm pay sahipleri, paylarının sermayeye katılımı oranında oy hakkına sahip olacaklardır. Nitekim Komiser Yönetmeliği'nin 21'inci maddesinde de bu husus, farklı nominal değerli payların sahiplerinin esas sözleşme değişikliklerinde sermayedeki payları oranında oy kullanacakları şeklindeki hüküm ile de vurgulanmıştır. DOMANIÇ, s. 69; KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 98; DİKMEN, s. 715; İMREGÜN, Menfaat İhtilafları, s. 32; GÜNEL, s. 36.

<sup>72</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 99.

<sup>73</sup> Bu halde ne pay sahipleri paylarının itibari değeri ile orantılı oy kullanabilecek, ne de "bir pay en az bir oy hakkı verir" kuralı geçerli olacaktır. Zira azami oy hakkı dolayısıyla bazı paylar oydan yoksun hale gelecektir. TÜRK, A.; s. 2171.

<sup>74</sup> Madde gerekçesinde haklı sebep olarak; özelleştirmede veya bu nitelikte olmayan blok satışlarda ülkenin stratejik menfaatlerinin korunması gibi amaçlar ile iyi işleyecek bir mekanizma ile yönetimin profesyonellere bırakılması haklı sebep örnekleri olarak sayılmaktadır.

hakkını aşar nitelikte imtiyazlı pay ihraç edilebilmesi için, belirtilen bu iki halden birinin anonim ortaklık tarafından ispat edilmesi gerekmektedir. Bu hususların nasıl ispat edilmesi gerektiği de aynı hükümde belirtilmiştir. Buna göre, on beş oy hakkını aşar nitelikte imtiyazlı pay ihracı nedeni olarak kurumsallaşma gösterilmekte ise, anonim ortaklık tarafından bir kurumsallaşma projesinin, diğer hallerde ise haklı sebebin varlığını gösteren bilgi ve belgelerin hazırlanarak, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesine başvurulması gerekmektedir<sup>75</sup>. Bu başvuru üzerine mahkemece, anonim ortaklık tarafından gösterilen nedenlere bağlı olarak, sınırlamadan istisna edilmeye gerek bulunup bulunmadığına karar verilecektir. Ayrıca, kurumsallaşma projesinin mahkemece uygun bulunmasının ardından, anonim ortaklık tarafından söz konusu projede değişiklik yapılması gereği hâsıl olduğu takdirde, her değişiklik için mahkemeden bir karar alınması gerekmektedir. Hükümde belirtilen mahkeme kararının hukuki bakımdan bir onay, izin niteliğinde olduğu düşünülmekte olup, söz konusu mahkeme onayı alınmaksızın on beş oy hakkını aşar nitelikte imtiyazlı pay ihraç edilmesi veya kurumsallaşma projesinde anonim ortaklık tarafından bir değişiklik yapılmasının mümkün olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Buna ek olarak, Yeni TTK'nın 479/2 maddesinin son cümlesinde, kurumsallaşmanın gerçekleşmeyeceğinin anlaşıldığı veya haklı sebebin ortadan kalktığı hâllerde istisna etme kararının mahkeme tarafından geri alınabileceği hükme bağlanmış olup, mahkeme, istisna kararının geri alınmasına kendiliğinden karar verebilecektir. Böylelikle, oy hakkında imtiyaza ilişkin sınırlama getirilen istisnaların kötüye kullanılmasının önüne geçilmesi amaçlanmaktadır<sup>76</sup>.

Bunların yanında, Yeni TTK'nın 434/2 maddesinin ikinci cümlesi ile TTK'dan farklı olarak pay sisteminden, pay sahibinin sahip olduğu payların toplam itibari değerine geçilmiştir. Buna göre, payların çoğunluğuna sahip olmak, kendiliğinden oyların da çoğunluğuna sahip olunması sonucunu doğurmayabilecektir<sup>77</sup>. Zira Yeni TTK'nın 434/2 maddesinin ikinci cümlesi uyarınca birden fazla paya sahip olan pay sahiplerine tanınacak oy sayısı esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir. Böylelikle, oy hakkının tanınmasında, esas sözleşmede hüküm bulunması şartı ile oransallık ilkesinden ayrılmak mümkün olacaktır.

Bu esaslı farklılıkların yanında, Yeni TTK'nın 479/3 maddesinde, TTK'nın 387'nci maddesinde yer verilen hükme benzer şekilde bir düzenleme yapılarak, oy hakkında imtiyazın esas sözleşme değişikliklerinde, işlem denetçisinin seçiminde<sup>78</sup> ve ibra ile sorumluluk davası açılmasına ilişkin kararlarda uygulanmayacağı belirtilmiştir. Sayılan hallerde oy hakkı, yalnızca alınan kararların önem kriterine göre değil, aynı zamanda oyda

---

<sup>75</sup> Mahkemelerin istisnaya karar verirken aşırı özen gösterecekleri, istisna tanırken sert koşullar ortaya koyacakları ve bu konuda cimri davranacakları şüphesizdir. Çünkü katılık hükmün lafzının bir gereğidir. Yeni TTK'nın 479'uncu maddesinin gerekçesi.

<sup>76</sup> Yeni TTK'nın 479'uncu maddesinin gerekçesi.

<sup>77</sup> PULAŞLI, s. 20.

<sup>78</sup> Bu hüküm işlem denetçisi kavramının kapsamına hangi denetçilerin girdiğinin tespit edilmesi ve açıklığa kavuşturulması gereğini ortaya çıkarmakta olup, Yeni TTK'da işlem denetçisi; birleşme (148/1), tür değiştirme (187/1), kuruluşla ilgili olarak (336/1) ve sermaye artırımlarında söz konusudur. Bununla birlikte sermaye artırımlarındaki işlem denetçisi pay sahiplerinin oy hakkını kullandığı genel kurul tarafından değil, aksine yönetim kurulu tarafından seçilmektedir. Birleşme ve tür değiştirmede de genel kurul tarafından denetçi seçimi söz konusu değildir. Anonim ortaklığın veya şirketler topluluğunun finansal tablolarını denetleyen ise "denetçi" olarak Yeni TTK'da yer almakta olup, geriye yalnızca pay sahiplerinin genel kurulda bilgi alma ve inceleme hakkının düzenlendiği 437'nci maddede belirtilen "uzman kişi" yani özel denetçi kalmaktadır. PULAŞLI, s. 24.

imtiyazın hâkimiyet kurulması aracı olarak kullanılmasına engel olmak amacına göre de belirlendiğinden, burada bir pay bir oy kuralı geçerli olacaktır<sup>79</sup>.

## 5. Sair Hususlarda İmtiyazlı Paylar

TTK'nın 401'inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca, kâr payı ve tasfiye bakiyesinin yanı sıra, anonim ortaklık paylarına sair hususlarda imtiyaz tanınabileceği hükme bağlanmış olup, imtiyaz türleri sınırlı sayı prensibine bağlı olmaksızın, tamamıyla anonim ortaklığın tasarrufuna bırakılmıştır.

TTK'da “*ve sair hususlar*” olarak nitelendirilen diğer imtiyaz türlerine Yeni TTK bakımından da izin verilmektedir. Nitekim Yeni TTK'nın 478/2 maddesinde imtiyazın kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı “*gibi haklarda*” olabileceği belirtilerek, madde metninde açık ifadesini bulan imtiyaz türleri örnek kabilinden, tadadi olarak sayılmıştır. Dolayısıyla açıkça belirtilmeyen pay sahipliği haklarına ilişkin olarak da imtiyazlı pay ihracı mümkündür. Ayrıca aynı hüküm ile kanunda öngörülmemiş olan yeni bir pay sahipliği hakkı yaratılmak suretiyle de imtiyazlı pay ihraç edilebileceği hükme bağlanarak, imtiyazlı pay türlerinin sınırlı sayıda belirtilmediği bir kez daha vurgulanmıştır.

### 5.1. Yönetimde İmtiyazlı Paylar

Sair hususlar kapsamındaki imtiyazların başında yönetimde imtiyazlı paylar gelmektedir<sup>80</sup>. Bu imtiyaz türünde, belirli bir grup paya, yönetim kurulu üyelerinin tamamının veya bir kısmının seçimi konusunda aday gösterme hakkı tanınmaktadır<sup>81</sup>. Grup imtiyazının en belirgin özelliğini teşkil eden bu halde<sup>82</sup>, söz konusu imtiyaz her pay sahibi tarafından münferiden değil, imtiyazlı pay grubu tarafından birlikte kullanılmaktadır<sup>83</sup>.

Yönetimde imtiyazlı paylar Yeni TTK'nın 360/2 maddesinde açık bir şekilde kabul edilmiştir<sup>84</sup>. Diğer taraftan, Yeni TTK'nın 360/1 maddesinin son cümlesi ile yönetimde

<sup>79</sup> PULAŞLI, s. 25.

<sup>80</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 127; GÜNEL, s. 48; TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU), s. 482. Yönetimde imtiyazlı paylar ile ilgili ayrıntılı bilgi in ayrıca bkz. KENDİGELEN, Abuzer: Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz, İstanbul 1999, s. 11 vd.

<sup>81</sup> İMREGÜN'e göre, böyle bir imtiyaz tanınması suretiyle, söz konusu pay sahiplerinin şirket yönetiminde doğrudan doğruya söz sahibi olabilmeleri imkânı sağlanmakta ve bu pay sahiplerinin haklarının korunması bakımından cazip bir durum yaratılmaktadır. Bu durum aynı zamanda, belirli bir ölçüde de olsa, çoğunluk ve azınlığın şirket yönetiminde müştereken söz sahibi olmasına ve menfaatler arasında denge kurulmasına da hizmet etmektedir (İMREGÜN, Menfaat İhtilafları, s. 63).

<sup>82</sup> Her ne kadar TTK'da, aynı gruba giren birden çok imtiyazlı pay sahibinin esas sözleşme değişikliği veya sermaye artırımı kararlarının onaylanmasına veya reddine ilişkin olanlar dışındaki kararlarını (örneğin yönetim kuruluna aday gösterme kararlarını) toplantı yaparak mı alacakları, toplantı yapılacaksa davetin kimler tarafından yapılacağı ve hangi nisaplar ile karar alacakları hususları düzenlenmemiş olsa da, kurul oluşturan şahıs birliklerinin iradelerini karar alarak oluşturmaları kaçınılmaz olduğuna göre, bu konudaki kanun boşluğunun, TTK'nın 389, 391, 381 ve devamı maddelerinin kıyasen uygulanması suretiyle doldurulması gerekmektedir. MOROĞLU, Erdoğan: Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2004, s. 12. Aynı yöndeki görüş için bkz. GÜNEL, s. 48; ULAŞ, s. 532.

<sup>83</sup> Bu kapsamda, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterilebilmesi için, söz konusu imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun bir araya gelerek, TTK'nın 388/3 ve 388/4 maddelerinde öngörülmüş toplantı ve karar nisapları ile karar alarak aday veya adaylarını belirlemesi gerekmektedir.

<sup>84</sup> Yeni TTK'nın 360/1 maddesinde, esas sözleşmede öngörülmek şartı ile belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabileceği belirtilmiştir. Bu hak, imtiyaz gibi her bir paya değil, belirli pay sahipleri gruplarına, belirli pay gruplarına ve azlığa bir bütün olarak tanınmıştır. Böylelikle 478'inci maddeye, Yargıtay'ın yerleşik içtihatları da dikkate alınarak bir istisna getirilmiştir. Yeni TTK'nın 360'uncü maddesinin gerekçesi. Aynı yöndeki görüş için bkz. TÜRK, A.: s. 2173.



imtiyazlı pay tesisine HAAO'lar bakımından bir sınırlama getirilerek, bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkının, HAAO'larda yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacağı hükme bağlanmıştır.

### 5.2.Yeni Pay Alma Hakkında İmtiyazlı Paylar

Sair hususlar kapsamında tanınabilecek olan diğer bir imtiyaz türü ise yeni pay alma hakkında imtiyaz<sup>85</sup> olup, kural olarak bir müktesep hak niteliği taşımayan pay sahibinin yeni pay alma hakkının sınırlandırılması ve yeni pay alma hakkında imtiyaz tesis edilmesi mümkündür.

### 5.3. Hazırlık Devresi Faizi Talep Etme Hakkında İmtiyazlı Paylar

Hazırlık devresi faizi talep etme hakkında imtiyaz, sair hususlarda imtiyazın diğer bir türünü ve aynı zamanda TTK'nın 470/1 maddesinde düzenlenmiş olan esas sermaye için faiz ödenemeyeceği kuralının istisnasını teşkil etmektedir. TTK'nın 471'inci maddesi uyarınca hazırlık devresi faizi talep etme hakkında imtiyazlı pay ihracı için, bu hususun esas sözleşmede açıkça öngörülmesi gerekmektedir. Esas sözleşmede öngörülmüş olma, imtiyazlı payların genel özelliği olmakla birlikte, TTK 471'inci maddesi ile bu şart, hazırlık devresi faizi ödemesi bakımından ayrıca ve açıkça düzenleme konusu edilmiştir.

Yukarıda ismen belirtilen bu imtiyazlı paylar yanında, TTK bakımından tahvil talep haklı imtiyazlı paylar, intifa senedi talep haklı imtiyazlı paylar, ortaklık imkânlarından yararlanmada imtiyazlı paylar, taşıdıkları yükümlülüklerin farklılaşması halinde tali yükümden imtiyazlı paylar şeklinde de imtiyazlı pay ihracı mümkün bulunmaktadır<sup>86</sup>.

### 6. Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar

Oydan yoksun imtiyazlı pay, oy hakkından yoksun olan ve fakat oy hakkından yoksunluğu, kendisine tanınmış olan kâr payında, tasfiye payında, rüçhan hakkında ve benzeri diğer hususlarda imtiyazlar ile bertaraf edilmeye çalışılmış olan paydır<sup>87</sup>.

TTK'nın 373'üncü maddesinin birinci fıkrasında, her payın en az bir oy hakkı vermesi zorunluluğu ve esas sözleşme hükümlerinin de bu esasa aykırı olamayacağı emredici nitelikteki hükümlerle belirlenmiş olup, TTK bakımından oy hakkından yoksun imtiyazlı pay ihracı mümkün bulunmamaktadır<sup>88</sup>. Bununla birlikte, SPKn'nun 14/A maddesi uyarınca, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, kâr payı imtiyazı sağlayarak, oy hakkından yoksun paylar ihraç edebilecekleri ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilecekleri hükme bağlanmıştır. Böylelikle HAAO'lara

<sup>85</sup> MOROĞLU, Esas Sermaye Artırımı, s. 158-159.

<sup>86</sup> Bu türlerdeki imtiyazlı paylar hakkında detaylı bilgi için bkz. KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 134-137; KARAHAN, Sami: "Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar", BATİDER, C. 18, S. 3, Ankara 1996, s. 62 vd.

<sup>87</sup> GÜNEL, s. 39; ÖZTEK, Selçuk: "Fransız Hukukunda Oy Hakkından Yoksun Kâr Payında Öncelikli Hisse Senetleri", BATİDER, C. I, S. 3, Ankara 1982, s. 91-92. Oy hakkından yoksun imtiyazlı payların, tahviller ve katılma intifa senetleri ile karşılaştırılmasına ilişkin olarak bkz. KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 101-103.

<sup>88</sup> TEKİNALP'e göre ise, TTK'da düzenleyici hüküm bulunmaması, bu payların kanun koyucu tarafından kabul edilmediği, reddedildiği sonucuna bağlanamaz. Yazara göre, düzenlenmemiş olması nedeni ile oydan yoksun payların bu sistemde kabul edilmediğini ileri sürmek sadece dayanaksız bir varsayımda bulunmak demektir. Oydan yoksun payları açık olarak reddetmeyen bir hukuk düzeninin, oy hakkından yoksun paylardan tamamıyla farklı, fakat sonucu itibarıyla ona benzeyen bir ilişkiyi reddetmesi, aslını reddetmeden benzerini reddetmek anlamını taşır ki, sağlıklı bir hukuk düşüncüsü ile bu sonucu kabule imkân yoktur (TEKİNALP, Katılma İntifa Senetleri, s. 311-312). TEOMAN, TTK'da oydan yoksun payların tanınmamış olmasına rağmen, imtiyazlara en geniş şekilde yer verilmiş olmasını bir çelişki olarak görmektedir (TEOMAN, Ömer: "Alman Paylı Ortaklıklar Kanunundaki Düzenlemeye Göre Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı", İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXIV, S.12, İstanbul 1978, s. 506).

oydan yoksun pay ihraç edebilme imkânı tanınmış olup, oydan yoksun paylar, TTK'nın 373'üncü maddesinde belirtilen kuralın bir istisnasını oluşturmaktadır<sup>89</sup>.

SPKn'nun 14/A maddesinin ikinci fıkrasında, oydan yoksun payların ihracı ve bunların sermaye içindeki oranı, bu payları temsil eden hisse senetlerine kâr payı dağıtımında tanınacak imtiyazın mahiyeti ve oranı, senetlerin şekil, kapsam ve türü, kâr payı imtiyazı dışındaki pay sahipliği haklarında tanınabilecek diğer imtiyazlar ve bunların kullanım esasları ile bu senetlerin halka arz, satış şart ve usullerinin Kurul tarafından belirleneceği hükme bağlanmış olup, söz konusu yetkiye istinaden Kurul tarafından ilk olarak Seri:I, No:30 sayılı Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği<sup>90</sup> ve ardından bu tebliği yürürlükten kaldıran Seri:I, No:36 sayılı Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ<sup>91</sup> yayımlanmıştır. Anılan Tebliğ'in 4/(e) maddesi uyarınca oydan yoksun payların kâr payında imtiyaz sağlaması bir zorunluluk olup, söz konusu payların bu zorunluluğa ek olarak, bedelsiz pay alma hakkında imtiyaz dışındaki diğer hususlarda imtiyaz hakkı sağlaması da mümkündür<sup>92</sup>. Ayrıca, oy hakkından yoksun pay sahiplerinin oy hakkından yoksunluğu mutlak bir anlam teşkil etmemektedir. Başka bir ifade ile belirli şartların gerçekleşmesi halinde, oydan yoksun imtiyazlı paylar bakımından, oy hakkının kendiliğinden doğması söz konusudur<sup>93</sup>.

TTK'dan farklı olarak, Yeni TTK'nın 140/3, 14/1(c), 167/1(d) ve 183/1 maddelerinde<sup>94</sup> oydan yoksun paylar açıkça kabul edilmiş ve fakat bunlara ilişkin herhangi bir detaylı düzenlemeye yer verilmemiştir.

---

<sup>89</sup> **TEOMAN**, Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı, s. 504.

<sup>90</sup> 20.3.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>91</sup> 21.1.2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>92</sup> **TEOMAN**'a göre, kârda imtiyaz tanınması, oydan yoksun pay ihracında vazgeçilmez bir önkoşuldur. **TEOMAN**, Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı, s. 508.

<sup>93</sup> Seri:I, No:36 sayılı Tebliğ'in 16'ncı maddesinde, oydan yoksun pay sahiplerine satın alma hakkı tanınmaması durumunda, ortaklık tarafından ard arda 3 yıl kâr dağıtılmaması veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl söz konusu pay sahiplerinin imtiyazına ilişkin kâr dağıtımını yapılmaması halinde, oydan yoksun pay sahiplerinin, bu durumların kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl, esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde edecekleri ve buna bağlı olarak imtiyazlı payların adi pay haline dönüşeceği hükme bağlanmıştır.

<sup>94</sup> Yeni TTK'nın 436'ncı maddesi "Oydan yoksunluk" başlığını taşımakla birlikte, anılan hüküm oydan yoksun payları değil, esasen oy hakkını haiz olan payların, oy haklarının donduğu, başka bir deyişle, pay sahiplerinin hangi hallerde oy haklarını kullanamayacağı hususunu düzenlemektedir.

### III. BÖLÜM

## İMTİYAZLARIN KORUNMASI VE İMTİYAZLI PAY SAHİPLERİ GENEL KURULU

### 1. Genel Olarak İmtiyazların Korunması

Anonim ortaklıklar tarafından imtiyazlı pay ihraç edilmesinin ardından gündeme gelen en önemli hususlardan biri bu imtiyazların ihlallere karşı korunmasıdır. Zira çoğunluk ilkesine<sup>95</sup> göre yönetilen anonim ortaklıklarda, diğer -adi- pay sahiplerinde olduğu gibi, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesi de her zaman ihtimal dâhilindedir<sup>96</sup>. İmtiyazlı pay sahiplerinin, imtiyazlarının korunmasına ilişkin olarak genel hükümlerden yararlanmaları her zaman mümkün olmakla birlikte, TTK, imtiyazların korunması ile ilgili özel hükümler sevk etmiştir.

Bu hususa ilişkin olarak TTK’da iki temel düzenleme bulunmakta olup, bunlar imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu (İPSGK) düzenleyen 389’uncu madde ve esas sermayenin artırılması şartlarını düzenleyen 391’inci maddedir. TTK’nın 389 ve 391’inci maddelerinde düzenlenmiş olan bu özel koruma yolları yalnızca imtiyazlı pay sahiplerine tanınmış olan bir haktır. Dolayısıyla adi pay sahiplerinin bu koruma mekanizmalarından yararlanmaları mümkün değildir. Buna paralel olarak, TTK’nın anılan hükümleri ile getirilen korumanın kapsamına imtiyazlı pay sahiplerinin yalnızca imtiyazdan doğan hakları dâhildir. Bu durumun yansımaları da, genel kurulun imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek mahiyette karar alabilme yetkisini ancak imtiyazlı hak üzerinde kullanabilmesi, imtiyazlı pay sahiplerinin diğer pay sahipliği haklarına ilişkin olarak böyle bir yetkisinin bulunmamasıdır<sup>97</sup>.

Yeni TTK’da ise, İPSGK, imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu başlığı ile 454’üncü maddede düzenlenmiştir.

### 2. TTK’nın 389’uncu Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması

TTK’nın 389’uncu maddesi uyarınca, anonim ortaklık genel kurulu tarafından esas sözleşmenin değiştirilmesine dair verilen karar, imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını ihlal edecek mahiyette ise, bu karar, adı geçen pay sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda verecekleri diğer bir kararla tasdik olunmadıkça, infaz edilemez<sup>98</sup>.

TTK’nın 389’uncu maddesinin uygulanabilmesi için her şeyden önce ortada bir genel kurul kararı bulunmalı ve bu genel kurul kararı, imtiyazlı pay sahiplerinin imtiyaz haklarını ihlal eder mahiyette olmalıdır<sup>99</sup>. İkinci olarak anılan hüküm, tüm imtiyazlı pay sahipleri bakımından değil, yalnızca imtiyazları ihlal edilen pay sahipleri bakımından uygulanabilecektir.

<sup>95</sup> Bu ilkeye göre, ortaklıkta pay veya oy çoğunluğuna sahip olan pay sahipleri, “ortaklığın idaresi” olan kararların alındığı genel kurulda çoğunluğu sağlayarak kararların belirleyicisi olur, ortaklığın yönetimi ve denetimi alanında da seçtikleri yönetici ve denetçilerle ortaklığın kaderini tayin ederler. **ULAŞ**, s. 508. Çoğunluk ilkesine ilişkin olarak ayrıca bkz. **ANSAY, Tuğrul**: Anonim Şirketler Hukuku, Altıncı Baskı, Ankara 1982, s. 21-22; **YILDIZ**, s. 58 vd.

<sup>96</sup> **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 1-2; **ULAŞ**, s. 508.

<sup>97</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 158.

<sup>98</sup> Söz konusu hükme getirilen eleştiriler için bkz. **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 197-199. **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 101.

<sup>99</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 166. **İMREGÜN**’e göre, İPSGK’nın onay kararının genel kurul kararından önce de verilmesi mümkündür (**İMREGÜN**, Kâr Payı Hakkı, s. 430).

Bununla birlikte, HAAO'lar bakımından durum farklılık arz etmektedir. SPKn'nun 12/5 maddesi uyarınca, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş ve esas sözleşmelerinde açıkça yönetim kurulunun imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabileceği belirtilmiş olan anonim ortaklıklarda, TTK'nın 389'uncu maddesinin uygulanmasına gerek bulunmamaktadır. Zira bu tür anonim ortaklıklarda imtiyazlı pay sahipleri, bu yetkinin yönetim kuruluna tanınması aşamasında onama haklarını kullanarak, yönetim kurulunun bu yetkisini önceden kabul etmişlerdir<sup>100</sup>. Bununla birlikte, Seri:IV, No:38 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri:IV, No:38 sayılı Tebliğ) 7/4 maddesi uyarınca, yönetim kuruluna imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlama ve imtiyazlı pay çıkarma yetkisi verilmesi halinde, buna ilişkin esas sözleşme değişikliğinde TTK'nın 389'uncu maddesinin uygulanması gerekmektedir. Ancak TTK'nın 389'uncu maddesi, yönetim kuruluna imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlama ve imtiyazlı pay çıkarma yetkisi verildiği her halde değil, yalnızca bu yetkinin verilmesinin imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek mahiyette olması halinde uygulanacaktır<sup>101</sup>.

### 3. TTK'nın 391'inci Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması

TTK'nın 391'inci maddesinde, esas sermayenin artırılmasına ilişkin özel bir düzenleme getirilmiş olup, anılan hüküm uyarınca, çeşitli imtiyazları haiz birden fazla türde pay sahipleri mevcut olduğu takdirde, genel kurul kararından ayrı olarak, adı geçen türlerden her birine ait pay sahiplerinin de özel bir toplantı yaparak karar vermeleri şarttır. TTK bu düzenleme ile herhangi bir ihlal koşulu aramaksızın, esas sermayenin artırılmasına ilişkin bütün kararların imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal ettiğini kanuni bir karine olarak kabul etmiş ve buna ilişkin kararların her halde İPSGK tarafından onanmasını zorunlu kılmıştır. Başka bir deyişle, 391'inci maddede imtiyazlı pay sahiplerinin haklarına zarar verilmesi koşulu aranmaksızın İPSGK'ya mutlak bir onay yetkisi tanınmıştır<sup>102,103</sup>. Dolayısıyla esas sermayenin artırılması halinde, imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edilip edilmediğine ilişkin herhangi bir araştırma ve tespiti gerek kalmaksızın, her durumda İPSGK kararı alınması gerekmektedir<sup>104</sup>. İmtiyazlı pay sahibi veya sahipleri tarafından özel

<sup>100</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 166; **BAHTİYAR, Mehmet**: "Anonim Ortaklıkta Ayrıcalıklı Pay Sahiplerinin Onay Yetkisi ve Kayıtlı Sermaye Sistemi", Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN'e Armağan, İstanbul 1998, s. 18; **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 53.

<sup>101</sup> Bu konuda detaylı bilgi için ayrıca bkz. **MANAVGAT**, Kayıtlı Sermaye, s.675-676. Doktrinde, yönetim kurulunun imtiyaz haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilme yetkisinin esas sözleşmede açıkça öngörülmediği hallerde, kayıtlı sermaye tavanı içerisinde yapılan bir sermaye artırımının imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal etmesi halinde, TTK'nın 389'uncu maddesinin uygulanması gerektiği ileri sürülmektedir. Kanaatimizce, bu halde, doktrinde dile getirildiğinin aksine, kayıtlı sermaye tavanı içerisinde sermaye artırımının başlı başına bir ihlal olarak değerlendirilemeyeceği, dolayısıyla, başka nitelikte bir karar alınmış olmamak şartı ile, yalnızca sermaye artırım kararının imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal etmeyeceği ve bu nedenle TTK'nın 389'uncu maddesinin uygulanmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 166. **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 53.

<sup>102</sup> **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 12; **TEKİNALP, Ünal**: "İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Toplantısının Onaylama Kararı - Yargıtay'ın Bir İçtihadı Üzerine İnceleme", İktisat ve Maliye Dergisi, İstanbul 1976, C. XXII, S. 12, s. 511; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 486; **AKBULAK**, s. 5; **AYTAÇ**, s. 88. Bu hükme ilişkin eleştiriler için ayrıca bkz. **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 197; **MOROĞLU**, Esas Sermaye Artırımı, s. 244.

<sup>103</sup> Kanun koyucu bu halde, söz konusu anonim ortaklıkta imtiyazlı paylar ile adi paylar arasında önceden var olan dengenin bozulacağını varsayarak, bu bozulmaya imtiyazlı pay sahiplerince ayrıca onay verilmesi şartını getirmiştir. **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 186-187; **MOROĞLU**, Esas Sermaye Artırımı, s. 77.

<sup>104</sup> TTK tarafından böyle bir zorunluluk öngörülmüş olmakla birlikte, **MOROĞLU**, esas sözleşmeye konulacak bir hüküm ile, esas sermaye artırımında imtiyazlı pay sahiplerinin onama kararına gerek olmadığının kararlaştırılabileceğini belirtmektedir (**MOROĞLU**, Esas Sermaye Artırımı, s. 77).

nitelikteki böyle bir karar alınmaksızın, genel kurul tarafından alınan esas sermaye artırımına ilişkin kararın uygulanması mümkün olmayıp, bu karar askıdadır.

Bununla birlikte, HAAO'lar bakımından, SPKn'nun 12/5 maddesi uyarınca, yönetim kurulunun esas sözleşme ile açıkça imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlama konusunda yetkilendirilmesi halinde, TTK'nın 389'uncu ve 391'inci maddesinin ikinci ve üçüncü cümlelerinin uygulanmasına gerek kalmayacaktır<sup>105</sup>. Hatta esas sözleşme ile imtiyazlı pay ihraç etme yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi ve bu yetkinin kullanılması halinde uygulanacak hükümlerin esas sözleşmeye konulması halinde, yönetim kurulu tarafından imtiyazlı pay ihraç edilebilmesi için ayrıca imtiyazları kısıtlama hususunda yetkilendirilmesine de gerek bulunmamaktadır<sup>106</sup>. Bununla birlikte, yönetim kurulu söz konusu yetkisini kullanırken kanun ve esas sözleşme hükümleri ile afakî iyiniyet kurallarına uygun olarak hareket edecektir<sup>107</sup>.

Diğer taraftan Seri:IV, No:38 sayılı Tebliğ'in 7/6 maddesi uyarınca, ortaklık sermayesini temsil eden hisse senetleri arasında grup ayrımı olması ve kayıtlı sermaye sistemine geçiş veya kayıtlı sermaye tavan artırımına ilişkin olarak yapılacak esas sözleşme değişikliklerinin imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edici nitelikte olması durumunda, TTK'nın 391'inci maddesi hükümlerine göre, esas sözleşme değişikliklerinin onaylandığı genel kuruldan sonra, her bir pay grubunun, ayrı ayrı olmak üzere, özel bir toplantı yaparak esas sözleşme değişikliği konusunda ayrıca karar vermeleri zorunludur<sup>108</sup>. Dolayısıyla, kayıtlı sermayeye geçiş aşamasında yapılan esas sözleşme değişikliği imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek mahiyette ise, bu kararın ayrıca İPSGK tarafından onaylanması gerekmektedir<sup>109</sup>.

Bununla birlikte, 1996/49 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Haftalık Bülteni'nde yayımlanmış olan Kurul İlke Kararı ile kayıtlı sermaye tavanının yükseltilmesine ilişkin genel kurul kararlarının sermaye artırımını niteliğinde olmayıp, sadece bir ana sözleşme

<sup>105</sup> **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 486. *BAHTİYAR*'a göre de, TTK'nın 389 ve 391'inci maddelerinin uygulanabilmesi için, esas sözleşme değişikliğine ilişkin bir genel kurul kararının alınmış olması zorunludur. Oysaki kayıtlı sermaye sistemi içerisinde yapılacak olan artırımlar bir esas sözleşme değişikliğine ihtiyaç göstermemektedir. Sistem içi artırımlar da TTK hükümleri çerçevesinde bir ana sözleşme değişikliği gerektirseydi, sistemden beklenen temel amaç yani sermaye artırımlarını güç ve ağır formalitelerden kurtarmak gerçekleştirilemez, yani sistemin basitlik ve çabukluk özelliği kalmazdı. Nitekim SPKn'nun 12/5 maddesinde, TTK'nın sermaye artırımına ilişkin hükümlerinin uygulanmayacağı açıkça hükme bağlanmıştır (**BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 17).

<sup>106</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 163. Bu konudaki farklı görüş için bkz. **TEOMAN, Ömer**: "Kayıtlı Sermaye Sistemini Kabul Eden Anonim Ortaklıklarda Ayrıcalıklı Pay Sahiplerinin Tavan Tutarının Yükseltilmesini veya Çıkarılmış Sermayenin Artırılmasını Onaylamalarının Zorunlu Olup Olmadığı Sorunu", Yasa, Hukuk, İçtihat ve Mevzuat Dergisi, 1996, C. XV, S. 173/4, s. 605. Aksi yöndeki görüş için ayrıca bkz. **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 19.

<sup>107</sup> **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 53.

<sup>108</sup> **MANAVGAT**'a göre, TTK'nın 391'inci maddesi, esas sermaye artırımında ayrıca bir hak ihlali koşulunu aramadığından, Seri:IV, No:38 sayılı Tebliğ'in 7/6 maddesinde hak ihlali koşulunun aranmış olması yersizdir. Ayrıca, TTK'nın 391'inci maddesi sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişiklikleri ile sınırlı olup, sermaye artırımını niteliği taşımayan kayıtlı sermaye sistemine geçişe ilişkin esas sözleşme değişikliklerinde uygulanmaz. Dolayısıyla, kayıtlı sermaye sistemine geçişte İPSGK'nın ayrıca onayının aranmasının yasal dayanağı TTK'nın 391'inci maddesi değil, 389'uncu maddesidir. Ayrıca yazara göre, kayıtlı sermaye tavan artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliğinin de İPSGK tarafından onaylanmasına gerek bulunmamaktadır (**MANAVGAT**, Kayıtlı Sermaye, s.678-680). Aksi yöndeki görüş için bkz. **BAHTİYAR**, Kayıtlı Sermaye, s. 26.

<sup>109</sup> İmtiyazlı pay sahiplerinin hakları, sırf kayıtlı sermaye sistemine geçişle ilgili esas sözleşme değişiklikleri ile ihlal edilmiş olabileceği gibi, bunun zorunlu sonucu olan halka açılmanın gerektireceği esas sözleşme değişiklikleri nedeniyle de ihlal edilebilir. **MOROĞLU**, Esas Sermaye Artırımı, s. 325. Bu hususa ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **MANAVGAT**, Kayıtlı Sermaye, s.677-678.

değişikliği kararı olmalarına rağmen, her halükarda imtiyazlı pay sahiplerinin imtiyazlarını ihlal eder nitelikte olmaları nedeniyle, imtiyazlı pay sahipleri kurulu veya kurullarınca da onandığına ilişkin kararın esas sözleşme değişikliği kararı ile birlikte SPK'ya sunulması gerektiği, aksi takdirde şirket sermaye artırım taleplerinin incelemeye alınmayacağına karar verilmiştir. Dolayısıyla, Kurul uygulaması bakımından, kayıtlı sermaye tavanının yükseltilmesine ilişkin her genel kurul kararının, ayrıca İPSGK tarafından onanması gerekmektedir<sup>110</sup>.

Anonim ortaklık esas sözleşmesine yönetim kurulunun imtiyazları kısıtlama hususunda yetkisinin bulunduğu dair açık bir hüküm konulmamış olması halinde ise, her ne kadar yönetim kurulunun kayıtlı sermaye sistemi içerisinde pay ihracı esas sözleşmenin değiştirilmesine dair bir karar değil ise de, bu halde TTK'nın 391'inci maddesinde belirtilen şekilde İPSGK kararının alınması gerektiği düşünülmektedir<sup>111</sup>.

#### **4. Yeni TTK'nın 454'üncü Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması**

TTK'nın 389'uncu ve 391'inci maddelerinin karşılığı olarak nitelendirilebilecek olan Yeni TTK'nın 454'üncü maddesi, İPSGK'yı özel olarak ve tüm yönleri ile düzenleyen bir hükümdür.

Anılan hükmün ilk fıkrası uyarınca, genel kurulun esas sözleşmenin değiştirilmesine, yönetim kuruluna sermayenin artırılması konusunda yetki verilmesine dair kararıyla, yönetim kurulunun sermayenin arttırılmasına ilişkin kararı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte ise, bu kararlar anılan pay sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda alacakları bir kararla onanmadıkça uygulanamaz. Dolayısıyla, ister genel kurul tarafından esas sözleşmenin değiştirilmesine veya yönetim kuruluna esas sermayenin arttırılmasına ilişkin yetki verilmesine, isterse genel kurul tarafından verilmiş olan yetkiye istinaden yönetim kurulu tarafından esas sermayenin arttırılmasına karar verilsin, bu değişikliklerin imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal eder mahiyette olması halinde, söz konusu kararların uygulanabilmesi için, İPSGK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Anılan hükümde, TTK'nın 389'uncu maddesine paralel şekilde, genel kurul tarafından alınan esas sözleşmenin değiştirilmesine dair kararlar bakımından İPSGK kararı alınması zorunluluğu, anılan kararın imtiyazlı pay sahiplerinin imtiyazlarını ihlal etmiş olması koşuluna bağlanmıştır. Öte yandan anılan hüküm, TTK'nın 391'inci maddesinden farklı olarak, her sermaye artırım kararının imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal ettiği karinesinden vazgeçerek, sermaye artırımına ilişkin kararlar bakımından da ihlal koşulunu aramaktadır. Bu nedenle, TTK'nın 391'inci maddesinin aksine, Yeni TTK bakımından, sermaye artırım kararlarının infazı bakımından İPSGK kararının alınmış olması zorunluluğu, yalnızca imtiyazların ihlal edilmiş olması hali ile sınırlı olarak uygulama alanı bulacaktır.

#### **5. SPKn'nun 12'nci ve 46'ncı Maddesi Kapsamında İmtiyazların Korunması**

İmtiyazların korunmasına ilişkin olarak TTK'nın 389 ve 391'inci ve Yeni TTK'nın 454'üncü maddeleri yanında, SPKn'nun 12 ve 46'ncü maddelerinde de hükümler sevk edilmiştir. SPKn'nun 12/6 maddesi uyarınca, yönetim kurulunun bu maddedeki esaslar

---

<sup>110</sup> 2009/18 sayılı SPK Haftalık Bülteninde yayımlanmış olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Fon Çıkışı Gerektirmeyen Sermaye Azaltım İşlemlerinde Uyacakları İlke ve Esaslar'ın 7(d) maddesi uyarınca, sermayenin azaltılmasına ilişkin esas sözleşme değişikliklerinde, sermaye azaltımının imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal etmesi halinde, İPSGK'nın da esas sözleşme değişikliğini onaylanması gerektiği belirtilmiştir.

<sup>111</sup> Aynı yöndeki görüş için bkz. **TEKİNALP**, Sermaye Piyasası, s. 53.

çerçevesinde aldığı kararlar aleyhine, TTK'nın 381/1 maddesinde sayılan hallerde yönetim kurulu üyeleri, denetçiler veya hakları ihlal edilen pay sahipleri tarafından, kararın ilanından itibaren otuz gün içinde anonim ortaklık merkezinin bulunduğu yer ticaret mahkemesinde iptal davası açılacağı hükme bağlanmıştır. Belirtilen organ veya pay sahipleri tarafından açılacak olan davalarda, TTK'nın genel kurul kararlarının iptaline ilişkin 382, 383 ve 384'üncü maddeleri de uygulama alanı bulacaktır.

Yönetim kurulu, denetçiler ve pay sahiplerine tanınan bu koruma yanında, SPKn'nun 46/1(b) maddesi ile Kurul'a da bir yetki tanınmış olup, anılan hüküm uyarınca Kurul, SPKn'nun 12'nci maddesindeki esaslar çerçevesinde alınan yönetim kurulu kararları aleyhine, bu kararların ilanından itibaren otuz gün içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer ticaret mahkemesinde iptal davası açmaya ve bu kararların icrasının geri bırakılmasını istemeye yetkili kılınmıştır. Böylelikle, kanun koyucu, kayıtlı sermaye sisteminde imtiyazların ve pay sahiplerinin korunması hususunda, HAAO'lara ayrı bir önem vermiş ve SPK'ya da dava açma hakkı tanımak suretiyle bunu teminat altına almaya çalışmıştır.

## 6. İPSGK Kararının Anonim Ortaklık Genel Kurulu Kararlarına Etkisi

Gerek TTK'nın 389 ve 391, gerekse Yeni TTK'nın 454'üncü maddesinde, İPSGK kararının, anonim ortaklık genel kurulu kararı için bir infaz şartı olduğu açıkça ifade edilmiştir. Bununla birlikte, doktrindeki istisna olarak nitelendirilebilecek bir görüşe göre, İPSGK kararı, genel kurul kararının geçerlilik şartı<sup>112</sup> olup, İPSGK tarafından bir onay kararı alınmadıkça genel kurul kararı doğmamıştır. Bu nedenle ancak İPSGK'nın onay kararından sonra genel kurul kararının varlığından bahsedilebilir.

Öte yandan, doktrindeki hâkim görüşe<sup>113</sup> göre, İPSGK kararı, esas sermayenin artırılmasına ilişkin genel kurul kararları bakımından bir geçerlilik değil, infaz şartıdır. Yani, İPSGK kararı bulunmasa bile ortada geçerli bir genel kurul kararı bulunmakta olup, bu karar İPSGK tarafından onaylanıncaya kadar askıdadır. Nitekim TTK'nın 391'inci maddesinin 389'uncu madde ile birlikte değerlendirilmesinden, bunun bir infaz şartı olarak öngörüldüğü açıkça ortaya çıkmakta ve Yargıtay içtihatları<sup>114</sup> da bu nitelendirmeyi teyit etmektedir. Bu nedenle, İPSGK kararı olmaksızın infaz edilen genel kurul kararı hukuka uygun olmakla birlikte, bunun infazı hukuka aykırılık teşkil ettiğinden, genel kurul kararının değil ama genel kurul kararına ilişkin ticaret siciline tescilin de aralarında bulunduğu infaz işlemlerinin iptalinin istenmesi, bunlara karşı kanuni yollara başvurulması mümkündür<sup>115</sup>.

<sup>112</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 143 dipnot 16'da belirtilen yazarlar.

<sup>113</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 143 dipnot 16'de belirtilen yazarlar; BAHTİYAR, Kayıtlı Sermaye, s. 14; TEKİNALP, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Toplantısı, s. 510; ERİŞ, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 207; MOROĞLU, Esas Sermaye Artırımı, s. 77; İMREGÜN, Kâr Payı Hakkı, s. 430.

<sup>114</sup> İMREGÜN, Özel Kategori Paylar, s. 192, dipnot 20'de belirtilen Yargıtay kararları.

<sup>115</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 147, 166; TEKİNALP, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Toplantısı, s. 513. İMREGÜN'e göre, İPSGK tarafından onaylanmamış olan bir esas sözleşme değişikliği veya sermaye artırımı kararı, her nasılsa tescil ve ilan edilmiş ve uygulanmış ise, aradan uzun bir süre geçtikten sonra, İPSGK mensuplarından birisinin infaz işlemlerinin iptalini talep etmesi iyiniyet kurallarına aykırı olduğu gibi, böyle bir dava her halde BK'nın 126/4 maddesi anlamında beş yıllık zamanaşımına tabi olmalıdır (İMREGÜN, Özel Kategori Paylar, s. 192-193). Aynı yöndeki görüş için bkz. TEKİNALP, İmtiyazlı Paylar, s. 14; TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU), s. 488-489. Aksi yöndeki görüş için bkz. MOROĞLU, Esas Sermaye Artırımı, s. 81.

## 7. İPSGK'nın Yapısı ve İşleyişi

### 7.1. İPSGK'nın Yapısı

Pay sahipliği haklarındaki farklılıktan dolayı imtiyazlı pay veya paylar aynı zamanda özel bir kurulu meydana getirmekte olup, bu da İPSGK'dır. İPSGK'nın oluşabilmesi için özel bir işlem yapılmasına veya esas sözleşmede yer verilmesine gerek bulunmamaktadır. Zira imtiyazlı payların esas sözleşmede düzenlenmiş olması, İPSGK'nın kendiliğinden oluşması için yeterlidir<sup>116</sup>. Burada dikkat çekilmesi gereken husus, kaç farklı imtiyazlı pay grubu bulunmakta ise, o kadar İPSGK olduğudur<sup>117</sup>. Ayrıca İPSGK, imtiyazın kendisine tanındığı pay adedine göre birden fazla paydan müteşekkil olabileceği gibi, münferiden tek bir payın dahi İPSGK meydana getirmesi mümkündür<sup>118</sup>.

İPSGK yalnızca kendisini oluşturan pay sahiplerinin oyları ile fonksiyonlarını yerine getiren bir karar organı, dar kapsamlı bir genel kurul niteliğindedir<sup>119</sup>. Bir iç organ<sup>120</sup> niteliğinde olan İPSGK'nın kararlarının anonim ortaklığın dış ilişkisinde doğrudan bir etki yaratması kural olarak söz konusu değildir. İPSGK'nın asıl işlevi, imtiyazlı pay sahiplerinin arzuları dışında, sahip oldukları imtiyazların kaldırılması veya kısıtlanması halinde, gerçekleştirilen bu düzenlemelerin söz konusu kurul veya kurullarca onaylanmadan imtiyazlı pay sahipleri hakkında bir hüküm doğurmasında kendisini göstermektedir<sup>121</sup>.

### 7.2. İPSGK'nın Toplanması ve Karar Alması

TTK'da İPSGK'nın toplanmasına ve karar almasına ilişkin olarak 389, 391 ve geçici 1'inci madde dışında herhangi bir açık düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla, İPSGK'nın toplantı ve karar alma usulleri bakımından, anonim ortaklık genel kurulunun toplantı ve karar alma usullerinin, yapısına uygun düştüğü ölçüde uygulanabileceği doktrinde kabul edilmektedir<sup>122</sup>.

Buna karşılık Yeni TTK'nın 454'üncü maddesinde İPSGK'nın toplanması ve karar alması hususlarına ilişkin olarak özel hükümler sevk edilmiş olup, Yeni TTK bakımından, genel kurulu düzenleyen genel hükümlerin, İPSGK'ya kıyasen uygulanmasına gerek bulunmamaktadır.

### 7.3. İPSGK Toplantısına Çağrı

#### 7.3.1. Çağrıda Bulunabilecek Organ veya Kişiler

TTK'nın 389'uncu maddesinin ikinci cümlesi ile İPSGK tarafından bir karar verilmesi gereken hallerde, anonim ortaklık yönetim kurulu ile denetçiler bakımından İPSGK'ya toplantıya çağırma zorunluluğu getirilmiştir<sup>123</sup>. Yönetim kurulu ve denetçilerin

<sup>116</sup> GÜNEL, s. 11; TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU), s. 485.

<sup>117</sup> GÜNEL'e göre, bir anonim ortaklıkta ayrı pay grupları bulunması halinde dahi, bu grupların sahip olduğu imtiyazların aynı türden olması ve ihlal edilen menfaatin ölçüsünün aynı olması halinde, TTK'nın 391'inci maddesindeki açık ifadeye rağmen, bu grupların ayrı ayrı değil, bir araya gelerek tek toplantı yapmaları yeterli görülür (GÜNEL, s. 66).

<sup>118</sup> MOROĞLU, Esas Sermaye Artırımı, s. 77; MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 11; GÜNEL, s. 11; TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU), s. 485.

<sup>119</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 142.

<sup>120</sup> TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU), s. 485.

<sup>121</sup> GÜNEL, s. 1.

<sup>122</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 142; GÜNEL, s. 15.

<sup>123</sup> Yönetim kurulu veya denetçiler arasında kanun herhangi bir öncelik sırası öngörmemiş olduğundan, bu kanuni yükümlülük yönetim kurulu ve denetçiler bakımından eş zamanlı olarak doğmaktadır. MOROĞLU, Esas Sermaye Artırımı, s. 79; MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 81.



yanı sıra, TTK'nın 389'uncu maddesinin üçüncü cümlesi uyarınca, İPSGK'nın her bir imtiyazlı pay sahibi tarafından da toplantıya çağırılması mümkündür<sup>124</sup>.

Yeni TTK'nın 454/2 maddesinde ise, yönetim kurulunun, en geç genel kurul kararının ilan edildiği tarihten itibaren bir ay içinde özel kurulu toplantıya çağırması gerektiği, aksi hâlde, her imtiyazlı pay sahibi yönetim kurulunun çağrı süresinin son gününden başlamak üzere, on beş gün içinde, bu kurulun toplantıya çağırılmasını şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinden isteyebileceği hükme bağlanmıştır. Görüldüğü üzere Yeni TTK, İPSGK'yı toplantıya çağırabilecek organ veya kişiler arasında denetçilere yer vermemiştir. Ayrıca, imtiyazlı pay sahiplerinin toplantıya çağırma yetkisi de, TTK'dan farklı ve fakat Komiser Yönetmeliği'ndeki düzenlemeye paralel şekilde, yönetim kurulu tarafından bu yükümlülüğün ihlal edilmesi hali ile sınırlı tutulmuştur. Bunun yanı sıra, imtiyazlı pay sahipleri tarafından İPSGK'nın toplantıya çağırılabilmesi için ortaklık merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine başvurulması gerekmektedir.

### 7.3.2. Toplantıya Çağrı Usulü

İPSGK'nın toplantıya çağrı usulüne ilişkin olarak TTK'da özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu çağrının, genel kurul toplantısına çağrı ile birlikte yapılması mümkün olduğu gibi, TTK'nın 368'inci maddesindeki şartlar yerine getirilmek suretiyle de çağrıda bulunulması mümkündür<sup>125,126</sup>.

Yeni TTK'da da, İPSGK'nın toplantıya çağrı usulüne ilişkin özel bir hüküm sevk edilmemiş olduğundan, toplantıya çağrının Yeni TTK'nın 414'üncü maddesinde belirtilen genel kurul toplantılarına çağrı usulüne uygun olarak gerçekleştirilmesi gerektiği düşünülmektedir. Bunun yanı sıra Yeni TTK'nın 454/4 maddesinde, genel kurulda, imtiyazlı payların sahip veya temsilcilerinin, esas sözleşmenin değiştirilmesine, anılan maddenin üçüncü fıkrasında öngörülen toplantı ve karar nisabına uygun olarak olumlu oy vermiş olmaları halinde, ayrıca özel toplantı yapılmasına gerek bulunmadığı belirtilmiştir. Böylelikle, genel kurulda imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde altmışının çoğunluğu bulunmuş ve toplantıda temsil edilen imtiyazlı payların çoğunluğu olumlu oy kullanmış ise, ayrıca bir İPSGK yapılmasına gerek olmayacaktır.

<sup>124</sup> *İMREGÜN*'e göre, imtiyazlı pay sahiplerinin toplantıya çağırma yetkisi, ancak onama konusunda karar alan veya genel kurulu toplantıya çağırın organın, İPSGK'yı toplantıya çağırması halinde söz konusu olabilir (*İMREGÜN*, Özel Kategori Paylar, s. 189).

<sup>125</sup> *İMREGÜN*, Özel Kategori Paylar, s. 189; *MOROĞLU*, Esas Sermaye Artırımı, s. 79.

<sup>126</sup> TTK'nın 370'inci maddesi uyarınca, İPSGK'yı oluşturan tüm pay sahiplerinin hazır bulunması halinde, TTK'nın 368'inci maddesinde belirtilen şartlar yerine getirilmeksizin de toplantı yapılması ve karar alınması mümkündür. *MOROĞLU*, Esas Sermaye Artırımı, s. 79. Bu noktada önemle vurgulanması gereken bir husus, genel kurul tarafından oy birliği ile alınmış ve fakat imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal eden veya esas sermayenin artırılmasına ilişkin kararın, ayrı bir toplantı ile İPSGK tarafından onaylanmasına gerek bulunup bulunmadığıdır. Doktrinde *İMREGÜN* tarafından savulan görüşe göre, bu konuya ilişkin olarak çok katı ve şekilci olunmasına dolayısıyla tüm payların katılımı ile oluşan genel kurulda oy birliği ile alınan kararların infazı için ayrıca bir İPSGK onayına gerek bulunmamaktadır. Zira imtiyazlı pay sahipleri bakımından genel kurul toplantısında olumlu oy verilmesinin ardından, İPSGK'da olumsuz oy kullanılması iyiniyet kuralı ile de bağdaşmayacaktır (*İMREGÜN*, Özel Kategori Paylar, s. 190). Aynı yöndeki görüş için bkz. *TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)*, s. 486. Doktrindeki hâkim olan ve Yargıtay tarafından da benimsenen görüşe göre ise, TTK'nın 389 ve 391'inci maddelerinin uygulanması gereken hallerde, imtiyazlı pay sahiplerinin tümü genel kurul toplantısına katılmış ve genel kurul kararı oybirliği ile alınmış olsa dahi, imtiyazlı pay sahiplerinin ayrı ve özel bir toplantıda karar almaları zorunludur. Bu her ne kadar şekilci bir düşünce gibi görünse de, ilgili hükümlerin gerek lafzı gerekse amaçları bu sonuca ulaşmayı zorunlu kılmaktadır. *BAHTİYAR*, Kayıtlı Sermaye, s. 13; *TEKİNALP*, İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Toplantısı, s. 511; *AKBULAK*, s. 5; *ERİŞ*, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 207; *MOROĞLU*, Esas Sermaye Artırımı, s. 77-78; *KİRTİL*, s. 54.

#### 7.4. Toplantı Zamanı

TTK'da İPSGK toplantısının genel kurul tarihinden itibaren hangi süre içerisinde yapılması gerektiğine dair bir hüküm bulunmamaktadır<sup>127</sup>. Bununla birlikte, Komiser Yönetmeliği'nin 6'ncı maddesinin (d) bendi uyarınca, İPSGK toplantısının, sermaye artırımına ilişkin veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal eder mahiyetteki esas sözleşme değişikliğinin Ticaret Sicili'ne tescilden önce yapılması gerektiği belirtilmiştir.

İPSGK'nın toplantı zamanı Yeni TTK'nın 454/2 maddesinde dolaylı bir şekilde düzenlenmiştir. Zira anılan hüküm uyarınca, yönetim kurulunun, en geç genel kurul kararının ilan edildiği tarihten itibaren bir ay içinde özel kurulu toplantıya çağırması gerektiğinden, İPSGK'nın, genel kurul toplantısından çok sonraki bir tarihte yapılmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. Nitekim 454'üncü maddenin 414'üncü madde ile birlikte değerlendirilmesinden, İPSGK'nın genel kurul toplantı tarihinden itibaren yaklaşık 2 ay içerisinde gerçekleştirilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer taraftan, İPSGK'nın imtiyazlı pay sahipleri tarafından toplantıya çağırılması halinde, ilk önce yönetim kurulunun çağrıda bulunabileceği süre olan bir aylık sürenin beklenmesi ve ardından mahkemeye başvurulması nedeni ile İPSGK'nın toplantı zamanının belirtilen bu ortalama iki aylık süreyi de aşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

#### 7.5. Toplantı Gündemi

İPSGK'nın gündemi TTK tarafından belirlenmiş olup, gündem esas sözleşmenin değiştirilmesine dair ve aynı zamanda imtiyazlı pay sahiplerinin imtiyaz haklarını ihlal eden genel kurul kararları ile esas sermayenin artırılmasına ilişkin kararların görüşülmesidir. İPSGK tarafından yapılacak görüşme neticesinde, anonim ortaklık genel kurulu tarafından alınan kararın onanmasına veya reddine karar verilebilir.<sup>128</sup>

İPSGK'nın toplantı gündemine ilişkin bu açıklamalar Yeni TTK bakımından da aynen geçerlidir.

#### 7.6. İPSGK Toplantı ve Karar Nisapları

TTK'nın 389 ve 391'inci maddelerinde yapılan atıflar uyarına, İPSGK toplantılarında, TTK'nın 388'inci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkralarında belirtilen toplantı ve karar nisapları uygulanacaktır. Diğer taraftan, TTK'da, İPSGK'nın birinci ve ikinci toplantılarında, toplantı yetersayısına ulaşılmaması halinde nasıl bir yol izleneceğine ilişkin açık bir hüküm bulunmamaktadır. Doktrinde, azınlığın çoğunluğa tahakkümünün söz konusu olabildiği bu gibi durumlarda, dürüstlük kuralına göre uygun bir süre içerisinde verilmeyen kararın reddedilmiş sayılması gerektiği ve ortada bir İPSGK kararı bulunmamakla birlikte bunun iptal edilebileceğinin kabul edilmesi gerektiği ileri sürülmüştür<sup>129</sup>.

<sup>127</sup> Bu nedenle esas sözleşmede buna ilişkin bir hüküm bulunmakta ise buna uyulması, aksi halde sürenin iş hayatının normal akışı göz önünde bulundurularak dürüstlük kuralına göre belirlenmesi gerekmektedir. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 146 dipnot 19'da belirtilen yazarlar.

<sup>128</sup> İPSGK tarafından, genel kurul kararının değiştirilerek onanması gibi bir durum söz konusu olamaz. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 143; **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 190.

<sup>129</sup> **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 196; **ERİŞ**, Ayrıcalıklı Pay Senetleri II, s. 207; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 490; **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 144-145, 147; **KİRTİL**, s. 60. **CERRAHOĞLU**'na göre ise, yapılacak üçüncü ve müteakip toplantılarda, nisaplarda ikinci bir düşünüş yapılmaksızın, bu toplantılarda ikinci toplantıda aranan nisapların uygulanması gerekmektedir (**CERRAHOĞLU, Fadullah**: "Halka Açık Anonim Ortaklıkların İmtiyazlı Pay Sahipleri Genel Kurullarında Nisaplar", Prof. Dr. Nuri ÇELİK'e Armağan, C. I, s. 706).

HAAO'lardaki İPSGK'lara ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatında özel bir düzenleme getirilmemiş olduğundan, TTK'nın belirtilen hükümlerinde yer alan toplantı ve karar nisapları HAAO'ların İPSGK'larında da uygulama alanı bulacaktır<sup>130</sup>.

İPSGK'nın toplantı ve karar nisapları, Yeni TTK'nın 454/3 maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre, İPSGK için toplantı yeter sayısı imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde altmışı, karar yeter sayısı ise toplantıda temsil edilen payların çoğunluğudur. İPSGK toplantısı sonunda, genel kurul kararının imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal ettiği sonucuna ulaşılması ve dolayısıyla genel kurul kararının onanması reddedildiği takdirde, söz konusu kararın gerekçeli bir tutanakla belirtilmesi ve söz konusu tutanağın on gün içinde şirket yönetim kuruluna teslim edilmesi zorunludur. Tutanakla birlikte, genel kurul kararının onaylanmasına olumsuz oy verenlerin, en az nisabı oluşturan sayıda imzalarını içeren liste ile İPSGK kararı aleyhine açılacak olan dava için geçerli olmak üzere ortak bir tebligat adresinin de yönetim kuruluna verilmesi gerekmektedir. Verilen bu tutanak, birlikte verilen bilgilerle beraber tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmek zorundadır. Aksi takdirde, özel kurul kararı alınmamış sayılacaktır<sup>131</sup>.

Ayrıca, Yeni TTK'nın 454/5 maddesi uyarınca, yönetim kurulu veya imtiyazlı pay sahipleri tarafından yapılan çağrıya rağmen, İPSGK süresi içinde toplanamazsa, genel kurul kararı onaylanmış sayılacaktır. Böylelikle, Yeni TTK, usulüne uygun bir çağrı işlemine rağmen toplanmayan İPSGK'nın, genel kurul kararını onayladığını karineten kabul etmiştir.

Bu hususlara ek olarak, Yeni TTK'nın 1524/1(e) maddesi uyarınca, İPSGK kararlarının, anonim ortaklığın internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

### **7.7. Toplantıda Komiser Bulundurma Zorunluluğu**

TTK'da İPSGK'da Bakanlık komiseri bulunması gerektiğine ilişkin açık bir hüküm bulunmamakla birlikte, hem anonim ortaklık genel kurullarına ilişkin genel hükümlerin İPSGK hakkında da uygulanabileceği görüşü, hem de Komiser Yönetmeliği'nin 8'inci maddesinin açık hükmü uyarınca, İPSGK toplantılarında Bakanlık komiseri bulunması zorunlu olup, komiserin yokluğunda yapılan toplantılarda alınan kararlar geçerli değildir.

---

<sup>130</sup> CERRAHOĞLU'na göre ise HAAO'lardaki İPSGK'larda, TTK'nın 371'nci maddesinde belirtilen toplantı ve karar nisaplarının uygulanması gerekmektedir. Zira SPKn'nun 11/7 maddesinde, HAAO'ların, TTK'nın 388/2 ve 388/3 maddesinde yazılı hususlar için yapılacak genel kurul toplantılarında, esas sözleşmelerinde aksine bir hüküm yoksa, TTK'nın 372'nci maddesindeki toplantı nisaplarının uygulanacağı hükme bağlanmış olduğundan, İPSGK toplantı ve karar nisaplarına da bu hükmün uygulanması gerekmektedir (CERRAHOĞLU, s. 706-707). Yazar tarafından belirtilen görüşe katılmanın mümkün olmadığı düşünülmektedir. Zira SPKn'nun 11/7 maddesi, yalnızca HAAO'ların genel kurul toplantılarına özgü olup, anılan hükümde, TTK'nın 372'nci maddesinin İPSGK'lara da uygulanacağına ilişkin bir ifadeye yer verilmemiştir. Dolayısıyla, istisna niteliğindeki bir hükmün yorum yolu ile genişletilmesi mümkün olmayıp, aksi yöndeki bir uygulama imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını zedeleyerek, İPSGK'nın varlığı ile de çelişecektir. SPKn'daki bu hükmün amacı, ortak sayısının ve sermaye yapısının dağılımı nedeniyle genel kurullarını toplamada ve karar almada güçlüklerle karşılaşan HAAO'lar bakımından bu zorluğun aşılmasıdır. İPSGK'da ise ortaklık esas sözleşmesi ile tanınmış bir hakkın korunmasına ilişkin karar alınmakta olup, kanun koyucu bu haklarda genel kurul tarafından yapılabilecek tasarrufları güçleştirmek için ağırlaştırılmış nisaplar öngörmüştür. Aynı yöndeki görüş için bkz. **KİRTİL**, s. 63.

<sup>131</sup> Bu durumda özel kurul kararının alınmamış sayılacağı hükme bağlanmış olduğundan, Yeni TTK'nın 454/5 maddesinin burada uygulanma kabiliyetinin bulunmadığı düşünülmektedir. Zira bu halde usulüne uygun bir çağrı yapılmasına rağmen toplanmayan bir özel kurul bulunmamakta, aksine çağrıya uyarak toplanmış ve fakat bazı usul işlemlerini yerine getirmemiş olan bir özel kurul mevcuttur. Ayrıca, Yeni TTK'nın 454/5 maddesi bir istisna hükmü niteliğinde olduğundan, bu hükmün yorum yolu ile genişletilmesinin ve hükümde açıkça öngörülmeleyen olan bir duruma uygulanmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir.

Yeni TTK, İPSGK'da Bakanlık komiserinin bulunması gerektiğini ve İPSGK tutanağının Bakanlık komiseri tarafından imzalanması zorunluluğunu 454/6 maddesinde açıkça hükme bağlamıştır.

## 8. İPSGK Kararlarının Hukuka Aykırılığı

Anonim ortaklık genel kurul kararlarında olduğu gibi, İPSGK kararları bakımından da yokluk, butlan ve iptal edilebilirlik olmak üzere üç tip hukuka aykırılık söz konusu olabilir. Zira İPSGK kararları da, TTK'nın 381 ila 384'üncü maddeleri anlamında genel kurul kararı niteliğindedir<sup>132</sup>.

### 8.1. İPSGK Kararlarının Yokluğu ve Butlanı

Ne TTK'da, ne de Yeni TTK'da İPSGK'nın yokluk<sup>133</sup> haline ilişkin açık bir hüküm bulunmasa da, İPSGK kararlarının şekil ve usul açısından emredici hukuk kurallarına aykırı olması halinde, söz konusu kararların yokluğundan söz edilebilir<sup>134</sup>.

İPSGK kararlarının şekil ve usul açısından kanunun emredici hükümlerine uygun olmakla birlikte, esas (içerik) bakımından kanunun emredici hükümlerine aykırılık teşkil etmesi halinde butlan hali söz konusu olmaktadır<sup>135</sup>. Nitekim Yeni TTK'nın 447'nci maddesinde, genel kurul kararlarının butlanı özel olarak düzenlenmiştir. Anılan hüküm uyarınca; genel kurulun, özellikle pay sahibinin, genel kurula katılma, asgari oy, dava ve kanundan kaynaklanan vazgeçilemez nitelikteki haklarını sınırlandıran veya ortadan kaldıran veya pay sahibinin bilgi alma, inceleme ve denetleme haklarını, kanunen izin verilen ölçü dışında sınırlandıran ya da anonim şirketin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan kararların batıl olduğu açıkça hükme bağlanmıştır<sup>136</sup>.

İPSGK kararlarının yokluk veya butlan ile malul olduğu durumlarda, söz konusu kararlara karşı hukuki yararı bulunan herkes tarafından, herhangi bir süre ile bağlı olmaksızın her zaman yokluk veya butlanın tespitinin mahkemeden talep edilmesi mümkündür. Bu halde söz konusu İPSGK kararı baştan beri hükümsüz olduğundan mahkemece verilecek olan karar açıklayıcı niteliktedir<sup>137</sup>.

### 8.2. İPSGK Kararlarının İptal Edilebilirliği

#### 8.2.1. TTK Bakımından

Yokluk ve butlan hali dışında kalan ve anonim ortaklık genel kurullarına ilişkin bir sakatlık nedeni olan iptal edilebilirlik, genel olarak TTK'nın 318 ila 384'üncü<sup>138</sup>, Yeni TTK'nın ise 445 ila 451 maddeleri arasında düzenlenmiştir. Bununla birlikte, İPSGK kararlarının iptal edilebilirliğine ilişkin olarak TTK'da herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Bu nedenle TTK'nın anonim ortaklık genel kurulu kararlarının iptaline

<sup>132</sup> MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 168.

<sup>133</sup> Yokluk, bir hukuki işlemin emredici hukuk kurallarına aykırılığı halinde söz konusu olmaktadır. MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 25.

<sup>134</sup> Genel kurul kararlarının yoklukla malullüğü ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 65 vd.

<sup>135</sup> MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 21. Genel kurul kararlarının butlanı ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 127 vd.

<sup>136</sup> Yeni TTK'nın genel kurul kararlarının butlanına ilişkin düzenlemeleri konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. KARASU, Rauf: "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarının Butlanı", Prof. Dr. Fırat ÖZTAN'a Armağan, C. I, Ankara 2010, s. 1239 vd.

<sup>137</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 149.

<sup>138</sup> Genel kurul kararlarının iptal edilebilirliği ile ilgili detaylı açıklamalar için bkz. MOROĞLU, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 159 ve devamı.

ilişkin söz konusu hükümlerinin İPSGK kararları bakımından uygulanıp uygulanamayacağı hususu tartışmalıdır.

Bir görüşe göre, İPSGK kararının sakat olması halinde iptal edilmesi söz konusu olamaz. Zira İPSGK kararı, genel kurulca alınan bir kararın onanması veya reddine ilişkin olup, bu nedenle İPSGK kararının değil, ancak İPSGK'nın toplanmasına neden olan genel kurul kararının iptali istenebilir. Çünkü anonim ortaklık genel kurul kararı iptal edildiğinde, İPSGK tarafından alınan onama veya ret kararı da dayanaksız kalacaktır<sup>139</sup>.

Bizim de katıldığımız diğer bir görüşe göre ise, yukarıda belirtilenin aksine, sakat olan İPSGK kararlarının da, TTK'nın 381 ila 384'üncü maddeleri uyarınca iptali talep edilebilir<sup>140</sup>. Zira bu halde ortada bir genel kurul kararı bulunmaktadır. Ayrıca İPSGK kararı ile anonim ortaklık genel kurul kararları birbirinden tamamen bağımsız hukuki işlemler olup, İPSGK kararının, anonim ortaklık genel kurul kararının infaz şartı olması, bu bağımsızlığı oradan kaldırmamaktadır<sup>141</sup>.

İPSGK kararının iptali talebi ile ortaklık adına yönetim kurulunun, kararların yerine getirilmesi kişisel sorumluluklarına yol açtığı takdirde yönetim kurulu üyeleri ile denetçilerden her birinin ve İPSGK toplantısında hazır bulunup da karara muhalif kalarak keyfiyeti zapta geçiren veya oyunu kullanmasına haksız olarak müsaade edilmeyen yahut toplantıya davetin usulüne uygun olarak yapılmadığını veyahut gündemin gereği gibi ilan veya tebliğ edilmediğini yahut genel kurul toplantısına katılmaya yetkili olmayan kimselerin karara iştirak etmiş bulduklarını iddia eden imtiyazlı pay sahiplerinin dava açma hakkının bulunduğu kabulü gerekmektedir<sup>142</sup>. Bununla birlikte, ilgili İPSGK üyesi olmayan imtiyazlı pay sahipleri ile diğer pay sahiplerinin dava açma hakkı bulunduğu kabulü mümkün değildir. Zira bu pay sahiplerine de dava açma hakkı tanınması TTK'nın 381'inci maddesinin mantığına aykırı düşecektir<sup>143</sup>.

Davalı konumunda ise İPSGK'yı oluşturan pay sahiplerinin bulunması, işin doğası gereğidir. Nitekim bu düşünce tarzı, İPSGK kararının, anonim ortaklık genel kurulu kararından bağımsız, ayrı bir karar olduğu düşüncesi ile de paralellik arz etmektedir. Kaldı ki Yargıtay'ın yerleşik içtihatları da bu davanın İPSGK üyelerine karşı açılması gerektiği yönündedir<sup>144</sup>.

### 8.2.2. Yeni TTK Bakımından

Yeni TTK ise, İPSGK kararlarının iptal edilebilirliğini özel olarak düzenlemiştir. Yeni TTK'nın 454/7 maddesi uyarınca, yönetim kurulu tarafından, İPSGK'nın onaylamama kararı aleyhine, karar tarihinden itibaren bir ay içinde, genel kurulun söz konusu kararının pay sahiplerinin haklarını ihlal etmediği gerekçesi ile bu kararın iptali ile

<sup>139</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 150. **İMREGÜN** olumlu yani anonim ortaklık genel kurul kararını onayan İPSGK kararlarına karşı dava açılmayacağı, bu halde yalnızca genel kurul kararına karşı dava açılabileceği görüşündedir (**İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 195). Alman hukukunda bu görüşü savunan yazarlar için bkz. **MOROĞLU**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 169, dipnot 25.

<sup>140</sup> **MOROĞLU**, Esas Sermaye Artırımı, s. 303; **İMREGÜN**, Kâr Payı Hakkı, s. 430; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 487.

<sup>141</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 150; **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 194; **TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 486.

<sup>142</sup> Aksi yöndeki görüş için bkz. **KİRTİL**, s. 84.

<sup>143</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 152-153.

<sup>144</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 153; **İMREGÜN**, Özel Kategori Paylar, s. 195; **MOROĞLU**, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, s. 170; **GÜNEL**, s. 16. **TEKİNALP**, iptal davasının yalnızca olumsuz oy vermiş, yani genel kurulu kararının onanmasına karşı çıkan imtiyazlı pay sahiplerine karşı açılabileceği görüşündedir (**TEKİNALP (POROY, ÇAMOĞLU)**, s. 487).

genel kurul kararının tescili davası açılabilir. Yeni TTK'nın bu özel düzenlemesi uyarınca, yalnızca İPSGK'nın genel kurul kararının onaylanmamasına yani reddine ilişkin kararlarına karşı ve sadece yönetim kurulu tarafından dava açılabilir. Dolayısıyla Yeni TTK, İPSGK kararlarının iptali davasını hem konu hem de davacı olabilecek kişiler bakımından sınırlandırmıştır. Ayrıca söz konusu iptal davasının, anonim ortaklık merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde açılması gerekmektedir. Buna ek olarak, Yeni TTK'nın 454/8 maddesi uyarınca iptal davası, yalnızca İPSGK'da olumsuz oy vermiş olan imtiyazlı pay sahiplerine karşı açılabilir olup, bu davanın karara olumlu oy vermiş olan imtiyazlı pay sahiplerine karşı açılması mümkün değildir.

### 8.2.3. İptal Kararlarının Etkisi

İptal davası sonucunda İPSGK kararının iptaline karar verilmesi ve bu kararın kesinleşmesi halinde, bu karar İPSGK'yı meydana getiren tüm imtiyazlı pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler bakımından doğrudan ve tüm pay sahipleri bakımından da dolaylı bir etkiye sahip olacaktır. Ayrıca iptal kararı bozucu yenilik doğuran bir nitelik arz etmesi nedeni ile sakat olan İPSGK kararını geçmişe etkili olarak ortadan kaldıracaktır. Dolayısıyla iptal edilen karara istinaden pay sahiplerine herhangi bir ödemede bulunmuş veya bir şey verilmiş ise, bunlar sebepsiz zenginleşme hükümleri çerçevesinde ortaklığa iade edilecektir<sup>145</sup>. Benzer şekilde, İPSGK kararı uyarınca, infaz edilebilir bir genel kurul kararına istinaden iyiniyetli üçüncü kişiler ile yapılmış olan hukuki işlemler de, söz konusu İPSGK kararının iptali halinde, geçersiz hale gelecektir<sup>146</sup>. Zira İPSGK kararının iptali halinde, genel kurul kararlarının iptalinden farklı olarak, anonim ortaklık ile iyiniyetli üçüncü kişilerin yapmış olduğu hukuki işlemler korunmamıştır<sup>147</sup>.

---

<sup>145</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 154.

<sup>146</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 154-155.

<sup>147</sup> Doktrinde, olumsuz yani anonim ortaklık genel kurul kararını reddeden İPSGK kararları aleyhine açılan iptal davası neticesinde davanın kabulüne karar verilmesi ve bu kararın kesinleşmesi halinde, genel kurul kararının iptalinden farklı olarak, mahkeme kararının genel kurul kararının infaz edilebilir anlamına geldiğini ve bu nedenle genel kurul kararının infaz edilebilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. İMREGÜN, Özel Kategori Paylar, s. 195.

## IV. BÖLÜM

### ANONİM ORTAKLIK KAVRAMININ KAMU HUKUKU SÜJESİ Mİ YOKSA ÖZEL HUKUK SÜJESİ Mİ OLDUĞU SORUNU

#### 1. Genel Olarak Anonim Ortaklıklar Hukukunun Niteliği

Ticaret şirketlerine ve özelde anonim ortaklıklara ilişkin olarak, tüm dünyada genel kabul görmüş beş temel karakteristik özellik bulunmakta olup, bunlar tüzel kişilik, sınırlı sorumluluk, payların devredilebilirliği, idare ve temsil ile yetkilendirilmiş bir yönetim kurulu ve anonim ortaklığı kontrol etme ve kâr payı elde etme arzusu taşıyan pay sahipliğidir<sup>148</sup>. Nitekim Türk hukukunda anonim ortaklık, TTK'nın 269/1 maddesinde, bir unvana sahip, esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüş ve borçlarından dolayı yalnız malvarlığı ile sorumlu bulunan şirket olarak tanımlanmış ve böylelikle belirtilen unsurlar Türk hukuku bakımından da kabul edilmiştir. Bu tanım, ticaret unvanına ilişkin unsur haricinde, Yeni TTK'nın 329/1 maddesinde de aynen muhafaza edilmek suretiyle söz konusu karakteristik özelliklerin geçerliliğini korumaya devam ettiği vurgulanmıştır.

Anonim ortaklıklar esasen, küçük tasarrufların bir araya getirilmesi suretiyle pay sahiplerinin sınırlı sorumluluk ilkesi çerçevesinde faaliyette bulunmak ve kâr elde etmek amacı ile kurdukları tüzel kişilerdir. Nitekim anonim ortaklıklarda pay sahiplerini birbirine bağlayan yegâne bağ bu maddi menfaattir<sup>149</sup>. Anonim ortaklıkların meydana getirilmesindeki temel amaç kâr elde etmek olmakla birlikte, anonim ortaklıklar gerçekleştirdikleri faaliyetler ile nihayetinde pay sahipleri, ortaklık alacaklıları ve işçileri gibi çok geniş menfaat grupları ile etkileşim içerisindedir. Dolayısıyla anonim ortaklıklar, söz konusu menfaat grupları için olduğu kadar, ülke ekonomisi ve toplum refahı bakımından da önem arz etmektedir<sup>150</sup>. İşte bu nedendir ki, anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin yapılan düzenlemeler, bünyesinde daima bu felsefenin izlerini taşımaktadır. Bu kapsamda, anonim ortaklıklara ilişkin irade serbestisini<sup>151</sup> sınırlayıcı nitelikte emredici hükümler sevk edilmesi, bazı anonim ortaklıkların kuruluşunun Devlet iznine tabi tutulması ve düzenleyici otoriteler tarafından denetlenmeleri gibi hususlar, anonim ortaklıklarda toplum menfaatinin ön planda olduğunun en açık göstergeleri olarak nitelendirilebilir.

Her ne kadar anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin düzenlemelerin sistematik açıdan TTK'da yer aldığından bahisle, "saf anonim ortaklık" kavramının bir özel hukuk süjesi olarak kabul edilmesi konusunda herhangi bir tereddüt bulunmamakta ise de, pay sahipliğinin çeşitlendiği, yani geniş halk kitlelerine yayıldığı HAAO'lara ve banka ile sigorta şirketleri gibi diğer özel nitelikli anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemeler göz önünde bulundurulduğunda, bu yönde kesin bir nitelendirmede bulunulmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. Zira bu tür anonim ortaklıklarda ilişkiler karmaşık bir yapı içerisinde ve farklı menfaat gruplarını etkiler şekilde gerçekleşmektedir. Kanun koyucu

<sup>148</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 1; **DAVIES, Paul**: Introduction to Company Law, Oxford 2010, s. 8.

<sup>149</sup> **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 2.

<sup>150</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 28; **ANSAY**, s. 17; **ŞEHİRLİ, Kübra**: Kurumsal Yönetim, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, s. 22; **CELİK, Aytakin**: "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerin Denetimi", Prof. Dr. Tuğrul ANSAY'a Armağan, Ankara 2006, s. 545-546.

<sup>151</sup> Anonim ortaklık doktrinde, sözleşmeleri birbirine bağlayan bir yapı (*nexus for contracts*) olarak nitelendirilmektedir. Anonim ortaklık bünyesinde yer alan; pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, işçiler ve diğer menfaat grupları arasındaki ilişkilerin tümünün temelinde, sözleşmeler üstü emir ve kontrol gücünden ziyade, iradeye dayalı bir sözleşme ilişkisi yatmaktadır. Ayrıca bütün bu ilişkilerin karşı tarafında anonim ortaklığın kendisinin bulunması sayesinde, sözleşmesel haklar ve bu sözleşmelerden kaynaklanan ilişkiler daha kolay bir şekilde yönetilebilmektedir. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 6. Aynı yöndeki görüş için bkz. **DAVIES**, s. 9.

tarafından bu durum göz önünde bulundurularak yapılan ve saf anonim ortaklıklara egemen olan irade serbestîsini sınırlayan nitelikteki düzenlemeler, bu kapsam içerisinde yer alan anonim ortaklıkların artık “salt özel hukuk süjesi” olarak nitelendirilmelerine olanak tanımamaktadır. Nitekim Yeni TTK hükümleri ile benimsenmiş olan bakış açısı da, bu görüşü destekleyici özellikler sergilemekte olup, anonim ortaklık kavramının salt özel hukuk süjesi olarak nitelendirilmesi artık çok daha zor bir hal almış gibi görünmektedir.

Anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin irade serbestîsini sınırlayan ve Devlet ile kamu otoritelerinin anonim ortaklıklar ve bilhassa HAAO’lar üzerindeki gözetim ve denetim<sup>152</sup> gücünün artırılmakta olduğu sinyallerini veren düzenlemeler, özellikle imtiyazlar bağlamında çok daha net bir biçimde görülebilmektedir. Çünkü imtiyaz ve imtiyazlı pay kavramları, pay sahipliği haklarının gözle görülür biçimde somutlaştığı alanların başında gelmekte olup, bu alanda yapılan ve müdahaleci olarak nitelendirilebilecek olan düzenlemeler daha kolay tespit edilebilmektedir. İmtiyazlara ilişkin düzenlemeler yanında, kamunun aydınlatılması, kurumsal yönetim ve bağımsız denetim gibi konularda yapılan düzenlemelerde de bu anlayışın izlerini görmek zaman zaman mümkün olmaktadır.

## 2. Halka Açık Anonim Ortaklıklar

Halka açılma kavramı en genel ifade ile halka kapalı bir şirketin sermaye yapısında, bu şirkete halkın katılmasına olanak verecek değişikliklerin yapılması olarak tanımlanabilir<sup>153</sup>. HAAO ise SPKn’nun 3/(g) maddesinde hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklık olarak tanımlanmıştır. Halka arz edilmiş sayılma da SPKn’nun 11/1 maddesinde düzenlenmiş olup, anılan hükümde pay sahibi sayısı 250’yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetlerinin halka arz olunmuş sayılacağı ve bu ortaklıkların, HAAO hükümlerine tabi olacağı belirtilmiştir. Bu hükümler uyarınca bir anonim ortaklığın HAAO olarak kabul edilebilmesi için ya paylarını halka arz etmesi ya da paylarını halka arz etmemekle birlikte, pay sahibi sayısının 250’yi aşması gerekmektedir.

Bu şekilde halka açık hale gelen anonim ortaklıkların paylarının Kurul kaydına alınması zorunlu olup, bunun sonucunda söz konusu ortaklıklar bakımından yatırımcıların korunması amacıyla<sup>154</sup>; kâr dağıtımı, özel durumların kamuya açıklanması, bağımsız denetimden geçme, esas sözleşme değişikliklerinde Kurul görüşünün alınması, örtülü kazanç aktarımı yoluyla yıllık karın azaltılamaması, genel kurullarda ortaklık paylarının

<sup>152</sup> Burada denetim kavramı ile kastedilen dış denetimdir. HAAO’larda dış denetim, dar ve geniş olmak üzere iki ayrı biçimde inceleme konusu yapılabilir. Dar anlamı ile dış denetim, sadece devlet organları tarafından yapılan denetimi ifade etmektedir. Bu anlamı ile dış denetim, belirli bakanlıklar veya özel olarak kurulan kamu kurumlarınca gerçekleştirilir. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı ile SPK’nın HAAO’lar üzerindeki denetimi dar anlamda dış denetim örneğidir. Geniş anlamı ile dış denetim ise, ortaklık dışı veya ortaklığa yabancı kişi veya kuruluşlarca yapılan denetimin bütünü ifade etmekte olup, bu halde HAAO’yu denetleyen kuruluşun özel veya kamu kurumu niteliğinde olmasının bir önemi bulunmamaktadır. Bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılan denetimler bu halin en belirgin örneği olarak gösterilebilir **ARKAN, Sabih**: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976, s. 47.

<sup>153</sup> **AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz**: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, 2004, s. 94.

<sup>154</sup> **TURANBOY, Asuman**: “Sermaye Piyasası Kanunu ve Ticaret Kanunu Tasarısı Hakkındaki Görüşler”, Prof. Dr. Bilge ÖZTAN’a Armağan, Ankara 2008, s. 897. Yatırımcıların korunmasına ilişkin hukuk kuralları iki farklı hususu hedeflemektedir. Bunlar sermaye piyasasının bir bütün olarak düzenlenmesi ve HAAO’ların ve içeriden öğrenen konumundaki kişilerin yatırımcılara karşı tutum ve davranışlarının düzenlenmesidir. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 276.



toplanması amacıyla çağrıda bulunulması ve KYİ'lere uyulması gibi yükümlülükler ortaya çıkmaktadır<sup>155</sup>.

HAAO'lar bakımından getirilen bu yükümlülüklerin nedenleri iki başlık altında toplanabilir. Bunlardan ilki ekonomiktir. Zira devlet, HAAO'lar aracılığı ile toplanacak paraların ülke açısından en yararlı biçimde kullanılmasını istemektedir. İkinci neden ise halkın HAAO'lara karşı olan güvenin pekiştirilmesi arzusudur. Bunun gerçekleştirilebilmesi için, HAAO'ların kanun, esas sözleşme ve dürüstlük kurallarına uygun biçimde işleyeceği inancının toplumda yerleşmesi gerekmektedir<sup>156</sup>.

Halkın HAAO'lara olan güveninin artırılmasının önündeki engellerden birini anonim ortaklık bünyesinde ortaya çıkan ve gün geçtikçe karmaşık bir hal alan menfaat çatışmaları oluşturmaktadır. Zira HAAO'ların karmaşık işleyiş sistemleri, pay sahiplerinin söz konusu HAAO ile ilgili yeterli bilgi sahibi olmalarını, ortaklığı idare ve temsil eden ve çoğu kez de hâkim pay sahibi konumunda olan yönetim kurulu üyeleri üzerindeki kontrol mekanizmalarını etkin bir şekilde kullanabilmelerini zorlaştırmakta, hatta bazen imkânsız bir hale getirebilmektedir. Başka bir ifade ile HAAO'larda küçük pay sahibi komunda olan bir yatırımcının, tamamen kendi imkânları ölçüsünde söz konusu ortaklığa ilişkin bilgi alma hakkını kullanması, yani bilgi asimetrisini ortadan kaldırması ciddi bir emek, zaman ve maliyet gerektirmektedir.

İşte pay sahipleri bakımından ortaya çıkan bu zorlukların en aza indirilmesi ve bunun da en düşük maliyet ile sağlanabilmesi için, kanun koyucu tarafından, özünde özel hukuk hükümlerine tabi olan HAAO kurumuna müdahale edilerek, kimi zaman emredici hükümler tesisi, kimi zaman da uygulama standartlarının belirlenmesi suretiyle menfaatler arasında bir denge sağlanmaya çalışılmaktadır.

### 2.1. HAAO'larda Menfaat Çatışmaları ve Temsil Sorunu

Her hukuk düzeninin anonim ortaklıklara ve özelde HAAO'lara bakışı ve bu hukuki kurumu düzenleme şekilleri birbirinden farklı görünmekle birlikte, anonim ortaklığın özündeki unsurların dünya çapında ortak payda meydana getirmesi nedeni ile bu kurumun bünyesinde ortaya çıkan hukuki sorunlar da benzerlik göstermektedir. Bu kapsamda HAAO şemsiyesi altında ortaya çıkan menfaat çatışmaları temel olarak üç grupta toplanabilir. Bunlar yönetim kurulu üyeleri ile pay sahipleri arasında, pay sahiplerinin kendi aralarında ve pay sahipleri ile anonim ortaklığın alacaklıları ve işçileri gibi diğer menfaat grupları arasında ortaya çıkan menfaat çatışmalarıdır. Bütün bu menfaat çatışmaları, doktrinde temsil sorunu (*agency problem*) olarak adlandırılmaktadır<sup>157</sup>.

Temsil sorunu bir kişinin, grubun veya tarafın (temsil olunanın) refahının, başka bir kişi, grup veya tarafça (temsilci tarafından) gerçekleştirilen işlem ve eylemlere bağlı olması durumunda ortaya çıkan menfaat çatışması olarak tanımlanabilir<sup>158</sup>. Buradaki menfaat çatışması, temsilcinin, temsil olunanın menfaati yerine, kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etmesi ihtimalinde ortaya çıkmaktadır. Zira temsilci konumunda bulunan kişilerin - ki bu kişiler HAAO'larda çoğu kez aynı zamanda hâkim ortak ve/veya yönetim kurulu

<sup>155</sup> **YANLI, Veliye:** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005, s. 87-93

<sup>156</sup> **ARKAN,** s. 48-49; **ANSAY,** s. 18.

<sup>157</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri,** s. 2; **ANSAY,** s. 18-19; **İMREGÜN,** Menfaat İhtilafları, s. 5; **GEENES, Koen/CLOTTENS, Carl:** "One Share-One Vote: Fairness, Efficiency and EU Harmonisation Revisited", European Company Law Action Plan Revisited (Edited by GEENES, Koen/HOFT, Klaus J), Belçika 2010, s. 149; **DAVIES,** s. 4, 29.

<sup>158</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri,** s. 35.

üyeleri/üyeleri konumunda karşımıza çıkmaktadır- bir bütün halinde tüm pay sahiplerinin temsilcisi sıfatı<sup>159</sup> ile onların hak ve menfaatlerini gözetmek suretiyle hareket etmek yerine, kendi menfaatlerini ençoklaştırmak yönünde eylem ve işlemlerde bulunmaları her zaman mümkündür. Başka bir deyişle, HAAO'larda küçük bir grubun veya tek bir kişinin belirli miktarda sermaye payını ele geçirerek, hâkim konuma geçmesi mümkün olup, özellikle bu durumda, hâkim olan ve olmayan pay sahipleri arasındaki ilişkiler önem kazanmakta ve hâkim durumdaki pay sahiplerine karşı, diğer pay sahiplerinin koruması gerekmektedir<sup>160</sup>.

HAAO'larda yönetim ve/veya oy hakkı bakımından hâkim konumda olan pay sahiplerinin, diğer pay sahipleri tarafından kontrol edilerek, denetim altına alınmalarının önündeki en büyük engel ise bilgi asimetrisidir. Bu asimetrik bilgi dağılımı nedeni ile temsil olunan konumundaki küçük pay sahipleri (yatırımcılar), temsilcinin yani yönetim ve/veya oy hakkı bakımından üstün konumda olan pay sahibinin eylem ve işlemlerinin, tüm pay sahiplerinin menfaatine uygun olup olmadığını tam olarak denetleyememektedir. Bu nedenle temsil olunanlar, asimetrik bilgi avantajından yararlanan temsilcinin, kendisinden beklenen şekilde hareket edip etmediğini denetlemek konusunda yüksek maliyetli işlemlere girişmek durumunda kalmakta ve temsilci tarafından gerçekleştirilen işlemler karmaşıktıkça, bunun kontrolü için katlanılan maliyet de doğru orantılı olarak artmaktadır<sup>161</sup>.

## 2.2. Temsil Sorunu ve İmtiyazlı Paylar

Türk hukukunda, yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüğü gerek TTK ve Yeni TTK, gerekse BK hükümleri çerçevesinde düzenlenmiş ve genel kabul görmüş bir yükümlülüktür. Bununla birlikte, Türk hukukunda, anonim ortaklıktaki diğer menfaat gruplarının, yani yönetim kurulu dışında kalan yöneticilerin<sup>162</sup>, ortaklık çalışanlarının,

---

<sup>159</sup> Amerikan hukukunda, pay sahipliğinin geniş halk kitlelerine yayıldığı HAAO'ların idare ve temsil yetkisinin profesyonel bir yönetim kuruluna bırakılmış olması nedeni ile pay sahipleri ile yönetim kurulu üyeleri arasında bir temsil ilişkisinin mevcut olduğunu ve bu nedenle yönetim kurulu tarafından alınacak kararlarda ve yapılacak olan iş ve işlemlerde tüm pay sahiplerinin menfaatinin göz önünde bulundurulması gerektiğini söylemek mümkündür. Bununla birlikte, Kara Avrupası hukuk sisteminde HAAO yönetim kurulunun, çoğu kez hâkim ortağın kendisinin de içinde bulunduğu ve/veya bu ortak tarafından seçilmiş olan kişilerden meydana gelmesi karşısında, pay sahipleri ile yönetim kurulu arasında teknik anlamda bir temsil ilişkisinin bulunduğunu söylemek tam olarak mümkün olmamaktadır. Başka bir ifade ile Amerikan hukukunda pay sahipliğinin dağınık bir yapıda bulunmasına bağlı olarak, belirli bir pay sahibi veya grubun HAAO üzerinde tek başına hâkimiyet kuramaması nedeni ile yönetim kurulu ile pay sahipleri arasında temsil ilişkisinin varlığı ileri sürülebilir ise de, Türk hukukunda anonim ortaklıkların genellikle aile şirketi şeklinde yapılanmış olması ve hâkim durumdaki pay sahibinin çoğu kez aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması karşısında, bu yönde bir genel değerlendirmede bulunulması doğru bir yaklaşım olmayacaktır. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 14, 29. *ANSAY*'a göre ise, Amerikan hukukunda anonim ortaklık yönetim kurulu pay sahiplerinin değil, kamunun vekili, mutemedi olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle anonim ortaklıkların topluma karşı bir sorumlulukları bulunduğu kamuoyunda tasvip edilmiş ve bu görüş İsviçre'de de taraftar bulmuştur (*ANSAY*, s. 20). *DAVIS* ise, Amerikan hukukundaki temsil ilişkisine ilişkin bu anlayışın 20. yüzyıl başlarından itibaren değişmeye başladığını ve yönetim kurulunun artık pay sahiplerinin değil, ortaklığın temsilcisi olarak kabul edilmeye başladığını belirtmektedir. Bu konudaki ayrıntılı bilgi için bkz. **DAVIES**, s. 108 vd.

<sup>160</sup> **ANSAY**, s. 12; **YILDIZ**, s. 60.; **DAVIES**, s. 110.

<sup>161</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 36.

<sup>162</sup> Yeni TTK'nın 369'uncu maddesinde yönetimde görevli üçüncü kişilerin özen ve bağlılık yükümlülüğü düzenlenmiştir. Bununla birlikte, bu hüküm ile getirilen düzenlemelerin yönetim görevi üstlenen kişiler dışında kalan menfaat gruplarını içermemesi nedeni ile esaslı bir değişiklik içermediği düşünülmektedir.

hâkim konumdaki pay sahibinin<sup>163</sup>, bazı hallerde diğer pay sahiplerinin ve yatırımcıların özen ve sadakat yükümlülüğüne ilişkin herhangi bir açık düzenleme yer almamaktadır.

Diğer taraftan, Amerikan hukukunda yönetim kurulu üyeleri yanında, belirtilen menfaat gruplarının da müteveli yükümlülüğünden<sup>164</sup> (*fiduciary duty*) kaynaklanan sadakat borcunun bulunduğu kabul edilmektedir<sup>165</sup>. Söz konusu menfaat gruplarının uymakla yükümlü olduğu bu sadakat borcu, anılan kimselerin hileli veya adil olmayan işlemler ile sahip oldukları avantajlı konumu kendi lehine kullanmalarını yasaklamaktadır. Başka bir deyişle, söz konusu kişiler, menfaat çatışmasının ortaya çıkması halinde, sahip oldukları avantajlı konumu kötüye kullanamazlar. Amerikan hukukunda kabul edilmiş olan müteveli sorumluluğunun değişken ve gelişmeye açık bir yapıya sahip olması nedeni ile müteveli yükümlülüğü ticaret şirketleri ve özellikle HAAO'lar hukukuna sürekli bir katkı sağlamaktadır. Böylelikle uygulayıcı konumundaki yargı kurumları tarafından karşılaşılan somut olaylara ilişkin özel sadakat yükümlülüklerinin belirlenmesi ve çözüm yollarının geliştirilmesi mümkün olmaktadır<sup>166</sup>.

HAAO'lardaki temsil sorunu imtiyazlı paylar çerçevesinde düşünüldüğünde, menfaat çatışmalarının, özellikle oy ve/veya yönetim hakkında imtiyazlı pay sahipleri ile diğer -adi- pay sahipleri arasında ortaya çıkabileceği düşünülmektedir. Bu durumda imtiyazlı pay sahiplerinin temsilci, diğer -adi- pay sahiplerinin ise temsil olunan şeklinde değerlendirilmesi mümkün görünmektedir. Zira oy hakkında ve/veya yönetimde imtiyaz hakkına sahip olan pay sahiplerinin, çoğu kez ortaklıktaki tüm pay sahiplerini etkiler nitelikte karar alması ihtimal dâhilindedir. Başka bir deyişle, imtiyazlı pay sahipleri, anonim ortaklık menfaati veya tüm pay sahiplerinin ya da diğer menfaat gruplarının çıkarlarına uygun hareket etmek yerine, salt kendi menfaatleri doğrultusunda eylem ve işlemlerde bulunmak suretiyle, diğer pay sahiplerinin veya menfaat gruplarının çıkarlarını ihlal edebilirler<sup>167</sup>. Bu durumu göz önünde bulunduran kanun koyucu tarafından çeşitli koruma mekanizmaları geliştirilmiş olup, bunların başında, belirli kararlar bakımından oy hakkının donmasına<sup>168</sup>, oy hakkında imtiyazın kullanılmasının yasaklanmasına ve azınlık haklarına ilişkin düzenlemeler gelmektedir.

HAAO'lardaki imtiyazlı paylara diğer bir açıdan bakıldığında ise, imtiyazsız pay sahibi olmakla birlikte, çoğunluğu elinde bulunduran bu grup pay sahibinin, anonim ortaklıkların çoğunluk ilkesine göre yönetilmesi esasında yararlanmak suretiyle, imtiyazlı pay sahiplerinin menfaatlerini ihlal eder nitelikte karar almalarının da mümkün olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Nitekim çalışmamızın önceki bölümlerinde yer verildiği üzere, kanun koyucu tarafından gerek TTK'nın 389, 391 ve Yeni TTK'nın 454, gerekse

<sup>163</sup> Bununla birlikte, Yeni TTK'nın "Şirketler Topluluğu"nu düzenleyen 195 ila 209'uncu maddeleri arasında, hâkim şirket bakımından, hâkimiyetin hukuka aykırı olarak kullanılması ve hâkim şirketin güvenden doğan sorumluluğu düzenlenmiştir. Şirketler topluluğunda hâkimiyetin hukuka aykırı kullanılması ve sonuçları ile güven sorumluluğuna ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. **NILSSON OKUTAN, Gül**: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009, s. 223 vd.

<sup>164</sup> Amerikan hukukunda müteveli yükümlülüğü olarak adlandırılan yükümlülük, bünyesinde sadakat ve özen yükümlülüğünü bir arada barındırmaktadır **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 78. "*Fiduciary duty*" ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. **FRANKEL, Tamar**: "Fiduciary Law in The Twenty-First Century", Boston University Law Review, S.3, C.91, Boston 2011, s. 1289 vd.

<sup>165</sup> **CLARK, Robert Charles**: Corporate Law, 6. Baskı, Boston 1986, s. 141.

<sup>166</sup> **CLARK**, s. 141.

<sup>167</sup> Aynı yöndeki görüş için bkz. **ARKAN**, s. 49; **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 92-93.

<sup>168</sup> Anonim ortaklıklarda oy hakkının donmasına ilişkin hususlarda ayrıntılı bilgi için bkz. **CANTİMUR, Zeynep**: Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Oy Hakkının Donmasına İlişkin Uygulamaların Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2010, s. 8 vd.

SPKn'nun 12 ve 46'ncı maddelerinde imtiyazlı pay sahiplerinin menfaatlerinin korunmasına ilişkin özel hükümler sevk edilmek suretiyle bu tür menfaat çatışmalarının önüne geçilmeye çalışılmıştır.

Öte yandan, HAAO'larda birden fazla imtiyazlı pay grubunun bulunması veya imtiyazlı payların birçok pay sahibine dağılmış olması halinde, durum daha da karmaşık bir hal almaktadır. Çünkü bu halde, farklı menfaat grupları arasında yaşanan çatışmalar yanında, bir de söz konusu menfaat gruplarının kendi içerisinde organize hareket etmesi gerekliliğinden kaynaklanan, koordinasyon maliyeti ortaya çıkmaktadır<sup>169</sup>. Bu da söz konusu menfaat sahiplerinin kolektif bir eylem içinde bulunmalarını zorlaştırmakta ve temsil sorununun iki farklı boyut kazanmasına neden olmaktadır. Bu koordinasyon sorunu ve maliyeti, menfaat gruplarının, daha çok hususta karar alma yetkisini temsilci konumundaki kişi veya gruba terk etmelerine sebebiyet vermektedir. Ayrıca bu durumda, temsil olunan grubun belirli bir hedef üzerinde uzlaşarak, temsilcinin bu hedefe uygun hareket edip etmediğini kontrol etmesi çok daha zor bir hal almakta, bu da temsil sorununun aşılması hususunda daha fazla maliyet ortaya çıkarmaktadır.

Görüldüğü üzere, imtiyazlı paylar HAAO'lar bakımından ayrı bir önemi haizdir ve bu konuda HAAO'larda hassas bir denge söz konusudur<sup>170</sup>. HAAO'larda yönetim ve/veya oy hakkında sağlanan imtiyazlar bir açıdan, özellikle aile ortaklıklarında hâkim ortağın yönetimi kaybetmesi, yani ortaklığın üçüncü kişilerin eline geçmesi endişesi taşımasına engel olmakta ve böylelikle halka açılmayı teşvik edici bir unsur olarak görülmektedir<sup>171</sup>. Diğer açıdan ise imtiyazlı paylar, pay sahipleri arasındaki dengeyi bozan bir durum olarak eleştirilmektedir. İmtiyazlı paylar nedeni ile HAAO'ların "ele geçirilmesi imkânsız birer kale"ye dönüşmesi, ortaklık içi denetim mekanizmalarının işlerliğinin azalması veya sermaye payı ile orantısız bir güç sağlayan "mülkiyetsiz kontrol" durumunun meydana gelmesi gibi olasılıklar, HAAO'larda imtiyazların varlığına getirilen olumsuz eleştirilerin başında gelmektedir<sup>172</sup>.

Nitekim imtiyazlı paylara ilişkin bu hassas dengeyi göz önünde bulunduran Kurul, imtiyazlı paylara ilişkin rejimi 1.7.1998 tarih ve 49/721 sayılı Kurul ilke kararı<sup>173</sup> ile belirlemiştir.

Buna göre çağrı yolu ile ilk defa halka açılan anonim ortaklıkların halka açılmaları, ortak sayısı nedeni ile Kurul kaydına alınan anonim ortaklıkların ise ilk fiili halka arzları öncesinde ya da halka açılma/ilk fiili arz esnasında imtiyazlı pay yaratılması mümkündür. Bununla birlikte, Kurul kaydında bulunan bu anonim ortaklıkların mevcut imtiyaz hükümlerinde "hakkın kötüye kullanılması", "objektif iyiniyet kuralı"na aykırı hareket edilmesi anlamını taşıyan ya da "mülkiyetin tabana yayılması" amacını zedeleyebilecek, ortaklığı zarara uğratabilecek düzenlemeler yapılması, yatırımcı için büyük tehlike arz eden

<sup>169</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 36; **LAGA, Hilde/PARREIN, Floris**: "Corporate Governance in a European Perspective", Eurpoean Company Law Action Plan Revisited (Edited by GEENS, Koen/HOPT, Klaus J), Belçika 2010, s. 85, 101.

<sup>170</sup> **MANAVGAT, Çağlar**: "Sermaye Piyasası Bakımından İmtiyazlı Paylara Bakış", Yaklaşım Dergisi, S.117, 2002, s. 146.

<sup>171</sup> Yönetimsel haklarda tanınan imtiyazlar, halka açılma sonrasında stratejik ortaklık yapısı değişikliklerinde ve özellikle bu amaçla yapılan birleşmeler bakımından gündeme gelmektedir. Zira ortaklığın mevcut üretim ve hizmet yapısına katma değer sağlayabilecek olan pay sahipleri, yüksek oranda sermaye koymayı tercih etmedikleri takdirde, yönetimde temsil edilebilmek adına imtiyaz talebinde bulunabilmektedir. İmtiyazlı payları bu bakımdan da HAAO'lar için olumlu bir araç olarak görülmektedir. **MANAVGAT, İmtiyazlı Paylara Bakış**, s. 146-147.

<sup>172</sup> **MANAVGAT, İmtiyazlı Paylara Bakış**, s. 147.

<sup>173</sup> 6-10.7.1998 tarih ve 1998/27 sayılı Kurul Haftalık Bülteni'nde yayımlanmıştır.

ya da sermaye piyasasının özellikleri ile bağdaşmayan sözleşmesel imtiyazlara yer verilmesi durumunda, “somut olay ve sözleşme değişikliği amacıyla başvuruda bulunan ortaklık ile bağlı kalmak kaydıyla” Kurul tarafından imtiyazlara ilişkin düzenlemelere müdahale edilebilecektir.

Ayrıca, çağrı sureti ile halka açılan anonim ortaklıkların halka açıldıktan sonra, ortak sayısı nedeni ile Kurul kaydına alınan anonim ortaklıkların ise, ilk fiili halka arzdan sonra yeni imtiyaz yaratması mümkün değildir. Bunun yanında, mevcut imtiyazlarda değişiklik yapılmasının istenmesi halinde de, bu taleplerin kabul edilebilmesi için imtiyazlarının özünün değişmemesi, konu ve kapsam bakımından genişletilmemesi gerekmektedir.

Görüldüğü üzere, anılan ilke kararı ile imtiyazlar, halka açılma öncesi ve sonrası olmak üzere iki farklı rejime tabi tutmuştur. Buna göre, halka açılma aşamasına kadar serbestçe imtiyaz yaratılabilecektir<sup>174</sup>. Bu genel kuralın istisnası ise “hakkın kötüye kullanılması”, “objektif iyiniyet kuralı”na aykırı hareket edilmesi anlamını taşıyan ya da “mülkiyetin tabana yayılması” amacını zedeleyebilecek, ortaklığı zarara uğratabilecek düzenlemeler yapılması, yatırımcı için büyük tehlike arz eden ya da sermaye piyasasının özellikleri ile bağdaşmayan sözleşmesel imtiyazlara yer verilmesi haldir. Bu halde Kurul müdahale yetkisini saklı tutarak, halka açılma öncesinde de imtiyazlara müdahale edilebilmesini olanaklı kılmıştır<sup>175</sup>. Bununla birlikte, halka açılmadan sonra yeni imtiyaz yaratılması mümkün bulunmamaktadır. Aksi durumun kabulü, yatırımcının halka arz sonrasında tamamen farklı bir ortaklıkta ortak olmaya zorlanması anlamına gelecektir<sup>176</sup>. Ayrıca, mevcut imtiyazlarda değişiklik yapılması da ancak imtiyazlarının özünün değişmemesi, konu ve kapsam bakımından genişletilmemesi halinde mümkün olabilecektir<sup>177</sup>.

Bu çerçevede, Kurul ilke kararındaki düzenleme ile de ortaya konulduğu üzere, HAAO'larda imtiyazların kontrollü biçimde varlığını koruması, en uygun çözüm yolu olarak görülmektedir<sup>178</sup>. Zira imtiyazlı paylar hukuk düzeninin tanımış olduğu bir kavram olarak karşımıza çıkmakla birlikte, imtiyaz kavramının aynı zamanda hukuku şekillendiren bir sosyal gerçeklik<sup>179</sup> olarak kabul edilmesi gerektiği düşünülmektedir. Dolayısıyla, hem kara Avrupası ve özellikle Türk hukukunda belirli pay sahiplerinin hâkim konumda olduğu HAAO'ların varlıklarını ve işleyişlerini sağlıklı bir biçimde sürdürebilmesi, hem de sermaye piyasalarının büyüme ve gelişimine katkıda bulunulabilmesi için, HAAO'lar bakımından imtiyazlı payların tümüyle reddi veya tamamen serbest bırakılması gibi uç yaklaşımlardan ziyade, kamu gücü yani denetimi kapsamındaki bir sistem içerisinde, imtiyazlı paylar bakımından kontrollü bir serbestinin mevcudiyetinin en sağlıklı yöntem olduğu düşünülmektedir.

---

<sup>174</sup> Kurul'un, halka açılma öncesinde imtiyaz yaratılmasına izin vermesi ve halka açılma bakımından bu stratejik planlamayı mümkün kılması yerinde bir düzenlemedir. **MANAVGAT**, İmtiyazlı Paylara Bakış, s. 148

<sup>175</sup> Bu yetki çok istisnai bir nitelik arz etmekte olup, daha çok söz konusu ilke kararından önce ihdas edilen imtiyazlar bakımından önem taşımaktadır. **MANAVGAT**, İmtiyazlı Paylara Bakış, s. 149

<sup>176</sup> **MANAVGAT**, İmtiyazlı Paylara Bakış, s. 149

<sup>177</sup> Örneğin, oy hakkında imtiyazlı paylarda, pay başına düşen oy sayısının, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı veren paylarda, imtiyazlı grubun aday gösterme kontenjanı halka açılma sonrası artırılamayacaktır. Benzer şekilde, hakla açılma sonrasında, oy hakkında imtiyazlı paylar yerine, yönetim kurulu üyeliklerine aday gösterme hakkını haiz imtiyazlı paylar çıkarılamayacaktır. **MANAVGAT**, İmtiyazlı Paylara Bakış, s. 149

<sup>178</sup> Ayı yöndeki görüş için bkz. **MANAVGAT**, İmtiyazlı Paylara Bakış, s. 150.

<sup>179</sup> **GEENES/CLOTTENS**, s. 152.

## 2.3. Temsil Sorununu Aşma Maliyetini Azaltma Yöntemleri

### 2.3.1. Genel Olarak

Anonim ortaklıklar ve özellikle HAAO'lar bakımından, pay sahiplerinin, daha doğru bir ifade ile menfaat gruplarının kendi çabaları ile temsil sorununu aşmaları ciddi bir maliyet gerektirdiğinden, bu maliyetin düşürülmesi ve pay sahiplerinin asimetrik bilgi dezavantajından kurtarılması amacı ile hukuk düzeni tarafından bir takım yöntemler geliştirilmiştir. Bunlar düzenleyici stratejiler (*regulatory strategies*) ve yönetim stratejileri (*governance strategies*) olmak üzere iki başlık altında gruplandırılabilir.

Düzenleyici stratejiler, temsil ilişkisine doğrudan etki etmek suretiyle, temsilci konumundaki kişilerin nasıl hareket etmesi gerektiğini emredici şekilde belirten kurallardır. Buna karşılık yönetim stratejileri, temsil olunan kişilerin, temsilcinin iş ve eylemleri üzerindeki kontrol mekanizmalarını kolaylaştırmaya çalışır<sup>180</sup>. Dolayısıyla yönetim stratejilerinin başarısı, lehlerine kontrol hakları tesis edilen temsil olunanların, söz konusu hakları kullanma kabiliyeti ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Ayrıca yönetim stratejilerinde temsil olunanların kendi aralarındaki koordinasyon maliyeti nedeni ile temsilcinin eylem ve işlemlerini izleyerek denetlemesi veya temsilcinin uygunsuz iş ve eylemlerinin bulunduğu tespit halinde, hangi araçlarla nasıl bir yaptırım uygulanması gerektiğinin belirlenmesi ayrı bir güçlük arz etmektedir. Bu nedenle genel olarak düzenleyici stratejilerin, yönetim stratejilerine göre daha başarılı bir yöntem olduğunu söylemek mümkündür. Zira düzenleyici stratejilerin başarısını etkileyen daha farklı faktörler bulunmakta olup, söz konusu düzenlemelere uyulup uyulmadığının anonim ortaklık dışında kalan bir düzenleyici otorite veya mahkemeler tarafından yapılması bu başarıdaki en büyük etkendir<sup>181</sup>. Bu da beraberinde, doğru bir biçimde yapılandırılmış düzenleyici otorite veya mahkemeler yanında, temsilcinin eylem ve işlemleri hakkında verilen bilgilerin doğruluğunun ilgili kamu otoritesi tarafından tasdik edilmesine olanak veren etkili kamuyu aydınlatma mekanizmalarının varlığını gerekli kılmaktadır. Buna karşılık, yönetim stratejilerinde, uygulama başarısı temsil olunanların yeteneklerine bağlı bir husus olduğundan, temsilcinin eylem ve işlemlerine ilişkin bilgilerin kamu otoriteleri tarafından doğrulanması gibi bir zorunluluğa gerek bulunmamaktadır<sup>182</sup>.

Dünyadaki hukuk düzenlerinin birçoğunda, HAAO'larda pay sahipliği, aile şirketlerinde aile bireyleri veya diğerlerinde kurumsal yatırımcılar gibi birkaç pay sahibi grubun elinde toplanmış haldedir. Pay sahipliğinin bu şekilde belirli bir grubun elinde yoğunlaştığı hallerde koordinasyon maliyetlerinin düşük olması nedeni ile yönetim stratejilerinin daha etkili bir yöntem olduğu savunulabilir. Öte yandan, pay sahipliğinin halka yayıldığı, başka bir ifade ile dağınık bir yapı sergilediği hallerde ise yönetim stratejilerinden ziyade düzenleyici stratejilere ihtiyaç bulunmaktadır. Bu düzenlemelere uyumun kontrolü bakımından da düzenleyici stratejilerin daha etkin bir gözetim, zorlama ve yaptırım sistemine ihtiyacı bulunmaktadır. Bu nedenle pay sahipliğinin daha dağınık bir yapı sergilediği Amerikan hukukunda düzenleyici stratejilerinin yoğun olduğu bir sistem göze çarpmaktadır. Avrupa Birliği (AB) hukukunda ise daha çok yönetim stratejileri uygulanmaktadır<sup>183</sup>. Bu çerçevede Amerikan hukukunda kamuya açıklamanın odak noktasını ilişkili taraf işlemleri oluşturmakta iken AB hukukunda, kamuyu aydınlatmanın odağında, yönetim kurulunun yapısı yer almaktadır. Benzer şekilde, Amerikan hukukunda

<sup>180</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 38; DAVIES, s. 113.

<sup>181</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 38.

<sup>182</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 38; DAVIES, s. 113 vd.

<sup>183</sup> GEENES/CLOTTENS, s. 150.

pay sahipliğinin dağılmış olması ve yönetim kurulunun pay sahiplerinden bağımsız bir yapı sergilemesi nedeni ile Amerikan HAAO'lar hukuku, yönetim kurulu merkezli bir yapı sergilemekte ve pay sahipleri merkezli bir kamuyu aydınlatma politikası içermektedir<sup>184</sup>.

### 2.3.2. Düzenleyici Stratejiler

Düzenleyici stratejilerinin başında kanun koyucu veya düzenleyici otoriteler tarafından ihdas edilmiş olan kurallar ve standartlar gelmektedir. Kurallar ve standartlar temsil ilişkisinin içeriğine doğrudan etki eder bir nitelik göstermektedir. Kurallar, temsilcilere, temsil olunanların menfaatlerini ihlal edici nitelikteki kararların alınmaması veya eylem ve işlemlerin yapılmaması hususunda emir buyurucu niteliktedirler. Kurallar bu özelliği nedeni ile menfaat gruplarına ihlal öncesi (*ex ante*) bir önlem sağlamaktadır<sup>185</sup>. Standartlar ise daha ziyade, ihlal sonrası (*ex post*) bir denetim ve koruma mekanizması sağlamakta olup, temsilciler tarafından gerçekleştirilen ilgili eylem veya işlemlerde standartlara uyumun sağlanıp sağlanmadığının ilgili mahkeme veya otorite tarafından takip edilmesi gerekmektedir.

Düzenleyici stratejilerin diğer bir grubunu, anonim ortaklık pay sahipliği sıfatının kazanılmasına ve bundan ayrılmaya (*terms of entry and exit*) ilişkin düzenlemeler oluşturmaktadır. Kurallar ve standartlardan farklı olarak, bu tür düzenleyici stratejiler, temsil ilişkisinin kurulmasından önceki aşamaların düzenlenmesini ve böylelikle tarafların temsil ilişkisine girişmesinden önce, gerekli bilgilere erişiminin sağlanmasını amaçlamaktadır. Böylelikle temsilci konumunda olacak kişilerin gösterecekleri performansla ilişkin bilgilerin önceden yayımlanması, temsil olunanlara önemli bir öngörü sağlamaktadır<sup>186</sup>. Pay sahipliği sıfatının kazanılması ile ilgili düzenlemeler özellikle sermaye piyasası bakımından önem arz etmektedir. Zira HAAO'larda pay sahibi olmak isteyen yatırımcıların, söz konusu HAAO'lar tarafından bir açıklama yapılmadığı sürece, bu şirketler hakkında sahip olabilecekleri bilgi miktarı ve niteliği oldukça sınırlı düzeydedir. Nitekim SPK tarafından sermaye piyasası araçlarının ihracı öncesinde izahname yayımlanması, ihraç sonrası önemli bilgilerin düzenli olarak kamuya açıklanması ve bazı HAAO'lar bakımından KYİ'lere uyumun zorunlu tutulması hususunda düzenlemeler yapılmak suretiyle, HAAO'lar bakımından ortaya çıkan bu zorluk en aza indirgenmeye çalışılmaktadır. Dolayısıyla HAAO'larda pay sahibi olmak isteyen yatırımcıların başvurabileceği en önemli bilgi kaynağını, söz konusu HAAO'lar tarafından sistematik ve/veya periyodik olarak yatırımcıların bilgisine sunulan açıklamalar oluşturmaktadır.

Pay sahipliğinden ayrılmaya ilişkin düzenlemeler ise iki farklı şekilde karşımıza çıkmakta olup, bunlar pay sahibinin ortaklıktan çıkma hakkı (*right to withdraw*) ve sahip olunan payların piyasada satılması suretiyle ortaklıktan ayrılma hakkıdır (*right of transfer*)<sup>187</sup>. Ortaklıktan çıkma hakkı, birleşme veya devralma gibi anonim ortaklık bakımından önemli kabul edilen bazı kararlara muhalif kalan pay sahiplerinin, söz konusu eylem veya işlemin gerçekleşmesinden önce paylarının bedelini ortaklıktan talep etmek suretiyle ayrılmasını ifade etmektedir. Ortaklıktan ayrılma hakkı<sup>188</sup> ise, pay sahibinin sahip

<sup>184</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 32.

<sup>185</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 39.

<sup>186</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 40; DAVIES, s. 113 vd.

<sup>187</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 41.

<sup>188</sup> Türk anonim ortaklıklar hukukunda pay sahibinin ayrılma hakkına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009, s. 171 vd.

olduğu payları piyasada ve özellikle payları borsada işlem gören HAAO'lar bakımından borsada satmak suretiyle pay sahipliğinden ayrılmayı ifade etmektedir.

Bu noktada, payları üçüncü kişiye satmak suretiyle ortaklıktan ayrılma hakkının, ortaklıktan çıkma hakkına göre daha zayıf bir koruma sağladığını söylemek mümkündür. Zira bu durumda devralan kişinin, devredenin satma nedenini göz önünde bulundurarak ve gelecekteki muhtemel kayıpları düşünerek daha düşük bir fiyat önerisinde bulunması kuvvetle muhtemeldir. Ancak, bu halde, yeni pay sahibinin, temsilci konumunda olan hâkim ortak ve/veya yönetim kurulu üzerinde daha etkili bir gözetim ve denetim uygulaması ihtimali de bulunmaktadır<sup>189</sup>.

### 2.3.3. Yönetim Stratejileri

Anonim ortaklık bünyesindeki temsil maliyetlerinin azaltılmasına yönelik olarak geliştirilen yönetim stratejilerinin başında yönetim kurulu üyelerinin seçimine, atanmasına ve bunların görevden alınmasına ilişkin olarak pay sahiplerine tanınmış olan haklar gelmektedir. Nitekim bu haklar, kurumsal yönetimin de merkezinde yer almakta olup, bazı hukuk düzenlerinde pay sahipleri arasındaki temsil sorununun yanında, anonim ortaklığın işçileri ile pay sahipleri arasındaki temsil sorununun çözümüne de katkı sağlayan bir araç olarak kabul edilmektedir<sup>190</sup>.

Yönetim kurulu üyelerinin seçimine, atanmasına ve bunların görevden alınmasına ilişkin haklar yanında, bazı hususlara ilişkin karar mekanizmalarının başlatılmasına veya alınan kararların onaylanmasına ilişkin olarak pay sahiplerine sağlanan haklar da yönetim stratejileri arasında sayılabilir. Bununla birlikte anonim ortaklıkta esasen idare ve temsil yetkisinin yönetim kuruluna bırakılmış olması ve yalnızca esas sözleşme değişikliği, birleşme veya devralma gibi belirli ve önemli kararlar bakımından genel kurulun bir karar ve onay mekanizması olarak görev yapması nedeni ile bu yöntemin fiiliyatta etkin bir uygulama alanı bulmakta zorlandığını belirtmek yerinde bir tespit olacaktır<sup>191</sup>.

Yönetim stratejilerine ilişkin diğer bir yöntem ise, temsil olunanların denetim ve gözetim gücünü artırmaktan ziyade, temsilciyi temsil olunanların menfaatini gözetmek doğrultusunda motive ederek, temsilci konumundaki kişilerin başarılı olarak addedilen iş ve eylemleri nedeni ile teşvik edilmesidir<sup>192</sup>. Bu yöntem iki şekilde uygulanabilecek olup, ilki temsilcilerin maddi yönden ödüllendirilmesidir. Bu halde temsilcilerin geliri doğrudan temsil olunanların elde edecekleri menfaat miktarına bağlanabileceği gibi, böyle bir bağlı mekanizma öngörülmezsizin, temsilcilerin performansları ile bağlantılı olarak ödüllendirilecekleri şekilde bir uygulamanın geliştirilmesi de mümkündür. Teşvik yöntemlerinden ikincisi ise, temsilcinin temsil olunanın menfaatlerine aykırı hareket etmesi halinde, kişisel menfaat elde etmesinin önüne geçmeye çalışmaktadır. Bu halde temsilciye maddi menfaat sağlanması yerine, temsilcinin saygınlık, piyasa itibarı gibi daha güçsüz motivasyon araçları ile teşvik edilmesi söz konusudur. Bu durumda temsilciye bir nevi kayyumluk (*trusteeship*) görevi verilmektedir<sup>193</sup>. Bu yöntemin en önde gelen örneği de bağımsız yönetim kurulu üyeliğidir<sup>194</sup>. Zira bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, hâkim pay

<sup>189</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 41.

<sup>190</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 42; DAVIES, s. 113 vd.

<sup>191</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 42; GEENES/CLOTTENS, s. 147.

<sup>192</sup> Örneğin eşit işlem ilkesinden hareketle, azınlıkta kalan pay sahiplerinin, kontrolü elinde bulduran pay sahipleri ile aynı kâr payını alacağına kararlaştırılması halinde, temsilci konumundaki kişiler daha fazla kâr payı elde edebilmek için azınlık pay sahiplerinin menfaatine olan kararları alacaktır.

<sup>193</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 43; DAVIES, s. 194.

<sup>194</sup> Tamamıyla bağımsız bir yönetim kurulu üyesinden bahsedebilmek için, bu kişinin ortaklık bünyesinde yer alan hiçbir menfaat sahibine güçlü finansal ilişkiler ve herhangi bir teşvik edici unsur ile bağlı olmaması,



sahibi ve/veya yönetim kurulunun diğer üyeleri ile doğrudan bir maddi menfaat ilişkisi bulunmaması nedeni ile vereceği kararlarda tüm pay sahiplerinin menfaatlerine uygun olarak hareket edeceği varsayılmaktadır<sup>195</sup>. Benzer şekilde, anonim ortaklığın finansal tablolarının bağımsız denetçiler tarafından onaylanması halinde de bir kayyumluk ilişkisinin varlığından bahsedilebilir. Zira bağımsız denetim faaliyetini gerçekleştiren kişi veya şirketler bakımından önemli olan söz konusu anonim ortaklıktan elde edilen menfaatten ziyade, piyasada elde edilen saygınlık ve güvenilirliktir.

### 2.3.4 Temsil Sorununu Aşma Maliyetini Azaltma Yöntemleri Örnekleri

#### 2.3.4.1. Kamunun Aydınlatılması

Kamunun aydınlatılması<sup>196</sup> ilkesi veya zorunluluğu, temsil sorununun aşılmasına ilişkin olarak pay sahiplerinin katlanmak durumunda kaldıkları maliyetleri azaltmaya olanak veren en etkili yöntemlerden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>197</sup>. Nitekim kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasalarında dürüstlüğü ve güveni sağlamaya yönelik temel araç olduğu evrensel boyutta genel kabul görmektedir. Bunun en çarpıcı kanıtı da, çeşitli ülkelerin sermaye piyasası mevzuatında görülen nispi farklılıklara karşılık, ortak kamuyu aydınlatma ilkelerine ulaşılmış olmasıdır<sup>198</sup>.

---

motivasyonun daha çok etik değerler ve itibar ile sağlanmış olması gerekmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyesine ilişkin düzenlemelerde başı çeken hukuk düzeni Amerikan hukukudur. Amerikan Case Law, ticaret şirketlerinde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmasını teşvik edici kararlar vermekte, Amerikan sermaye piyasası hukukuna ilişkin düzenlemeler de yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız üyelerden oluşmasını zorunlu tutan hükümler içermektedir. Ayrıca Sarbanes Oxley Kanunu ile HAAO'lar bakımından tamamıyla bağımsız denetim komiteleri oluşturulması ve bu komitelerin dış denetçilerin seçimi konusunda yetkilendirilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır. AB hukukunda ise ticaret şirketlerinde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmasına ilişkin herhangi bir zorunluluk bulunmamakla birlikte, bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin düzenlemelere tavsiye niteliğindeki en iyi uygulama kurallarında (*codes of best practices*) rastlanmaktadır. Ancak, AB hukukunda payları borsada işlem gören anonim ortaklıkların ve kamu menfaatinin ön planda tutulduğu bankalar gibi diğer özel nitelikli anonim ortaklıkların yönetim kurullarında finansal bilgi düzeyi yüksek en az bir bağımsız üyenin bulunması zorunlu tutulmuştur. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 65-68.

<sup>195</sup> Aynı yöndeki görüş için bkz. **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 63. Bu hususlara ek olarak; Sarbanes Oxley Kanunu'nun ana hedefleri şu şekilde özetlenebilir: Şirket yönetiminin daha çok hesap verebilir konuma taşınması, şeffaflık düzeyinin artırılması, şirketleri gözetim ve denetleyen kamu kurumları ile bağımsız yetkililerin görev ve yetkililerin artırılması, şirket organları arasındaki menfaat çatışmalarının ortadan kaldırılması, denetlemenin daha güçlü bir konuma getirilmesi, muhasebe standartlarının geliştirilmesi ve Securities Exchange Commission'ın gücünün ve dolayısıyla yetkilerinin artırılması. Yeni TTK'nın Gereçesi. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin İngiliz hukuku uygulamaları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **DAVIES**, s. 193 vd.

<sup>196</sup> Kamunun aydınlatılması ilkesinin tarihi gelişimi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **İHTİYAR, Mustafa**: Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006, s. 5 vd.

<sup>197</sup> Burada kamuyu aydınlatma kavramı ile kastedilen zorunlu kamuyu aydınlatma olup, ihtiyari kamuyu aydınlatma çalışmamızın kapsamı dışında kalmaktadır. Zorunlu kamuyu aydınlatma anlayışının temelinde, HAAO'lar tarafından yeterli veya karşılaştırmaya olanak verecek nitelikte bilginin açıklanmayacağı düşüncesi yatmaktadır. Buna ilişkin üç teorik neden ileri sürülmektedir. Bunlardan ilki HAAO yapısı içerisindeki menfaat çatışmalarıdır. İkinci neden, yapılan açıklamaların açıklamayı yapan şirkete özgü olması nedeni ile her durumda farklılık göstermesi ve piyasanın tümünde verdiği faydanın farklılaşmasıdır. Üçüncüsü ise, böyle bir zorunluluk ile tüm HAAO'lar tarafından yapılan açıklamalara hem şekil hem de içerik bakımından bir standart getirilerek, belirli bir kalitenin yakalanmasına hizmet etmek ve karşılaştırma yapmaya olanak vermektir. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 278; **GRADE, Nelissen Jean-Marie/Wauters, Mathias**: "Reforming Legal Capital: Harmonisation or Fragmentation of Creditor Protection", European Company Law Action Plan Revisited (Edited by GEENS, Koen/HOPT, Klaus J), Belçika 2010, s. 37.

<sup>198</sup> **MANAVGAT, Çağlar**: Alenî Pay Alım Teklifi (Tender Offer - Takeover Bid), Ankara 1997, s. 73; **İHTİYAR**, s. 5. Ayrıca Amerika'da sermaye piyasasının yasal bir düzenlemeye bağlanmasının karakteristik özelliği, ayrıntılı ve emredici bir şekilde kamuyu aydınlatma sisteminin oluşturulmuş olmasıdır. Bazı

Kamuyu aydınlatmanın amacı, ilgililerin işletmenin ve şirketin ekonomik ve mali durumu ile şirkette iç içe geçmiş olan menfaat ilişkileri hakkında gerçek, tam, açık ve yeterli bilgi sahibi olmaları suretiyle korunmalarının, işletme ve şirket hakkında sağlıklı bir yargıya varmalarının, dolayısıyla haklarını bilinçli bir şekilde kullanmalarının sağlanmasıdır<sup>199</sup>. Buradaki hedef yatırım risklerini ortadan kaldırmak değil, muhtemel riskleri anlayıp gereği gibi değerlendirme yapabilmesi için yatırımcıya tam, doğru ve dürüst biçimde bilginin aktarılmasıdır. Bu nedenle yatırım kararını vermek hususu tamamen yatırımcıya aittir. Zira kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının aktif bir rol üstlenerek piyasada etkin olmasını ve kararlarını kendisinin vermesini gerektirir<sup>200</sup>. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma sisteminin, yatırımcının aktif konumda olduğu bir yapıyı amaçladığı söylenebilir.

Kamuyu aydınlatma ilkesi, başka bir açıdan da, pay sahiplerini, hâkim ve/veya yönetim kurulu üyesi konumda olan pay sahiplerine karşı koruma işlevini yerine getirmektedir. Böylelikle anonim ortaklık bünyesindeki menfaat çatışmalarından pay sahipleri haberdar edilmekte bu bilgilere göre işlemlerde bulunmaları sağlanmaya çalışılmaktadır<sup>201</sup>.

SPKn'nun 1'inci maddesinde Kanun'un konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemek olarak belirtilmiştir. Söz konusu hükümde belirtilen gerek sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması gerekse tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması arasında sıkı bir bağlılık mevcut olup<sup>202</sup>, bunların etkin bir şekilde sağlanabilmesi kamunun zamanında, tam ve doğru şekilde aydınlatılması ile mümkün olmaktadır.

Kamunun aydınlatılması kavramı öğretide ortak pay sahipleri ve alacaklıların menfaatlerini korumaya ve haklarını 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 olarak tanımlanmaktadır<sup>203</sup>.

Bu tanımdan da açıkça görüldüğü üzere, kamuyu aydınlatmanın en büyük özelliği, muhataplarının oldukça geniş olması ve bu ilkenin her bir muhatap bakımından önem taşımasıdır. Ayrıca kamuyu aydınlatma bir ilkeler bütünü teşkil etmektedir. Zira sermaye piyasasında güven, piyasa ilgililerinin aldatılmaması, ilgililere haklarını bilinçli olarak kullanma imkânı sağlaması ile iç ve dış denetim aslında birbirinden ayrı birer ilke iken, kamuyu aydınlatma ilkesinin gerçekleştirilmesi içi adeta birlikte hareket etmekte ve bir bütün oluşturmaktadır<sup>204</sup>.

Sermaye piyasası ilgilileri katıldıkları veya katılmayı düşündükleri ortaklıkların idari ve mali durumunu bilmeyi, ortaklık bünyesindeki çeşitli çıkar ilişkilerini öğrenmeyi ve

---

istisnalar dışında neyin ne zaman kamuya açıklanması gerektiği bu sistemde açık bir şekilde belirlenmiştir. **YANLI**, 221.

<sup>199</sup> **YANLI**, s. 105; **ŞEHİRLİ**, s. 43; **TURANBOY**, Ticaret Kanunu Tasarısı Hakkındaki Görüşler, s. 898.

<sup>200</sup> **İHTİYAR**, s. 92-93; **YANLI**, s. 105-106.

<sup>201</sup> **İHTİYAR**, s. 93.

<sup>202</sup> **YANLI**, s. 96.

<sup>203</sup> **TEKİNALP**, **Ünal**: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. Bası, İstanbul 1979, s. 53. Öğretideki diğer tanımlar için bkz. **İHTİYAR**, s. 59-63.

<sup>204</sup> **İHTİYAR**, s. 62.

zaman içerisinde ortaklıkta medya gelen değişikliklerden haberdar olmayı tercih ederler. Yatırım kararlarını etkileyecek bilgilere tam olarak, diğerleri ile aynı kapsamda ve aynı anda ulaşmayı isterler. İşte kamuyu aydınlatma ilkesinin fonksiyonu da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesi, yatırımcının yatırım kararlarını etkileyebilecek her türlü bilginin, tamlık, açıklık, doğruluk ve dürüstlük çerçevesinde aynı kapsamda ve eş zamanlı olarak sermaye piyasasının muhataplarına sunulmasını ifade etmektedir<sup>205</sup>. Başka bir deyişle, kamuya açıklanacak olan bilgilerin açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamuya sunulması gerekmektedir.

Nitekim SPKn hükümleri uyarınca ihraç ve halka arzda izahname ve sirküler yayımlanması, ihraç veya halka arzın ardından HAAO ile ilgili önemli bilgilerin yatırımcılara duyurulmasına ilişkin özel durumların kamuya açıklanması, finansal tablo ve raporların, bağımsız denetim raporlarının periyodik olarak yayımlanması, belirli miktarın üzerindeki pay edinimlerinin açıklanması, henüz kamuya açıklanmamış olan bilgilere sahip kişilerin bu avantajdan yararlanmak sureti ile işlem yapmasının yasaklanmış olması zorunluluğuna ilişkin düzenlemelerin tümü bunun birer yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira ihraç öncesi yayımlanan izahname, potansiyel pay sahiplerinin, söz konusu HAAO'lara katılmak isteyip istemediklerine karar vermelerindeki en önemli etkidir. İhraç sonrası özel durumların kamuya açıklanması kapsamında yapılan önemli - şirketin finansal tabloları, pay fiyatına ilişkin açıklamalar, ilişkili taraf işlemlerine ilişkin-bilgiler de mevcut pay sahiplerinin söz konusu HAAO'ta pay sahibi olarak kalmaya devam edip etmeyeceklerinin belirlenmesinde önemli bir fonksiyon yerine getirmektedir. Başka bir deyişle yatırımcılar, açıklanan bu bilgilerden yararlanarak, haklarını, çıkarlarına en uygun biçimde kullanabileceklerdir<sup>206</sup>.

#### 2.3.4.2. Kurumsal Yönetim

Temsil sorununun aşılmasına ilişkin maliyetin düşürülmesine hizmet eden diğer bir araç kurumsal yönetimidir<sup>207</sup>. Zira yaşanan finansal krizler ve şirketlerin kötü yönetiminin sonucu ortaya çıkan sorunlar, anonim ortaklığın iyi yönetiminin, pay sahipleri için olduğu kadar, diğer tüm menfaat grupları bakımından da son derece önemli olduğunu ortaya çıkarmıştır. Nitekim yapılan deneysel çalışmalar, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının en az finansal performanslar kadar önemli olduğunu, yatırım kararlarının alınmasında kurumsal yönetim uygulamalarının belirleyici olduğunu göz önüne sermiştir<sup>208</sup>.

Kurumsal yönetim ilkeleri doktrinde, anonim ortaklık bünyesinde yer alan menfaat grupları arasındaki oyunun kurallarını belirleyen ilkeler olarak nitelendirilmektedir<sup>209</sup>. Dünyadaki gelişmelere paralel şekilde, Türk sermaye piyasası hukukunda da SPK tarafından, 1999 yılında Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından yayımlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri esas alınmak suretiyle Temmuz 2003'de KYİ kabul edilerek uygulamaya konulmuştur. Söz konusu ilkeler Şubat 2005'te revize edilmiş ve zaman içerisinde müteaddit kez değişikliğe uğramıştır.

<sup>205</sup> İHTİYAR, s. 63.

<sup>206</sup> ARKAN, s. 49.

<sup>207</sup> ŞEHİRLİ, s. 11; TURANBOY, Ticaret Kanunu Tasarısı Hakkındaki Görüşler, s. 898.

<sup>208</sup> SPK KYİ, s 2; LAGA/PARREIN, s. 81.

<sup>209</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 55; LAGA/PARREIN, s. 79, 83.

SPK tarafından yayımlanmış olan KYİ dört bölümden oluşmakta olup, bunlar pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kuruluna ilişkindir<sup>210</sup>. KYİ'nin pay sahipliği ve yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve atanması hususlarında yoğunlaşmasının temelinde iki farklı gerekçe bulunmaktadır. Bunlardan ilki, HAAO'larda, özellikle şirketin günlük faaliyet ve işlemleri bakımından karar alma ve uygulama mekanizmalarının pay sahiplerinin elinden kısmen veya tamamen alınmış olmasıdır. Zira şirketin günlük işleyişi bakımından her türlü karar ve işlemde pay sahiplerinin karar vermesini beklemek, ekonomik olmadığı gibi, anonim ortaklıkların idare ve temsil yetkisinin yönetim kuruluna bırakılması özelliğine de ters düşecektir. Nitekim bu zorluğun farkında olan kanun koyucu tarafından, esas sözleşme değişikliği, birleşme, bölünme, devralma, belirli miktardaki şirket varlığının satışı gibi önemli hususlar dışında kalan hususlarda karar alma yetkisi yönetim kuruluna<sup>211</sup> bırakılmıştır. KYİ'nin pay sahipliği ve yönetim kurulu üzerinde yoğunlaşmasının ikinci gerekçe ise şirketi idare ve temsil yetkisinin genel olarak yönetim kuruluna devredilmiş olması sebebiyle pay sahiplerinin kontrol, denetim ve gözetim haklarını yalnızca yönetim kurulu üyelerinin seçim ve atanmasına ilişkin hususlarda kullanabilmesidir<sup>212</sup>.

SPK tarafından 11.10.2011 tarihine kadar KYİ bakımından isteğe bağlılık sistemi benimsenmişti ve bu durum “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi olarak ifade edilmekteydi. Başka bir deyişle, 11.10.2011 tarihine kadar KYİ'ye uyum konusunda bir zorunluluk bulunmamaktaydı. Bununla birlikte, HAAO'lar bakımından, KYİ'de yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmamakta ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu ilkelere tam olarak uyulmaması dolayısı ile meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında ilkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değişiklik yapılması planının bulunup bulunmadığına ilişkin açıklamalara yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve bu hususların ayrıca kamuya açıklanması zorunluluğu bulunmaktaydı. Hatta SPK tarafından belirlenen KYİ'lerden tavsiye niteliğinde olanların uygulanmaması halinde, herhangi bir açıklamada bulunulmasına dahi gerek bulunmamaktaydı.

---

<sup>210</sup> KYİ'nin pay sahiplerine ilişkin ilk bölümünde pay sahiplerinin hakları ve eşit işleme tabi olmaları konusundaki prensipler yer almakta olup, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kâr payı alma hakkına ve azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer verilmiş; ayrıca pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmıştır. KYİ'nin kamunun aydınlatılması ve şeffaflığa ilişkin ikinci bölümünde ise şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak bilgilendirme politikası kuralları oluşturmaları ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına, periyodik mali tablo ve raporlarda yer alacak bilgilerin standardına ilişkin prensiplere yer verilmiştir. KYİ'nin üçüncü bölümünde HAAO'lar ile ilgili menfaat sahiplerine ilişkin prensiplere, dördüncü ve son bölümde ise yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin prensiplere yer verilmiştir. Dünya uygulaması bakımından da KYİ, yönetim kurulu üyelerinin seçim ve atanması ile daha çok bağımsız yönetim kurulu üyeleri şeklinde tezahür eden kayyumluk (*trusteeship*) üzerinde yoğunlaşmaktadır. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 56.

<sup>211</sup> Dünya uygulamasında yönetim kurulunun yapılanması iki şekilde karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan ilki tek yapılı yönetim kuruludur. Amerika, İngiltere ve Japonya'da uygulanmakta olan bu yapılanmada, şirketin idare ve temsilinden doğrudan veya komiteleri aracılığı ile dolaylı olarak bir yönetim kurulu sorumludur. Çift yapılı yönetim kurulu yapılanmasında ise, yönetim kurulu icracı ve icracı olmayan şeklinde ikili bir yapılanma söz konusudur. İcracı olmayan kurul pay sahipleri tarafından seçilen üyelerden oluşmakta, ve bu üyeler icrai kararlar alması ve uygulaması için ikinci bir kurulu seçmektedirler. Aynı zamanda bu kurulun gözetim ve denetimi de icracı olmayan bu üyeler üzerindedir. AB düzenlemeleri her iki türdeki yapılanmaya da cevaz vermektedir. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 56-57; **DAVIES**, s. 202.

<sup>212</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 56.

Bu durum, yani “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kuralı AB ülkeleri bakımından hala geçerliliğini korumaktadır. AB hukukunda payları borsada işlem gören şirketlerin üye ülkeler tarafından benimsenmiş olan kurumsal yönetim ilkelerini uygulama zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak söz konusu şirketler tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyulmaması halinde, bunun nedenlerinin yıllık raporlarda açıklanması gerekmektedir<sup>213</sup>. Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması bakımından bir zorunluluk öngörülmemesinin temelinde bu kurallara uyum konusundaki takdir yetkisinin HAAO'lara bırakılmış olması yatmaktadır. Zira bu şekilde HAAO'lar üzerinde itibar, pay sahibi ve piyasa baskısı yaratılarak, ortaklıkların bu prensipleri uygulamaya teşvik edilmesi amaçlanmaktadır<sup>214</sup>.

Bununla birlikte, “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kuralı çerçevesinde, HAAO'lar bakımından kurumsal yönetim ilkelerine uyulup uyulmadığı hususunda yapılan açıklamaların yanıltıcı olması mümkündür. Nitekim İtalya'da payları borsada işlem gören bir şirket olan Parmalat ile ilgili olay bunun en açık örneğini oluşturmaktadır. Adı geçen HAAO, ekonomik açıdan çok zor bir duruma düşmeden birkaç ay önce yaptığı açıklamada, diğer hususlar yanında bağımsız yönetim kurulu üyeleri bakımından İtalya KYİ'ne tam uyum sağladığını açıklamış ve fakat söz konusu bilginin gerçeğe aykırılığı anılan tarihte tespit edilememiştir<sup>215</sup>.

Diğer taraftan, Amerika ve Japonya hukukunda “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kuralına yer verilmemiştir. Zira Amerikan hukukunda mahkeme kararları, AB'de uygulama önerisi olarak kabul edilen birçok kuralı, zaten uygulanması zorunlu kural haline getirmiştir. Nitekim Amerikan hukukunda, 1970'lerden sonra yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız yönetim kurulu üyesi olması gerektiği hükme bağlanmış ve New York Stock Exchange tarafından, payları borsada işlem gören şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir denetim komitesi kurulması zorunluluğu getirilmiştir. Bunların yanı sıra geçtiğimiz 20 yıllık sürede yaşanan Enron ve WorldCom skandallarının ardından, Delaware mahkemeleri ve Amerikan federal vergi mevzuatı HAAO'lar bakımından bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısının ve sorumluluklarının artırılması yönünde düzenlemeler getirmiştir<sup>216</sup>.

SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerine bakışı, Amerikan hukukunda benimsenen yaklaşıma paralel şekilde, 11.10.2011 tarihinden itibaren farklı bir boyut kazanmıştır. Zira söz konusu tarihte yayımlanan 654 sayılı KHK'nın 2'nci maddesi ile SPK'nın 22/1 maddesine (z) bendi eklenmiştir. Anılan hüküm ile sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören HAAO'lardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak, buna ilişkin usul ve esasları belirlemek, getirilen uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemek, dava açmak, açılan davada uyum

<sup>213</sup> LAGA/PARREIN, s. 89.

<sup>214</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 67.

<sup>215</sup> Zira Parmalat tarafından yapılan açıklamada, on üç yönetim kurulu üyesinden üçünün bağımsız yönetim kurulu üyesi olduğu ifade edilmiş, fakat daha sonra bunlardan birinin hâkim ortak ve aynı zamanda genel müdür konumundaki kişinin kişisel muhasebecisi ve okul arkadaşı, diğerinin kişisel avukatı olduğu ve üçüncüsünün ise Parmalat ile yakın ilişki içerisinde bulunan bir bankanın yöneticisi olduğu anlaşılmıştır. KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 68.

<sup>216</sup> KRAAKMAN ve Diğerleri, s. 68.

zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemek Kurul'un görevleri arasında sayılmıştır.

SPKn'nun verdiği söz konusu yetkiye istinaden, Kurul tarafından yayımlanan Seri:IV, No:54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ<sup>217</sup> ile de, KYİ, Tebliğ niteliğinde bir düzenlemeye dönüştürülmüş ve uluslararası gelişmeler de dikkate alınarak ilkelerde bazı değişiklikler yapılmıştır. Anılan Tebliğ ile piyasa değeri ve işlem hacmi gibi kriterler bakımından piyasaların önde gelen şirketlerinin dâhil olduğu İMKB 30 Endeksi'nde yer alan, bankalar haricindeki HAAO'lar tarafından, özellikle küçük yatırımcıların etkin bir biçimde bilgilendirilmelerini ve şirket yönetimlerinde etkin ve adil temsilini sağlamak amacıyla seçilmiş bazı KYİ'nin zorunlu olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Bu çerçevede ilk etapta, yatırımcıların sağlıklı bir biçimde karar vermelerini kolaylaştırmak amacıyla genel kurul toplantı ilanlarının zamanlamasına ve içeriğine ilişkin yükümlülükler getirilmiş, ayrıca küçük yatırımcıların etkin bir biçimde temsil edilebilmesini ve yönetim kurulunun olası menfaat çatışmalarından uzak bir biçimde etkili çalışabilmesini teminen bağımsız yönetim kurulu üyeliği bir zorunluluk olarak düzenlenmiştir<sup>218</sup>.

Bu çerçevede, KYİ'lerinin bir kısmına ilişkin olarak getirilen uygulama zorunluluğunun, anonim ortaklıklar hukukuna egemen olduğu belirtilen irade serbestisine, HAAO'lar bakımından getirilen en belirgin sınırlamalardan biri olduğu ve anonim ortaklıklar hukukuna, HAAO'ların bir kısmı ile sınırlı olmak üzere kamusal bir nitelik atfedildiği düşünülmektedir.

### 3. Diğer Özel Nitelikli Anonim Ortaklıklar

TTK'nın 273'üncü maddesinde, Sanayi ve Ticaret Bakanlığınca (Gümrük ve Ticaret Bakanlığı) yayımlanacak tebliğle faaliyet alanları tespit ve ilân edilecek anonim şirketlerin Bakanlık izni ile kurulacağı ve bu şirketlerin esas sözleşme değişikliklerinin de Bakanlığın iznine tâbi olduğu hükme bağlanmıştır. Anılan hüküm uyarınca Bakanlık tarafından ihdas edilen 2003/3 sayılı Anonim ve Limited Şirketlerin Kuruluş ve Ana Sözleşme Değişikliği İşlemlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in<sup>219</sup> 5'inci maddesi uyarınca bankalar, katılım bankaları, finansal kiralama şirketleri, faktöring şirketleri, tüketici finansmanı ve kart hizmetleri şirketleri, varlık yönetim şirketleri, sigorta şirketleri, holdingler, döviz büfesi işleten şirketler, umumi mağazacılıkla uğraşan şirketler, lisanslı depoculukla uğraşan şirketler, tarım ürünleri lisanslı depoculuk şirketleri, ürün ihtisas borsası şirketleri, SPKn'na tabi ve halka açık şirketler ile serbest bölge kurucusu ve işleticisi şirketlerin kuruluşlarının ve esas sözleşme değişikliklerinin Sanayi ve Ticaret Bakanlığının iznine tabi olduğu hükme bağlanmıştır.

Görüldüğü üzere, HAAO'lar yanında, kamu menfaati bakımından önem arz eden başta bankalar<sup>220</sup> olmak üzere diğer özel nitelikli anonim ortaklıkların da kuruluş ve esas sözleşme değişiklikleri Bakanlık iznine tabi tutulmak suretiyle, bu tür şirketlerin kuruluş ve işleyişi sıkı bir gözetim ve denetim altına alınmıştır. Nitekim doktrinde bankalara ilişkin

<sup>217</sup> 11.10.2011 tarih ve 28081 sayılı 2. Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>218</sup> İtalyan hukukunda da, payları borsada işlem gören anonim ortaklıklarda, azınlıkta kalan pay sahipleri tarafından atanmış bir yönetim kurulu üyesinin bulunması zorunludur. Bu zorunluluğun gerekçesi, ülkemizde olduğu gibi, İtalya'da da HAAO'ların aile şirketi şeklinde örgütlenmiş olması, yani şirketi kuran aile bireylerinin aynı zamanda hâkim ortak konumunda olmasıdır. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 105.

<sup>219</sup> 25.7.2003 tarih ve 25179 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

<sup>220</sup> Bankalar hakkındaki düzenlemelerin hukuki niteliği konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. **TURANBOY, Asuman**: Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, Ankara 2002, s. 2 vd; **TEKİNALP, Ünal**: Ünal Tekinalp'in Banka Hukukunun Esasları, 2. Bası, İstanbul 2009, s. 3 vd.

düzenlemelerin bir kısmının kamu hukuku nitelikli emredici hükümler, diğer bir kısmının ise özel hukuka ilişkin kurallardan oluştuğu ifade edilmektedir<sup>221</sup>.

Belirtilen özel nitelikli anonim ortaklıklar bakımından emredici nitelikte veya kamu hukuku niteliğini haiz olan düzenlemeler ihdası, bu tür şirketlere ilişkin hukukun kamu gücünü de beraberinde getirmesine neden olmaktadır. Böylelikle kanun koyucu ve devlet, gerektiğinde uygun araçlar (özellikle düzenleyici ve denetleyici kurumlar) aracılığı ile bu tür anonim ortaklıkların yalnızca düzenlenmesini değil, aynı zamanda gereken hallerde bu ortaklıklara müdahale ederek, toplum menfaatinin korunmasını amaçlamaktadır.

#### 4. Yeni TTK Bakımından Konunun Değerlendirilmesi

HAAO'lar hukukunda temsil probleminin ortaya çıkardığı sorunların giderilmesine yönelik olarak geliştirilen kurumların, Yeni TTK bakımından geniş ölçüde kabul gördüğünü söylemek mümkündür. Bu durum, sermaye piyasalarının modern ortaklıklar hukukundaki önemli ve ağırlıklı rolünün kanun koyucu tarafından da kabul edildiğinin açık bir göstergesi olarak ifade edilebilir. Nitekim Yeni TTK'nın genelinde korporatif yapıya ilişkin; azınlık haklarının kullanımı, toplantı ve karar yetersayıları, genel kurula iştirak ve yönetim kurulunun kompozisyonu gibi ortaksal yapıyı ilgilendiren tüm hususlarda düzenleme yapılmış olması, SPKn'unda yer alan sermaye piyasası araçlarının halk arzı ve satışı sürecini, kamuyu aydınlatma işlemlerini ve bu piyasada faaliyet gösteren diğer kurumları temel alan bir kanun olarak düşünüldüğünü göstermektedir<sup>222</sup>.

##### 4.1. İmtiyazlı Paylar Bakımından

Yeni TTK ile benimsenmiş olan ve menfaat ihtilaflarının önlenmesine ilişkin en dikkat çekici değişiklik, oy hakkında imtiyazın sınırlandırılmış olmasıdır. Zira Yeni TTK'nın 479/2 maddesinin birinci cümlesi uyarınca, bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilir.

Yeni TTK ile getirilen bu sınırlama, HAAO'lar bakımından ayrı bir önemi haiz olup, HAAO'larda imtiyaz yaratılmasının yerindeliğine ilişkin olarak doktrinde halen bir görüş birliği mevcut bulunmamaktadır. HAAO'lar bakımından imtiyazları mutlak olarak reddeden görüşe göre, geniş halk kitlelerinin katıldığı anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin eşitliği ilkesi zedelenmemeli, bu eşitliğin ihlali anlamına gelen imtiyazlara izin verilmemelidir. Zira HAAO'lar küçük pay sahiplerinin merkez kavram olduğu, onun ezilmesine izin verilmemesi gereken ortaklık tipleridir<sup>223</sup>. Ayrıca, herhangi bir pay sahibinin elinde bulundurduğu veya temsil ettiği pay adedi ne olursa olsun, sahip olacağı oy miktarının sınırlandırılması halinde, geriye kalan küçük pay sahipleri, anonim ortaklık işlerine etkili bir şekilde katılma ve böylelikle menfaatlerini yeterli bir şekilde koruma imkânını da elde etmiş olurlar<sup>224</sup>. Bu kapsamda oy hakkında imtiyazı reddeden “bir pay bir oy kuralı” (*one share - one vote rule*) hemen hemen bütün hukuk düzenleri tarafından kabul görmüştür. Bununla birlikte, her hukuk düzeni bu ilkedden sapan kurallar koymak suretiyle kimi zaman bu ilkeyi sınırlandırmakta, bazı durumlarda ise tamamen yasaklamaktadır<sup>225</sup>.

<sup>221</sup> TURANBOY, Halka Açık Banka, s. 6 vd.

<sup>222</sup> YASAMAN, Hamdi: “Sermaye Piyasası Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Üzerindeki Etkileri ve Sermaye Artırımı”, Erdoğan Teziç'e Armağan, İstanbul, s. 848.

<sup>223</sup> KARAHAN, İmtiyazlı Paylar, s. 60, 84.

<sup>224</sup> İMREGÜN, Menfaat İhtilafları, s. 28.

<sup>225</sup> Bir pay bir oy kuralına hukuk düzeni sınırlı bir destek vermekte ise de, İngiltere dışında kalan hemen hemen tüm ana hukuk sistemlerinde oy hakkına kaldıraçlı bir güç kazandıran ve dolayısıyla oy hakkında imtiyaz sağlayan düzenlemeler, diğer menfaat grupları bakımından zararlı addedilerek bir şekilde sınırlandırılmaya çalışılmaktadır. Örneğin Almanya, İtalya ve Japonya, tek bir pay sahibi tarafından

Bu kuralın çeşitli hukuk düzenleri tarafından farklı uygulamalara tabi tutulmasına ilişkin olarak iki farklı neden ortaya atılmaktadır. Bunlardan ilki bir pay bir oy kuralının tatmin edici ne teorik ne de deneysel bir temelinin bulunmasıdır. Diğer neden ise, pay ile oy hakkı arasındaki bu bağı farklılaştıran birçok strateji bulunduğundan bahisle, bunların tümünün hukuk düzeni tarafından kontrol altına alınmasının çok zor olduğudur. Nitekim Amerikan ve İngiliz hukukunda HAAO'ların esas sözleşmelerine konulacak bir hüküm ile oy hakkının sınırlandırılması mümkün olmasına rağmen, bu hukuk düzenlerinde oy hakkına sınır getirmiş olan hiçbir HAAO bulunmamaktadır. Zira kotasyon ve kayda alma kuralları ile anonim ortaklığın yönetimine ilişkin kültür, hukuk düzeninin yasaklamadığı bu kurumun uygulanmasını engellemiştir. Ayrıca söz konusu hukuk düzenlerinde oy hakkı, azınlıkta kalan pay sahiplerini korumaktan ziyade, iyiniyetli olmayan devralmaların önüne geçmek amacı ile sınırlandırılmaktadır<sup>226</sup>. Buna karşılık, İngiltere dışında kalan hemen hemen tüm ana hukuk sistemlerinde, oy hakkına kaldırıcı bir güç kazandıran ve dolayısıyla oy hakkında imtiyaz sağlayan düzenlemeler, diğer menfaat grupları bakımından zararlı addedildiği için, bir şekilde sınırlandırılmaya çalışılmaktadır<sup>227</sup>.

Diğer taraftan imtiyazlı payların varlığını anonim ortaklıklar bakımından belirli ölçüde yararlı bulan görüşe göre, imtiyazlı payların en büyük etkisi dış yabancılaşmanın engellenmesinde kendisini göstermektedir. Başka bir ifade ile ortaklıkta yönetimi elinde bulunduran mevcut ortaklar, ileride ortaklık yönetimini, kendilerine yabancı üçüncü şahısların eline kaptırmamak için kendi paylarını imtiyazlı hale getirmektedirler. Bu düşünce özellikle aile ortaklığı şeklinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklarda hâkimdir<sup>228</sup>. Bunun yanında, bir anonim ortaklıkta imtiyazlı payların varlığı, bu durumun her zaman küçük pay sahiplerinin zararına yol açacağı anlamı da taşımamaktadır. Zira çoğu küçük yatırımcının ortaklığın yönetimine katılmak hususunda çoğu kez bir beklentisi bulunmamaktadır. Bu tür yatırımcıların temel beklentisi düzenli bir gelir elde etmekten öteye geçmemektedir<sup>229</sup>. Nitekim yatırımcıların bu beklentisi gerek SPKn, gerekse Kurul Tebliği ve ilke kararları ile güvence altına alınmıştır. Zaten çoğu kez bu tür yatırımcılar bizzat genel kurula katılmak hakkına hukuken sahip olmakla birlikte, bu hakkı kullanmaktan fiili bakımdan yoksundurlar<sup>230</sup>. Bunun yanında, pay sahibinin kullanabileceği oy sayısına sınır getirilmesinin, her zaman kendisinden beklenen sonucu vermemesi de ihtimal dâhilindedir. Zira elinde yüklü miktarda pay bulunduran pay sahiplerinin, söz konusu sınırlamadan kurtulmak amacı ile paylarının bir kısmını inançlı temlik işlemi ile başkalarına devrederek bu kısıtlamadan kurtulması mümkün bulunmaktadır<sup>231</sup>.

Bu açıklamalar çerçevesinde, daha önce de vurgulandığı üzere, hukuk düzeninin tanıdığı bir kurum ve aynı zamanda sosyal bir gerçeklik olarak kabul edilmesi gereken imtiyaz ve imtiyazlı payların, HAAO'larda kontrollü biçimde varlığını korumasının, en uygun yöntem olduğu düşünülmektedir. Zira imtiyazlı pay sahipleri ile adi pay sahipleri arasında bir denge kurulmaya çalışılırken, ortaklık idaresi ve faaliyet imkânları baltalanmamalı, anonim ortaklık kavramının pay sahipleri kadar, toplum menfaati bakımından da büyük önem arz ettiği hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

---

kullanılabilecek olan oy miktarını sınırlanmıştır. Bununla birlikte İtalya oy hakkının sınırlandırılmasını, HAAO'lar bakımından tamamen yasaklamıştır. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 91.

<sup>226</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 91.

<sup>227</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 91.

<sup>228</sup> **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 83-84.

<sup>229</sup> Aynı yöndeki görüş için bkz. **KARAHAN**, İmtiyazlı Paylar, s. 84; **DAVIES**, s. 4.

<sup>230</sup> **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 3.

<sup>231</sup> Aynı yöndeki görüş için bkz. **İMREGÜN**, Menfaat İhtilafları, s. 32.



## 4.2. Kamunun Aydınlatılması ve Kurumsal Yönetim Bakımından

Yatırımcıların korunması ve menfaat ihtilaflarının önlenmesine yönelik olarak Yeni TTK ile getirilen diğer bir yenilik, kamunun aydınlatılması ve KYİ'lere ilişkin öne çıkan hükümler sevk edilmesi ve böylelikle anonim ortaklıkların adeta HAAO'lar gibi düzenlenmiş olmasıdır. Başka bir ifade ile Yeni TTK'ya bakıldığında, bir yandan SPKn hükümlerinin saklı tutulduğu, diğer yandan SPKn ve ona dâhil mevzuatta yer alan ve alması gereken hükümlerin TTK bünyesine alındığı görülmektedir<sup>232</sup>. Nitekim Yeni TTK ile getirilen; profesyonel yönetimi sağlamak amacıyla yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olması zorunluluğunun kaldırılması<sup>233</sup>, azınlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınması, kurucu menfaatlerinin yeniden düzenlenmesi, eşit işlem ilkesinin açık bir şekilde kabul edilmesi, yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yerine getirirken şirkete verebilecekleri zarar nedeni ile sigorta yaptırabilmeleri, KYİ'ye uyum başta olmak üzere ortaklığa ilişkin önemli bilgilerin internet sitesinde yayımlanması zorunluluğu, şirket denetiminin dış denetçiler başka bir ifade ile bağımsız denetçiler olan bağımsız denetleme kuruluşları, yeminli mali müşavirler veya serbest muhasebeci mali müşavirler tarafından yapılması<sup>234</sup>, anonim ortaklıkların finansal tablolarının Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlanması zorunluluğu, kayıtlı sermaye sisteminin halka açık olmayan anonim ortaklıklar bakımından da uygulanabilirliği, şarta bağlı sermaye artırımını, kâr payı avansı, birikimli oy, ortaklıktan çıkarma hakkı gibi düzenlemeler bu yaklaşımın örnekleri olarak nitelendirilebilir.

Çalışmamızın daha önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere, halka kapalı anonim ortaklıklara nazaran, HAAO'ların daha sıkı bir şekilde düzenlenmesi ve bu düzenlemelerde yatırımcıların korunması hususunun ön planda tutulmasının özel nedenleri bulunmaktadır. Öncelikle, yatırımcılara geniş bir koruma sağlanmasının maliyeti, söz konusu şirketlerin elde ettikleri kazançlar ile karşılaştırıldığında çok küçük bir kalem işgal etmektedir. Ayrıca, halka kapalı anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin ilk elden bilgiye ulaşması mümkün iken, HAAO'larda ilk elden bilgi alış verişinin imkânsız olması nedeni ile kamunun aydınlatılması bir zorunluluktur. Üçüncü olarak, piyasada herhangi bir HAAO tarafından gerçekleştirilen hukuka aykırı veya beklenmeyen bir sahtekârlık ya da usulsüzlük, piyasadaki diğer HAAO'ların paylarının değerini de olumsuz bir şekilde etkileyerek ve tüm piyasanın etkinliğini sekteye uğratmaktadır<sup>235</sup>.

Bunun yanında, yatırımcıların korunmasına ilişkin rejimler, sermaye piyasalarının büyüklüğü ve gelişmişliği ile de doğru orantılı olarak değişmektedir. Amerika ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının büyük ve gelişmiş olduğu ülkelerde, yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemelerin kapsamı ve yaptırımlar etkili bir hal almaktadır. Buna karşın, Almanya, Fransa ve İtalya gibi sermaye piyasalarının görece daha az gelişmiş olduğu ülkelerde ise yatırımcıların korunmasına ilişkin düzenlemeler daha yumuşak bir yapı sergilemektedir. Dolayısıyla, gelişmiş sermaye piyasalarının dâhil olduğu hukuk düzenlerinin yatırımcının korunmasını ve piyasanın yapılandırılması sağlamak konusunda daha tecrübeli olduğu söylenebilir. Gerçekten, sermaye piyasalarının çok geliştiği, piyasadaki araçlar tarafından bilgi akışının etkin bir şekilde sağlandığı ve gönüllü kamuyu aydınlatma prensiplerinin uygulama alanı bulduğu hukuk düzenlerinde, kamuyu ve yatırımcıları korumanın gelişmemiş piyasalara göre daha az önemli olduğu ve hukuk

<sup>232</sup> **TURANBOY**, Ticaret Kanunu Tasarısı Hakkındaki Görüşler, s. 905.

<sup>233</sup> Böylelikle, kurumsal yönetime uygunluk, yönetimin teknokratlara bırakılması, başka bir deyişle profesyonel yönetim amaçlanmaktadır. **TÜRK, A.**; s. 2172.

<sup>234</sup> Bu konudaki ayrıntılı bilgi için bkz. **ÇELİK**, s. 545-546.

<sup>235</sup> **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 277.

kurallarının uygulanması bakımından resmi olmayan yaptırımların yeterli olduğu söylenebilir<sup>236</sup>.

Öte yandan belirtilen durum ve özelliklerin halka kapalı anonim ortaklıklar bakımından da mevcut olduğu, ancak çok istisnai hallerde iddia edilebileceği düşünülmektedir. Kaldı ki günümüzde, HAAO'lar hukukuna ilişkin olarak, doktrin tarafından, sıkı düzenlemelerin kaldırılması (*deregulation*) yönünde bir yaklaşımın oluşmaya başladığını söylemek dahi mümkün görünmektedir<sup>237</sup>.

Buna karşın, Yeni TTK ile, belirtilen bu anlayışın tam tersi bir bakış açısına doğru yönelindiği düşünülmektedir. Zira Yeni TTK hükümleri ile anonim ortaklıklar hukuku, aile şirketlerini esas alan bir hukuk dalı olmaktan çıkıp, aksine çok sayıda pay sahibini bünyesinde barındıran bir ortaklık hukuku haline dönüşmüş görünmektedir. Bu yaklaşım tarzının, birçok Avrupa ülkesinde olduğu gibi, ülkemizde de yoğunlaşmış pay sahipliği yapısının bulunduğu gerçeğine rağmen ortaya çıkması ayrıca dikkat çekicidir.

Her ne kadar doktrinde, TTK'daki anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerin esas itibariyle çok ortaklı anonim ortaklıklara yönelik olduğu, "anonim" kavramının kullanılmasının temelinde çok ortağın bulunması düşüncesinin yattığı, bununla birlikte TTK'daki anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerin, az ortaklı aile tipi anonim ortaklıklara da uygulanabilecek biçimde vazedildiği<sup>238</sup> sınırlı bir şekilde belirtilmiş ise de, anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin bu felsefenin, Yeni TTK ile gözle görünür bir hal aldığını söylemenin yerinde bir tespit olacağı düşünülmektedir. Nitekim payları borsada işlem gören şirketler, AB anonim ortaklıklar hukuku bakımından da güncel düzenlemelerin odak noktasını teşkil etmektedir<sup>239</sup>.

---

<sup>236</sup> Nitekim gelişmekte olan sermaye piyasalarının dâhil olduğu birçok hukuk düzeninde, finansman kaynakları daha çok banka ve grup şirketleri aracılığı ile sağlanmakta ve bu nedenle sermaye piyasaları baypas edilmektedir. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 302.

<sup>237</sup> Ancak hiçbir hukuk düzeni, kamunun aydınlatılması bakımından HAAO'ların münferiden kendi açıklama usulleri oluşturmasına izin vermemektedir. **KRAAKMAN ve Diğerleri**, s. 281.

<sup>238</sup> **ANSAY**, s. 12.

<sup>239</sup> **GEENS, Koen/HOPT, Klaus J**: The European Company Action Plan Revisited, Belçika 2010, s. 7.

## SONUÇ

TTK'daki imtiyazlı paylara ilişkin düzenlemelerin yetersizliği nedeni ile uygulamada ortaya çıkan birçok sorun Yeni TTK'daki hükümler ile büyük ölçüde giderilmiştir.

Bunun yanında Yeni TTK ile imtiyazlara ilişkin oldukça esaslı değişiklikler de yapılmıştır. Bu kapsamda, Yeni TTK'nın imtiyazlara ilişkin olarak getirdiği yeniliklerden biri gizli oyda imtiyazın kesin bir biçimde reddedilmesidir. Zira Yeni TTK'nın 479/1 maddesinde, oy hakkında imtiyazın eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı verilerek tanınabileceği belirtilerek, gizli oyda imtiyazlı pay ihracının önu kapatılmıştır. Yeni TTK ile imtiyazlara ilişkin olarak getirilen en dikkat çekici değişiklik ise oy hakkında imtiyazlı pay ihracındaki serbestinin sınırlandırılmış olmasıdır. Nitekim Yeni TTK'nın 479/2 maddesinin birinci cümlesi uyarınca, bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilecektir. Bunun yanında, Yeni TTK'nın 434/2 maddesinin ikinci cümlesi ile birden fazla paya sahip olan pay sahiplerine tanınacak oy sayısının esas sözleşmeyle sınırlandırılabilmesi hükmüne bağlanmış ve böylelikle, oy hakkının tanınmasında, esas sözleşmede hüküm bulunması şartı ile oransallık ilkesinden ayrılmanın önu açılmıştır. Bu esaslı değişikliklerin yanında Yeni TTK'nın 454'üncü maddesi ile imtiyazlı pay sahipleri genel kurulu özel olarak ve tüm yönleri ile düzenlenmiş ve TTK'da hüküm bulunmayan haller de açık bir şekilde hükmüne bağlanmıştır.

Öte yandan Yeni TTK ile imtiyazlara ilişkin olarak yapılan bu değişiklikler, anonim ortaklık kavramının niteliği ve aidiyetine ilişkin sorunu daha da gün yüzüne çıkarmıştır. Her ne kadar anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin düzenlemelerin sistematik açıdan TTK'da yer aldığından bahisle, "saf anonim ortaklık" kavramının bir özel hukuk süjesi olarak kabul edilmesi konusunda herhangi bir tereddüt bulunmamakta ise de, pay sahipliğinin çeşitlendiği, yani geniş halk kitlelerine yayıldığı halka açık anonim ortaklıklara ve banka ile sigorta şirketleri gibi diğer özel nitelikli anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemeler göz önünde bulundurulduğunda, bu yönde kesin bir nitelendirmede bulunulmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. Zira bu tür anonim ortaklıklarda ilişkiler karmaşık bir yapı içerisinde ve farklı menfaat gruplarını etkiler şekilde gerçekleşmektedir. Kanun koyucu tarafından bu durum göz önünde bulundurularak yapılan ve saf anonim ortaklıklara egemen olan irade serbestisini sınırlayan nitelikteki düzenlemeler, bu kapsam içerisinde yer alan anonim ortaklıkların artık "salt özel hukuk süjesi" olarak nitelendirilmelerine olanak tanımamaktadır.

Anonim ortaklıklar hukukuna ilişkin irade serbestisini sınırlayan ve Devlet ile kamu otoritelerinin anonim ortaklıklar ve bilhassa HAAO'lar üzerindeki gözetim ve denetim gücünün artırılmakta olduğu sinyallerini veren düzenlemeler, özellikle imtiyazlar bağlamında çok daha net bir biçimde görülebilmektedir. İmtiyazlara ilişkin düzenlemeler yanında, kamunun aydınlatılması, kurumsal yönetim ve bağımsız denetim gibi konularda yapılan düzenlemelerde de bu anlayışın izlerini görmek zaman zaman mümkün olmaktadır.

Nitekim gerek Yeni TTK hükümleri ile benimsenmiş olan bakış açısının gerekse Seri:IV, No:54 sayılı Tebliğ ile kurumsal yönetim ilkelerinin bir kısmına ilişkin olarak getirilen uygulama zorunluluğunun, anonim ortaklıklar hukukuna egemen olduğu belirtilen irade serbestisine, HAAO'lar bakımından getirilen en belirgin sınırlamalar olarak nitelendirilebileceği ve böylelikle anonim ortaklıklar hukukuna, HAAO'ların bir kısmı ile sınırlı olmak üzere kamusal bir nitelik atfedildiği düşünülmektedir. Dolayısıyla, Yeni TTK hükümleri ile benimsenmiş olan bakış açısı neticesinde, anonim ortaklık kavramının salt özel hukuk süjesi olarak nitelendirilmesi, artık çok daha zor bir hal almış gibi görünmektedir.

## KAYNAKÇA

**AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz:** Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul, 2004.

**AKBULAK, Yavuz:** Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar, <http://www.legalisplatform.net/Makale/ANON%C4%B0M%20%C5%9E%C4%B0RKETLERDE%20%C4%B0MT%C4%B0YAZLI%20PAYLAR.pdf>, (Erişim Tarihi: 20.10.2011).

**AKYAZAN, Sıtkı:** “Anonim Ortaklıklarda Paydaşların Müktesep Hakları”, BATİDER, Ankara 1975, C. VIII, S. 2, (s.37-54).

**ANSAY, Tuğrul:** Anonim Şirketler Hukuku, Altıncı Baskı, Ankara 1982.

**ARKAN, Sabih:** Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimleri, Ankara 1976.

**ATABEK, Yaşar:** “Anonim Şirketlerde İtibari Kıymeti Farklı Hisse Senetlerinin İhracı, İstanbul Barosu Dergisi, C. XLV, S. 9-10, İstanbul 1971, (s.777-783).

**AYTAÇ, Zühtü:** Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1988.

**BAHTİYAR, Mehmet:** “Anonim Ortaklıkta Ayrıcalıklı Pay Sahiplerinin Onay Yetkisi ve Kayıtlı Sermaye Sistemi”, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN’e Armağan, İstanbul 1998, (s. 11-32). (Kayıtlı Sermaye)

**BAHTİYAR, Mehmet:** “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nda Kayıtlı Sermaye Sistemi”, Doç. Dr. Mehmet SOMER’e Armağan, İstanbul 2006, (s. 53-66).

**CANTİMUR, Zeynep:** Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Oy Hakkının Donmasına İlişkin Uygulamaların Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerlendirilmesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2010.

**CERRAHOĞLU, Fadullah:** “Halka Açık Anonim Ortaklıkların İmtiyazlı Pay Sahipleri Genel Kurullarında Nisaplar”, Prof. Dr. Nuri ÇELİK’e Armağan, C. I, (s. 705-709).

**CLARK, Robert Charles:** Corporate Law, 6. Baskı, Boston 1986.

**ÇAĞA, Tahir:** “Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Oy Hakkı Veren Hisse Senetleri”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 1, İstanbul 1970, (s. 34).

**ÇELİK, Aytekin:** “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Anonim Şirketlerin Denetimi”, Prof. Dr. Tuğrul ANSAY’a Armağan, Ankara 2006, (s. 543-597).

**DAVIES, Paul:** Introduction to Company Law, Oxford 2010.

**DİKMEN, Yelda:** “Oy Ayrıcalıklı Paylar ve Oy Ayrıcalığının Sınırları”, İstanbul Barosu Dergisi, C. 52, S. 10-11-12, İstanbul 1978, (s. 705-722).

**DOMANIÇ, Hayri:** “Nominal Değerleri Eşit Anonim Şirket Hisselerinde Rey İmtiyazı”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XVII, S. 2, İstanbul 1970, (s. 69-70).

**ERİŞ, Gönen:** “Ayrıcalıklı Pay Senetleri I”, Yargıtay Dergisi, C. 5, S. 4, Ankara 1979, (s. 915-925). (Ayrıcalıklı Pay Senetleri I)

**ERİŞ, Gönen:** “Ayrıcalıklı Pay Senetleri II”, Yargıtay Dergisi, C. 6, S. 1-2, Ankara 1980, (s. 195-213). (Ayrıcalıklı Pay Senetleri II)

**FRANKEL, Tamar:** “Fiduciary Law in The Twenty-First Century”, Boston University Law Review, S.3, C.91, Boston 2011.

**GEENES, Koen/CLOTTENS, Carl:** “One Share-One Vote: Fairness, Efficiency and EU Harmonisation Revisited”, European Company Law Action Plan Revisited (Edited by GEENES, Koen/HOFT, Klaus J), Belçika 2010, (s. 145-209).

**GEENES, Koen/HOFT, Klaus J:** The European Company Action Plan Revisited, Belçika 2010.

**GRADE, Nelissen Jean-Marie/Wauters, Mathias:** “Reforming Legal Capital: Harmonisation or Fragmentation of Creditor Protection”, European Company Law Action Plan Revisited (Edited by GEENES, Koen/HOFT, Klaus J), Belçika 2010, (s. 25-79).

**GÜNEL, Onur Kerem:** Özel Kategori Paylar, Ankara 1997.

**İHTİYAR, Mustafa:** Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul 2006.

**İMREGÜN, Oğuz:** “Anonim Ortaklıklarda Özel Kategori Paylar”, Prof. Dr. Turgut KALPSÜZ’e Armağan, Ankara 2003, (s. 181-200). (Özel Kategori Paylar)

**İMREGÜN, Oğuz:** “Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Kâr Payı (Temettü) Hakkı”, Prof. Dr. Ömer TEOMAN’a 55. Yaş Günü Armağanı, C. I, İstanbul 2002, (s. 413-434). (Kâr Payı Hakkı)

**İMREGÜN, Oğuz:** Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri, İstanbul 1962. (Menfaat İhtilafları)

**KARAHAN, Sami:** “Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Toplantı ve Karar Nisapları”, Doç. Dr. Mehmet SOMER’e Armağan, İstanbul 2006 (s. 173-185).

**KARAHAN, Sami:** “Oydan Yoksun İmtiyazlı Paylar”, BATİDER, C. 18, S. 3, Ankara 1996, (s.15-69).

**KARAHAN, Sami:** Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar ve İmtiyazların Korunması, İstanbul 1991. (İmtiyazlı Paylar)

**KARASU, Rauf:** “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Genel Kurul Kararlarının Butlanı”, Prof. Dr. Fırat ÖZTAN’a Armağan, C. I, Ankara 2010, (s. 1239-1261).

**KARAYALÇIN, Yaşar:** Bilanço Hukuku, Ankara 1979.

**KAYAR, İsmail:** “Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması Açısından HAAO’larda Kâr Dağıtımı”, Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp’e Armağan, C. I, İstanbul 2003, (s. 455-494).

**KENDİGELEN, Abuzer:** “İsviçre Hukukunda Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar”, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN’e Armağan, (s. 335-385). (Oy Hakkı)

**KENDİGELEN, Abuzer:** Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz, İstanbul 1999.

**KİRTİL, Neşe:** Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Pay Sahipleri Genel Kurulu, İzmir 2005.

**KRAAKMAN, Reinier/ARMOUR, John/DAVIES, Paul/ENRIQUES, Luca/HANSMANN, Henry/HERTING, Gerard/HOFT, Klaus/KANDA, Hideki/ROCK, Edward:** The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, Second Edition, Oxford 2010.

**LAGA, Hilde/PARREIN, Floris:** “Corporate Governance in a European Perspective”, Eurpoean Company Law Action Plan Revisited (Edited by GEENS, Koen/HOPT, Klaus J), Belçika 2010, (s. 7-145).

**MANAVGAT, Çağlar:** “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yönetim Kurulunun İmtiyazlı Pay Çıkarma Yetkisi ve Sınırları, Halûk Konuralp Anısına Armağan”, C. III, Ankara 2009 (s.671-683). (Kayıtlı Sermaye)

**MANAVGAT, Çağlar:** “Sermaye Piyasası Bakımından İmtiyazlı Paylara Bakış”, Yaklaşım Dergisi, S.117, 2002, (s. 145-151). (İmtiyazlı Paylara Bakış)

**MANAVGAT, Çağlar:** Alenî Pay Alım Teklifi (Tender Offer - Takeover Bid), Ankara 1997.

**MOROĞLU, Erdoğan:** Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Artırımı, İstanbul 2003. (Esas Sermaye Artırımı)

**MOROĞLU, Erdoğan:** Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, İstanbul 2004. (Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü)

**NILSSON OKUTAN, Gül:** Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009.

**NOMER, Füsün:** “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eş İşlem) İlkesi”, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN’e Armağan, (s. 469-490).

**OMAĞ, Merih Kemal:** “Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi”, Marmara Üniversitesi Hukuk Araştırmaları, İstanbul 1986, (s. 1-8).

**ÖZTEK Selçuk:** “Fransız Hukukunda Oy Hakkından Yoksun Kâr Payında Öncelikli Hisse Senetleri”, BATİDER, C. I, S. 3, Ankara 1982, (s. 91-105).

**POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin:** Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Güncelleştirilmiş 11. Bası, İstanbul 2009.

**PULAŞLI, Hasan:** “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Oy Hakkındaki İmtiyazın Sınırı ve Etkisiz Olduğu Haller”, BATİDER, C. XXIV, S. 3, Ankara 2008, (s.19-32).

**SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin:** Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortalıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul 2009.

**ŞEHİRLİ, Kübra:** Kurumsal Yönetim, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.

**TEKİNALP, Ünal:** “İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Toplantısının Onaylama Kararı - Yargıtay’ın Bir İçtihadı Üzerine İnceleme”, İktisat ve Maliye Dergisi, İstanbul 1976, C. XXII, S. 12, (s. 509-513). (İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Toplantısı)

**TEKİNALP, Ünal:** “İmtiyazlı Paylar”, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XIII, Ankara 1996, (s. 1-36). (İmtiyazlı Paylar)

**TEKİNALP, Ünal:** “Kâr Payında İmtiyaz Oranını ve Dağıtımda Sırayı Değiştiren Genel Kurul Kararının TK. m. 385 Anlamında ‘Müktesep Hak’ Kavramı Karşısında Durumu”, İktisat ve Maliye Dergisi, C. XXV, S. 11, İstanbul 1979, (s. 524-532). (Kâr Payında İmtiyaz ve Müktesep Hak)

**TEKİNALP, Ünal:** Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, 2. Bası, İstanbul 1979.

**TEKİNALP, Ünal:** Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982. (Sermaye Piyasası)

- TEKİNALP, Ünal:** Ünal Tekinalp'in Banka Hukukunun Esasları, 2. Bası, İstanbul 2009.
- TEOMAN, Ömer:** "Alman Paylı Ortaklıklar Kanunundaki Düzenlemeye Göre Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı", İktisat ve Maliye Dergisi, C.XXIV, S.12, İstanbul 1978, (s. 504-513). (Oydan Yoksun Ayrıcalıklı Pay Kavramı)
- TEOMAN, Ömer:** "Bir Anonim Ortaklıkta Payların Tümüne Yasada Öngörülenden Daha Fazla Hak Tanınması Ayrıcalık Yaratmak Anlamına Gelir Mi?", BATİDER, C. XVII, S. 3, Ankara 1996, (s. 1-6).
- TEOMAN, Ömer:** "Kayıtlı Sermaye Sistemini Kabul Eden Anonim Ortaklıklarda Ayrıcalıklı Pay Sahiplerinin Tavan Tutarının Yükseltilmesini veya Çıkarılmış Sermayenin Artırılmasını Onaylamalarının Zorunlu Olup Olmadığı Sorunu", Yasa, Hukuk, İçtihat ve Mevzuat Dergisi, 1996, C.XV, S.173/4, (s. 599-608).
- TORAMAN ÇALGAR, Emek:** "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Oy Hakkının Özellikleri ve Kullanılması", Prof. Dr. Rona SEROZAN'a Armağan, C. II, İstanbul 2010, (s. 1707-1750).
- TURANBOY, Asuman:** "Sermaye Piyasası Kanunu ve Ticaret Kanunu Tasarısı Hakkındaki Görüşler", Prof. Dr. Bilge ÖZTAN'a Armağan, Ankara 2008, (s. 895-907).
- TURANBOY, Asuman:** Halka Açık Banka ve Hissedarın Korunması, Ankara 2002. (Halka Açık Banka)
- TÜRK, Ahmet:** "Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Geneli, Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümler ve Anonim Ortaklığa İlişkin Hükümlerinden Bazıları Hakkında Düşünceler", Prof. Dr. Fırat ÖZTAN'a Armağan, C. II, Ankara 2010, (s. 2161-2191). (TÜRK, A.)
- TÜRK, Hikmet Sami:** "Anonim Ortaklık Pay Senetlerinde İtibari Değer Farkları", Prof. Dr. Mahmut KOLOĞLU'ya 70'inci Yaş Armağanı, Ankara 1975, (s. 567-580).
- ULAŞ KISA, Seda:** "Anonim Ortaklıkta Yaşanan Çıkar Çatışmasının Azınlıkta Kalanlara Zarar Vermemesi İçin Öngörülen Hukuki Araçlar", Bilgi Toplumunda Hukuk – Ünal Tekinalp'e Armağan, C. I, İstanbul 2003, (s. 507-536).
- YANLI, Veliye:** Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması, İstanbul 2005.
- YASAMAN, Hamdi:** "Sermaye Piyasası Hukuku'nun Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Üzerindeki Etkileri ve Sermaye Artırımı", Erdoğan Teziç'e Armağan, İstanbul, (s. 847-860).
- YILDIZ, Şükrü:** Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara 2004.
- YILMAZ, Ejder:** Hukuk Sözlüğü, Ankara 1982.